



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ

“ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ”

Διπλωματική εργασία με θέμα:

Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αθηνών και Ιδιοκτησιακή Δομή

Μεταπτυχιακή φοιτήτρια:
Τσιαμούλη Χριστίνα (ΜΧΑΝ: 0646)

Επιβλέπων καθηγητής:
κ. Τσαγκαράκης Νικόλαος

Σεπτέμβριος 2008

Ευχαριστίες

Για την πραγματοποίηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέπων καθηγητή μου, Κο Τσαγκαράκη Νικόλαο. Για την βοήθεια και την υποστήριξη που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της εργασίας, καθώς και τις πολύτιμες παρεμβάσεις και συμβουλές του για την επιτυχή ολοκλήρωσή της.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1	4
Εισαγωγή	4
Κεφάλαιο 2	8
Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο Χ.Α.....	8
2.1 Πλεονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο ΧΑ.....	8
2.2 Μειονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο ΧΑ.....	11
Κεφάλαιο 3	13
Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Αγορά Αξιών	13
3.1 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.....	14
3.2 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης.....	18
3.3 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών.....	22
3.4 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Επιτήρησης	23
3.5 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά.....	24
3.6 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά.....	27
3.7 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.....	30
Κεφάλαιο 4	33
Θεωρίες και μελέτες που έχουν αναφερθεί στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure).....	33
4.1 Γενικές θεωρίες και μελέτες	33
4.2 Μελέτες ανά χώρα	40
4.2.1. Πορτογαλία.....	40
4.2.2 Ταϊλάνδη.....	41
4.2.3. Ταιβάν.....	42
4.2.4. Ινδία.....	43
4.2.5. Κίνα.....	45
4.2.6. Αυστραλία.....	46
4.2.7. Γερμανία και Ηνωμένο Βασίλειο	47
Κεφάλαιο 5	53
Στοιχεία και μεθοδολογία της έρευνας.....	53
Κεφάλαιο 6	62
Ευρήματα της έρευνας.....	62
Κεφάλαιο 7	73
Συμπέρασμα.....	73
Βιβλιογραφία	76

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) ιδρύθηκε το 1876 ως κανονιστικά αυτόνομος δημόσιος φορέας και αποτέλεσε την κύρια αγορά κινητών αξιών στην Ελλάδα. Επίσημα άρχισε να λειτουργεί το 1880 όπου και εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή. Ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης ήταν οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων.

Το 1909 ορίστηκε με βασιλικό διάταγμα ως ο πρώτος οργανωμένος χώρος εκτέλεσης συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου, Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών. Το 1918 μετατράπηκε σε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου εποπτευόμενο από το κράτος, ενώ από το 1928 με τον Νόμο 3632 ορίστηκαν σαφώς τα ως τότε απροσδιόριστα δικαιώματα και υποχρεώσεις των συναλλασσόμενων μερών του.

Το Χ.Α.Α. εκσυγχρονίστηκε το 1988 με τον Νόμο 1806, βάσει του οποίου έγιναν ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις με την εισαγωγή νέων εννοιών και θεσμών στη λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς και την εφαρμογή του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών. Το 1989 ιδρύθηκε μια δευτερεύουσα αγορά κινητών αξιών, η Παράλληλη Αγορά, στην οποία εισήχθησαν μετοχές μικρομεσαίων επιχειρήσεων και το 1999 συστάθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά, στην οποία εισήχθησαν μετοχές μικρομεσαίων δυναμικών ή καινοτόμων εταιρειών.

Το 1995 το Χ.Α.Α. απέκτησε νομική μορφή Ανώνυμης Εταιρείας με μοναδικό μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο, ενώ από το 1997 τέθηκε το πλαίσιο ιδιωτικοποίησής του. Με την ίδρυση από τους μετόχους του, το 2000, της εταιρείας συμμετοχών «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών» (Ε.Χ.Α.Ε.), οι μετοχές του Χρηματιστηρίου εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση.

Το 2002 η «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.» (Χ.Α.Α.) και η «Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.», αμφότερες θυγατρικές της Ε.Χ.Α.Ε., συγχωνεύτηκαν δημιουργώντας τη νέα εταιρεία με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.» (Χ.Α.). Τέλος το 2005 έγιναν μια σειρά από ενέργειες προκειμένου να αναδιαρθρωθεί και να ολοκληρωθεί το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τον τρόπο λειτουργίας του, κάτω από το πρίσμα των εξελίξεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την ανάπτυξη

διεθνών συνεργασιών με σκοπό την ενίσχυση της θέσης της ελληνικής αγοράς. Έτσι, με τη θέσπιση του Νόμου 3371/05, διαμορφώθηκε ένα νέο βασικό θεσμικό πλαίσιο μέσω του οποίου το Χρηματιστήριο Αθηνών, σαν διαχειριστής οργανωμένης αγοράς, απέκτησε πλήρη ελευθερία στη διάρθρωση των αγορών που εξυπηρετεί.

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών της παρέχει τη δυνατότητα ανάπτυξης των εργασιών της, βελτίωσης της ανταγωνιστικότητάς της και ισχυροποίησης της θέσης της στην αγορά. Η ένταξη της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών γίνεται μέσω μιας διαδικασίας, στην οποία συμμετέχει το επενδυτικό κοινό και η οποία είναι γνωστή ως διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής ή προσφοράς (initial public offering). Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο αναφέρεται στον όρο «Δημόσια Προσφορά Κινητών Αξιών».

Σαν « Δημόσια Προσφορά Κινητών Αξιών » ορίζεται κάθε δημόσια ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή εγγραφής και τις προσφερόμενες υφιστάμενες ή νέες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή του για την αγορά αυτών των κινητών αξιών.¹

Ο παρακάτω πίνακας 1 παρουσιάζει τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν μεταξύ του 2001 και του 2008 και οι οποίες αποτελούν το δείγμα της εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, ο πίνακας 1 κατηγοριοποιεί τις επιχειρήσεις ανάλογα με το αν εισήχθησαν στην κύρια, παράλληλη, NEXA αγορά ή αν οι μετοχές των επιχειρήσεων εντάχθηκαν στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης και στην κατηγορία μικρής & μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

¹ Νόμος 3401/2005, άρθρο 2, παράγραφος 1(δ)

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Αρχικές δημόσιες εγγραφές από 2001 -2008

Έτος Εισαγωγής ²	Αριθμός αρχικών δημόσιων εγγραφών	Κύρια αγορά	Παράλληλη αγορά	ΝΕΧΑ	Μεγάλη Κεφαλαιοποίηση	Μικρή & Μεσαία Κεφαλαιοποίηση
2001	24	13	9	2	-	-
2002	20	7	10	3	-	-
2003	16	3	11	2	-	-
2004	10	4	4	2	-	-
2005	7	4	2	1	-	-
2006	2	-	-	-	2	0
2007	3	-	-	-	2	1
2008	1	-	-	-	-	1
Σύνολο	83	31	36	10	4	2

