

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

**ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ:**

***«Αποκλίσεις στις προβλέψεις κερδών που περιέχονται στα  
ενημερωτικά δελτία και η σύνδεσή τους με την μετέπειτα απόδοση  
των μετοχών στο Χ.Α.Α.»***

**ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ : ΛΥΚΟΥΡΑ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**Α.Μ. : ΜΧΡΗ/0521**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : κ. Ν. Τσαγκαράκης**

***Πειραιάς, 30.07.07***

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή κο Ν.Τσαγκαράκη για την πολύτιμη βοήθειά του και για το χρόνο που αφιέρωσε.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ
2. Χ.Α.Α. & ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ
  - 2.1 Βασικές Αρχές του Χ.Α.Α., Συνοπτική Ιστορική Αναδρομή και Πορεία του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο 1994-2004.
  - 2.2 Θεσμικό Πλαίσιο για τα Ενημερωτικά Δελτία
3. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ - ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ
4. ΔΕΙΓΜΑ
5. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ
  - 5.1 Υπολογισμός Σφάλματος Πρόβλεψης
  - 5.2 Υπολογισμός Απλών και Υπερβάλλουσων Αποδόσεων
  - 5.3 Γραμμική Παλινδρόμηση
6. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ
  - 6.1. Αποτελέσματα Υπολογισμού Σφάλματος Πρόβλεψης
  - 6.2. Αποτελέσματα Υπολογισμού Απλών και Υπερβάλλουσων Αποδόσεων
    - 6.2.1. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα κατά την περίοδο 1994-2004
    - 6.2.2. Αποτελέσματα ανά κατηγορία : Αισιόδοξες – Απαισιόδοξες κατά την περίοδο 1994-2004
    - 6.2.3. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1994-1998 & 2001-2004
    - 6.2.4. Αποτελέσματα ανά κατηγορία : Αισιόδοξες – Απαισιόδοξες για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1994-1998 & 2001-2004
    - 6.2.5. Αποτελέσματα ανά αγορά εισαγωγής: Κύρια, Παράλληλη, Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά
  - 6.3 Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης
7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
8. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι ορθολογικοί επενδυτές προκειμένου να αποφασίσουν για το αν θα επενδύσουν στις μετοχές των νεοεισαχθέντων στο χρηματιστήριο εταιρειών ή όχι λαμβάνουν υπόψη τους και αξιολογούν τις προοπτικές των εν λόγω εταιρειών. Σημαντική πηγή άντλησης πληροφοριών για τις εταιρείες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) είναι τα ενημερωτικά δελτία (prospectus), τα οποία είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν κατά την εισαγωγή κινητών αξιών στο χρηματιστήριο ή σε κάθε άλλη οργανωμένη αγορά. Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλες τις πληροφορίες οι οποίες, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή της εισαγωγής για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, είναι απαραίτητες προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με εμπειστατωμένο τρόπο να αξιολογούν τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημιές και τις προοπτικές του εκδότη και του τυχόν εγγυητή, καθώς και τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σε αυτές τις κινητές αξίες. Οι πληροφορίες αυτές παρουσιάζονται με εύληπτο και κατανοητό τρόπο. Επίσης, περιλαμβάνει περιληπτικό σημείωμα το οποίο περιέχει συνοπτικά τις σημαντικότερες πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο.

Την ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο φέρουν: ο εκδότης, ο προσφέρων ή το πρόσωπο που ζητεί την εισαγωγή των κινητών αξιών για διαπραγμάτευση ανάλογα με την περίπτωση, τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των παραπάνω προσώπων, καθώς και οι ανάδοχοι ή σύμβουλοι. Άλλα πρόσωπα, πλην των παραπάνω φέρουν ευθύνη για τις πληροφορίες που περιέχονται σε επί μέρους διακριτά τμήματα του ενημερωτικού δελτίου, εφόσον αναφέρεται ρητά σε αυτό για ποια επί μέρους τμήματά του ευθύνονται αυτά τα πρόσωπα. Τα πρόσωπα που φέρουν την ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο ή για επί μέρους τμήματά του προσδιορίζονται σαφώς σε αυτό με το όνομα και την ιδιότητά τους ή, στην περίπτωση των νομικών προσώπων, με την επωνυμία και την καταστατική τους έδρα. Στο ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνονται

δηλώσεις των εν λόγω προσώπων με τις οποίες βεβαιώνεται ότι, καθόσον γνωρίζουν, οι πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο είναι αληθείς και δεν υπάρχουν παραλείψεις που να αλλοιώνουν το περιεχόμενό του.

Ο ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ αριθ. 211/2007 ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ της 27ης Φεβρουαρίου 2007, ο οποίος αποτελεί τροποποίηση του κανονισμού αριθ. 809/2004 της Επιτροπής, της 29ης Απριλίου 2004, για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία, τη μορφή των ενημερωτικών δελτίων, την ενσωμάτωση πληροφοριών μέσω παραπομπής, τη δημοσίευση των ενημερωτικών δελτίων και τη διάδοση των σχετικών διαφημίσεων, καθορίζει λεπτομερώς τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες οι οποίες πρέπει να περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία για τις διάφορες κατηγορίες κινητών αξιών [Πηγή: Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (30/04/04)]. Ανάμεσα σε αυτές τις χρηματοοικονομικές πληροφορίες περιλαμβάνεται και η **πρόβλεψη κερδών** για τα απόμεινα έτη η οποία, όμως, στη χώρα μας είναι προαιρετική.

Εάν ο εκδότης –επιχείρηση- επιλέξει να περιλάβει πρόβλεψη κερδών ή εκτίμηση κερδών, στο ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να αναφέρει τις κυριότερες υποθέσεις στις οποίες στήριξε την πρόβλεψη ή την εκτίμησή του. Στη δήλωση αυτή πρέπει να γίνεται σαφής διαχωρισμός μεταξύ υποθέσεων για παράγοντες τους οποίους τα μέλη των διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων μπορούν να επηρεάσουν και υποθέσεων για παράγοντες που κατά κανένα τρόπο δεν μπορούν να επηρεάσουν τα μέλη των οργάνων αυτών, πρέπει εξάλλου οι υποθέσεις αυτές να είναι εύκολα κατανοητές από τους επενδυτές, να είναι συγκεκριμένες και ακριβείς και να μην παραπέμπουν στη γενικότερη ακρίβεια των εκτιμήσεων στις οποίες βασίζεται η πρόβλεψη.

Επίσης θα πρέπει να περιλαμβάνεται έκθεση συνταχθείσα από ανεξάρτητους λογιστές ή ελεγκτές που να αναφέρει ότι, κατά τη γνώμη αυτών των ανεξάρτητων λογιστών ή ελεγκτών, η πρόβλεψη ή η εκτίμηση όσον αφορά τα κέρδη καταρτίστηκε με βάση τις δηλωθείσες υποθέσεις και ότι η λογιστική βάση που χρησιμοποιήθηκε γι' αυτή την

πρόβλεψη ή εκτίμηση κερδών είναι σύμφωνη με τις βασικές λογιστικές αρχές που εφαρμόζει η επιχείρηση.

Η πρόβλεψη ή η εκτίμηση των κερδών καταρτίζεται σε βάση συγκρίσιμη με τις ιστορικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες. Εάν έχει δημοσιευθεί πρόβλεψη κερδών σε ενημερωτικό δελτίο που εξακολουθεί να ισχύει, αναφέρει εάν η πρόβλεψη αυτή εξακολουθεί να ισχύει κατά την ημερομηνία του εγγράφου αναφοράς και, εφόσον η πρόβλεψη αυτή δεν ισχύει πλέον, να εξηγήσει τους λόγους αυτής της αλλαγής.

Οι προβλέψεις κερδών μπορεί να αποτελέσουν χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να μπορέσουν να αξιολογήσουν την εταιρεία καλύτερα. Με αυτόν τον τρόπο μπορεί να μειωθεί και η ασυμμετρία πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των manager και των επενδυτών. Παρόλα αυτά, για να είναι χρήσιμες οι πληροφορίες που περιέχονται στα ενημερωτικά δελτία θα πρέπει να είναι και σωστές!!

Στόχοι της παρούσας έρευνας είναι να υπολογίσουμε τις εκάστοτε αποδόσεις και υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος σε διάφορα χρονικά διαστήματα και να διερευνήσουμε κατά πόσο τα σφάλματα στις εκτιμήσεις των κερδών που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία επηρεάζουν τις ανωτέρω αποδόσεις των μετοχών τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Η περίοδος που εξετάζουμε είναι από το 1994 έως το 2004.

Παρόμοιες έρευνες που έχουν γίνει για την Αυστραλία (Lee et al., (1993)), για τον Καναδά (Pedwell et al., (1994)) και για τη Νέα Ζηλανδία (Firth and Smith, (1992) - Mak, (1989)) αποκάλυψαν ότι οι αποκλίσεις μεταξύ προβλέψεων και πραγματικών κερδών ήταν πολύ μεγάλες. Στην Αυστραλία και στη Νέα Ζηλανδία, οι μελέτες έδειξαν όταν το μέσο σφάλμα πρόβλεψης ήταν αρνητικό, πράγμα που σημαίνει ότι τα πραγματικά κέρδη ήταν μικρότερα από τις προβλέψεις των κερδών. Παρόλα αυτά, η διάμεσος των Forecast Errors ήταν θετική και στις δύο έρευνες και συνεπώς συμπεραίνουμε ότι τα αποτελέσματα είχαν επηρεαστεί από κάποιες εταιρείες – λίγες στο σύνολο – που όμως παρουσίαζαν πάρα πολύ μεγάλες αρνητικές αποκλίσεις. Στη Μεγ. Βρετανία οι έρευνες έδειξαν ότι οι προβλέψεις ήταν μικρότερες από τα

πραγματικά κέρδη αλλά υπήρχαν μεγάλες αποκλίσεις (Dev and Webb, (1972) – Ferris and Hayes, (1977) - Keasey and Mc Guinness, (1991)). Οι Dev and Webb (1972) βρήκαν θετική συσχέτιση του σφάλματος πρόβλεψης και του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης.

Αντιθέτως, μελέτες που έγιναν σε χώρες της Ασίας έδειξαν ότι οι αποκλίσεις που παρουσιάζουν οι προβλέψεις από τα πραγματικά κέρδη είναι πολύ μικρότερες. Οι Chen et al (1996) και ο Jaggi (1997) ανέφεραν απόλυτο μέσο σφάλμα πρόβλεψης για τα IPO's του Hong Kong περίπου 18% και 12,9% αντίστοιχα. Σχετικά μεγαλύτερη ακρίβεια φαίνεται να παρουσιάζουν οι προβλέψεις κερδών που υπάρχουν στα prospectus των IPO's της Σιγκαπούρης (Firth et al (1995)). Στη Μαλαισία τα αποτελέσματα των ερευνών διχάζονται. Οι Mohamad et al (1994) υποστηρίζουν ότι οι αποκλίσεις των προβλέψεων από τα πραγματικά κέρδη είναι μικρές ενώ λίγο αργότερα, ο Jelic (1998) βρήκε ότι οι εν λόγω αποκλίσεις είναι μεγαλύτερες.

Το υπόλοιπο μέρος της εργασίας έχει την ακόλουθη δομή:

Το Κεφάλαιο 2 περιγράφει εν συντομία το θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής των εταιρειών στο χρηματιστήριο και στη συνέχεια αναλύονται βασικοί κανόνες για την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου των νεοεισαγόμενων εταιρειών και για το περιεχόμενό του. Το Κεφάλαιο 3 παρουσιάζει μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που αφορά μελέτες άλλων ερευνητών που έχουν σχέση με το αντικείμενο της παρούσας έρευνας. Στο Κεφάλαιο 4 γίνεται περιγραφή του δείγματος και αναφέρονται τα κριτήρια βάσει των οποίων επιλέξαμε τις συγκεκριμένες εταιρείες. Στο Κεφάλαιο 5 περιγράφεται αναλυτικά η μεθοδολογία που ακολουθήσαμε για τη διεξαγωγή της έρευνας ενώ στο Κεφάλαιο 6 περιλαμβάνονται τα εμπειρικά αποτελέσματα στα οποία καταλήξαμε. Τέλος, στο Κεφάλαιο 7 παρουσιάζονται συνοπτικά τα συμπεράσματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Χ.Α.Α. & ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟΥ

#### ΔΕΛΤΙΟΥ

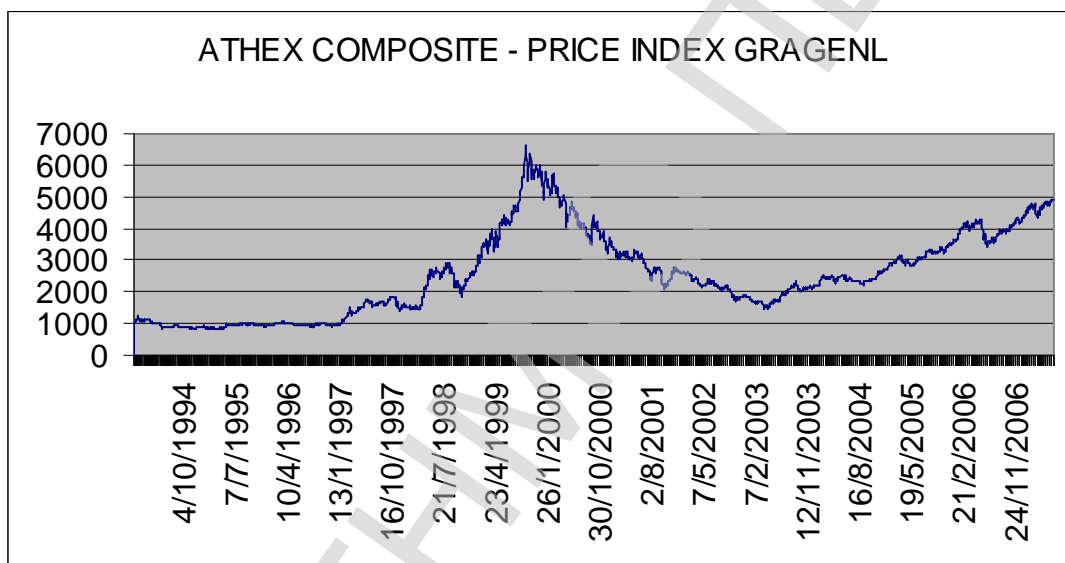
#### **2.1. Βασικές Αρχές του Χ.Α.Α., Συνοπτική Ιστορική Αναδρομή και Πορεία του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο 1994-2004.**

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876, όταν επί κυβερνήσεως Αλ. Κουμουνδούρου δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύστασή του και αποτελεί το παλαιότερο χρηματιστήριο των Βαλκανίων. Το Μάιο του 1880 έγιναν τα επίσημα εγκαίνια αλλά ως το 1928 οπότε και ψηφίστηκε ο νόμος 3632/1928 δεν υπήρχε σαφής προσδιορισμός των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων των συναλλασσόμενων μερών. Από την ίδρυσή του έως σήμερα έχει επιτελέσει αναμφισβήτητες ποιοτικές και ποσοτικές προόδους και έχει συμβάλει καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας μας. Το Χ.Α.Α. λειτουργεί υπό τις διατάξεις του Νόμου 1806/1998, ο οποίος κατέστησε το επίπεδο του Χ.Α.Α. ίσο με εκείνο άλλων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, όσον αφορά στα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις των αρμόδιων για τη λειτουργία του φορέων. Ο ρόλος του Χ.Α.Α. στην Ελλάδα ως μέσο πραγματοποίησης επενδύσεων και πηγή άντλησης κεφαλαίων για τις εταιρείες έχει ενισχυθεί τα τελευταία χρόνια από ένα αριθμό νομοθετικών πράξεων και η ποσότητα των μετοχών και ομολόγων που διαπραγματεύονται έχει αυξηθεί σημαντικά. Η δεκαετία του '90 υπήρξε καθοριστική για την πορεία του Χ.Α.Α. καθώς οι διάφορες νομοθετικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν εκείνη την περίοδο είχαν ως αποτέλεσμα να υπερδιπλασιαστούν οι εισηγμένες εταιρείες ενώ η χρηματιστηριακή αξία όλων των εισηγμένων εταιρειών, από 7.120,20 (εκατ. €) που ήταν το 1990, ανήλθε στα 194.026,41 (εκατ.€) το 2000!![πηγή Χ.Α.Α.]. Όπως φαίνεται και από το Γράφημα 1, κατά την τριετία 1997-1999 ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. σημείωσε μια έντονα ανοδική πορεία και από τις 954 μονάδες που ήταν στις 2 Ιανουαρίου 1997, σχεδόν 3 χρόνια αργότερα, στις 20/09/1999 σκαρφάλωσε στις 6607,84 μονάδες σημειώνοντας ιστορικό υψηλό. Η ξαφνική αυτή εκτίναξη του Χρηματιστηρίου στα ύψη παραπλάνησε πολλούς επενδυτές, οι οποίοι σε πολλές περιπτώσεις πουλούσαν ακόμη και την περιουσία τους προκειμένου



να επενδύσουν τα χρήματά τους στο χρηματιστήριο και να τα πολλαπλασιάσουν. Η «φούσκα» όμως δεν άργησε να σπάσει και προς το τέλος του 1999 ξεκίνησε η αντίστροφη μέτρηση. Για τα επόμενα τρεισήμισι χρόνια ακολούθησε μία ξέφρενη καθοδική πορεία με όλα τα αρνητικά συνεπακόλουθα : μαζική πώληση μετοχών, πτώση τιμών, πτώχευση εταιρειών κ.τ.λ.. Η κάθοδος σταμάτησε το Μάρτιο του 2003 οπότε και το χρηματιστήριο μπήκε σε μία νέα ανοδική φάση, η οποία, εκτός ορισμένων μικρών καθοδικών διορθωτικών κινήσεων, συνεχίζεται έως και σήμερα.

**Γράφημα 1:**  
**Ημερήσια Πορεία Γενικού Δείκτη (Περίοδος 1994-2007)**



Για την περίοδο που εξετάζουμε στο χρηματιστήριο λειτουργούν τρεις αγορές:

- Ø Η Κύρια Αγορά, στην οποία για να εισαχθεί μία εταιρεία το ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων που απαιτείται είναι : 11.738.811,45 €
- Ø Η Παράλληλη Αγορά, στη οποία το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων είναι 2.934.702,86 € και,
- Ø Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, στην οποία εισάγονται κυρίως μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν καλύπτουν τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για να μπου στην Κύρια ή στην Παράλληλη Αγορά.