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ΧΑ

Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι ένα σημαντικό βήμα όταν μια επιχείρηση βρίσκεται στη διαδικασία του να δημοσιοποιηθεί και αποτελεί τη μεγαλύτερη έκδοση μετοχών που κάνει μια επιχείρηση κατά το χρόνο λειτουργίας της. Καθώς νέο κεφάλαιο εισέρχεται στην επιχείρηση, οι νέοι ιδιοκτήτες αποκτούν ισχυρά δικαιώματα ελέγχου. Κατά την διάρκεια αυτής της διαδικασίας, η υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών είναι μια ευρέως γνωστή «ανωμαλία» που ισχύει σε πολλές χώρες ανά τον κόσμο. Είναι γεγονός ότι η αρχική δημόσια εγγραφή δεν είναι μόνο μια διαδικασία στην οποία η επιχείρηση βρίσκει νέο κεφάλαιο, αλλά περιλαμβάνει συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στους διαφορετικούς μετόχους και ειδικότερα ανάμεσα στους έχοντες τον κύριο έλεγχο μετόχους και στους μικρο-εξωτερικούς μετόχους. Οι αρχικοί ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης που δημοσιοποιείται, ενδιαφέρονται για να διακρατήσουν τον έλεγχο της επιχείρησης, διότι ο έλεγχος αποκομίζει ιδιωτικά οφέλη. Ο κύριος σκοπός της εργασίας δεν είναι να δικαιολογήσει γιατί οι αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι υποτιμημένες, αλλά να ερευνήσει το ρόλο της ιδιοκτησιακής δομής (ownership structure) στο να επηρεάζει το

² Βάσει της ημερομηνίας εισαγωγής της κάθε εταιρείας στο ΧΑ

βαθμό υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών και την πορεία των μετοχών των επιχειρήσεων που εισάγονται στο χρηματιστήριο, σε διάστημα ως ένα έτος από την εισαγωγή τους.

Η δομή της εργασίας έχει ως εξής: Στο κεφάλαιο 2 αναφέρονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της εισαγωγής των επιχειρήσεων στο ΧΑ, στο κεφάλαιο 3 παραθέτονται οι προϋποθέσεις εισαγωγής των επιχειρήσεων στην Αγορά Αξιών του ΧΑ, στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται θεωρίες και μελέτες που έχουν αναφερθεί στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure) των επιχειρήσεων που δημοσιοποιούνται μέσω της διαδικασίας της αρχικής δημόσιας εγγραφής, στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα στοιχεία και η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την έρευνα, στο κεφάλαιο 6 αποτυπώνονται τα ευρήματα της έρευνας και τέλος στο κεφάλαιο 7 συνοψίζονται τα συμπεράσματα.

Κεφάλαιο 2

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο Χ.Α.

2.1 Πλεονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο ΧΑ

Μία επιχείρηση που αποφασίζει να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή και την εισαγωγή της στη Χρηματιστηριακή Αγορά στοχεύει κυρίως στην άντληση κεφαλαίων για τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής της θέσης και την υλοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων. Αναλυτικότερα, τα κίνητρα μιας επιχείρησης για τη διάθεση μερών των μετοχών της στο ευρύ επενδυτικό κοινό και την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο είναι τα εξής:

Α) Δυνατότητα Άντλησης Νέων Κεφαλαίων από την Κεφαλαιαγορά.

Μία αναπτυσσόμενη επιχείρηση, προκειμένου να αναπτύξει τα επιχειρηματικά της σχέδια, έχει ανάγκη από νέα κεφάλαια. Επειδή τα κεφαλαιακά αποθέματα των υφιστάμενων μετόχων μπορεί είτε να βρίσκονται σε στενότητα, είτε να μην είναι διαθέσιμα λόγω του μεγάλου επενδυτικού κινδύνου που θα πρέπει να αναλάβουν οι μέτοχοι αυξάνοντας τη συμμετοχή τους στην ίδια επιχείρηση, δεν μπορούν να εγγυηθούν την κάλυψη των διαρκώς αυξανόμενων αναγκών χρηματοδότησης. Παράλληλα η διαφυγή σε τραπεζικό δανεισμό ενέχει μεγάλο κόστος και περιορισμένη δυνατότητα χορήγησης μεγάλων κεφαλαίων για την κάλυψη αναπτυξιακών επενδυτικών σχεδίων.

Έτσι καθίσταται αναγκαία η άντληση μετοχικού κεφαλαίου από νέους μετόχους, που όμως είναι σχεδόν αδύνατη η προσέλκυσή τους, όσο οι υφιστάμενοι μέτοχοι διατηρούν υψηλό βαθμό διαχειριστικού και διοικητικού ελέγχου της επιχείρησης, δημιουργώντας ένα απαγορευτικό κλίμα ανασφάλειας και λήψης μεγάλου κινδύνου στους νέους επενδυτές. Με την εισαγωγή της η εταιρεία στη Χρηματιστηριακή Αγορά με Δημόσια Προσφορά νέων μετοχών αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο και εκχωρεί μέρος του διαχειριστικού της ελέγχου σε μεγάλο αριθμό μετόχων, που μπορούν να καλύψουν τις ανάγκες άντλησης νέων κεφαλαίων της επιχείρησης. Η πληρότητα των προϋποθέσεων για την εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο και οι διαρκείς έλεγχοι και εποπτεία κατά τη διαπραγμάτευση των μετοχών της από τις χρηματιστηριακές αρχές προσδίδει μια

επιβεβαίωση εμπιστοσύνης των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης για το μέλλον της. Η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο συνοδεύεται επίσης με τη δημοσιοποίηση αρκετών πληροφοριακών εγγράφων και στοιχείων, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να παρακολουθούν όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Συνεπώς, η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο επηρεάζει θετικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με τη μελλοντική πορεία της, αυξάνει το κύρος της εξασφαλίζοντας έτσι υψηλότερη αγοραία μετοχική αξία και προσελκύει διαρκώς νέους επενδυτές. Μ' αυτόν τον τρόπο δημιουργείται για την εισηγμένη εταιρεία μία πηγή διαρκούς άντλησης νέων κεφαλαίων για την υλοποίηση των επιχειρηματικών της σχεδίων, την ανάπτυξη της εταιρείας και την άνθηση της κερδοφορίας της ή ακόμα και για την εξόφληση χρεών της. Επίσης, με τον τρόπο αυτό μπορεί να αντλήσει περισσότερα κέρδη με μικρότερο κόστος, ενώ και ο χρόνος συγκέντρωσης είναι μικρότερος, αφού πλέον οι συναλλαγές μετοχών στα χρηματιστήρια πραγματοποιούνται πολύ γρήγορα.

B) Αποτίμηση της εταιρείας βάσει των κριτηρίων της Αγοράς και αύξηση της αξίας της.

Η εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται τη συνεχή αξιολόγηση των μετοχών της και επομένως οι επιχειρηματικές της αποφάσεις παρακολουθούνται άγρυπνα και αξιολογούνται συνεχώς από το επενδυτικό κοινό, επιτυγχάνοντας έτσι τον διαρκή επανακαθορισμό της αγοραστικής αξίας των μετοχών της, κατόπιν των συνεχών διαπραγματεύσεων που πραγματοποιούνται στα πλαίσια της αγοράς. Η διαρκής αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης της δίνει τη δυνατότητα να διαπραγματευτεί ευκολότερα σε συμφωνίες για συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι οποίες καθίστανται πλέον αναγκαίες, προκειμένου να αναπτυχθεί και να ανταπεξέλθει στον ανταγωνισμό. Έτσι η εταιρεία μπορεί να επιτύχει ισχυρές συμμαχίες με θεσμικούς επενδυτές, με απώτερο σκοπό την επίτευξη στρατηγικών κινήσεων για την ανάπτυξή της.

Παράλληλα με την αδιάκοπη αποτίμηση των μετοχών της εισηγμένης εταιρείας προωθείται η καθιέρωση των δεσμών σύνδεσης της αμοιβής των διοικητικών στελεχών με την πορεία της μετοχής της εταιρείας. Οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών συχνά συνδέουν τον μισθό τους με παροχές σε μετοχές της επιχείρησης, γεγονός που συνδέει άμεσα το μέγεθος της αμοιβής τους με την πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της

μετοχής της εταιρείας, ενώ προσελκύει στελέχη με έντονα στοιχεία δημιουργικότητας, υποκίνησης και επιχειρηματικότητας με διάθεση ανάληψης και υλοποίησης μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων. Παρομοίως, συχνά η συμμετοχή των εργαζομένων της εισηγμένης εταιρείας στο μετοχικό της κεφάλαιο, συνδέει την παραγωγικότητά τους με την τιμή της μετοχής και τη χρηματιστηριακή της αξία και κατά συνέπεια τις απολαβές τους από την κατοχή ή την πώλησή τους. Έτσι η εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα της Διοίκησης και των εργαζομένων της.

Γ) Φορολογικά πλεονεκτήματα

Η εισαγωγή των μετοχών μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο παρέχει φορολογικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τη φορολογική επιβάρυνση των κερδών και των μερισμάτων, από αυτή των μη εισηγμένων. Τέλος, προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες φορολογικών ελαφρύνσεων σε μεγάλη μάζα επενδυτών, στελεχών και εργαζομένων.

Δ) Αύξηση Ρευστότητας Επένδυσης

Η ανάπτυξη μιας επιχείρησης απαιτεί την τοποθέτηση μεγάλων κεφαλαίων των ιδιοκτητών στην επιχείρηση. Οι μετοχές μίας εταιρείας μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο έχουν πολύ περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης και κατά συνέπεια οι μέτοχοι που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει σ' αυτήν είτε αδυνατούν να βρουν αγοραστή, είτε έχουν δυσκολία καθορισμού μιας κοινώς αποδεκτής τιμής συναλλαγής. Κατά συνέπεια οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση από μετοχές με χαμηλή σε σχέση με μετοχές με υψηλή ρευστότητα, τις οποίες μπορούν να ρευστοποιήσουν όποτε επιθυμούν. Με την εισαγωγή της επιχείρησης στη Χρηματιστηριακή Αγορά καθορίζεται αντικειμενικά μέσω της προσφοράς και της ζήτησης η αγοραστική αξία των μετοχών και επιτυγχάνεται η αύξηση του βαθμού ρευστότητάς τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται σημαντικά το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης.

Ε) Διαφοροποίηση Κινδύνου

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο ΧΑ δίνει στους ιδιοκτήτες τη δυνατότητα αποφυγής της τοποθέτησης όλων των κεφαλαίων τους σε μία μόνο επιχείρηση και τη διασπορά του επιχειρηματικού τους κινδύνου με αποτέλεσμα την καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου, τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης και την κατανομή των κεφαλαίων της σε πιο αναπτυξιακά και αποδοτικά επενδυτικά σχέδια.

ΣΤ) Ισχυροποίηση της φήμης και της θέσης της εταιρείας στην Αγορά.

Με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο μία εταιρεία απολαμβάνει δωρεάν διαφήμιση από τον οικονομικό τύπο και τα λοιπά μέσα μαζικής ενημέρωσης που παρακολουθούν τις χρηματιστηριακές εξελίξεις, με αποτέλεσμα την αύξηση του κύρους της εταιρείας και τον αντίκτυπό της στην τιμή των μετοχών της. Έτσι η επιχείρηση μπορεί να διαφημίζει το επιχειρηματικό της προφίλ κατά τέτοιο τρόπο, ώστε η μετοχή της να κεντρίζει το ενδιαφέρον των επενδυτών, οι οποίοι ανταποκρίνονται ευνοϊκά στην αυξημένη πληροφόρηση, τη μεγαλύτερη ρευστότητα και το υψηλότερο γόητρο. Αναβαθμίζοντας το κύρος της, η εταιρεία μπορεί να εξασφαλίσει οικονομικές συμφωνίες με δανειστές, προμηθευτές, εργαζομένους, πελάτες, επενδυτές και μετόχους σε κάθε επίπεδο, μειώνοντας έτσι τα κόστη κεφαλαίου της. Ακόμα η εταιρεία και τα προϊόντα της γίνονται περισσότερο γνωστά στο ευρύτερο κοινό, γεγονός που αναπτύσσει τον κύκλο εργασιών της και εξασφαλίζει τη βιωσιμότητα της εταιρείας.

2.2 Μειονεκτήματα εισαγωγής επιχειρήσεων στο ΧΑ

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

Επιπροσθέτως, η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο ΧΑ συνοδεύεται από την αποκάλυψη εμπιστευτικών επιχειρηματικών πληροφοριών, μυστικών και επιχειρηματικών στρατηγικών, προς τους ανταγωνιστές της επιχείρησης.

Εξάλλου, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο ΧΑ, συνοδεύεται από έξοδα παραγωγής και δημοσιοποίησης οικονομικών πληροφοριών,

χρηματιστηριακή συνδρομή, έξοδα εξυπηρέτησης μετόχων, κόστος παροχής υπηρεσιών αναδόχων.