## 2.2.Θεσμικό Πλαίσιο για τα Ενημερωτικά Δελτία

Σύμφωνα με τους όρους της Απόφασης της 6ης Ιουνίου 2001 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001/1501/EC) ιδρύθηκε η Επιτροπή CESR (Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών), η οποία αποτελεί ανεξάρτητη Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς. Κάθε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχει ένα μέλος στην Επιτροπή. Τα μέλη ορίζονται από τα κράτη-μέλη και είναι οι επικεφαλές των εθνικών δημόσιων αρχών που είναι οι αρμόδιες εποπτικές στον τομέα των κινητών αξιών. Ο ρόλος της είναι:

- Να βελτιώσει το συντονισμό μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς
- Να δράσει ως συμβουλευτική ομάδα με σκοπό να βοηθήσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ιδιαίτερα στην προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα των κινητών αξιών
- Να εργασθεί για τη διασφάλιση μιας περισσότερο συνεπούς και έγκαιρης εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη-μέλη.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε την Οδηγία σχετικά με το Ενημερωτικό Δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση στις 31 Δεκεμβρίου 2003 : Οδηγία 2003/71/EK. Αποτελεί τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/EK. Η Οδηγία αυτή θέτει τους υψηλού επιπέδου πολιτικούς στόχους που πρέπει να επιτευχθούν από την νομοθεσία και σύστησε τα όρια και τους σκοπούς των ιδεών που θα περιλαμβάνονταν στα μέτρα υλοποίησης τα οποία αργότερα πήραν την μορφή Κανονισμού. Ο **Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τα Ενημερωτικά Δελτία Νο 211/2007, κατ' εφαρμογή της Οδηγίας (2003/71/EC)** δημοσιεύτηκε στις 27 Φεβρουαρίου 2007 και παρουσιάζει τα τεχνικά μέτρα υλοποίησης. Αποτελεί τροποποίηση του κανονισμού αριθ. 809/2004 της Επιτροπής, της 29ης Απριλίου 2004. Τα τεχνικά μέτρα που αναπτύχθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ακολούθησαν την εισήγηση της CESR. Ο Νόμος υπ' αριθμόν 3401, που δημοσιεύτηκε στην εφημερίδα της Κυβερνήσεως στις 17 Οκτωβρίου 2005, Φύλλο 257, προσαρμόζει την ελληνική νομοθεσία στην Οδηγία 2003/71/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Δηλαδή, με αυτόν τον νόμο καθορίζονται οι όροι

κατάρτισης, έγκρισης και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά που είναι εγκατεστημένη ή λειτουργεί στην Ελλάδα.

Η Οδηγία για τα Ενημερωτικά Δελτία και ο Κανονισμός που τη συνοδεύει καθιερώνει μία εναρμονισμένη μορφή για τα Ενημερωτικά Δελτία στην Ευρώπη και επιτρέπει στις εταιρείες να χρησιμοποιούν αυτό το Ενημερωτικό Δελτίο για την εισαγωγή τους σε όλες τις Ευρωπαϊκές αγορές χωρίς να χρειάζεται να υποβάλλουν εκ νέου αίτηση για έγκριση στην αρμόδια εθνική εποπτική αρχή και με αυτόν τον τρόπο, στοχεύει στο να βοηθήσει τις εταιρείες να αποφύγουν τις συνακόλουθες καθυστερήσεις και το κόστος που αυτό θα συνεπάγεται. Ως αποτέλεσμα της νέας αυτής νομοθεσίας, εξασφαλίζεται ότι οι επενδυτές θα μπορούν να λαμβάνουν πιο συνεπή και τυποποιημένη πληροφόρηση που θα τους επιτρέπει να συγκρίνουν περισσότερο αποτελεσματικά διάφορες δημόσιες προσφορές κινητών αξιών, οι οποίες θα είναι διαθέσιμες από ένα μεγαλύτερο αριθμό Ευρωπαϊκών εταιρειών. Αυτό είναι πιθανό να οδηγήσει σε ένα ευρύτερο φάσμα προϊόντων που θα είναι διαθέσιμα στους επενδυτές διευκολύνοντας τις Ευρωπαϊκές εταιρείες να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση και να προβούν σε δημόσια εγγραφή σε περισσότερα του ενός χρηματιστήρια ή αγορές, χάρη στην ενδυνάμωση και απλοποίηση του θεσμικού καθεστώτος.

Προκειμένου να μην υπάρχουν διαφορές μεταξύ των χωρών ως προς την εφαρμογή των διατάξεων του Κανονισμού, ζητήθηκε από τους φορείς τις αγοράς να αποσαφηνίσουν ορισμένα σημεία του Κανονισμού και να προάγουν μεγαλύτερη διαφάνεια στον τρόπο με τον οποίο οι εποπτικές αρχές θα τον εφαρμόσουν.

Τα μέλη της CESR κατόπιν μιας διαδικασίας διαβουλεύσεων, αποφάσισαν να προτείνουν μία σειρά τροποποιήσεων επί των αρχικών προτάσεων. Όπως προτάθηκε, η CESR έλαβε υπόψη της τη βασική αρχή της Οδηγίας, σύμφωνα με την οποία η πληροφόρηση που περιέχεται σε ένα ενημερωτικό δελτίο πρέπει να είναι ανάλογη του είδους του εκδότη και των κινητών αξιών που προσφέρονται στο επενδυτικό κοινό ή εισάγονται για διαπραγμάτευση. Η CESR λοιπόν, είχε την πρόθεση να αποσαφηνίσει σε ποιο είδος κινητών αξιών εφαρμόζεται κάθε σύσταση, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι

επενδυτές χρειάζονται διαφορετικό επίπεδο πληροφόρησης ανάλογα με το είδος των κινητών αξιών που προσφέρονται ή εισάγονται προς διαπραγμάτευση.

Επιπλέον, η CESR αποφάσισε να μην εκδώσει συστάσεις όσον αφορά στα σημεία που περιλήφθησαν στο κείμενο διαβούλευσης όπου υπήρξε ομοφωνία του κλάδου στο ότι δεν υπάρχει ανάγκη περαιτέρω διευκρινίσεων, καθώς ο Κανονισμός είναι σαφής.

Εκτός αυτού, η CESR διευκρίνισε το πεδίο εφαρμογής της σύστασής της σχετικά με τις προβλέψεις που γίνονται εκτός ενημερωτικού δελτίου, για παράδειγμα στα πλαίσια μίας παρουσίασης σε θεσμικούς επενδυτές (road show). η σύσταση όσον αφορά στην κατάσταση κεφαλαιοποίησης και δανειακών υποχρεώσεων τροποποιήθηκε ώστε να ανταποκριθεί στους προβληματισμούς των συμμετοχόντων στη διαδικασία υποβολής σχολίων, σε σχέση με την ανάγκη υπολογισμού και δημοσίευσης του επιπέδου των κερδών κατά την ημερομηνία κατάρτισης της κατάστασης.

Τα μέτρα που συμπεριλαμβάνονται στο κείμενο διαβούλευσης καλύπτουν:

- Θέματα Χρηματοοικονομικών Πληροφοριών:

Σκοπός των συστάσεων δεν είναι να παρέχουν ερμηνείες των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IAS/IFRS) ή των Γενικά Παραδεκτών Λογιστικών Αρχών (GAAP) των Κρατών Μελών, αλλά να διευκρινίσουν ορισμένες υποχρεώσεις διαφάνειας που περιλαμβάνονται στον Κανονισμό, όπου είναι αναγκαίο.

Μεταξύ άλλων το κείμενο περιλαμβάνει συστάσεις για το Λειτουργικό και Χρηματοοικονομικό Απολογισμό, τις Προβλέψεις ή Εκτιμήσεις Κερδών, τις «Pro Forma» Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες ή τις Καταστάσεις Κεφαλαίου Κίνησης.

- Θέματα που δεν αφορούν Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες:

Αυτή η θεματική περιέχει τρεις ενότητες. Εντός της πρώτης ενότητας, η CESR προτείνει την έκδοση συστάσεων προκειμένου να εξασφαλίσει το συντονισμό μεταξύ των αρμόδιων εποπτικών αρχών όταν εφαρμόζεται το Άρθρο 23 του Κανονισμού. Αυτό το άρθρο δίνει στις αρμόδιες εποπτικές αρχές τη δυνατότητα να απαιτούν προσαρμοσμένα στοιχεία (πλέον των στοιχείων που περιλαμβάνονται στα πρότυπα ενημερωτικού δελτίου και στο σύνολο πρόσθετων πληροφοριών) από εκείνους τους εκδότες που περιλαμβάνονται στο Παράρτημα XIX του Κανονισμού (ειδικοί εκδότες),

όπως νεοσύστατες εταιρίες ή εταιρίες ακινήτων. Η δεύτερη ενότητα καλύπτει συστάσεις επί συγκεκριμένων σημείων του ενημερωτικού δελτίου, όπου η CESR αισθάνεται ότι υπάρχει ανάγκη διευκρίνισης σε αυτό το στάδιο. Μεταξύ άλλων, το κείμενο περιλαμβάνει συστάσεις για τα ακόλουθα σημεία του Κανονισμού: Συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, εξέλιξη του μετοχικού κεφαλαίου, ή πληροφορίες για συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων εταιριών. Επιπρόσθετα, η CESR προτείνει συστάσεις στο περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου που απαιτείται στην περίπτωση προσφοράς κινητών αξιών στους εργαζόμενους ή στην περίπτωση δωρεάν κατανομής μετοχών στους παλαιούς μετόχους. Αυτό είναι ένα ζήτημα που δεν σχετίζεται με τα πρότυπα ενημερωτικού δελτίου και το σύνολο των πρόσθετων πληροφοριών.

Η οικειοθελής γνωστοποίηση προβλέψεων κερδών στο έγγραφο αναφοράς μετοχών πρέπει να παρουσιάζεται με συνεπή και συγκρίσιμο τρόπο και να συνοδεύεται από δήλωση ανεξάρτητων λογιστών ή ελεγκτών. Δεν πρέπει να υπάρχει σύγχυση μεταξύ της πληροφορίας αυτής και της γνωστοποίησης τάσεων ή άλλων πραγματολογικών στοιχείων που έχουν σημαντική επίπτωση στις προοπτικές του εκδότη –της εταιρίας. Επιπλέον, κατά τη συμπλήρωση του ενημερωτικού δελτίου ή την κατάρτιση νέου, πρέπει να εξηγείται κάθε μεταβολή στη πολιτική γνωστοποίησης των προβλέψεων κερδών.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει το δικαίωμα να επιβάλλει πρόστιμα στις εταιρείες όταν προκαλείται ζημία στο επενδυτικό κοινό από παραπλανητικά και ψευδή στοιχεία που επιβάλλονται στα «ευρωπαϊκά ενημερωτικά δελτία» των δημόσιων εγγραφών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ - ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η χρησιμότητα των προβλέψεων που υπάρχουν στα ενημερωτικά δελτία για τους επενδυτές αποτέλεσε κίνητρο για αρκετούς ερευνητές να ασχοληθούν με το κατά πόσο υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ προβλέψεων και πραγματικών κερδών αλλά και με το κατά πόσο οι προβλέψεις επηρεάζουν τόσο την αρχική τιμή της μετοχής όσο και τη μετέπειτα πορεία της. Η αναγραφή πρόβλεψης των κερδών στα prospectus στις περισσότερες χώρες είναι προαιρετική. Εξαιρέση αποτελούν η Κίνα, η Μαλαισία, η Σιγκαπούρη, η Νέα Ζηλανδία (μετά το 1983) και η Μεγάλη Βρετανία. Συνεπώς, οι περισσότερες έρευνες που έχουν γίνει για την ακρίβεια των προβλέψεων και για το κατά πόσο πιθανά σφάλματα επηρεάζουν την μελλοντική απόδοση των μετοχών αφορούν τις χώρες αυτές στις οποίες οι νεοεισαχθείσες εταιρείες είναι υποχρεωμένες να αναγράφουν στα ενημερωτικά δελτία που εκδίδουν προβλέψεις για τα κέρδη. Αντιθέτως, για τις Η.Π.Α όπου οι εκτιμήσεις κερδών στα prospectus των IPO's σπανίζουν υπάρχουν ελάχιστες έρευνες.

Ένα άλλο θέμα το οποίο έχει υπάρξει αντικείμενο έρευνας αρκετές φορές είναι ο προσδιορισμός των χαρακτηριστικών αυτών των εταιρειών τα οποία σχετίζονται με την ακρίβεια των προβλέψεων. Βέβαια, τα χαρακτηριστικά αυτά συχνά επιδρούν διαφορετικά από χώρα σε χώρα. Μερικές από τις μεταβλητές των οποίων εξετάστηκε η επίδραση είναι το μέγεθος της εταιρείας, η ηλικία της, η φήμη των αναδόχων, ο χρονικός ορίζοντας της πρόβλεψης, η μεταβλητότητα των ιστορικών κερδών και η χρηματοοικονομική μόχλευση. Στις περισσότερες έρευνες η μόνη μεταβλητή που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές είναι ο χρονικός ορίζοντας των προβλέψεων και η ηλικία της εταιρείας.

Οι **Chen και Firth** (1999) μελέτησαν κατά πόσο ακριβείς είναι οι προβλέψεις κερδών που περιέχονται στα prospectus των IPO's της Κίνας και στη συνέχεια εξέτασαν κατά πόσο τα σφάλματα στις προβλέψεις επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Ως δείγμα

πήραν τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Shanghai Stock Exchange και στο Shenzhen Securities Exchange από το 1991 ως το 1996 και για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα όλα τα απαιτούμενα δεδομένα. Όμως, στην Κίνα οι εταιρείες εκδίδουν άλλα prospectus για τους εγχώριους επενδυτές (A – Shares) και άλλα για τους ξένους επενδυτές (B-Shares). Γι' αυτό και οι συγγραφείς χώρισαν το δείγμα σε επενδυτές A- Shares και σε επενδυτές B-Shares. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι περισσότερες προβλέψεις ήταν απαισιόδοξες πράγμα που σημαίνει ότι τα πραγματικά κέρδη ήταν υψηλότερα από τα εκτιμώμενα καθώς επίσης και ότι οι αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται με την ακρίβεια των προβλέψεων. Συγκεκριμένα, το μέσο FE για τις προβλέψεις κερδών που υπήρχαν σε σύνολο 447 prospectus των A – Shares ήταν 21,92% ενώ το μέσο AFE 40,12%. Αντίστοιχα, το δείγμα για τα prospectus των B-Shares περιελάμβανε 85 εταιρείες. Το μέσο FE ήταν 14,49% και το μέσο AFE 42,13%. Τέλος, το 34% των A – Shares prospectus και το 39% των B-Shares prospectus περιείχαν αισιόδοξες προβλέψεις ενώ τα υπόλοιπα περιείχαν απαισιόδοξες.

Ο **Chahine** (2004) εξετάζοντας 168 IPO's του Γαλλικού Χρηματιστηρίου κατά την περίοδο 1996 – 1998 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα πραγματικά EPS είναι κατά μέσο όρο 20 % χαμηλότερα από τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Το μέσο FE για το συγκεκριμένο δείγμα είναι – 19,3% ενώ το μέσο AFE είναι 40,3%. Επίσης συνήγαγε ότι οι αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται θετικά με τα σφάλματα των προβλέψεων. Αισιόδοξες προβλέψεις επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές των μετοχών. Κατά τον Chahine, οι εταιρείες εισάγονται στο χρηματιστήριο όταν η απόδοσή τους είναι αρκετά καλή και συνεπώς οι προβλέψεις των αναλυτών επηρεάζονται θετικά. Αυτό αιτιολογεί εν μέρει το ότι οι προβλέψεις των κερδών σύμφωνα με έρευνες που έχουν γίνει, στις περισσότερες χώρες είναι υπεραισιόδοξες. Επιπλέον, όταν οι επενδυτές πληροφορηθούν τα πραγματικά κέρδη, τα οποία συνήθως είναι αρκετά χαμηλότερα από αυτά που είχαν προβλεφθεί, η τιμή της μετοχής αρχίζει να αναπροσαρμόζεται προς τα κάτω. Έχουμε δηλαδή **μακροχρόνια υποαπόδοση**.

Ο **Jaggi** (1997) εξέτασε την εγκυρότητα των προβλέψεων για τα μερίσματα, για τα κέρδη και για τα κέρδη ανά μετοχή που υπάρχουν στα prospectus 161 εταιρειών (από

τις 262) που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Hong Kong από το 1990 έως το 1994. Προκειμένου να υπολογίσει το σφάλμα πρόβλεψης χρησιμοποίησε και αυτός τον τύπο :

$$FE = (A-P)/A,$$

όπου A= actual profits/EPS/dividends και P= predicted profits/EPS/dividends

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνάς του δείχνουν ότι, εν αντιθέσει με τις περισσότερες άλλες χώρες, στο Hong Kong οι προβλέψεις που περιέχονται στα ενημερωτικά δελτία είναι υποεκτιμημένες. Συγκεκριμένα, το μέσο FE για τα κέρδη ανά μετοχή ήταν 3,10%, για τα συνολικά κέρδη 6,5% και για τα μερίσματα -7,78%. Επίσης, το μέσο AFE για τα κέρδη ανά μετοχή, για τα συνολικά κέρδη και για τα μερίσματα ήταν 12,86%, 12,79% και 16,72% αντίστοιχα, πράγμα που δείχνει ότι οι αποκλίσεις μεταξύ προβλέψεων και πραγματικότητας δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλες. Τέλος, εφαρμόζοντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων σε ένα μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης εξετάζει κατά πόσο οι αποκλίσεις που υπάρχουν στις προβλέψεις των κερδών επηρεάζονται από διάφορα χαρακτηριστικά των εταιρειών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι προβλέψεις που κάνουν οι παλιότερες εταιρείες παρουσιάζουν μικρότερες αποκλίσεις από τα πραγματικά κέρδη. Δηλαδή υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της ηλικίας των εταιρειών και των FE. Οι υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές δεν ήταν στατιστικά σημαντικές οπότε ο χρονικός ορίζοντας των προβλέψεων, το μέγεθος της εταιρείας, η χρηματοοικονομική μόχλευση και η φήμη των αναδόχων-ελεγκτών δε φαίνεται να επηρεάζουν τις προβλέψεις των κερδών.

Οι **Jog και McConomy** (2003) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 258 Καναδέζικων IPO's κατά την περίοδο 1983 – 1994 εξέτασαν την ακρίβεια των προβλέψεων καθώς και κατά πόσο είναι ωφέλιμο για τις εταιρείες να συμπεριλαμβάνουν προβλέψεις κερδών ή όχι. Συγκέντρωσαν όλες τις προβλέψεις κερδών που υπήρχαν στο ενημερωτικό δελτίο ανά εταιρεία και εν συνεχεία βρήκαν και τα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Ταυτόχρονα, συνέλεξαν και ορισμένες άλλες μεταβλητές που υπήρχαν στα ενημερωτικά δελτία και που προηγούμενες έρευνες τις είχαν αναδείξει σημαντικές όσον αφορά στην επίδρασή τους τόσο στην αρχική υποτιμολόγηση όσο και στη μετέπειτα επίδοση των μετοχών. Η έρευνά τους έδειξε ότι οι εταιρείες που παρουσιάζουν αισιόδοξες ή γενικότερα ανακριβείς προβλέψεις παρουσιάζουν αρνητικές ή χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με



αυτές που είναι περισσότερο συντηρητικές ή ακριβείς αλλά και σε σχέση με αυτές που επιλέγουν να μη συμπεριλάβουν καθόλου προβλέψεις στο ενημερωτικό δελτίο.

Οι **Habra και Pettway** (2003) χρησιμοποιώντας δεδομένα από τα prospectus των εισηχθέντων εταιρειών προσπάθησαν να προσδιορίσουν τη χρησιμότητα των πληροφοριών αυτών για τους επενδυτές. Επίσης, μελέτησαν τη σχέση που υπάρχει στα στοιχεία που περιλαμβάνονται στα prospectus και στην απόδοση των τιμών των μετοχών των αντίστοιχων εταιρειών για διάφορους χρονικούς ορίζοντες. Χρησιμοποίησαν ως δείγμα 242 IPO's που έγιναν το διάστημα 1987–1991. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ορισμένες από τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στα prospectus σχετίζονται με τις αποδόσεις των μετοχών αλλά μόνο για το πρώτο και λιγότερο για το δεύτερο έτος. Μετά την τριετία δε φαίνεται να υπάρχει κάποια σχέση κι αυτό είναι λογικό αν σκεφτεί κανείς ότι οι πληροφορίες θεωρούνται πλέον outdated. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης έδειξαν ότι η κερδοφορία της εταιρείας κατά τα προηγούμενα έτη, το μέγεθος της εταιρείας, το μέγεθος της υποτιμολόγησης καθώς και οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη επηρεάζουν τις αποδόσεις βραχυχρόνια. Αντιθέτως, το κύρος του ανάδοχου, η στήριξη μέσω του venture capital και η ηλικία της εταιρείας, ενώ σχετίζονται με το μέγεθος της υποτιμολόγησης δε φαίνεται επηρεάζουν σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών.

Οι **Cheng και Firth** (2000) κάνοντας μια αντίστοιχη έρευνα για τα IPO's του Hong Kong συνήγαγαν ότι το μέσο forecast error είναι 9,89%, δηλ. θετικό, πράγμα που σημαίνει ότι τα πραγματικά κέρδη είναι μεγαλύτερα από τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Όλα τα σφάλματα είναι θετικά, συνεπώς το AFE συμπίπτει με το FE. Επίσης, αναφέρουν ότι οι αποκλίσεις που παρατηρούνται στα κέρδη είναι εξαιρετικά χαμηλότερες σε σχέση με αυτές που παρατηρούνται σε άλλες περισσότερο αναπτυγμένες χώρες όπως η Αυστραλία, ο Καναδάς, η Μεγάλη Βρετανία και η Νέα Ζηλανδία. Τέλος, σύμφωνα με την έρευνά τους, το prestige των αναδόχων σχετίζεται θετικά με την ορθότητα των προβλέψεων.

Οι **Firth και Smith** (1992) εξέτασαν την ακρίβεια των προβλέψεων των κερδών που περιέχονται στα prospectus των νεοεισαχθέντων εταιρειών της Νέας Ζηλανδίας. Το

δείγμα τους αποτελείτο από 89 εταιρείες που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την τετραετία 1983 – 1986. Τα αποτελέσματα ήταν αρκετά ενδιαφέροντα καθώς το μέσο σφάλμα πρόβλεψης ήταν -92%, πράγμα που δείχνει ότι τα πραγματικά κέρδη ήταν αρκετά χαμηλότερα από τις προβλέψεις ενώ το απόλυτο μέσο σφάλμα σύμφωνα με την έρευνα ήταν 141! Επίσης, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεγέθους εταιρίας και σφάλματος πρόβλεψης. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι μία εταιρεία τόσο μεγαλύτερη απόκλιση υπάρχει μεταξύ των εκτιμώμενων κερδών και των πραγματικών κερδών. Τέλος, δε φάνηκε να υπάρχει κάποια σημαντική σχέση μεταξύ ακρίβειας προβλέψεων και άλλων ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των εταιρειών όπως ηλικία, ρυθμός ανάπτυξης, φήμη ελεγκτή, και χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης.

Οι **Sun και Liu**, (2006) στην έρευνά τους με θέμα “The Credibility of Management Earnings Forecasts in Chinese IPO Prospectuses” μελέτησαν την εγκυρότητα των προβλέψεων των κερδών που ανακοινώνονται στα prospectus που εκδίδονται από κινέζικες νεοεισαχθείσες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Η εξετάζουσα περίοδος ήταν από το 1991 – 2005. Στις 26 Δεκεμβρίου 1996, η Κινέζικη Επιτροπή Αξιογράφων : “Chinese Securities Regulatory Commission ( CSRC )”, θέσπισε έναν κανονισμό ο οποίος περιελάμβανε τους κανόνες έκδοσης των μετοχών καθώς και τις κυρώσεις που θα έχουν οι εταιρείες όταν οι προβλέψεις που κάνουν για τα κέρδη είναι σημαντικά υπερεκτιμημένες. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το περιεχόμενο του κανονισμού αν τα πραγματικά κέρδη είναι χαμηλότερα κατά 90% από τις προβλέψεις που υπάρχουν στο prospectus της εταιρίας, η εν λόγω εταιρεία θα πρέπει να δώσει μια επίσημη εξήγηση σε εφημερίδα που εκδίδεται από την CSRC. Αν τα πραγματικά κέρδη είναι κατά 80% χαμηλότερα θα υπάρξουν επίσης ανάλογες κυρώσεις για την εταιρεία. Επίσης, ο κανονισμός απαγορεύει την ρύθμιση της αρχικής τιμής της μετοχής με βάση τις προβλέψεις κερδών. Σύμφωνα με την έρευνα των Jerry Sun και Guoping Liu, ο κανονισμός επέδρασε θετικά στο να μειωθούν οι αποκλίσεις των προβλέψεων από τα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν στην έρευνά τους αποτελείτο από 858 Κινέζικες εταιρείες. Το μέσο σφάλμα πρόβλεψης ήταν 0,45% και το μέσο απόλυτο σφάλμα πρόβλεψης 15,28%. Επίσης, στη συγκεκριμένη έρευνα εξετάστηκαν τα χαρακτηριστικά εκείνα των εταιρειών τα οποία θα μπορούσαν να επηρεάσουν την ακρίβεια των προβλέψεων : το μέγεθος της εταιρείας, ο χρονικός

ορίζοντας της πρόβλεψης, η μεταβλητότητα που παρουσίαζαν τα κέρδη στο παρελθόν, η χρηματοοικονομική μόχλευση, η φήμη του ανάδοχου και το καθεστώς ιδιοκτησίας.

Οι **Dechow, Hutton και Sloan** (First Version: July, 1996- Second Version: June, 1999) χρησιμοποιώντας ως δείγμα 1179 εταιρείες που εκδώσαν μετοχές την περίοδο 1981-1990 εξετάζουν κατά πόσο οι μακροχρόνιες προβλέψεις κερδών που κάνουν οι αναλυτές είναι αισιόδοξες, απαισιόδοξες ή ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα καθώς και κατά πόσο οι υπεραισιόδοξες προβλέψεις επηρεάζουν μελλοντικά τις τιμές, άρα και τις αποδόσεις των μετοχών. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν είναι ότι γενικά οι αναλυτές υπερεκτιμούν τα μελλοντικά κέρδη και ότι οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται από τις εσφαλμένες εκτιμήσεις για τα κέρδη που υπάρχουν στα ενημερωτικά δελτία. Συγκεκριμένα, μεγάλες θετικές αποκλίσεις (AP – FP) συνεπάγονται και μικρότερη απόδοση στις μετοχές. Αυτό υποστηρίζουν οι συγγραφείς ότι αποτελεί εν μέρει εξήγηση για το παράδοξο των IPO's.

Ο **Gounopoulos** (July 2004) χρησιμοποιώντας τέσσερις εναλλακτικές μεθόδους μέτρησης του σφάλματος πρόβλεψης συμπέρανε ότι στην Ελλάδα υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ προβλέψεων και πραγματικών κερδών. Το δείγμα του περιελάμβανε 208 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν μέρος στη χώρα μας από τον Ιανουάριο του 1994 έως και το Δεκέμβριο του 2001. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι προβλέψεις απέκλιναν κατά μέσο όρο 42,84% ( $=|AFE|$ ) από την πραγματικότητα. Μέσω ενός πολυπαραγοντικού μοντέλου παλινδρόμησης εξέτασε την επίδραση που έχουν διάφοροι παράγοντες στη διεξαγωγή σωστών προβλέψεων και διαπίστωσε ότι καθοριστικός είναι ο ρόλος κυρίως τριών παραγόντων : του μεγέθους της εταιρείας, του καθεστώτος ιδιοκτησίας και τέλος του κόστους εισαγωγής στο χρηματιστήριο.

Ο **Firth** (1998), σε σχετική μελέτη που έκανε σε 116 IPO's που έγιναν στη Σιγκαπούρη το διάστημα 1977- 1992 εξέτασε το ρόλο που παίζουν οι προβλέψεις των κερδών που υπάρχουν στα ενημερωτικά δελτία στη σωστή τιμολόγηση των μετοχών αλλά και κατά πόσο επηρεάζουν τις μελλοντικές αποδόσεις τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι προβλέψεις των κερδών αποτελούν παράγοντα σήμανσης για την αξία των IPO's και ότι η ακρίβεια των προβλέψεων σχετίζεται θετικά με τις μελλοντικές

αποδόσεις των μετοχών. Δηλαδή, αν οι προβλέψεις κερδών ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα τότε οι επενδυτές κρίνουν αξιόπιστη την εταιρεία και αυτό επηρεάζει θετικά την τιμή της μετοχής. Αντιθέτως, εάν οι προβλέψεις αποκλίνουν πολύ από τα πραγματικά κέρδη – ιδιαίτερα όταν τα υπερεκτιμούν - τότε οι επενδυτές που λόγω των υψηλών προσδοκιών είχαν υπερτιμολογήσει την εταιρεία σπεύδουν να προσαρμόσουν την τιμή προς τα κάτω.

Αντίστοιχη με όλες τις παραπάνω ήταν και η έρευνα που έκαναν οι **Mohamad και Gunasekaran (2006)** οι οποίοι μελέτησαν 41 εταιρείες που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Αμάν την πενταετία 1992 – 1996. Τα αποτελέσματα και αυτής της έρευνας έδειξαν ότι οι προβλέψεις είναι υπεραισιόδοξες με μέσο όρο σφάλματος - 147,2%, ποσοστό υπερβολικά μεγάλο. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δε μπορούν να έχουν καμία εμπιστοσύνη στα ενημερωτικά δελτία και θα πρέπει να συμβουλευονται άλλες πηγές προκειμένου να ενημερωθούν για τις εταιρείες. Αφαιρώντας 3 εταιρείες από το δείγμα των οποίων οι προβλέψεις απέκλιναν πάρα πολύ από την πραγματικότητα και οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν την εγκυρότητα της έρευνας.

Ο Πίνακας 1 βασίζεται στην προηγούμενη ανάλυση αυτού του Κεφαλαίου και προσφέρει μία χρήσιμη ανασκόπηση της σχετικής διεθνούς βιβλιογραφίας. Η στήλη (1) δείχνει τη χώρα για την οποία έγινε η έρευνα, η στήλη (2) αναφέρει τα ονόματα των εκάστοτε ερευνητών, η στήλη (3) παρουσιάζει τη χρονική περίοδο που καλύπτει η σχετική μελέτη, η στήλη (4) παρέχει το μέγεθος του δείγματος, η στήλη (5) το μέσο Σφάλμα Πρόβλεψης και η στήλη (6) το Απόλυτο μέσο Σφάλμα Πρόβλεψης.

**Πίνακας 1:****Συνοπτικός πίνακας εμπειρικών μελετών για τις προβλέψεις κερδών**

<b>Στήλη (1)</b>	<b>Στήλη (2)</b>	<b>Στήλη (3)</b>	<b>Στήλη (4)</b>	<b>Στήλη (5)</b>	<b>Στήλη (6)</b>
<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ</b>	<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>ΔΕΙΓΜΑ</b>	<b>FE</b>	<b>AFE</b>
ΚΙΝΑ	<b>Chen – Firth (1999)</b>	1991-1996	A-Shares 447	21,92%	40,12%
			B –Shares 85	14,49%	42,13%
ΓΑΛΛΙΑ	<b>Chahine (2004)</b>	1996-1998	168	-19,3%	40,3%
HONG KONG	<b>Jaggi (1997)</b>	1990-1994	161	6,50%	12,79%
ΚΑΝΑΔΑΣ	<b>Jog – McConomy (2003)</b>	1983 – 1994	258	NA	NA
-	<b>Bhabra και Pettway (2003)</b>	1987 – 1991	242	NA	NA
HONG KONG	<b>Cheng και Firth (2000)</b>	1992 – 1995	154	9,89%	9,89%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	<b>Firth και Smith (1992)</b>	1983 – 1986	89	-92%	141%
ΚΙΝΑ	<b>Sun και Liu (2006)</b>	1991 – 2005	858	0,45%	15,28%
	<b>Dechow, Hutton και Sloan (1996)</b>	1981- 1990	1179	NA	NA
ΕΛΛΑΔΑ	<b>Gounopoulos (2004)</b>	1994 – 2001	208	8,04%	42,82%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡ Η	<b>Firth (1998)</b>	1977 - 1992	116	NA	NA
ΙΟΡΔΑΝΙΑ	<b>Mohamad. - Gunasekaran (2006)</b>	1992 – 1996	41	-147,2%	163,4%

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

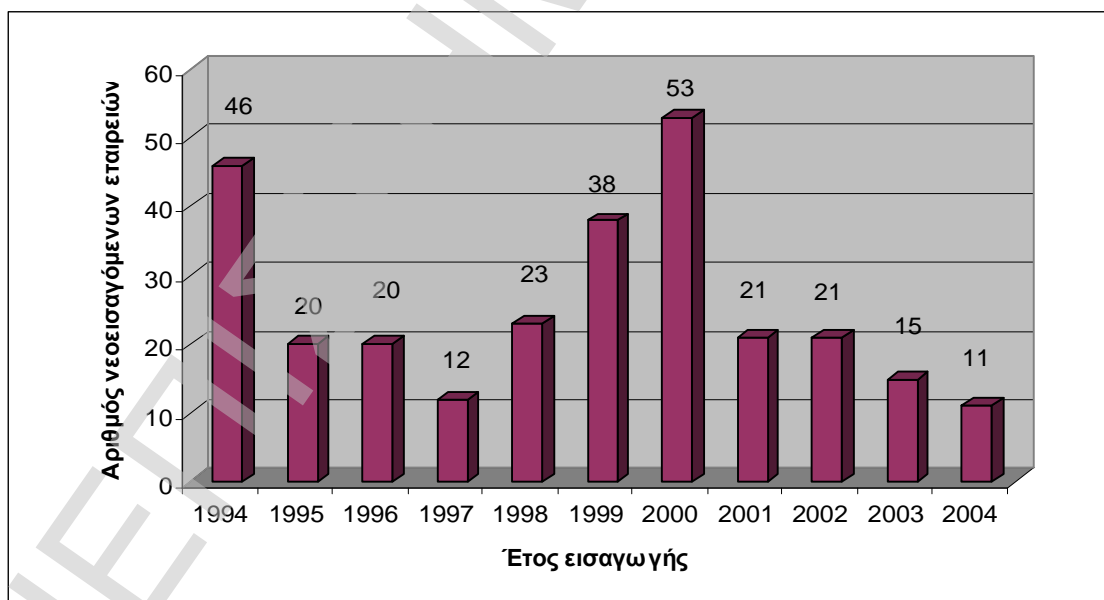
### ΔΕΙΓΜΑ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει αρχικές δημόσιες εγγραφές κοινών μετοχών στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1994 - 2004. Επιλέξαμε ως τελευταίο έτος το 2004 γιατί για να υπολογίσουμε τις αποδόσεις των μετοχών σε μακροχρόνιο ορίζοντα απαιτείται να γνωρίζουμε τις τιμές τους για τουλάχιστον τα ακόλουθα 3 χρόνια. Αφού λοιπόν το τελευταίο έτος για το οποίο υπάρχουν οι τιμές των μετοχών είναι το 2007 δε θα μπορούσαμε παρά να σταματήσουμε στο 2004.

Το σύνολο των νεοεισηγμένων εταιρειών κατά την περίοδο αυτή είναι 280. Στο Γράφημα 2 παρουσιάζονται διαγραμματικά οι ανά έτος εισαγωγές των εταιρειών στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1994 -2004.

#### **Γράφημα 2:**

**Αριθμός νέων εισαγωγών ανά έτος (Περίοδος 1994 – 2004) n = 280**



Όπως βλέπουμε από το παραπάνω γράφημα οι περισσότερες εταιρείες εισήχθησαν κατά το έτος 2000, συνολικά 53, ενώ οι λιγότερες εισήχθησαν το έτος 1997 και το έτος 2004 (11 και 12 αντίστοιχα).

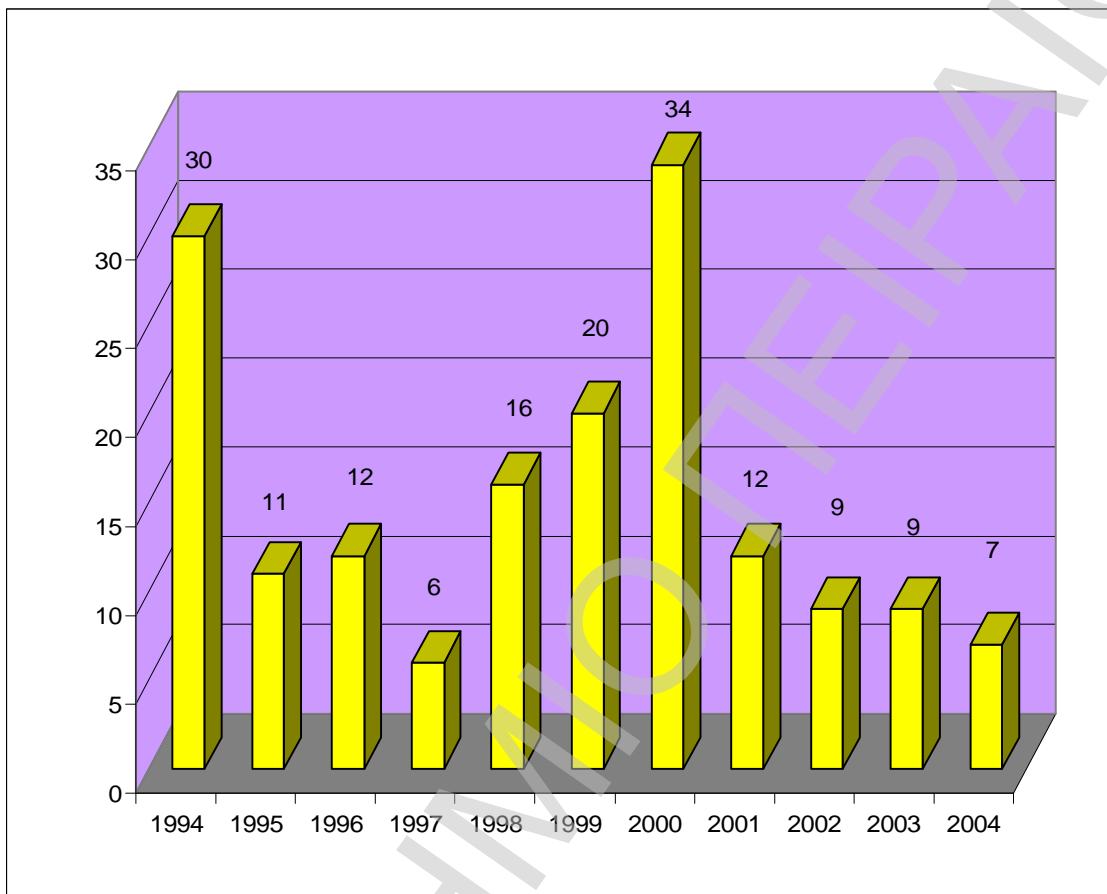
Στο τελικό μας δείγμα συμμετείχαν οι εισαγωγές που ικανοποιούσαν τα ακόλουθα 3 κριτήρια :

- 1) Υπήρχαν διαθέσιμα ενημερωτικά δελτία τα οποία περιείχαν προβλέψεις για τα κέρδη του έτους εισαγωγής.
- 2) Υπήρχαν διαθέσιμες οικονομικές καταστάσεις στις οποίες αναγράφονταν τα πραγματοποιηθέντα κέρδη για το έτος εισαγωγής αλλά και για τα ακόλουθα 3 έτη.
- 3) Υπήρχαν διαθέσιμες πληροφορίες για τα χαρακτηριστικά των εταιρειών.

Συνολικά 176 εταιρείες πληρούσαν τις παραπάνω προϋποθέσεις. Από αυτές αφαιρέθηκαν 5 εταιρείες οι προβλέψεις των οποίων παρουσίαζαν πολύ μεγάλες αποκλίσεις από τα πραγματικά κέρδη. Η παρουσία τους στο τελικό δείγμα θα επηρέαζε την αντικειμενικότητα των αποτελεσμάτων της έρευνάς μας. Από τις υπόλοιπες 171 που έμειναν αφαιρέθηκαν 5 ακόμη για τις οποίες δεν ήταν διαθέσιμες οι ιστορικές τιμές της μετοχής τους. Επομένως, το τελικό δείγμα αποτελείται από **166 μετοχές**, το 60% όλων των IPO's της περιόδου αυτής. Στο Γράφημα 3 απεικονίζεται διαγραμματικά η κατανομή των εταιρειών του τελικού δείγματος ανάλογα με το έτος εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο.