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

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

Κεφάλαιο 3

Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Αγορά Αξιών

Σύμφωνα με τον σημερινό κανονισμό στο Χ.Α.³, λειτουργούν δύο αγορές, η Αγορά Αξιών και η Αγορά Παραγώγων. Όλες οι εισηγμένες μετοχές στην Αγορά Αξιών διαπραγματεύονται πλέον σε μία ενιαία αγορά, η οποία διακρίνεται σε πέντε Κατηγορίες. Με κριτήρια την κεφαλαιοποίηση, την εμπορευσιμότητα, τη διασπορά και τη μεταβλητότητα των μετοχών τους η νέα κατηγοριοποίηση ισχύει και για τις ήδη εισηγμένες εταιρείες ως εξής:

Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν όλες οι κατηγορίες μετοχών εκδοτριών εταιρειών που είχαν συνολική κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από €100.000.000 με βάση το μέσο όρο του εξαμήνου 1-4-2005 έως 30-9-2005, και με την προϋπόθεση ότι δεν υπήρχε αντίθετο αίτημα της εκδότριας, το οποίο θα έπρεπε να είχε υποβληθεί στο Χ.Α. τουλάχιστον μέχρι τις 21 Νοεμβρίου 2005. Πρόκειται για 88 εισηγμένες εταιρείες (92 μετοχές κοινές και προνομιούχες).

Κατηγορία Μεσαίας – Μικρής Κεφαλαιοποίησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 217 εισηγμένες εταιρείες (227 μετοχές κοινές και προνομιούχες), οι οποίες είχαν κεφαλαιοποίηση μικρότερη των €100.000.000 ή εταιρείες με μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση που δεν πληρούσαν τα πρόσθετα κριτήρια ένταξης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και δεν ανήκαν στις Κατηγορίες Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών και Επιτήρησης.

Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 5 εισηγμένες εταιρείες με αρνητικές εξελίξεις στην οικονομική τους πορεία καθώς και οι εταιρείες, οι οποίες ανήκαν στις υφιστάμενες Κατηγορίες, χαμηλής ρευστότητας και χαμηλής παραγωγικής δραστηριότητας.

Κατηγορία Επιτήρησης

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν 18 εισηγμένες εταιρείες (22 μετοχές κοινές και προνομιούχες), οι οποίες ανήκαν στην υφιστάμενη Κατηγορία υπό επιτήρηση.

³ Κανονισμός ΧΑ, 8^η έκδοση, 7^η τροποποίηση(18-04-2008), άρθρο 207

Κατηγορία Αξιών Σταθερού Εισοδήματος

Στην Κατηγορία αυτή εντάχθηκαν οι ομολογίες και οι λοιποί τίτλοι σταθερού εισοδήματος.

3.1 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

Οι βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρεί μία νεοεισαχθείσα εταιρεία, προκειμένου να ενταχθεί κατά την εισαγωγή των κινητών αξιών της στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, είναι οι εξής:

Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €15.000.000, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.

Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης τουλάχιστον €150.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.

Να έχει δημοσιεύσει για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει. Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο

επενδυτικό κοινό πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

Να εμφανίζει κατ' ελάχιστο κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειωψηφίας τριετίας ύψους €12.000.000 και όχι λιγότερα από €3.000.000 ανά έτος ή EBITDA (κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον €16.000.000 και όχι λιγότερο από €4.000.000 ανά έτος, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία. Η προϋπόθεση αυτή δεν απαιτείται σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται λόγω ειδικών διατάξεων να υποβάλει αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α. εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες από 3 οικονομικές χρήσεις και λαμβάνει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δεν εφαρμόζεται επίσης αν η εταιρεία έχει κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με τη μικρότερη συμμετοχή βάρους στο δείκτη FTSE ASE 20.

Η διασπορά⁴ των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας Κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως, η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο από το ανωτέρω ποσοστό. Για την εκτίμηση της επάρκειας της διασποράς, δεν λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν: α) Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, β) τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, γ) συγγενείς πρώτου βαθμού των υφιστάμενων

⁴ Κανονισμός ΧΑ, 8^η έκδοση, 7^η τροποποίηση(18-04-2008), άρθρο 203

βασικών μετόχων και των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, δ) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Η διασπορά δύναται να κριθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό, ως ακολούθως:

α) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

β) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σε περίπτωση που δεν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών, επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του 5% και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία-μέθοδος διαπραγμάτευσης, όπως αυτή περιγράφεται από τα άρθρα 104 και 113 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου.

Οι χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής μετοχών της, για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, να έχουν ελεγχθεί φορολογικά. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι αντίστοιχες χρήσεις των επιμέρους εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις.

Τόσο η νομική όσο και η οικονομική της κατάσταση, ο κλάδος που δραστηριοποιείται και η πορεία του, η διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών της υποθέσεων και η ποιότητα των διαδικασιών της εταιρικής της διακυβέρνησης, να προσδίδουν αξιοπιστία και καταλληλότητα στις προσφερόμενες για εισαγωγή μετοχές της, στη συγκεκριμένη αγορά.

Να διαθέσει, με Δημόσια Προσφορά μετοχές συνολικής αξίας τουλάχιστον €2.000.000.

Η νομική κατάσταση των μετοχών της, να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται. Οι μετοχές της να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες, τα κεφάλαιά της να μην είναι τοποθετημένα κατά κύριο λόγο σε άλλες εισηγμένες εταιρείες και στην αίτηση εισαγωγής της να συμπεριλαμβάνονται προς διαπραγμάτευση οι εκδοθείσες μετοχές της ίδιας Κατηγορίας.

Πρόσθετες προϋποθέσεις πρέπει να ισχύουν για τις ασφαλιστικές, κατασκευαστικές, ακτοπλοϊκές, θαλάσσιας περιήγησης, εμπορίας αυτοκινήτων και ποντοπόρου ναυτιλίας εταιρείες.

Μία νεοεισερχόμενη εταιρεία της οποίας οι μετοχές εντάσσονται αρχικά στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης προκειμένου για την παραμονή της στην Κατηγορία αυτή, υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση η οποία γίνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του Δ.Σ. του Χ.Α. των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός και αν το Δ.Σ. ανακοινώσει κάποια άλλη ημερομηνία. Εφόσον διαπιστωθεί ότι σε δύο διαδοχικές αναθεωρήσεις οι μετοχές της εταιρείας δεν πληρούσαν τουλάχιστον ένα από τα κριτήρια αναθεώρησης, διενεργείται η μεταφορά τους από την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Η μεταφορά πραγματοποιείται ακόμη και αν το κριτήριο είναι διαφορετικό σε κάθε αναθεώρηση.

Σύμφωνα με τα κριτήρια αναθεώρησης, η εταιρεία πρέπει να έχει συνολική κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από €100.000.000, διασπορά μεγαλύτερη του 20% και εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μεγαλύτερη του 20% ή εναλλακτικά του 10%, εφόσον

έχει ετήσιο μέσο όρο του spread μικρότερο από 2%, να μην συμμετέχει στον Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας και να αποδέχεται τις αυξημένες υποχρεώσεις πληροφόρησης που προβλέπονται για αυτήν την Κατηγορία.

3.2 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης.

Μία εταιρεία της οποίας οι κινητές αξίες εντάσσονται για πρώτη φορά στο Χ.Α., προκειμένου οι μετοχές της να ενταχθούν στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, πρέπει να πληροί τις εξής προϋποθέσεις:

Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €3.000.000 (ή τουλάχιστον €15.000.000 χωρίς Ειδικό Σύμβουλο), υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.

Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης ακόμα και μικρότερη των €150.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.

Να έχει δημοσιεύσει για 3 τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει. Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή.

Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο επενδυτικό κοινό

πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

Να εμφανίζει κατ' ελάχιστο κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας τριετίας ύψους €4.000.000 και όχι λιγότερα από €1.000.000 ανά έτος ή EBITDA (κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων) τριετίας τουλάχιστον €6.000.000 και όχι λιγότερο από €1.500.000 ανά έτος, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία. Η προϋπόθεση αυτή δεν απαιτείται σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται λόγω ειδικών διατάξεων να υποβάλει αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α. εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες από 3 οικονομικές χρήσεις και λαμβάνει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δεν εφαρμόζεται επίσης αν η εταιρεία έχει κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με τη μικρότερη συμμετοχή βάρους στο δείκτη FTSE ASE 20.

Η διασπορά⁵ των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας Κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό. Για την εκτίμηση της επάρκειας της διασποράς, δεν λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν: α) Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, β) τα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, γ) συγγενείς α' βαθμού των υφιστάμενων βασικών

⁵ Κανονισμός ΧΑ, 8^η έκδοση, 7^η τροποποίηση(18-04-2008), άρθρο 203

μετόχων και των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, δ) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Η διασπορά δύναται να κριθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό, ως ακολούθως:

α) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

β) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Σε περίπτωση που δεν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του 5% και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή, χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία-μέθοδος διαπραγμάτευσης.

Οι χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής μετοχών της για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, να έχουν ελεγχθεί φορολογικά. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι αντίστοιχες χρήσεις των επιμέρους εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις.

Να εξασφαλίσει, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής της, τη δέσμευση όλων των μετόχων της, που κατέχουν μετοχές, η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, ότι δεν θα διαθέσουν με οποιονδήποτε τρόπο το 25% των μετοχών τους, κατά το πρώτο έτος μετά την εισαγωγή. Καθ' όλη τη διάρκεια της παραπάνω δέσμευσης απαγορεύεται η διάθεση μετοχών, για τις οποίες οι μέτοχοι έχουν αναλάβει τη δέσμευση αυτή, εκτός και αν πρόκειται για μεταβίβαση λόγω κληρονομικής ή οιονεί καθολικής διαδοχής ή κληροδοσίας, μεταβίβαση μεταξύ δεσμευόντων μετόχων, μεταβίβαση πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή, ο οποίος αναλαμβάνει ρητώς την υποχρέωση της δέσμευσης ή για μεταβίβαση προς μέλος του Χρηματιστηρίου που ενεργεί ως Ειδικός Διαπραγματευτής.

Να ορίσει μέλος του Χ.Α. με δικαίωμα παροχής υπηρεσιών αναδόχου σε Δημόσια Προσφορά, ως Ειδικό Σύμβουλό της (Sponsor) για τα δύο έτη που ακολουθούν την αρχική εισαγωγή της στο Χ.Α. Ο Ειδικός Σύμβουλος υπόκειται στις υποχρεώσεις του Ειδικού Διαπραγματευτή (Market Maker), εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά στον Κανονισμό. Έτσι, υποχρεούται να έχει λάβει άδεια Ειδικού Διαπραγματευτή για την εν λόγω κινητή αξία και να προβαίνει στην εισαγωγή ζεύγους εντολών αγοράς και πώλησης στο σύστημα συναλλαγών με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας της εταιρείας. Ο Ειδικός Σύμβουλος υποχρεούται να εκδώσει ανάλυση για την εταιρεία με τη συμπλήρωση δώδεκα μηνών διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α. και να προβεί σε δύο παρουσιάσεις της ετησίως σε επενδυτές στο Χρηματιστήριο.

Να διαθέσει με Δημόσια Προσφορά μετοχές συνολικής αξίας τουλάχιστον €2.000.000.

Τόσο η νομική όσο και η οικονομική της κατάσταση, ο κλάδος που δραστηριοποιείται και η πορεία του, η διοίκηση και διαχείριση των εταιρικών της υποθέσεων και η ποιότητα των διαδικασιών της εταιρικής της διακυβέρνησης, να προσδίδουν αξιοπιστία και καταλληλότητα στις προσφερόμενες για εισαγωγή μετοχές της στη συγκεκριμένη αγορά.

Η νομική κατάσταση των μετοχών της να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς στους οποίους υπόκειται. Οι μετοχές της να είναι ελεύθερα

διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες, τα κεφάλαιά της να μην είναι τοποθετημένα κατά κύριο λόγο σε άλλες εισηγμένες εταιρείες και στην αίτηση εισαγωγής της να συμπεριλαμβάνονται προς διαπραγμάτευση οι εκδοθείσες μετοχές της ίδιας Κατηγορίας.

Μία νεοεισερχόμενη εταιρεία της οποίας οι μετοχές εντάσσονται αρχικά στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης, προκειμένου για την παραμονή της στην Κατηγορία αυτή, υπόκειται σε τακτική εξαμηνιαία αναθεώρηση, η οποία γίνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του Δ.Σ. του Χ.Α. των μηνών Οκτωβρίου και Απριλίου, εκτός και αν το Δ.Σ. ανακοινώσει κάποια άλλη ημερομηνία. Σύμφωνα με τα κριτήρια αναθεώρησης η εταιρεία πρέπει να έχει συνολική κεφαλαιοποίηση ακόμη και μικρότερη από €100.000.000, διασπορά μεγαλύτερη του 10%, εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μεγαλύτερη του 5% και τιμή διαπραγμάτευσης μεγαλύτερη από €0,30.

Η μεταφορά μίας κινητής αξίας από την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης διενεργείται κατά την πρώτη αναθεώρηση κατά την οποία διαπιστώνεται ότι οι κινητές αξίες πληρούν τα κριτήρια της Κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

3.3 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών.

Οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν χαμηλή διασπορά, μικρότερη από το 15% των εισηγμένων τίτλων, εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μικρότερη από 5% ή spread μεγαλύτερο από 6%, τιμή διαπραγμάτευσης μικρότερη από €0,30 και χαμηλή παραγωγική δραστηριότητα συνιστάμενη σε ετήσιο κύκλο εργασιών κάτω των €3.000.000, εντάσσονται στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών.

3.4 Κριτήρια ένταξης μετοχών νεοεισερχομένων εταιρειών στην Κατηγορία Επιτήρησης

Στην Κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν συσσωρευμένες ζημιές μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαια, ίδια κεφάλαια σε επίπεδο μικρότερο από το 50% του μετοχικού κεφαλαίου, αρνητικό EBITDA (κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων), σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές, κατάθεση αίτησης πτώχευσης, ασαφείς ή αρνητικές διατυπώσεις στο πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή εφόσον αυτό διαπιστωθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανακοίνωση ή εμφάνιση γεγονότων που δημιουργούν σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα και τέλος, διαπίστωση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελλείψεων στις περιοδικές ή ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

Ο έλεγχος για την υπαγωγή των κινητών αξιών στις δύο τελευταίες Κατηγορίες, διενεργείται δύο φορές το χρόνο και μία φορά το χρόνο αντιστοίχως από το Δ.Σ. του Χ.Α. Εφόσον εκλείψουν οι λόγοι υπαγωγής τους σε αυτές τις Κατηγορίες το Χ.Α. τις εντάσσει στην Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής ή στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Σε περίπτωση που η διάρκεια παραμονής σε αυτές τις δύο Κατηγορίες θα πρέπει να υπερβεί το ένα έτος και δεν έχουν εκλείψει οι λόγοι υπαγωγής, οι μετοχές υπάγονται για τον υπόλοιπο χρόνο παραμονής τους σε ειδικό καθεστώς διαπραγμάτευσης, συνιστάμενο στη διενέργεια δημοπρασιών μία φορά την εβδομάδα.

Ωστόσο επειδή το δείγμα της εργασίας εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με το προηγούμενο σύστημα (Κύρια, Παράλληλη, NEXA) κρίνουμε σκόπιμο να εξετάσουμε αυτή την κατηγοριοποίηση διεξοδικότερα. Παρακάτω παρατίθενται τα κριτήρια που πρέπει να πληρεί μία επιχείρηση προκειμένου να εισαχθεί σε κάθε μία από αυτές τις Αγορές του Χρηματιστηρίου.⁶

⁶ Κανονισμός ΧΑ, 2^η τροποποίηση, ΦΕΚ 662B/18-05-2005

3.5 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά

Για την εισαγωγή μετοχών στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών, η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

Να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 11.738.811,45 € και να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρεία για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής.

Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση.

Πρέπει να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά.

Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

Η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει: i) Συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 12.000.000 € και τουλάχιστον 3.000.000 € για κάθε μία εξ αυτών ή ii) Συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 16.000.000 € και τουλάχιστον 4.000.000 € για κάθε μία εξ αυτών.

Η εταιρεία κατά την εισαγωγή της πρέπει να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στην Κύρια Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό κατά τα παραπάνω, απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε

δύο χιλιάδες (2000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

Εξαιρέσεις ως προς τα συνυπολογιζόμενα στη διασπορά πρόσωπα: Για την αξιολόγηση της επάρκειας της διασποράς, δεν λαμβάνονται υπ' όψιν τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν: α) Μέλη ΔΣ, β) οι διευθυντές και το προσωπικό της εταιρείας γ) συγγενείς μέχρι α' βαθμού των υφιστάμενων βασικών μετόχων και του διευθυντικού προσωπικού της εταιρείας δ) προμηθευτές ή συνεργαζόμενα με την εταιρεία πρόσωπα, ε) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Εξαιρέσεις ως προς τα ποσοτικά μεγέθη επάρκειας της διασποράς στην Κύρια Αγορά: Η διασπορά δύναται να κριθεί από το αρμόδιο όργανο του ΧΑ επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό, ως ακολούθως:

α) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση (όπως ορίστηκε ανωτέρω) τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.

β) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.

γ) Στην Κύρια Αγορά επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών στο ΧΑ χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής κατά τα ανωτέρω διασπορά των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά το χρόνο λήψεως της απόφασης για την εισαγωγή τους, εφόσον

έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%) και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή, χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία⁷.

Να έχει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Πρέπει να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο, ο οποίος θα εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, όπου η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει τη κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

Να έχει μετοχές ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες.

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

- Νόμος 2651/1998
- Π.Δ. 350/1985
- ΦΕΚ 1257B'/1998
- ΦΕΚ 2096/1999
- ΦΕΚ 20B'/1999
- 13/174/1999 (Ε.Κ.)
- Συνεδρίαση Ε.Κ. 5/3/1999
- Κανονιστική Διάταξη 20 του Χ.Α.

⁷ Κανονισμός ΧΑ, 2^η τροποποίηση, ΦΕΚ 662B/18-05-2005, άρθρα 92 και 121

3.6 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά

Για την εισαγωγή μετοχών στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών, η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

Να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 2.934.702,86 € κατά την ημερομηνία της υποβολής της αιτήσεως εισαγωγής και να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρεία για δύο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑ και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της.

Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση.

Να έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά.

Η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει: i) Συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 4.000.000 € και τουλάχιστον 1.000.000 € για κάθε μία εξ αυτών ή ii) Συνολικά αναμορφωμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 6.000.000 € και κέρδη τουλάχιστον 1.500.000 € για κάθε μία εξ αυτών.

Να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον

κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή ομάδα αναδόχων.

Μέρος των εκδιδόμενων νέων ή των υφιστάμενων μετοχών μπορεί να μη διατίθεται με δημόσια εγγραφή υπό ορισμένες προϋποθέσεις.

Η εταιρεία κατά την εισαγωγή της πρέπει να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στην Παράλληλη Αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον τριάντα τοις εκατό (30%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε χίλια (1000) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

Εξαιρέσεις ως προς τα συνυπολογιζόμενα στη διασπορά πρόσωπα: Για την αξιολόγηση της επάρκειας της διασποράς, δεν λαμβάνονται υπ' όψιν τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν: α) Μέλη ΔΣ, β) οι διευθυντές και το προσωπικό της εταιρείας γ) συγγενείς μέχρι α' βαθμού των υφιστάμενων βασικών μετόχων και του διευθυντικού προσωπικού της εταιρείας δ) προμηθευτές ή συνεργαζόμενα με την εταιρεία πρόσωπα, ε) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός αν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές, ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Εξαιρέσεις ως προς τα ποσοτικά μεγέθη επάρκειας της διασποράς στην Παράλληλη Αγορά: Η διασπορά δύναται να κριθεί από το αρμόδιο όργανο του ΧΑ επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό, ως ακολούθως:

α) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση (όπως ορίστηκε ανωτέρω) τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της πρώτης δεκάδας εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών και 10.000 τουλάχιστον

πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.