### **Γράφημα 3 :**

**Αριθμός νέων εισαγωγών ανά έτος για τις εταιρείες του τελικού δείγματος (Περίοδος 1994 – 2004), n=166**



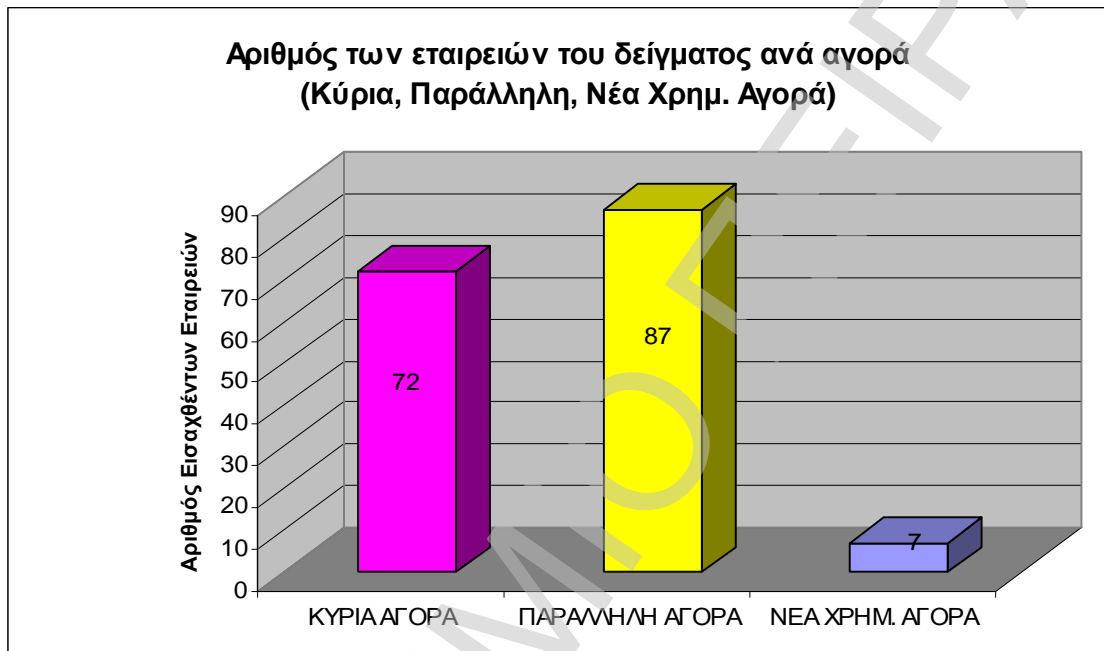
Συγκρίνοντας το Γράφημα 3 με το Γράφημα 2 παρατηρούμε ότι η κατανομή των εταιρειών του δείγματος είναι ανάλογη της κατανομής του συνολικού αριθμού των εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1994 – 2004. Και εδώ παρατηρούμε ότι οι περισσότερες εταιρείες μπήκαν στο χρηματιστήριο το 2000 και το 1994 (34 και 30) ενώ οι λιγότερες το 1997 και το 2004 (6 και 7 αντίστοιχα). Σκόπιμο είναι επίσης να αναφέρουμε ότι οι 95 από τις 166 εταιρείες του δείγματός μας εισήλθαν στο χρηματιστήριο πριν το 2000, οι 55 την τριετία 2000-2002 και οι υπόλοιπες 16 τα έτη 2003-2004.



Όπως φαίνεται και από το Γράφημα 4, οι περισσότερες εταιρείες του τελικού δείγματός μας – 87 στο σύνολό τους – εισήχθησαν στην παράλληλη αγορά, οι 72 στην κύρια αγορά και μόλις 7 στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

#### **Γράφημα 4:**

**Αριθμός των εταιρειών του δείγματος ανά αγορά (Κύρια, Παράλληλη, Νέα Χρηματιστηριακή, Αγορά)**



Πηγές άντλησης στοιχείων για την κατασκευή της βάσης δεδομένων των ελληνικών δημοσίων εγγραφών ήταν :

Û **Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς** : συλλογή πληροφοριών για τις προβλέψεις κερδών από τα Ενημερωτικά Δελτία

Û **Η DataStream** : άντληση των τιμών κλεισίματος των μετοχών και του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α.

Û **Πρόγραμμα FINANCE** : συλλογή των πραγματοποιηθέντων κερδών από τους ισολογισμούς των εταιρειών

Û **Ιστοσελίδες του διαδικτύου**: συλλογή περαιτέρω πληροφοριών για τις εταιρίες του δείγματος.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό, παρουσιάζουμε τις μεθόδους που θα ακολουθήσουμε για τον υπολογισμό του σφάλματος πρόβλεψης των κερδών, των απλών και υπερβάλλουσων αποδόσεων καθώς και την γραμμική παλινδρόμηση την οποία θα χρησιμοποιήσουμε για να δούμε από ποιους παράγοντες επηρεάζονται οι αποδόσεις των μετοχών και κυρίως εάν τα σφάλματα στις προβλέψεις κερδών επηρεάζουν ή όχι τις αποδόσεις.

#### 5.1. Υπολογισμός Σφάλματος Πρόβλεψης

Για τον υπολογισμό της απόκλισης των προβλέψεων - ή αλλιώς του **σφάλματος πρόβλεψης ( forecast error {FE} )** - χρησιμοποιήθηκε ο ακόλουθος τύπος:

$$FE = \frac{\text{Actual Profits} - \text{Forecasted Profits}}{\text{Actual Profits}^1} * 100$$

Από το πρόσημο του FE, θετικό ή αρνητικό, μπορούμε να συμπεράνουμε εάν οι managers της εταιρείας είναι συγκρατημένοι (συντηρητικοί) ή αισιόδοξοι για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας αναλόγως με το εάν υποεκτιμούν ή υπερεκτιμούν τα κέρδη.

- αν  $FE > 0$  : συντηρητικές-αισιόδοξες προβλέψεις, υποεκτίμηση κερδών
- αν  $FE < 0$  : αισιόδοξες προβλέψεις, υπερεκτίμηση κερδών

Επίσης, υπολογίζοντας το μέσο σφάλμα πρόβλεψης των εταιρειών μπορούμε να συμπεράνουμε εάν οι εταιρείες συστηματικά υπερεκτιμούν ή υποεκτιμούν τα κέρδη.

Οι Imhoff and Pare (1982) καθώς και ο McDonald (1972) ισχυρίζονται ότι τα αποτελέσματα που αφορούν την ακρίβεια των προβλέψεων δεν επηρεάζονται από τη

---

<sup>1</sup> Σε αντίστοιχες έρευνες που έχουν γίνει, ως παρονομαστής χρησιμοποιείται επί το πλείστον τα Actual Profits και σε λίγες χρησιμοποιούνται τα Forecasted Profits. Οι συγκρίσεις έχουν δείξει ότι τα αποτελέσματα είναι τα ίδια ανεξαρτήτως του τι θα χρησιμοποιηθεί.

μεθοδολογία που χρησιμοποιούμε για τη μέτρηση τους. Οι Jelic et al (1998) αναφέρουν ότι « εάν οι προβλέψεις δεν είναι εσφαλμένες (δηλ. εάν οι managers δεν υποεκτιμούν ή υπερεκτιμούν συστηματικά τα κέρδη) το μέσο σφάλμα πρόβλεψης θα πρέπει να κυμαίνεται γύρω από το μηδέν.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του μέσου σφάλματος πρόβλεψης δεν παρέχει σωστή πληροφόρηση γιατί τα αρνητικά και θετικά σφάλματα αλληλοεξουδετερώνονται. Γι' αυτό, για να υπολογίσουμε πόσο ακριβείς είναι οι προβλέψεις χρησιμοποιούμε το Absolute Forecast Error :

$$AFE = |FE|$$

Το απόλυτο σφάλμα πρόβλεψης δείχνει την απόκλιση των πραγματικών κερδών από τις προβλέψεις.

*όσο μικρότερο το  $|FE|$  τόσο πιο ακριβείς οι προβλέψεις*

## 5.2 Υπολογισμός Απλών και Υπερβάλλουσων Αποδόσεων

Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων των νέων εισαγωγών χρησιμοποιήθηκαν οι μεταγενέστερες της εισαγωγής τιμές των μετοχών τους, όπως αυτές αναφέρονται στη βάση της DataStream. Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις υπολογίζονται με τη χρήση των δύο μέτρων που υιοθετούνται στη διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία, δηλαδή αυτών των απλών και επιπλέον ή υπερβάλλουσων 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  $t+k$  όπου  $k$  είναι ο αριθμός των μηνών διαπραγμάτευσης που μεσολαβούν μεταξύ των δύο ανωτέρω χρονικών σημείων.

Με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρας μετά την εισαγωγή υπολογίζονται οι παρακάτω αποδόσεις ως προς τα ακόλουθα σημεία αναφοράς<sup>2</sup>:

<sup>2</sup> Ανάλογες αποδόσεις θα μπορούσαν να υπολογισθούν και έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης αλλά την τιμή εισαγωγής στο Χ.Α.Α.

- 1) Ένα μήνα μετά από την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R1M)
- 2) Έξι μήνες μετά από την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R6M)
- 3) Δώδεκα μήνες μετά από την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R12M)
- 4) Δεκαοχτώ μήνες μετά από την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R18M)
- 5) Εικοσιτέσσερις μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R24M)
- 6) Τριάντα μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R30M)
- 7) Τριανταέξι μήνες μετά την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. (R36M)

Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις πρώτου μήνα, πρώτου εξαμήνου, πρώτου έτους, δεκαοχτώ μηνών, δεύτερου έτους, τριάντα μηνών και τρίτου έτους διαπραγμάτευσης. Για παράδειγμα, η απλή απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης υπολογίζεται ως εξής :

(Τιμή κλεισίμ. Μτχ. 1 μήνα μετά την εισαγωγή)-(Τιμή μτχ την 1<sup>η</sup> ημέρα) \* 100

Τιμή μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης

Παρομοίως υπολογίζονται οι υπόλοιπες αποδόσεις:

(Τιμή μτχ n-μήνες μετά την ημέρα διαπρ/σης)-(Τιμή μετοχ την 1<sup>η</sup> ημέρα) \* 100

Τιμή μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης

όπου n = 1μήνας, 6 μήνες, 12 μήνες, 18μήνες, 24μήνες,30 μήνες,36 μήνες και τιμή μετοχής = τιμή κλεισίματος.

Όσον αφορά στην απόδοση της μετοχής κατά την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης, για τον υπολογισμό της ως βάση υπολογισμού λαμβάνεται η τιμή εισαγωγής.

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.

Για τον υπολογισμό της υπερβάλλουσας απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης. Η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς υπολογίζεται με βάση τη ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ήτοι:

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

όπου:

$R_{mtM}$  είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για χρονικό διάστημα  $t$  μηνών, για  $t = 1M, 6M, 12M, 18M, 24M, 30M, 36M$  και

$\Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}$  είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 το χρονικό σημείο έναρξης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι το χρονικό σημείο λήξης.

Η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα υπολογίζεται ως:

$$ER(1) = R_{1M} - R_{m1M}$$

Ανάλογα υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις για τα υπόλοιπα διαστήματα.

### 5.3 Γραμμική Παλινδρόμηση

Έχοντας υπολογίσει τα Forecast Errors και τις αποδόσεις των μετοχών για τα εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα μπορούμε με τη χρησιμοποίηση ενός μοντέλου παλινδρόμησης και εφαρμόζοντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων να δούμε εάν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών.

Το μοντέλο παλινδρόμησης που χρησιμοποιούμε είναι :

$$R_{s,t} = a_0 + a_1 FE + a_2 SIZE + a_3 R_{m,t} + a_4 KA + a_5 PA + a_6 NXA + e$$

Όπου,

$R_{s,t}$  = απόδοση των μετοχών για  $t = 1M, 6M, 12M, 18M, 24M, 30M, 36M$

FE = Forecasted Errors

Size = μέγεθος της εταιρείας  $\equiv$  κεφαλαιοποίηση

$R_{m,t}$  = απόδοση του Γενικού Χρηματιστηριακού Δείκτη για  $t = 1M, 6M, 12M, 18M, 24M, 30M, 36M$

KA, PA, NXA = ψευδομεταβλητές που παίρνουν την τιμή 1 αν η εταιρεία διαπραγματεύεται στην Κύρια Αγορά, στην Παράλληλη Αγορά ή στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά αντίστοιχα. Διαφορετικά παίρνουν την τιμή 0.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

#### 6.1 Αποτελέσματα Υπολογισμού Σφάλματος Πρόβλεψης

Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα

Όπως είπαμε και στο Κεφάλαιο 5.1, ανάλογα με το αν το σφάλμα πρόβλεψης κερδών είναι θετικό ή αρνητικό, μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τις εταιρείες σε απαισιόδοξες και αισιόδοξες. Όσον αφορά στο δείγμα μας, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 2, 93 από τις 166 εταιρείες υπερεκτίμησαν τα κέρδη ενώ οι υπόλοιπες 73 τα υποεκτίμησαν. Επίσης, παρατηρούμε ότι οι περισσότερες από τις εταιρείες

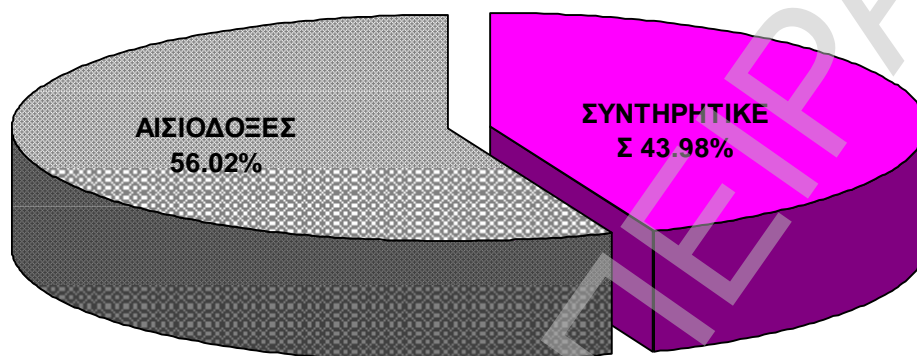
**Πίνακας 2:** Κατανομή της εξαρτημένης μεταβλητής Forecast Error (n=166)

<b>ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΣΥΧΝΟΤΗΤΑΣ ΣΦΑΛΜΑΤΟΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ</b>		
<b>Κατανομή του FE</b>	<b>ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ( No of IPO )</b>	<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ</b>
<b>FE&gt;100%</b>	<b>0</b>	<b>73 ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ- ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΕΣ (43,98%)</b>
<b>100% ≥ FE &gt; 50%</b>	<b>9</b>	
<b>50% ≥ FE &gt; 25%</b>	<b>5</b>	
<b>25% ≥ FE &gt; 10%</b>	<b>15</b>	
<b>10% ≥ FE &gt; 5 %</b>	<b>12</b>	
<b>5 % ≥ FE &gt; 0 %</b>	<b>32</b>	
<b>FE = 0 %</b>	<b>0</b>	
<b>0 % &gt; FE ≥ -5 %</b>	<b>15</b>	<b>93 ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ (56,02%)</b>
<b>-5 % &gt; FE ≥ -10 %</b>	<b>13</b>	
<b>-10% &gt; FE ≥ -25 %</b>	<b>19</b>	
<b>-25 % &gt; FE ≥ -50 %</b>	<b>17</b>	
<b>-50 % &gt; FE ≥ -100 %</b>	<b>18</b>	
<b>-100 % &gt; FE ≥ -150 %</b>	<b>8</b>	
<b>-150 % &gt; FE ≥ -250 %</b>	<b>3</b>	

που υποεκτίμησαν τα κέρδη παρουσίαζαν αποκλίσεις πολύ μικρότερες από την πραγματικότητα (0% - 10%) ενώ οι εταιρείες που τα υπερεκτιμούσαν παρουσίαζαν

αποκλίσεις της τάξεως του -10% με -100%. Συνοπτικά θα λέγαμε ότι το 56,02% των εταιρειών ήταν αισιόδοξες ενώ το 43,98% ήταν υπεραισιόδοξες ( Γράφημα 5).

**Γράφημα 5:** Κατηγοριοποίηση του δείγματος ανάλογα με το πρόσημο του σφάλματος πρόβλεψης. ( - : αισιόδοξες, + : συντηρητικές )



Από τον Πίνακα 3, αλλά και από το Γράφημα 6, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι ενώ από τις εταιρείες που εισήχθησαν στην παράλληλη αγορά οι μισές ήταν αισιόδοξες και οι μισές απαισιόδοξες, για τις εταιρείες που εισήχθησαν στην κύρια αγορά δεν ισχύει κάτι ανάλογο. Συγκεκριμένα οι αισιόδοξες ήταν σχεδόν διπλάσιες από τις απαισιόδοξες.

**Πίνακας 3:** Κατηγοριοποίηση του δείγματος ανάλογα με την αγορά εισαγωγής

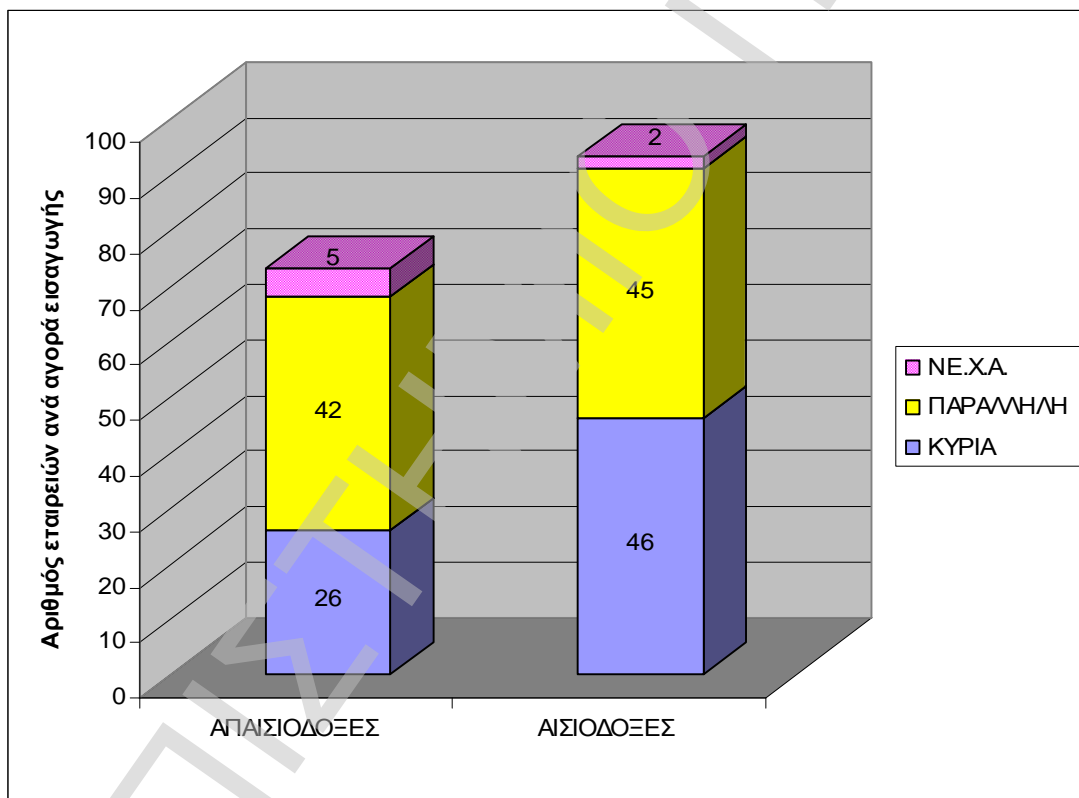
ΑΓΟΡΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ	ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ
ΚΥΡΙΑ	26	46	72
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	42	45	87
ΝΕ.Χ.Α.	5	2	7
ΣΥΝΟΛΟ	73	93	166
ΠΟΣΟΣΤΟ	43,98%	56,02%	

Αναλυτικότερα, ενώ σχεδόν το 50% των εταιρειών που διαπραγματεύονταν στην Παράλληλη Αγορά ήταν αισιόδοξες και το 50% απαισιόδοξες, από τις εταιρείες που διαπραγματεύονταν στην Κύρια Αγορά το 64% ήταν αισιόδοξες ενώ μόλις το 36% ήταν απαισιόδοξες. Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω μπορούμε να συνάγουμε ότι οι



εταιρείες που πρόκειται να εισαχθούν στην Κύρια Αγορά τείνουν να παρουσιάζουν αρκετά υψηλά κέρδη στα ενημερωτικά δελτία. Το γεγονός ότι, για να εισαχθεί μία εταιρεία στην Κύρια Αγορά θα πρέπει να πληροί αρκετές προϋποθέσεις, τις οποίες μόνο μία υγιής εταιρεία θα μπορούσε να πληροί σε συνδυασμό με το ότι όπως είτε και ο Chahine, οι εταιρείες εισάγονται στο χρηματιστήριο όταν η απόδοσή τους είναι αρκετά καλή θα μπορούσε να δικαιολογήσει εν μέρει αυτή την υπερεκτίμηση των κερδών καθώς οι προβλέψεις των αναλυτών επηρεάζονται θετικά από την ανοδική πορεία των εταιρειών, η οποία όμως πολλές φορές είναι παροδική.