β) Για εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από τον μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης της δεύτερης δεκάδας των εταιρειών του δείκτη FTSE ASE 20, το απαιτούμενο ποσοστό επαρκούς διασποράς δύναται να είναι τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών και 5.000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο Χ.Α.

γ) Στην Παράλληλη Αγορά επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή μετοχών στο ΧΑ χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής κατά τα ανωτέρω διασπορά των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά το χρόνο λήψεως της απόφασεως για την εισαγωγή τους, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του πέντε τοις εκατό (5%) και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή, χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία⁸.

Να υφίσταται σύμβαση με κύριο ανάδοχο, που να εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση δια δημόσιας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρείας. Ο ανάδοχος επίσης εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή, που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

Να έχει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο, το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

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

- Νόμος 2651/1998
- Π.Δ. 489/1989

⁸ Κανονισμός ΧΑ, 2^η τροποποίηση, ΦΕΚ 662B/18-05-2005, άρθρα 92 και 121

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

3.7 Βασικές Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Η σύσταση της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών⁹, έγινε με σκοπό την εισαγωγή μικρομεσαίων δυναμικών και καινοτομικών επιχειρήσεων οι οποίες δεν εισάγονται στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου. Προκειμένου μια εταιρεία να εισαχθεί στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), οι βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται είναι οι ακόλουθες:

Τα ίδια κεφάλαια της εκδότριας εταιρείας πρέπει να ανέρχονται σε τουλάχιστον 586.940,57 € και η εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, για δυο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής. Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίστανται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση.

Η εταιρεία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά.

Η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει, μετά την αναμόρφωση, κερδοφορία για κάθε μία από τις δύο χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής.

⁹ Με το νόμο υπ' αριθμό 2733 του 1999 (ΦΕΚ 155, 30.07.1999)

Μέτοχος της εταιρείας που κατέχει μετοχές, η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, δεσμεύεται, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο:

i) το 70% των μετοχών για χρονικό διάστημα ενός έτους από την εισαγωγή τους στην NEXA και ii) το 30% των μετοχών του για το δεύτερο και τρίτο έτος από την εισαγωγή τους στην NEXA.

Η εταιρεία κατά την εισαγωγή της πρέπει να παρουσιάζει επαρκή διασπορά. Στη NEXA η διασπορά θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών σε πεντακόσια (500) τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

Η εταιρεία υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο, το οποίο συντάσσεται με ευθύνη του αναδόχου. Η εταιρεία συντάσσει και δημοσιεύει ενημερωτικό δελτίο, σύμφωνα με τις διατάξεις του ΠΔ 348/85 στο οποίο περιέχονται επιπροσθέτως πληροφορίες για τις οικονομικές προοπτικές της εταιρείας για χρονικό διάστημα πέραν της τρέχουσας χρήσης, τα βασικά στοιχεία του επενδυτικού σχεδίου και ειδική αναφορά στους παράγοντες κινδύνου, οι οποίοι είναι δυνατόν να επιδράσουν δυσμενώς στη χρηματοοικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας ή να επηρεάσουν αρνητική στην ανάπτυξή της.

Πρέπει να υπάρχει ανάδοχος έκδοσης, ο οποίος εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση σε δημόσια εγγραφή, κεφαλαίου της εταιρείας και οφείλει να παρακολουθεί και να ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και την χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Επίσης ο Ανάδοχος φέρει την ευθύνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των στοιχείων που παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγουμένη της

έναρξεως της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, όπου η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 15%. Η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών.

Η εταιρεία ορίζει έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής είναι Μέλος του Χρηματιστηρίου Αξιών, συνάπτει χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομά του και για ίδιο λογαριασμό και συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας αγοράς των μετοχών της εταιρείας.

Κεφάλαιο 4

Θεωρίες και μελέτες που έχουν αναφερθεί στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure)

4.1 Γενικές θεωρίες και μελέτες

Παρακάτω παραθέτονται διάφορες θεωρίες και μελέτες, που έχουν αναφερθεί στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure) και στο κατά πόσο αυτή συνδέεται με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Η 'signaling' θεωρία τονίζει ότι ένα από τα σήματα στον εξωτερικό επενδυτή, από τους πληροφορημένους εκδότες, είναι η ιδιοκτησιακή συγκέντρωση (ownership concentration). Η 'signaling' θεωρία αναφέρει ότι οι προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, χρησιμοποιούν το 'retention ratio', σαν ένδειξη της ποιότητας της δημόσιας προσφοράς. Υψηλό 'retention ratio' δείχνει υψηλότερη ποιότητα της επιχείρησης, καθώς οι ιδιοκτήτες είναι πρόθυμοι να απελευθερώσουν ένα υψηλό μέρος των μελλοντικών χρηματοροών (future cash flows), στους εξωτερικούς επενδυτές. Βασικός ισχυρισμός της 'signaling' θεωρίας είναι ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών σχετικά με την ποιότητα των προς εισαγωγή επιχειρήσεων, μεταξύ των διαφορετικών μερών που εμπλέκονται. Τα μέρη είναι: οι αρχικοί ιδιοκτήτες, οι εξωτερικοί επενδυτές και οι ανάδοχοι. Τα σήματα που φανερώνουν πληροφορία για την ποιότητα της επιχείρησης είναι είτε η υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών, είτε το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν οι αρχικοί ιδιοκτήτες.

Οι Brennan και Franks (1997) τονίζουν ότι οι αρχικοί ιδιοκτήτες υποτιμολογούν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές τους, για να ελκύσουν περισσότερες αιτήσεις (applications) για τις 'primary' μετοχές. Οι μετοχές κατανέμονται από τους αρχικούς ιδιοκτήτες, στους αιτούντες (applicants), με τέτοιο τρόπο ώστε να μειωθεί η εμφάνιση νέων εξωτερικών μεγαλομετόχων. Το αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας είναι η ύπαρξη λίγων μεγάλων μετόχων και πολλών μικρών επενδυτών. Από αυτή την άποψη η υποτιμολόγηση χρησιμοποιείται σαν εργαλείο του εταιρικού ελέγχου. Επιπροσθέτως, υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση σχετίζεται αρνητικά με το μέρος των μετοχών (holding) που προσδοκούν να έχουν οι διευθυντές, μετά την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Αυτό τη

στιγμή που όσο πιο μικρό είναι το μέρος των μετοχών που έχουν, τόσο πιο επιρρεπείς είναι στο να χάσουν τα προσωπικά τους οφέλη και τόσο μεγαλύτερο είναι το κίνητρο για υποτιμολόγηση.