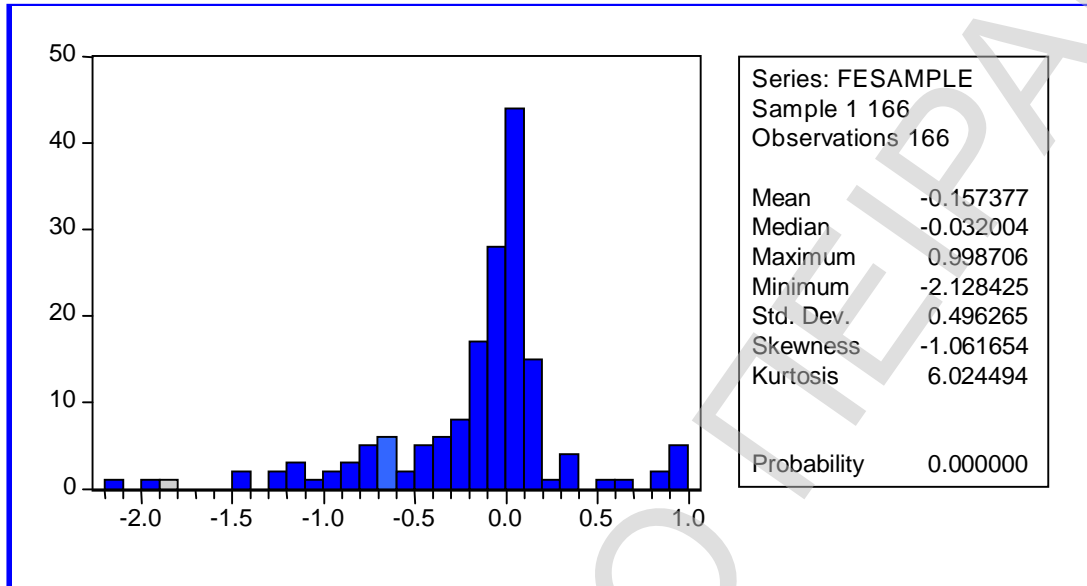
**Γράφημα 6: Αριθμός εταιρειών ανά αγορά εισαγωγής Αισιόδοξων και Απαισιόδοξων εταιρειών**



Ο μέσος όρος του σφάλματος πρόβλεψης είναι σύμφωνα με την έρευνά μας είναι – 0.15% (Γράφημα 7) πράγμα που δείχνει ότι οι εταιρείες τείνουν να υπερεκτιμούν τα κέρδη ( $AP < FP$ ). Βλέποντας κάποιος το ποσοστό αυτό θα μπορούσε κάλλιστα να το θεωρήσει αμελητέο, αφού είναι αρκετά χαμηλό και να βγάλει το βεβιασμένο συμπέρασμα ότι οι προβλέψεις κερδών που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία είναι σωστές άρα και αξιόπιστες. Όπως όμως προαναφέραμε στο Κεφάλαιο 5, ο μέσος

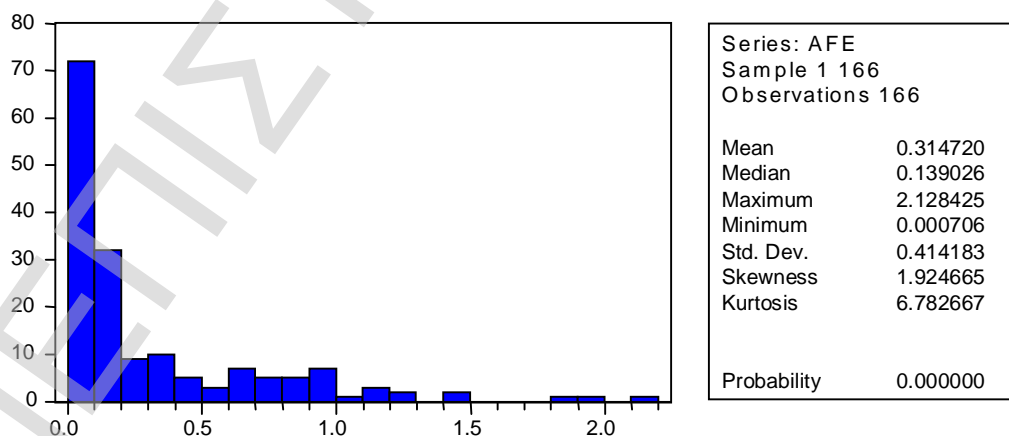
όρος μας παραπλανεί καθώς τα θετικά σφάλματα αλληλοεξουδετερώνονται με τα αρνητικά και δεν αποτελεί σωστό κριτήριο εξαγωγής συμπερασμάτων.

### **Γράφημα 7: Περιγραφική Στατιστική για τα Forecast Errors**



Γι' αυτό και για την εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά στην εγκυρότητα των προβλέψεων των κερδών χρησιμοποιούμε το Απόλυτο Σφάλμα Πρόβλεψης. Σύμφωνα με το Γράφημα 8, ο μέσος όρος του Απόλυτου Σφάλματος Πρόβλεψης είναι 31.47% απόκλιση αρκετά υψηλή ώστε να χαρακτηρίσουμε τις προβλέψεις των εταιρειών αναξιόπιστες.

### **Γράφημα 8: Περιγραφική στατιστική για τα Absolute Forecast Errors**



Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνάς μας το 62.6506% των προβλέψεων έχει απόκλιση  $\pm 20\%$  από τα πραγματικά κέρδη. Απόκλιση όχι ιδιαίτερα υψηλή αλλά ούτε και πλήρως ικανοποιητική.

## 6.2. Αποτελέσματα Υπολογισμού Απλών και Υπερβάλλουσων Αποδόσεων

### 6.2.1. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα κατά την περίοδο 1994-2004

Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία του προηγούμενου κεφαλαίου υπολογίζουμε τις απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις. Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τις αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα για τα έτη 1994-2004.

#### Πίνακας 4:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-2004) n=166

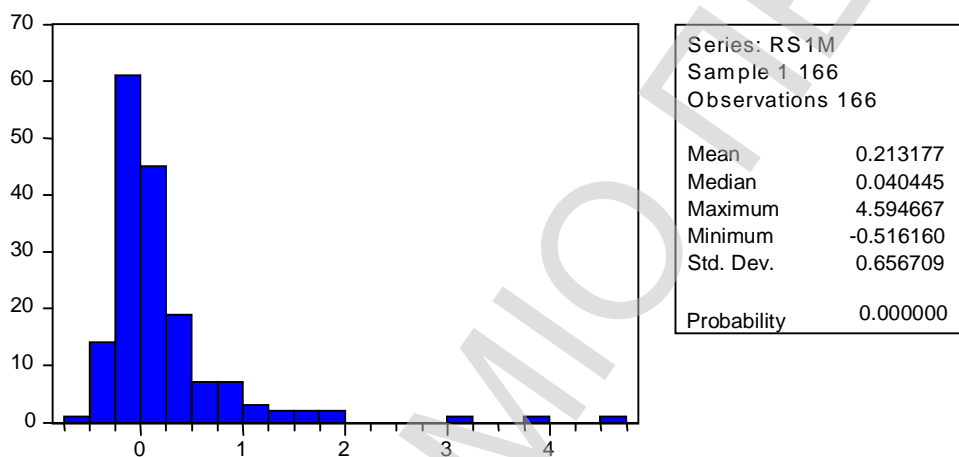
Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (2) Μέση Απόδοση (%)	Στήλη (3) Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)	Στήλη (4) Αριθμός Παρατη- ρήσεων	Στήλη (5) Ελάχιστη Απόδοση	Στήλη (6) Μέγιστη Απόδοση
<b><u>ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u></b>					
<b>R1HM</b>	27.02%	50.07%	166	-34.62%	296.00%
<b>R1M</b>	21.32%	65.67%	166	-51.62%	459.47%
<b>R6M</b>	26.79%	86.12%	165	-81.43%	562.16%
<b>R12M</b>	54.95%	200.87%	165	-74.49%	1714.41%
<b>R18M</b>	49.84%	198.15%	165	-91.68%	1402.40%
<b>R24M</b>	52.34%	251.51%	159	-93.51%	1939.62%
<b>R30M</b>	51.15%	253.69%	158	-96.85%	1865.09%
<b>R36M</b>	85.66%	342.74%	157	-98.49%	2017.92%
<b><u>ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u></b>					
<b>ER1HM</b>	26.95%	50.20%	166	-35.11%	298.17%
<b>ER1M</b>	20.62%	63.85%	166	-46.02%	464.80%
<b>ER6M</b>	25.34%	76.85%	165	-62.04%	495.48%
<b>ER12M</b>	47.80%	178.21%	165	-83.81%	1586.51%
<b>ER18M</b>	36.32%	169.08%	165	-150.03%	1255.23%
<b>ER24M</b>	31.16%	209.30%	159	-189.84%	1676.81%
<b>ER30M</b>	20.87%	220.20%	158	-233.47%	1697.10%
<b>ER36M</b>	36.51%	289.94%	157	-250.47%	1883.03%

Η στήλη (1) περιλαμβάνει τους 14 διαφορετικούς ορισμούς των αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος για το αντίστοιχο διάστημα, η

στήλη (3) περιέχει την τυπική απόκλιση της απόδοσης, η στήλη (4) παρουσιάζει τον αριθμό των παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης, η στήλη (5) δείχνει την ελάχιστη απόδοση και η στήλη (6) παρουσιάζει τη μέγιστη απόδοση. Στο Τμήμα Α παρουσιάζονται οι απλές αποδόσεις και στο Τμήμα Β οι υπερβάλλουσες ή επιπλέον αποδόσεις.

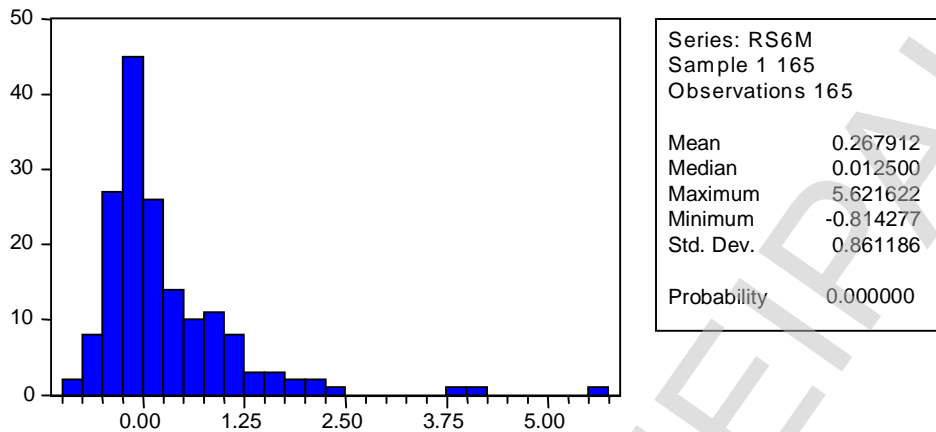
Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4 και από το Γράφημα 9, η μέση απόδοση του πρώτου μήνα είναι κατά μέσο όρο 21.31% και η τυπική απόκλιση 65.67%.

### **Γράφημα 9: Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος τον 1<sup>ο</sup> μήνα**



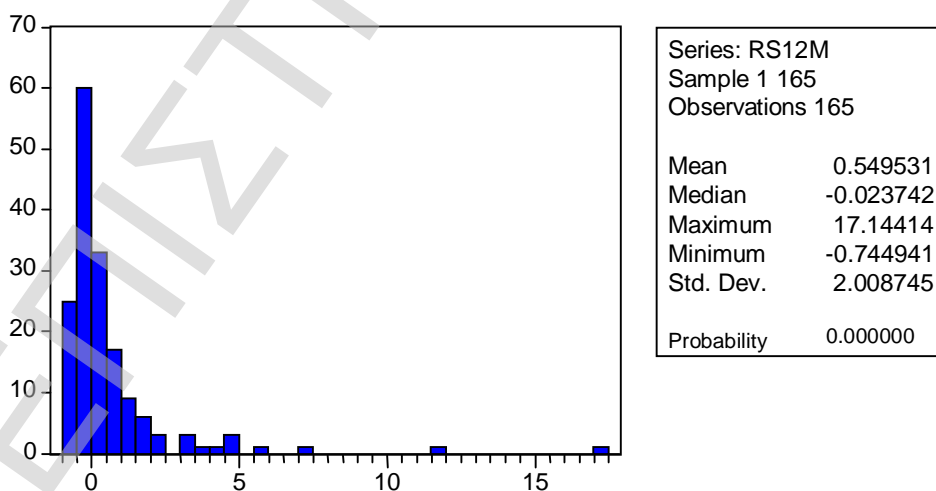
Αντίστοιχα και για το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο οι τιμές των μετοχών κατά μέσο όρο τείνουν να ανεβαίνουν με μέσο όρο απόδοσης 26.79% και τυπική απόκλιση 86.12%. Παρατηρούμε, ότι ενώ η μέση απόδοση των μετοχών για το πρώτο εξάμηνο συνεχίζει να αυξάνεται, αυξάνεται και η διασπορά γύρω από το μέσο όρο. Επίσης, θα ήταν παράλειψη να μην αναφέρουμε ότι 3 από τις εταιρείες του δείγματος κατά το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο παρουσίασαν αποδόσεις πάνω από 300% με μέγιστη απόδοση 562.16%. Αυτό δικαιολογεί και τη διάμεσο, η οποία είναι μόλις 1.25% (Γράφημα 10). Δηλαδή, ο μέσος όρος των αποδόσεων έχει επηρεαστεί προς τα πάνω από τις ακραίες τιμές. Αντίθετα, οι αρνητικές αποδόσεις δεν παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις και η χαμηλότερη απόδοση που σημειώθηκε είναι -81.43%. Αυτό άλλωστε μπορούμε να το παρατηρήσουμε και στο Γράφημα 6 όπου παρουσιάζεται ασυμμετρία προς τα δεξιά.

### **Γράφημα 10: Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος τους έξι πρώτους μήνες**



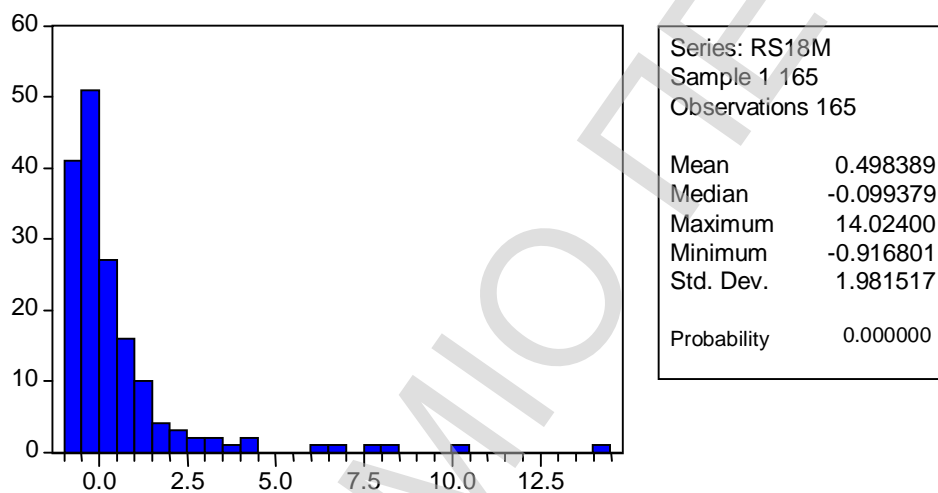
Στο διάστημα του ενός έτους οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν αρκετά υψηλές αποδόσεις της τάξεως του 54,95%. Η διάμεσος όμως είναι -2.37% (Γράφημα 11) πράγμα που σημαίνει ότι παραπάνω από τις μισές μετοχές παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις. Μπορούμε να συνάγουμε λοιπόν ότι και ο μέσος όρος των αποδόσεων των μετοχών έχει επηρεαστεί θετικά από κάποιες εταιρείες του δείγματος – λίγες στο σύνολό τους – οι οποίες παρουσίασαν υπερβολικά υψηλές αποδόσεις φτάνοντας μάλιστα και το 1714.41%.

### **Γράφημα 11: Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος για το πρώτο έτος.**



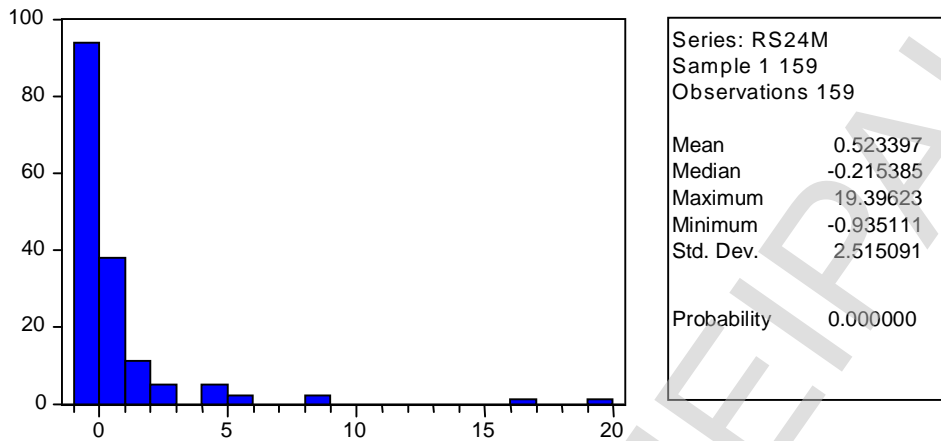
Μετά την πάροδο των 18 πρώτων μηνών ο μέσος όρος της απόδοσης των μετοχών παρουσιάζει ελαφρά μείωση και υπολογίζεται στο 49.83%. Όμως η διάμεσος πάλι είναι αρνητική: -9,93% και μάλιστα ακόμη χαμηλότερη από' ότι στο διάστημα του ενός έτους. Επίσης, όπως παρατηρούμε και από το Γράφημα 12 υπάρχουν και εδώ κάποιες εταιρείες, των οποίων η τιμή της μετοχής αυξήθηκε ραγδαία (ενδεχομένως να επηρεάζεται και από την περίοδο 1998-1999) σημειώνοντας τεράστιες αποδόσεις.

**Γράφημα 12: Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος για τους 18 πρώτους μήνες.**

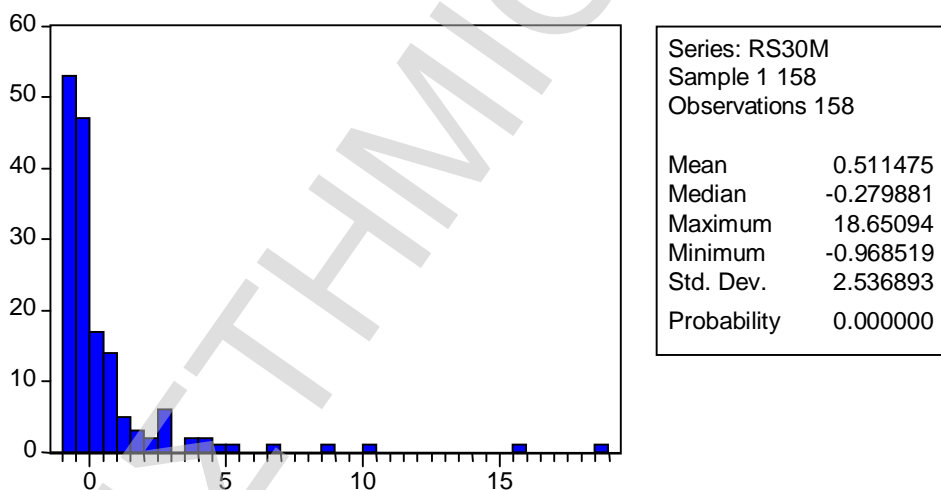


Για το διάστημα 24άρων και 30 μηνών οι μέσες αποδόσεις, σύμφωνα με τον Πίνακα 4, δεν ανεβαίνουν αλλά ούτε και μειώνονται σημαντικά. Παραμένουν σχεδόν στο ίδιο επίπεδο στο οποίο ήταν και μετά τη συμπλήρωση του πρώτου έτους (52.33% και 51.14%). Αυτό όμως που παρατηρούμε είναι ότι η διάμεσος μειώνεται αισθητά από -9.9% που ήταν για το διάστημα των 18 μηνών σε -21.53% για το διάστημα των 24άρων μηνών και σε -27.98% για το διάστημα των 30μηνών (Γράφημα 13 και Γράφημα 14). Αν αφαιρέσουμε δηλαδή από το δείγμα τις εταιρείες που παρουσίασαν πάρα πολύ υψηλές αποδόσεις και αποτελούν τη μειονότητα του δείγματος, ο μέσος όρος των αποδόσεων θα μειωθεί σημαντικά.

**Γράφημα 13:** Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος για τους 24 πρώτους μήνες

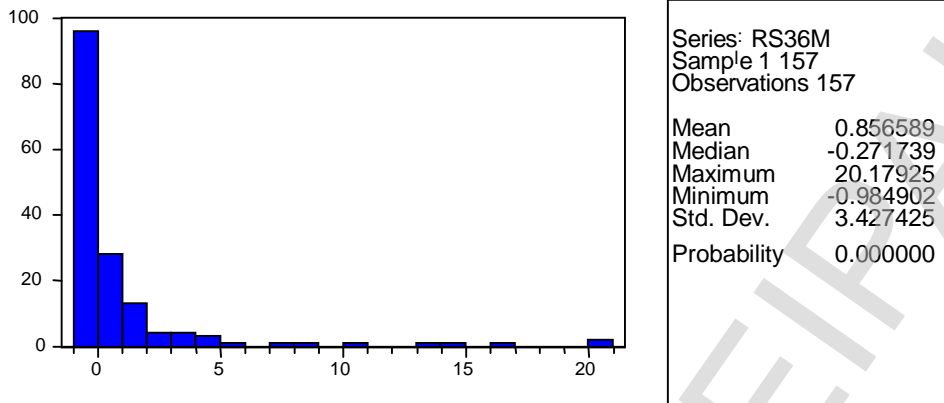


**Γράφημα 14:** Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος για τους 30 πρώτους μήνες.



Μετά την πάροδο των τριών πρώτων ετών από την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, η μέση απόδοση που σημείωσαν ήταν αρκετά υψηλή και ανήλθε στο 85,65%. Ωστόσο, όπως και για τις προηγούμενες περιόδους, έτσι και τώρα παρατηρώντας το Γράφημα 15 βλέπουμε ότι υπάρχουν πάλι κάποιες εταιρείες με ακραίες θετικές αποδόσεις που επηρεάζουν τα αποτελέσματα.

### **Γράφημα 15: Περιγραφική στατιστική των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος για τους 36 πρώτους μήνες.**



Οι Επιπλέον Αποδόσεις του Τμήματος Β του Πίνακα 4 προκύπτουν, όπως αναφέραμε και στο Κεφάλαιο 5, αφαιρώντας από τις Απλές Αποδόσεις τις αντίστοιχες αποδόσεις της Χρηματιστηριακής Αγοράς. Συνεπώς, θα μπορούσαμε να πούμε ότι μετρούν καλύτερα τις αποδόσεις των νεοεισαχθεισών εταιρειών. Η θετική μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, που ανεξάρτητα από το είδος απόδοσης (απλή ή επιπλέον), είναι περίπου 27% δηλώνει σημαντική υποτίμηση των Ελληνικών νέων μετοχικών εκδόσεων. Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 6, όσοι επενδυτές αγόρασαν μετοχές την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και τις διατήρησαν στο χαρτοφυλάκιό τους μέχρι και τρία έτη μετά την εισαγωγή-όσο δηλαδή είναι η εξεταζόμενη περίοδος- απέκομισαν σημαντικές θετικές αποδόσεις καταγράφοντας κατά μέσο όρο απόδοση 85.65%.

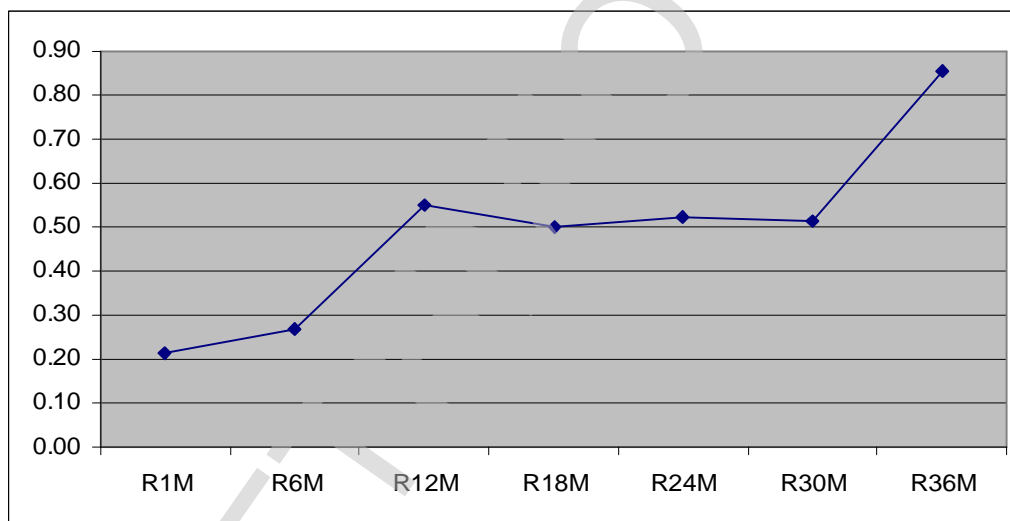
Το συμπέρασμα του αύξοντα ρυθμού μεγέθυνσης των αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών δεν συμβαδίζει με ανάλογα συμπεράσματα προηγούμενων μελετών σχετικά με τις αποδόσεις των νέων εισαγωγών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Έτσι, ενώ οι προγενέστερες μελέτες συνηγορούσαν στην ύπαρξη σημαντικών απλών και επιπλέον ετήσιων αποδόσεων κατά τους πρώτους μήνες μετά την εισαγωγή, εντούτοις κατέγραφαν φθίνοντα ρυθμό μεγέθυνσης των ποσοστών αυτών στη διάρκεια του



χρόνου και ιδιαίτερα κατά το χρονικό διάστημα από το τέλος του πρώτου εξαμήνου μέχρι το τέλος του πρώτου χρόνου. Σε αντίθεση λοιπόν με τις προηγούμενες μελέτες, η ειδοποιός διαφορά των αποτελεσμάτων της παρούσας μελέτης των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 1994-2004 είναι οι ιδιαίτερα σημαντικές βραχυχρόνιες αλλά και μακροχρόνιες αποδόσεις που αυτές προσέφεραν στους επενδυτές. Στο Γράφημα 16 παρουσιάζονται διαγραμματικά οι μέσες αποδόσεις των μετοχών του δείγματος για τα εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα.

Η διεύρυνση του ορίου διακύμανσης<sup>3</sup> των τιμών των νεοεισηγμένων τίτλων, σύμφωνα με μελέτες που έχουν γίνει άσκησε σημαντική επίδραση στις υπολογιζόμενες μέσες αποδόσεις τους κατά την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης.

**Γράφημα 16: Πορεία μέσου όρου απλών αποδόσεων των μετοχών ολόκληρου του δείγματος για τα τρία πρώτα έτη.**



- <sup>3</sup> 1/1/1994 έως 30/11/1996, το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν  $\pm 8\%$
- 1/12/1996 έως 31/12/1998, το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν  $\pm 100\%$  για τις τρεις πρώτες ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης
- από 1/1/1999, απελευθερώθηκε πλήρως η διακύμανση των τιμών των μετοχών κατά τις τρεις πρώτες ημέρες εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο

**6.2.2. Αποτελέσματα ανά κατηγορία : Αισιόδοξες – Απαισιόδοξες κατά την περίοδο 1994-2004**

Προκειμένου να δούμε κατά πόσο οι αποδόσεις των εταιρειών διαφοροποιούνται ανάλογα με το εάν οι εταιρείες υπερεκτίμησαν (αισιόδοξες) ή υποεκτίμησαν (απαισιόδοξες) τα κέρδη σύμφωνα με τις προβλέψεις που παρουσίασαν στο ενημερωτικό δελτίο, χωρίσαμε το δείγμα σε Αισιόδοξες και Απαισιόδοξες Εταιρείες σύμφωνα με τα αποτελέσματα του τμήματος 5.1 και φτιάξαμε δύο καινούριους πίνακες ανάλογους με τον Πίνακα 4. Τον Πίνακα 5 ο οποίος παρουσιάζει τις Απλές και Επιπλέον Αποδόσεις των Αισιόδοξων Εταιρειών κατά την περίοδο 1994-2004 και τον Πίνακα 6, ο οποίος παρουσιάζει τις Απλές και Επιπλέον Αποδόσεις των Απαισιόδοξων Εταιρειών κατά την περίοδο 1994-2004.

**Πίνακας 5 :**

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-2004) n=93

**Αισιόδοξες Εταιρείες FE < 0**

Απόδοση	Τυπική		Αριθμός Παρατηρήσεων	Ελάχιστη Απόδοση	Μέγιστη Απόδοση
	Μέση Απόδοση (%)	Απόκλιση Απόδοσης (%)			
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>					
<b>ER1HM</b>	25.19%	49.74%	93	-34.62%	252.73%
<b>R1M</b>	14.34%	67.53%	93	-51.62%	459.47%
<b>R6M</b>	15.17%	70.97%	92	-81.43%	420.56%
<b>R12M</b>	22.15%	100.28%	92	-74.49%	473.60%
<b>R18M</b>	26.16%	142.03%	92	-91.68%	790.24%
<b>R24M</b>	25.49%	229.95%	90	-93.51%	1939.62%
<b>R30M</b>	19.18%	224.41%	90	-96.85%	1865.09%
<b>R36M</b>	64.21%	311.90%	89	-98.49%	2017.92%

**ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ**

<b>ER1HM</b>	25.28%	49.76%	93	-35.11%	253.03%
<b>ER1M</b>	14.09%	65.96%	93	-46.02%	464.80%
<b>ER6M</b>	15.54%	61.60%	92	-59.66%	364.47%
<b>ER12M</b>	18.68%	83.21%	92	-83.81%	370.18%
<b>ER18M</b>	15.41%	110.17%	92	-122.22%	658.03%
<b>ER24M</b>	8.88%	195.72%	90	-174.66%	1676.81%
<b>ER30M</b>	-6.49%	203.53%	90	-233.47%	1697.10%
<b>ER36M</b>	15.92%	272.15%	89	-250.47%	1883.03%

Όπως παρατηρούμε από τη Στήλη (2) του Πίνακα 5, η μέση απλή απόδοση κατά την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο για τις αισιόδοξες εταιρείες ήταν 25.19% ενώ για τον 1<sup>ο</sup> και τον 6<sup>ο</sup> μήνα η μέση απλή απόδοση των αισιόδοξων εταιρειών μειώθηκε στο 14.34% και στο 15.17% αντίστοιχα. Αντιθέτως, όπως φαίνεται και στη Στήλη (2) του Πίνακα 6, η μέση απλή απόδοση των απαισιόδοξων εταιρειών κατά την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης ήταν 29.35% (περίπου στο ίδιο επίπεδο με την αντίστοιχη μέση απόδοση των αισιόδοξων) ενώ κατά τον 1<sup>ο</sup> μήνα αυξήθηκε στο 30.21%. Η ανοδική αυτή πορεία συνεχίστηκε και τους επόμενους μήνες σημειώνοντας μάλιστα μέση απλή εξαμηνιαία απόδοση 41.44% και μέση ετήσια απλή απόδοση 96.29%. Σημαντική διαφορά στις αποδόσεις παρουσιάζεται και μακροχρόνια αφού η μέση απλή απόδοση που παρουσιάζουν οι αισιόδοξες

### **Πίνακας 6 :**

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-2004)n=73

#### **Απαισιόδοξες Εταιρείες FE > 0**

Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (3)		Στήλη (4) Αριθμός Παρατη- ρήσεων	Στήλη (5) Ελάχιστη Απόδοση	Στήλη (6) Μέγιστη Απόδοση
	Στήλη (2) Μέση Απόδοση (%)	Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)			
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>					
ER1HM	29.35%	50.74%	73	-22.36%	296.00%
R1M	30.21%	62.55%	73	-42.34%	378.42%
R6M	41.44%	100.69%	73	-57.12%	562.16%
R12M	96.29%	275.85%	73	-73.22%	1714.41%
R18M	79.68%	249.64%	73	-84.87%	1402.40%
R24M	87.36%	274.91%	69	-86.25%	1646.15%
R30M	93.45%	284.12%	68	-90.57%	1562.31%
R36M	113.73%	379.92%	68	-94.83%	2002.27%

#### **ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ**

ER1HM	29.08%	51.03%	73	-23.02%	298.17%
ER1M	28.94%	60.48%	73	-40.71%	376.27%
ER6M	37.68%	91.54%	73	-62.04%	495.48%
ER12M	84.49%	247.27%	73	-74.92%	1586.51%
ER18M	62.69%	220.26%	73	-150.03%	1255.23%
ER24M	60.22%	223.90%	69	-189.84%	1405.42%
ER30M	57.09%	237.18%	68	-154.94%	1341.41%
ER36M	63.45%	311.69%	68	-173.85%	1819.89%

εταιρείες μετά τα 2 πρώτα έτη εισαγωγής είναι 25.49% ενώ οι απαισιόδοξες εταιρείες για το ίδιο διάστημα παρουσιάζουν αποδόσεις της τάξεως του 87.36%. Τέλος, η μέση απόδοση για τα τρία πρώτα έτη είναι 64.21% για τις αισιόδοξες εταιρείες και 113.73% για τις απαισιόδοξες.

Συγκρίνοντας λοιπόν τη Στήλη (2) του Πίνακα 5 με τη Στήλη (2) του Πίνακα 6 παρατηρούμε ότι οι μέσες αποδόσεις –απλές και επιπλέον- των αισιόδοξων εταιρειών για τα εξεταζόμενα χρονικά διαστήματα είναι αρκετά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες των απαισιόδοξων εταιρειών. Μάλιστα για τη χρονική περίοδο των 24άρων μηνών, οι επιπλέον αποδόσεις για τις αισιόδοξες εταιρείες μειώνονται στο 8,88% ενώ μετά την πάροδο των 30 μηνών γίνονται αρνητικές πέφτοντας στο επίπεδο του -6,49%. Αντιθέτως, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση των απαισιόδοξων εταιρειών για το διάστημα των 24άρων μηνών είναι 60,22% και για το διάστημα των 30 μηνών αγγίζει το 57,09%.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η ελληνική αγορά δημοσίων εγγραφών χαρακτηρίζεται από υψηλές αποδόσεις και οι επενδυτές που δαπανούν μέρος των ρευστών τις διαθέσιμων για αγορά νεοεισαγόμενων τίτλων αποκομίζουν υψηλά κέρδη βραχυχρονίως αλλά και μακροχρονίως από την ρευστοποίηση των τίτλων αυτών στην χρηματιστηριακή αγορά.

Με άλλα λόγια, οι τιμές που οι ανάδοχοι καθορίζουν για τις μετοχές των εταιρειών των οποίων επίκειται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο είναι κατά κανόνα σημαντικά χαμηλότερες (υποτιμολογημένες) από τις τιμές ισορροπίας που λαμβάνουν οι μετοχές αυτές όταν εισέρχονται στην αγορά και υπόκεινται σε καθεστώς ελεύθερης χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και πολλές άλλες προηγούμενες μελέτες που έχουν εξετάσει την υποτιμολόγηση των ελληνικών δημοσίων εγγραφών. Για παράδειγμα οι Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995) βρήκαν ότι για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-28/9/1994, οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαγόμενες μετοχές στην τιμή εισαγωγής αποκομίζουν θετικές αποδόσεις γύρω στο 34,5%. Επίσης, η έρευνα των Kazantzis και Levis (1995) για τις αρχικές δημόσιες

εγγραφές του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1987 - 1991 δίνει ποσοστό μέσης απόδοσης πρώτης ημέρας της τάξεως του 48.5%.

Ωστόσο τα αποτελέσματα της έρευνάς μας διαφοροποιούνται σε σχέση με προηγούμενες μελέτες όσον αφορά τη μέση – απλή και υπερβάλλουσα – απόδοση των μετοχών μετά την πάροδο των έξι μηνών μέχρι τουλάχιστον και τα τρία πρώτα έτη που εξετάσαμε. Συγκεκριμένα, οι μέσες απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος μας τείνουν να αυξάνονται συνεχώς ενώ σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες μετά την πάροδο των έξι πρώτων μηνών από την εισαγωγή στο χρηματιστήριο και ιδιαίτερα προς το τέλος του πρώτου χρόνου τείνει να λαμβάνει χώρα κάποια διόρθωση των τιμών με συνέπεια οι αποδόσεις να μειώνονται και οι επενδυτές να υφίστανται ακόμη και απώλειες. Εξαιρέση αποτελεί η μελέτη του Νούνη Χ. για την περίοδο 1994–2001, ο οποίος εξέτασε συμπεριφορά των τιμών των νεοεισηγμένων μετοχών για τη χρονική περίοδο από την εισαγωγή μέχρι και τη λήξη του πρώτου έτους διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α.Α. και βρήκε ότι κατά μέσο όρο, οι νέοι τίτλοι εισήχθησαν υποτιμολογημένοι σε ποσοστό 42,13% ενώ με τη συμπλήρωση ενός έτους από την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, η μέση απόδοση που σημείωσαν ήταν μεγαλύτερη και ανήλθε στο 65.89%.

Μία πιθανή εξήγηση την οποία θα μπορούσαμε να δώσουμε είναι ότι η εξεταζόμενη περίοδος, 1994–2004, όπως αναφέραμε και στο Κεφάλαιο 2, χαρακτηρίζεται από συνεχή και σε ορισμένα διαστήματα ραγδαία άνοδο του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Εξαιρέση αποτελεί η τριετία 2000-2002 όπου ο Γενικός Δείκτης σημείωσε πτωτική πορεία.

### ***6.2.3. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα για τις εταιρείες που εισήχθησαν την περίοδο 1994-1998 & 2001-2004***

Τα αποτελέσματα των τμημάτων 6.1. και 6.2 αφορούν τις αποδόσεις των εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την περίοδο 1994-2004. Λόγω της απότομης αλλά «επιφανειακής» ανόδου που σημείωσε ο Γενικός Δείκτης την περίοδο 1999 καθώς και της αντίστοιχης απότομης καθόδου που σημείωσε κατά το 2000 θεωρήσαμε σκόπιμο να επαναλάβουμε τη διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων έχοντας αφαιρέσει από το δείγμα μας τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. τη διετία αυτή. Το σύνολο των

εταιρειών που απομένουν είναι 112. Στον Πίνακα 7 παρουσιάζονται οι απλές και επιπλέον αποδόσεις για όλες τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. κατά τα έτη 1994-1998 και 2001-2004.

### Πίνακας 7:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-1998 & 2001-2004) n=112

Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (3)		Στήλη (4) Αριθμός Παρατηρή- σεων	Στήλη (5) Ελάχιστη Απόδοση	Στήλη (6) Μέγιστη Απόδοση
	Στήλη (2) Μέση Απόδοση (%)	Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)			
<b><u>ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u></b>					
<b>R1HM</b>	13.76%	35.18%	112	-34.62%	223.69%
<b>R1M</b>	13.77%	40.33%	112	-51.62%	199.10%
<b>R6M</b>	27.75%	75.77%	111	-54.93%	562.16%
<b>R12M</b>	84.23%	231.46%	111	-64.81%	1714.41%
<b>R18M</b>	91.72%	227.92%	111	-81.37%	1402.40%
<b>R24M</b>	100.38%	293.71%	107	-86.74%	1939.62%
<b>R30M</b>	103.41%	295.22%	106	-83.56%	1865.09%
<b>R36M</b>	155.24%	400.96%	105	-89.78%	2017.92%
<b><u>ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u></b>					
<b>ER1HM</b>	13.74%	35.15%	112	-35.11%	223.01%
<b>ER1M</b>	12.74%	38.31%	112	-46.02%	178.76%
<b>ER6M</b>	19.97%	67.64%	111	-62.04%	495.48%
<b>ER12M</b>	60.32%	210.58%	111	-83.81%	1586.51%
<b>ER18M</b>	52.49%	202.61%	111	-150.03%	1255.23%
<b>ER24M</b>	45.99%	252.70%	107	-189.84%	1676.81%
<b>ER30M</b>	30.92%	267.45%	106	-233.47%	1697.10%
<b>ER36M</b>	53.93%	353.04%	105	-250.47%	1883.03%

Από τη Στήλη (2) του Πίνακα 7 παρατηρούμε ότι οι εταιρείες εισήχθησαν υποτιμημένες και ότι οι μέσες απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις τείνουν να αυξάνονται και εδώ. Ενδιαφέρον όμως είναι να σημειωθεί ότι οι απλές και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της πρώτης ημέρας (13.76% και 13.74%) και του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (13.74% και 12.74%) είναι αρκετά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες του Πίνακα 4 όπου συμπεριλαμβάνονταν και οι εταιρείες που

εισήχθησαν το 1999 και το 2000. Αυτό ίσως οφείλεται στο ότι αφαιρέσαμε το 1999 όπου οι εταιρείες που εισάγονταν εκείνη τη χρονιά λόγω της απότομης ανόδου του Χρηματιστηρίου, σημείωναν και αυτές αρκετά υψηλές ημερήσιες αλλά και μηνιαίες αποδόσεις. Για τα υπόλοιπα χρονικά διαστήματα οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες απ'ότι ήταν τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα του Πίνακα 4.

#### **6.2.4. Αποτελέσματα ανά κατηγορία: Αισιόδοξες - Απαισιόδοξες για τις εταιρείες που εισήχθησαν την περίοδο 1994-1998 & 2001-2004**

Στο τμήμα αυτό υπολογίζονται οι μέσες απλές και επιπλέον αποδόσεις του νέου δείγματος n=112 ανά κατηγορία: Αισιόδοξες και Απαισιόδοξες. Οι Πίνακες 8 και 9 παρουσιάζουν τα αντίστοιχα αποτελέσματα.

#### **Πίνακας 8:**

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-1998 & 2001-2004) n=62

#### **Αισιόδοξες Εταιρείες FE <0**

Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (2) Μέση Απόδοση (%)	Στήλη (3)		Στήλη (4) Αριθμός Παρατη- ρήσεων	Στήλη (5) Ελάχιστη Απόδοση	Στήλη (6) Μέγιστη Απόδοση
		Τυπική Απόκλιση	Απόκλιση Απόδοσης (%)			
<b>ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>						
<b>R1HM</b>	12.24%		37.96%	62	-34.62%	223.69%
<b>R1M</b>	7.76%		36.67%	62	-51.62%	177.25%
<b>R6M</b>	16.41%		48.66%	61	-54.93%	133.71%
<b>R12M</b>	34.58%		92.05%	61	-64.81%	473.60%
<b>R18M</b>	59.23%		160.23%	61	-81.37%	790.24%
<b>R24M</b>	64.89%		274.51%	59	-86.74%	1939.62%
<b>R30M</b>	60.35%		267.61%	59	-83.56%	1865.09%
<b>R36M</b>	127.94%		370.66%	58	-89.78%	2017.92%
<b>ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>						
<b>ER1HM</b>	12.36%		37.84%	62	-35.11%	223.01%
<b>ER1M</b>	7.23%		35.66%	62	-46.02%	178.76%
<b>ER6M</b>	11.20%		43.93%	61	-52.37%	128.00%
<b>ER12M</b>	17.12%		82.09%	61	-83.81%	370.18%
<b>ER18M</b>	23.70%		131.86%	61	-122.22%	658.03%
<b>ER24M</b>	15.42%		240.37%	59	-174.66%	1676.81%
<b>ER30M</b>	-7.84%		251.08%	59	-233.47%	1697.10%
<b>ER36M</b>	24.22%		336.94%	58	-250.47%	1883.03%

Συγκρίνοντας και πάλι τη Στήλη (2) του Πίνακα 8 και τη Στήλη (2) του Πίνακα 9 παρατηρούμε ότι οι μέσες αποδόσεις των αισιόδοξων εταιρειών –απλές και υπερβάλλουσες- υπολείπονται των αντίστοιχων αποδόσεων των απαισιόδοξων εταιρειών για όλα τα χρονικά διαστήματα.

### **Πίνακας 9:**

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (1994-1998 & 2001-2004)n=50

#### **Απαισιόδοξες Εταιρείες FE >0**

Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (2) Μέση Απόδοση (%)	Στήλη (3)		Στήλη (5) Ελάχιστη Απόδοση	Στήλη (6) Μέγιστη Απόδοση
		Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)	Στήλη (4) Αριθμός Παρατη- ρήσεων		
<b>ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>					
R1HM	15.64%	31.66%	50	-21.29%	160.00%
R1M	21.22%	43.69%	50	-42.34%	199.10%
R6M	41.57%	98.14%	50	-39.31%	562.16%
R12M	144.79%	321.06%	50	-59.04%	1714.41%
R18M	131.35%	286.82%	50	-67.27%	1402.40%
R24M	144.01%	313.11%	48	-71.92%	1646.15%
R30M	157.46%	321.37%	47	-79.68%	1562.31%
R36M	188.93%	437.20%	47	-82.19%	2002.27%

#### **ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ**

ER1HM	15.45%	31.80%	50	-19.62%	159.41%
ER1M	19.58%	40.69%	50	-40.71%	175.96%
ER6M	30.66%	87.73%	50	-62.04%	495.48%
ER12M	113.03%	293.48%	50	-74.92%	1586.51%
ER18M	87.62%	261.86%	50	-150.03%	1255.23%
ER24M	83.56%	264.76%	48	-189.84%	1405.42%
ER30M	79.59%	281.85%	47	-154.94%	1341.41%
ER36M	90.60%	372.33%	47	-173.85%	1819.89%

Η διαφορά αυτή μάλιστα αυξάνεται μακροπρόθεσμα και ιδιαίτερα για το χρονικό διάστημα των 18, των 24άρων και των 30 μηνών οι μέσες απλές αποδόσεις των απαισιόδοξων εταιρειών είναι διπλάσιες από τις μέσες απλές αποδόσεις των αισιόδοξων εταιρειών. Στο ΤΜΗΜΑ Β των δύο πινάκων απεικονίζονται οι μέσες επιπλέον αποδόσεις. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η απόκλιση που υπάρχει στη μέση



επιπλέον απόδοση ανάμεσα στις αισιόδοξες και τις απαισιόδοξες εταιρείες για το χρονικό διάστημα των 30 μηνών. Συγκεκριμένα η μέση επιπλέον απόδοση για t=30M για τις αισιόδοξες εταιρείες είναι -7.84% ενώ για τις απαισιόδοξες είναι 79.59% ! Εξίσου μεγάλη απόκλιση υπάρχει και μεταξύ της μέσης επιπλέον απόδοσης για t=36M: 24.22% για τις αισιόδοξες και 90.60% για τις απαισιόδοξες.

#### 6.2.5. Αποτελέσματα ανά αγορά εισαγωγής: Κύρια, Παράλληλη, Νέα Χρηματοπιστηριακή Αγορά

Ο διαχωρισμός του δείγματος ανάλογα με την αγορά εισαγωγής και η ανάλυση των επιμέρους αποδόσεων αποκαλύπτει ότι οι εταιρείες που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά σημείωσαν υψηλότερες μέσες απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από αυτές που σημείωσαν οι εταιρείες που μπήκαν στην Κύρια Αγορά.

**Πίνακας 10: Υπολογισμός αποδόσεων ανά αγορά εισαγωγής**

<b>Μέση Απόδοση (%)</b>						
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>						
Στήλη (1) Απόδοση	Στήλη (2) ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	Στήλη (3) n	Στήλη (4) ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	Στήλη (5) n	Στήλη (6) ΝΕΑ ΧΡΗΜ/ΚΗ ΑΓΟΡΑ	Στήλη (7) n
<b>R1HM</b>	19.47%	72	30.29%	87	64.02%	7
<b>R1M</b>	13.66%	72	29.04%	87	4.11%	7
<b>R6M</b>	15.77%	71	39.59%	87	-20.52%	7
<b>R12M</b>	24.28%	71	84.56%	87	-1.91%	7
<b>R18M</b>	26.29%	71	75.18%	87	-26.28%	7
<b>R24M</b>	23.67%	68	84.05%	84	-49.77%	7
<b>R30M</b>	18.89%	68	85.02%	84	-57.45%	6
<b>R36M</b>	49.38%	67	124.49%	84	-52.90%	6
<b>ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>						
<b>ER1HM</b>	19.60%	72	30.08%	87	63.71%	7
<b>ER1M</b>	12.06%	72	28.72%	87	8.05%	7
<b>ER6M</b>	14.32%	71	37.03%	87	-8.32%	7
<b>ER12M</b>	15.22%	71	77.99%	87	2.95%	7
<b>ER18M</b>	13.07%	71	60.68%	87	-30.64%	7
<b>ER24M</b>	-1.01%	68	65.26%	84	-65.47%	7
<b>ER30M</b>	-19.66%	68	61.22%	84	-84.57%	6
<b>ER36M</b>	-14.29%	67	86.51%	84	-96.37%	6

Ο Πίνακας 10 απεικονίζει αναλυτικά τα αποτελέσματα. Η διαφορά των αποδόσεων γίνεται εντονότερη μετά το πρώτο έτος. Μάλιστα για  $t=12M$  η μέση απλή απόδοση των εταιρειών της Κύριας Αγοράς είναι 24.28% ενώ η μέση απλή απόδοση των εταιρειών της Παράλληλης Αγοράς είναι 84.56% και για  $t=36M$  οι αντίστοιχες μέσες απλές αποδόσεις είναι 49.38% και 124.49%. Για τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά δε μπορούμε να εκφέρουμε άποψη καθώς το δείγμα αποτελείται από πολύ λίγες εταιρείες  $n=7$ . Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν και τα αποτελέσματα που αφορούν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις για τα χρονικά διαστήματα των 24άρων, 30 και 36 μηνών. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται και από τη Στήλη (2) του Πίνακα 10, οι επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά, για τα χρονικά διαστήματα των προαναφερθέντων χρονικών διαστημάτων είναι: -1.01%, -19.66% και -14.29% ενώ οι αντίστοιχες επιπλέον αποδόσεις για τις εταιρείες που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά είναι: 65.26%, 61.22% και 86.51%. Συνάγουμε λοιπόν ότι οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών εξαρτώνται όχι μόνο από τα Σφάλματα Πρόβλεψης που αναφέραμε στα προηγούμενα τμήματα του Κεφαλαίου 6 αλλά και από την αγορά στην οποία διαπραγματεύεται η εταιρεία. Αυτό ενδεχομένως να σχετίζεται με το γεγονός ότι στην Κύρια Αγορά εισάγονται μεγάλες εταιρείες ενώ στην Παράλληλη Αγορά εισάγονται μικρότερες οι οποίες συνεπώς αντιμετωπίζουν και υψηλότερο κίνδυνο.

Στη συνέχεια, χωρίζουμε τις εταιρείες ανά αγορά σε αισιόδοξες και απαισιόδοξες και υπολογίζουμε ξανά τις αποδόσεις. Τα αποτελέσματα και πάλι επιβεβαιώνουν ότι οι απαισιόδοξες εταιρείες πετυχαίνουν πολύ υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις αισιόδοξες. Αναλυτικότερα, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 11, τόσο στην Κύρια όσο και στην Παράλληλη Αγορά, οι απλές αλλά και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των απαισιόδοξων εταιρειών υπερβαίνουν τις αντίστοιχες αποδόσεις των αισιόδοξων εταιρειών. Το ίδιο ισχύει και για τις εταιρείες που εισήχθησαν στη Νέα Χρηματιστηριακή αγορά, επειδή όμως το δείγμα είναι πολύ μικρό δε βασιζόμαστε ιδιαίτερα στις εταιρείες αυτές.

## Πίνακας 11: Υπολογισμός αποδόσεων ανά αγορά εισαγωγής

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών  
(1994-2004) ανά αγορά εισαγωγής και με βάση το FE (FE>0 ή FE<0)

Μέση Απόδοση(%)						
Απόδοση	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ		ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ		ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ	
	ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=46	ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=26	ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=45	ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=42	ΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=2	ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΕΣ n=5
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>						
<b>R1HM</b>	20.54%	17.57%	25.23%	35.70%	131.08%	37.20%
<b>R1M</b>	10.88%	18.56%	20.19%	38.53%	-37.64%	20.81%
<b>R6M</b>	10.82%	24.35%	22.13%	58.30%	-43.56%	-11.30%
<b>R12M</b>	16.41%	37.91%	30.19%	142.81%	-29.49%	9.12%
<b>R18M</b>	21.29%	34.94%	34.94%	118.30%	-61.58%	-12.16%
<b>R24M</b>	10.45%	46.42%	44.36%	129.85%	-75.62%	-39.44%
<b>R30M</b>	3.81%	44.83%	38.35%	138.87%	-81.39%	-45.47%
<b>R36M</b>	46.87%	53.61%	86.92%	167.83%	-82.69%	-38.00%
<b>ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>						
<b>ER1HM</b>	20.80%	17.46%	25.14%	35.37%	131.16%	36.74%
<b>ER1M</b>	8.79%	17.86%	21.37%	36.59%	-27.79%	22.39%
<b>ER6M</b>	8.64%	24.14%	23.90%	51.10%	-17.43%	-4.68%
<b>ER12M</b>	8.41%	26.99%	30.43%	128.96%	-14.49%	9.93%
<b>ER18M</b>	6.93%	23.71%	26.70%	97.10%	-47.88%	-23.74%
<b>ER24M</b>	-13.96%	21.25%	33.65%	101.74%	-57.31%	-68.73%
<b>ER30M</b>	-30.02%	-1.84%	19.62%	109.22%	-87.99%	-82.86%
<b>ER36M</b>	-16.06%	-11.32%	50.91%	127.60%	-99.77%	-94.67%

### 6.3 Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης

Παρακάτω θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για κάθε περίοδο παραθέτοντας και τους αντίστοιχους πίνακες. Για την επεξεργασία των δεδομένων και για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε το e-views. Πριν ξεκινήσουμε όμως την ανάλυση, πρέπει να πούμε ότι για να είναι στατιστικά σημαντική μία μεταβλητή πρέπει το p-value να είναι μικρότερο από 0.05. Διαφορετικά σημαίνει ότι είναι στατιστικά ασήμαντη και απορρίπτεται.

#### ΓΕΝΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

$$R_{StM} = C(1)*RM_{tM} + C(2)*SIZE + C(3)*PA + C(4)*NXA + C(5)*KA + (6)*FE$$

#### ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 1M:

$$R_{S1M} = 1.837909386*RM_{1M} - 4.607475318e-11*SIZE + 0.2918668867*PA + 0.08186763793*NXA + 0.1278784205*KA + 0.03362299726*FE$$

#### Πίνακας 12: Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=1Μήνα

Dependent Variable:  $R_{S1M}$   
Method: Least Squares  
Sample: 1 166  
Included observations: 166

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>RM1M</b>	<b>1.837909</b>	<b>0.527110</b>	<b>3.486765</b>	<b>0.0006</b>
SIZE	-4.61E-11	1.16E-10	-0.397582	0.6915
<b>PA</b>	<b>0.291867</b>	<b>0.070282</b>	<b>4.152795</b>	<b>0.0001</b>
NXA	0.081868	0.225861	0.362468	0.7175
KA	0.127878	0.083067	1.539463	0.1257
FE	0.033623	0.100256	0.335373	0.7378
R-squared	0.088246			
Adjusted R-squared	0.059754			

Για το διάστημα του πρώτου μήνα όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 12, οι μόνες μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές είναι οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη και το αν η εταιρεία είναι στην Παράλληλη αγορά ή όχι. Συγκεκριμένα οι αποδόσεις

των μετοχών σχετίζονται θετικά – όπως είναι λογικό άλλωστε με τις αποδόσεις του δείκτη της αγοράς.

#### ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 6M:

$$R_{S6M} = 0.1798654239*FE + 0.182979256*KA - 0.02021783388*NXA + 0.3849545499*PA + 1.579760761*RM6M - 4.866610626e-11*SIZE$$

#### Πίνακας 13: Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=6Μήνες

Dependent Variable: R<sub>S</sub>6M  
Method: Least Squares  
Sample: 1 165  
Included observations: 165

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.179865	0.117967	1.524714	0.1293
<b>KA</b>	<b>0.182979</b>	<b>0.097913</b>	<b>1.868798</b>	<b>0.0635</b>
NXA	-0.020218	0.264937	-0.076312	0.9393
<b>PA</b>	<b>0.384955</b>	<b>0.082738</b>	<b>4.652675</b>	<b>0.0000</b>
<b>RM6M</b>	<b>1.579761</b>	<b>0.231267</b>	<b>6.830902</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	-4.87E-11	1.37E-10	-0.355668	0.7226
R-squared	0.272186			
Adjusted R-squared	0.249299			

Για το διάστημα των 6μηνών, όπως δείχνει και ο Πίνακας 13, στατιστικά σημαντικές είναι οι μεταβλητή των αποδόσεων της αγοράς και η αγορά στην οποία ανήκει η εταιρεία Κύρια ή Παράλληλη. Για τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά ο συντελεστής είναι στατιστικά ασήμαντος και αυτό πιθανότατα οφείλεται στο ότι από το σύνολο των εταιρειών του δείγματος, μόλις 7 εταιρείες διαπραγματεύονται στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.

Παρατηρώντας και τους υπόλοιπους πίνακες (Πίνακας 14 –Πίνακας 18) βλέπουμε ότι η στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παραμένει η ίδια. Συνεπώς, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της Παλινδρόμησης το Σφάλμα Πρόβλεψης, το οποίο είναι και αντικείμενο της έρευνάς μας είναι στατιστικά ασήμαντο και δεν επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Αυτό βέβαια αντικρούει τα συμπεράσματα του τμήματος 6.2

όπου υπολογίζοντας τις αποδόσεις ξεχωριστά για τις εταιρείες που υπερεκτίμησαν τα κέρδη (αισιόδοξες) και ξεχωριστά γι' αυτές που τα υποεκτίμησαν (απαισιόδοξες), είδαμε ότι παρουσιάζουν μεγάλες διαφορές και συγκεκριμένα, οι απαισιόδοξες εταιρείες σημείωσαν πολύ υψηλότερες αποδόσεις από τις αισιόδοξες, ιδιαίτερα στο μακροχρόνιο διάστημα. Η ασυνέπεια αυτή των συμπερασμάτων οφείλεται μάλλον στη χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα του συγκεκριμένου γραμμικού υποδείγματος. Αυτό άλλωστε αποδεικνύεται από το χαμηλό  $R^2$  το οποίο έχουν τα εκτιμηθέντα γραμμικά υποδείγματα και κυμαίνεται γύρω στο 38% ενώ για  $t=1M$  το  $R^2$  του υποδείγματος είναι μόλις 8.8%.

#### ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ $t = 12M$ :

$$R_{S12M} = 0.2720300432*FE + 0.06103503965*KA + 0.09886480317*NXA + 0.7083746966*PA + 2.770224861*RM12M - 7.693770054e-11*SIZE$$

#### Πίνακας 14:Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για $t=12M$ ήνες

Dependent Variable:  $R_{S12M}$

Method: Least Squares

Sample: 1 165

Included observations: 165

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.272030	0.251598	1.081208	0.2812
KA	0.061035	0.210194	0.290374	0.7719
NXA	0.098865	0.562054	0.175899	0.8606
<b>PA</b>	<b>0.708375</b>	<b>0.176781</b>	<b>4.007077</b>	<b>0.0001</b>
<b>RM12M</b>	<b>2.770225</b>	<b>0.289012</b>	<b>9.585150</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	-7.69E-11	2.89E-10	-0.265942	0.7906

R-squared 0.394073

Adjusted R-squared 0.375019

ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 18M:

$$R_{S18M} = 0.330149318*FE + 0.08934824213*KA - 0.2943232393*NXA + 0.5216076486*PA + 1.967478774*RM18M - 1.08525407e-10*SIZE$$

**Πίνακας 15 : Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=18Μήνες**

Dependent Variable:  $R_{S18M}$

Method: Least Squares

Sample: 1 165

Included observations: 165

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.330149	0.249620	1.322608	0.1879
KA	0.089348	0.208491	0.428548	0.6688
NXA	-0.294323	0.557469	-0.527963	0.5983
<b>PA</b>	<b>0.521608</b>	<b>0.177160</b>	<b>2.944273</b>	<b>0.0037</b>
<b>RM18M</b>	<b>1.967479</b>	<b>0.208440</b>	<b>9.439085</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	-1.09E-10	2.87E-10	-0.378471	0.7056
R-squared	0.387688			

ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 24M:

$$R_{S24M} = 0.2601094772*FE - 0.2577294063*KA - 0.7407866191*NXA + 2.216265356*RM24M - 5.444561895e-11*SIZE$$

**Πίνακας 16 : Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=24Μήνες**

Dependent Variable:  $R_{S24M}$

Method: Least Squares

Sample: 1 159

Included observations: 159

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.260109	0.297900	0.873144	0.3839
KA	-0.257729	0.256572	-1.004510	0.3167
NXA	-0.740787	0.673480	-1.099939	0.2731
<b>RM24M</b>	<b>2.216265</b>	<b>0.194690</b>	<b>11.38359</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	-5.44E-11	3.45E-10	-0.157823	0.8748
R-squared	0.443178			
Adjusted R-squared	0.428715			

ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 30M:

$$R_{S30M} = 0.4922595282*FE - 0.3347145625*KA - 0.8780227705*NXA + 0.561886229*PA + 1.526128999*RM30M + 6.42878104e-11*SIZE$$

**Πίνακας 17: : Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=30Μήνες**

Dependent Variable:  $R_{S30M}$

Method: Least Squares

Sample: 1 158

Included observations: 158

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.492260	0.342371	1.437796	0.1525
KA	-0.334715	0.294444	-1.136769	0.2574
NXA	-0.878023	0.805915	-1.089473	0.2777
<b>PA</b>	<b>0.561886</b>	<b>0.244651</b>	<b>2.296689</b>	<b>0.0230</b>
<b>RM30M</b>	<b>1.526129</b>	<b>0.193215</b>	<b>7.898592</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	6.43E-11	3.88E-10	0.165840	0.8685
R-squared	0.323814			
Adjusted R-squared	0.301571			

ΕΚΤΙΜΗΘΕΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΓΙΑ t = 36M:

$$R_{S36M} = 0.05952914051*FE - 0.6568938932*KA - 1.095822805*NXA + 0.5595046528*PA + 1.846715949*RM36M - 1.230480272e-10*SIZE$$

**Πίνακας 18: : Αποτελέσματα γραμμικής παλινδρόμησης για t=36Μήνες**

Dependent Variable:  $R_{S36M}$

Method: Least Squares

Sample: 1 157

Included observations: 157

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FE	0.059529	0.439025	0.135594	0.8923
<b>KA</b>	<b>-0.656894</b>	<b>0.388436</b>	<b>-1.691125</b>	<b>0.0929</b>
NXA	-1.095823	1.035193	-1.058568	0.2915
<b>PA</b>	<b>0.559505</b>	<b>0.317163</b>	<b>1.764090</b>	<b>0.0797</b>
<b>RM36M</b>	<b>1.846716</b>	<b>0.193902</b>	<b>9.523941</b>	<b>0.0000</b>
SIZE	-1.23E-10	4.97E-10	-0.247483	0.8049
R-squared	0.389018			
Adjusted R-squared	0.368787			



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των μάνατζερ και των υποψήφιων επενδυτών δημιουργεί ανασφάλεια στους επενδυτές για το αν θα πρέπει να επενδύσουν σε μία εταιρεία που μπαίνει για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο ή όχι. Προκειμένου να μειώσουν όσο το δυνατόν περισσότερο την ανασφάλεια αυτή των επενδυτών, οι εταιρείες εκδίδουν τα ενημερωτικά δελτία, τα οποία περιλαμβάνουν εκτιμήσεις για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας, πληροφορίες για τα σχέδια που έχουν, για την οικονομική τους κατάσταση, για το παρελθόν τους, για τους ιδιοκτήτες, για τη φύση των λειτουργιών και των δραστηριοτήτων της εταιρείας, για την οργανωτική διάρθρωση κ.λ.π. Είναι ευνόητο ότι η αναφορά ιστορικών στοιχείων της εταιρείας που αφορούν οικονομικά μεγέθη και κυρίως τα κέρδη αν και παρέχει κάποια γενική πληροφόρηση στους επενδυτές δεν είναι το ίδιο χρήσιμη όσο οι εκτιμήσεις που γίνονται για τα κέρδη της επόμενης χρονιάς. Συγκεκριμένα, τα ιστορικά κέρδη δεν αντικατοπτρίζουν ούτε αλλαγές που έχουν λάβει χώρα στην επιχείρηση κατά το τελευταίο διάστημα πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, ούτε και τις αποδόσεις που αναμένεται να επέλθουν από την επένδυση των αντληθέντων κεφαλαίων από τη δημόσια εγγραφή. Η αναφορά προβλέψεων για τα κέρδη της εταιρείας είναι προαιρετική στη χώρα μας, ωστόσο οι περισσότερες εταιρείες προβαίνουν στην δημοσίευσή τους. Για να έχουν σημασία οι πληροφορίες αυτές όμως θα πρέπει να είναι και σωστές.

Σύμφωνα με τις περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει κατά καιρούς σε διάφορες χώρες, οι αποδόσεις των μετοχών εξαρτώνται από το εάν οι προβλέψεις των κερδών που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία είναι έγκυρες ή όχι. Όταν οι προβλέψεις αποκλίνουν ελάχιστα από τα πραγματικά κέρδη τότε οι επενδυτές θεωρούν αξιόπιστες τις εταιρείες. Αντιθέτως, όταν οι αποκλίσεις είναι μεγάλες και ιδιαίτερα στην περίπτωση που τα κέρδη είναι υπερεκτιμημένα οι επενδυτές απογοητεύονται, χάνουν την εμπιστοσύνη τους και αναπροσαρμόζουν την τιμή της μετοχής προς τα κάτω μειώνοντας έτσι την απόδοσή της.

Στην Ελλάδα, σύμφωνα με την παρούσα έρευνα, οι προβλέψεις των κερδών στο μεγαλύτερο μέρος τους αποκλίνουν αρκετά από τα πραγματικά κέρδη με μέσο όρο Σφάλματος Πρόβλεψης -0.15% και μέσο όρο Απόλυτου Σφάλματος Πρόβλεψης 31,47%. Επίσης, από τις 166 εταιρείες του δείγματος οι 93 υπερεκτίμησαν τα κέρδη (Αισιόδοξες) και οι 73 τα υποεκτίμησαν (Απαισιόδοξες).

Για ολόκληρο το δείγμα (1994-2004), οι αποδόσεις των νέων εισαγωγών τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον κατέδειξαν πως οι επενδυτές που αγόρασαν τις νέες μετοχές κατά την περίοδο των δημοσίων εγγραφών στην τιμή εισαγωγής τους, απεκόμισαν αρκετά υψηλές αποδόσεις τόσο στη βραχυχρόνια όσο και στη μακροχρόνια περίοδο, αν φυσικά τις διακράτησαν. Η ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών των νεοεισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών την περίοδο 1994-2004, 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 σε αυτήν. Ένα πρόσθετο, 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 αγοράς των τίτλων κατά τη περίοδο των δημοσίων εγγραφών και της βραχυχρόνιας ή μακροχρόνιας διακράτησής τους αλλά και με αυτήν της αγοράς των τίτλων κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. και της μεταγενέστερης πώλησής τους.

Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε ότι συνολικά, κατά μέσο όρο, οι νέοι τίτλοι εισήχθησαν υποτιμολογημένοι σε ποσοστό 27.02% στο Χ.Α.Α.. Με τη συμπλήρωση ενός έτους από την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, η μέση απλή απόδοση που σημείωσαν ήταν μεγαλύτερη και ανήλθε στο 54.95%, ενώ μετά το τρίτο έτος άγγιξε το 85.66%

Τα ποσοστά αυτά απόδοσης των δημοσίων εγγραφών διαφοροποιούνται σημαντικά κατά την εξέταση του δείγματος των νέων εισαγωγών βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων όπως το μέγεθος της αγοράς (Κύρια, Παράλληλη Αγορά ή Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.) και η υπερεκτίμηση (αισιόδοξες) ή υποεκτίμηση (απαισιόδοξες) των κερδών.

Η ανάλυση των αποδόσεων ανά Αγορά εισαγωγής αποκαλύπτει ότι οι εταιρείες που εισάγονται στην Παράλληλη Αγορά σημειώνουν μεγαλύτερες απλές και επιπλέον αποδόσεις τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια. Αντίστοιχα, από την έρευνα βρέθηκε ότι οι εταιρείες που κατά το έτος εισαγωγής στο χρηματιστήριο υπερεκτίμησαν τα κέρδη στις προβλέψεις που ανέγραψαν στο ενημερωτικό δελτίο πέτυχαν πολύ χαμηλότερες απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από αυτές που πέτυχαν οι εταιρείες που ήταν πιο συγκρατημένες στις ανάλογες προβλέψεις που είχαν κάνει (απαισιόδοξες).

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης βέβαια έδειξαν ότι τα Σφάλματα στις Προβλέψεις δεν επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών καθώς η ανεξάρτητη μεταβλητή FE βρέθηκε στατιστικά ασήμαντη. Παρόλα αυτά, η αντιφατικότητα των αποτελεσμάτων πιθανότατα οφείλεται στη χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα γραμμικού μοντέλου παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε. Η επανάληψη της παρούσας έρευνας χρησιμοποιώντας ένα διαφορετικό μοντέλο παλινδρόμησης το οποίο θα περιέχει και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές που επηρεάζουν τις αποδόσεις, έτσι ώστε να αυξηθεί η ερμηνευτική του ικανότητα θα μπορούσε ίσως να μας αποφέρει ικανοποιητικότερα αποτελέσματα.

Τελειώνοντας, θα λέγαμε ότι για να αποφεύγεται το ενδεχόμενο ύπαρξης κενών στην κοινοτική νομοθεσία, τα οποία θα μπορούσαν να υποσκάψουν την εμπιστοσύνη του κοινού και επομένως να επηρεάσουν αρνητικά την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών θα πρέπει να υπάρχουν ανάλογες κυρώσεις στον εκάστοτε υπεύθυνο που αναλαμβάνει την εκτίμηση των κερδών.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

### Ξένη Βιβλιογραφία

- Bhabra Harjeet – Pettway Richard (2003), “IPO Prospectus Information and Subsequent Performance”, *The Financial Review* 38 (2003) 369 -397
- Chan A.M.Y., Sit C.L.K., Tong M.M.L., Wong D.C.K. and Chan R.W.Y (1996), “Possible Factors of the Accuracy of the Prospectus Earnings Forecasts in the Hong Kong”, *The international Journal of Accounting*,31 pp.381-198
- Chen G – Firth M. (1999), “The Accuracy of Profit Forecasts and their Roles and Associations with IPO Firm Valuation”, *Journal of international Financial Management and Accounting*, 10 (3), pp 202-226
- Cheng T.Y. and Firth M. (2000), “An Empirical Analysis of the Bias and Rationality of Profit Forecasts Published in New Issue Prospectuses”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 27, pp 423 – 445.
- Dev, S and M. Webb (1972) “ The Accuracy of Company Profit Forecasts”, *Journal of Business Finance*, pp 26 – 39
- Dechow M.P., Hutton A.P., Sloan R.G. ( 1<sup>st</sup> version 1996, 2<sup>nd</sup> version 1999), “ The Relation Between Analysts’ Forecasts of Long – Term Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings”, SSRN, Working Paper.
- Degeorge F. – Derrien F. (April 2001),“IPO performance and earnings expectations : some French evidence”, Working Paper
- Ferris K. and Hayes D. (1977) “Some Evidence on the Determinants of Profit Forecast Accuracy in the United Kingdom”, *The International Journal of Accounting Education and Research* pp 27-36
- Firth M. and A. Smith (1992) “ The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offering Prospectuses” *Accounting and Business Research* 22, pp 239- 247
- Firth M. ( 1998 ), “IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post – listing returns”, *Applied Financial Economics*, Vol 8, pp 29 – 39
- Firth M., Kwok B.C.H., Liao – Tan C.K., Yeo G.H.H. (1995), “Accuracy of Profit Forecasts Contained in IPO Prospectuses”, *Accounting and Business Review* 2, Vol. 1, pp.55-83

- Gounopoulos D. (May 2003) “The Initial and aftermarket performance of IPOs: evidence from Athens Stock Exchange”, Manchester School of Management, Working Paper
- Gounopoulos D. (July 2004), “Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses Evidence from Athens Stock Exchange”, Manchester School of Management, Working Paper
- Jaggi B., (1997), “Accuracy of Forecast Information disclosed in the IPO Prospectuses of Hong Kong Companies”, The International Journal of Accounting 32, Vol. 32, pp.301-319
- Jelic R, Saadouni B., and Briston R (1998), “The Accuracy of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange” Accounting and Business Research 29. pp 57-72.
- Kazantzis, C. and M. Levis (1995). Price support and initial public offerings: evidence from the Athens Stock Exchange in: Doukas and Lang (eds), Research in International Business and Finance, Vol 12, JAI Press.
- Kazantzis, C. and Thomas, C. D. (1996). The IPO puzzle and institutional constraints: Evidence from the Athens Stock Market. In: Empirical issues in raising equity capital, Levis, Mario. (editor),pp. 81-94, New York and Oxford: Elsevier, North-Holland, Working Paper
- Keasey and Mc Guinness,(1991) “Prospectus Earnings Forecasts and the Pricing of New Issues on the Unlisted Securities Market”, Vol. 21, No 82, pp 133-145
- Lee, P., S. Taylor, C. Yee and M. Yee, (May 1993) “ Prospectus Earnings Forecasts : Evidence and Explanations”, Australian Accounting Review, Vol. 3, pp21-32
- McConomy B.J., Jog V., (2003) “Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses”, Journal of Business Finance & Accounting
- Mohamad S., Nassir A., Kuing T.K., Ariff M., (1994) “ The accuracy of Profit Forecasts of Malaysian IPO’s”, Capital Markets Review 2, pp 46-69
- Mohamad T.A. El Rajabi and Angappa Gunasekaran, (2006), “The accuracy of earnings forecasts disclosed in the prospectuses of newly formed public companies in Jordan”, Managerial Auditing Journal, Vol 21 No 2 pp. 117 -131

- Pedwell, K., H. Warsame and D.Neu (1994) “The Accuracy of Canadian and New Zealand Earnings Forecasts : A Comparison of Voluntary Versus Compulsory Disclosures”, Journal of International Accounting Auditing and Taxation pp 221- 236
- Sun J. and Liu G. (2006), “The Credibility of Management Earnings Forecasts in Chinese IPO Prospectuses”, Working Paper

### Ελληνική Βιβλιογραφία

- Κολλίντζας Τ., Σφακιανάκης Γ., Τυλιγάδα Ε. (1997). Υποτιμολογήσεις και Υπερκαλύψεις στην Εισαγωγή Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οικονομικά Θέματα, Ι.Ο.Β.Ε.
- Νούνης Π. Χ “Το Φαινόμενο Της Υποτιμολόγησης Των Δημόσιων Εγγραφών Στη Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά”,Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Working Paper
- Νούνης Χ. (2000). “Θεωρητική ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών τίτλων στο χρηματιστήριο.” Οικονομικά Χρονικά-Διμηνιαία Έκδοση του Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδας, τεύχος 109, σελ. 33-37
- Παπαϊωάννου Γ. – Τραυλός Ν. (1994), Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Working Paper
- Παπαϊωάννου Γ.Ι., Τραυλός Ν. Γ. (1995). Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών : Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα -Τάσεις και Προοπτικές, (Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος), Ι.Ο.Β.Ε. - Alpha Τράπεζα Πίστεως, σελ.215-278
- Παπαματθαίου Δ. (1996) “Υποτίμηση στην αγορά νέων εισαγωγών τίτλων : Η περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (1987-1995).” Οικονομική Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας, τεύχος 5, σελ.14-25
- Κανονισμός αριθμ. 211/2007 «Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης 28/02/2007 L61/24»
- Νόμος υπ’αριθμόν 3401 : ΦΕΚ, Αρ. Φύλλου 257, 17 Οκτωβρίου 2005

### Σελίδες Διαδικτύου

- [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)
- [www.blackwell-synergy.com](http://www.blackwell-synergy.com)
- [www.newcompanies.gr](http://www.newcompanies.gr)
- [www.jstor.org](http://www.jstor.org)
- [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
- [www.enet.gr](http://www.enet.gr)
- [www.athex.gr](http://www.athex.gr)