Μια άλλη προσέγγιση στη σχέση της υποτιμολόγησης και της ιδιοκτησιακής δομής, που είναι περισσότερο συνδεδεμένη με τη διαδικασία ιδιωτικοποίησης, ισχυρίζεται ότι οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από έναν μεγαλομέτοχο (majority shareholder), έχουν σημαντικά μικρότερο 'premium' γιατί η αγορά σωστά καταλαβαίνει την αξία των δικαιωμάτων ελέγχου (control rights) και αυτή η πληροφορία αντικατοπτρίζεται στην τιμή της αγοράς. Η υποτιμολόγηση γίνεται ακόμα μικρότερη, αν ο έλεγχος της εταιρείας αναμένεται να αλλάξει χέρια και δεν υπάρχει αγορά για εταιρικό έλεγχο. Αυτό έρχεται ενάντια στην πρόβλεψη της 'signaling' θεωρίας ότι η υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών σηματοδοτεί την ποιότητα της επιχείρησης και ότι μεγαλύτερη διακράτηση της ιδιοκτησίας πρέπει να συνδέεται με υψηλότερες αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Υπάρχουν δυο υποθέσεις που αναλύουν τα αποτελέσματα της ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων: α) στην τιμή διάθεσης β) στο 'initial market price valuation'.

Η πρώτη υπόθεση είναι η 'interest alignment hypothesis'. Τονίζει ότι αν ο βασικός μέτοχος, με την πλειοψηφία των δικαιωμάτων χρηματοροών, έχει ως κίνητρο την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης τότε και η υψηλή τιμή διάθεσης και η υψηλή τιμή μετέπειτα στην αγορά (aftermarket price), θα γίνουν δεκτές από τον ανάδοχο και θα πληρωθούν από τους επενδυτές της αγοράς. Οπότε και η τιμή διάθεσης και η αρχική τιμή αγοράς προς την εσωτερική αξία, πρέπει να επηρεάζονται θετικά από τα υψηλότερα δικαιώματα χρηματοροών του κυριάρχοντος (controlling) μετόχου.

Η δεύτερη υπόθεση είναι η 'entrenchment hypothesis'. Αναφέρεται στο ότι μια μεγαλύτερη παρέκκλιση μεταξύ δικαιωμάτων ψήφου (voting rights) και δικαιωμάτων χρηματοροών (cash flow rights) θα ωθήσει τους μετόχους που έχουν τον έλεγχο, στο να εκμεταλλευτούν τον πλούτο της μειοψηφίας των μετόχων. Οι ανάδοχοι και οι εξωτερικοί επενδυτές μειώνουν την τιμή διάθεσης και την 'aftermarket share price', για τις επιχειρήσεις στις οποίες ο βασικός μέτοχος έχει δικαιώματα ψήφου που υπερβαίνουν κατά πολύ τα δικαιώματα χρηματοροών. Οπότε, και η τιμή διάθεσης και η αρχική τιμή αγοράς προς την εσωτερική αξία, πρέπει να μειώνονται ανάλογα με το βαθμό της

απόκλισης ανάμεσα στα δικαιώματα ψήφου (voting rights) και στα δικαιώματα χρηματοροών (cash flow rights) του κυριάρχοντος (controlling) μετόχου.

Η υπόθεση 'reduced monitoring hypothesis' αναφέρεται στο κίνητρο των μεγαλομετόχων στο να επηρεάζουν την τιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών, για να διατηρήσουν τον έλεγχο τους πάνω στην επιχείρηση. Όταν οι μεγαλομέτοχοι είναι ικανοί να ασκούν έλεγχο μέσω της δύναμης της ψήφου (voting power), (που υπερέχει κατά πολύ από τα δικαιώματα χρηματοροών τους), δείχνουν προσαυξημένο αντικίνητρο να υποτιμολογήσουν τις μετοχές. Τα στοιχεία δείχνουν ότι καθώς η κυριαρχία των μεγαλομετόχων είναι αδύνατο να διακινδυνευθεί μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, η ανάγκη υποτιμολόγησης, σαν συνέπεια της διακράτησης ελέγχου, θα μετριαστεί. Οπότε, η αρχική απόδοση μιας επιχείρησης που εισάγεται στο χρηματιστήριο, μειώνεται ανάλογα με το βαθμό της απόκλισης ανάμεσα στα δικαιώματα ψήφου (voting rights) και στα δικαιώματα χρηματοροών (cash flow rights) του κυριάρχοντος (controlling) μετόχου. Οι Brennan και Cao (1997) ανέλυσαν ένα θεωρητικό μοντέλο που χρησιμοποιεί ασυμμετρίες πληροφοριών για να κινήσει τις διαφορές ανάμεσα στους εγχώριους και στους ξένους επενδυτές. Η εμπειρική τους ανάλυση δείχνει ότι οι εγχώριοι επενδυτές έχουν πλεονεκτήματα πληροφοριών.

Οι Covrig και Ng (2002) βρήκαν ότι οι ξένοι μανάτζερ έχουν λιγότερη πληροφόρηση για τις εγχώριες μετοχές από ότι οι εγχώριοι μανάτζερ. Άρα, οι ξένοι επενδυτές τείνουν να επενδύουν περισσότερο σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Ο Dahlquist (2001) συμπέρανε ότι η δυσκολία και το κόστος της συλλογής πληροφοριών για τις ξένες επιχειρήσεις δημιουργούν ένα 'home bias' και εμπειρικά δείχνουν ότι ένα σημαντικό μέρος των μετοχών παρακρατούνται σε αρκετές χώρες και για αυτό μειώνουν την διασπορά (float). Αυτό είναι σωστό για τις αναπτυσσόμενες χώρες (παραδείγματος χάρη της Ινδίας)

Οι Field και Sheehan (2002) βρήκαν ότι το 83% των επιχειρήσεων που προέβηκαν σε αρχικές δημόσιες εγγραφές στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής έχουν 'blockholders' ακριβώς πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Αυτός ο τύπος ιδιοκτησίας δεν αλλάζει μετά την εγγραφή. Οπότε, κατέληξαν στο ότι δεν υπάρχει σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την υποτιμολόγηση.

Οι Leland και Pyle (1977) επικεντρώνονται στο γιατί ο αρχικός ιδιοκτήτης μπορεί να έχει συγκεκριμένο ποσοστό μετοχών, όταν αποφασίζει να εισάγει την επιχείρηση στο χρηματιστήριο. Πιστεύουν ότι οι αρχικοί ιδιοκτήτες κατέχουν καλύτερη γνώση των πιθανών μελλοντικών χρηματοροών της επιχείρησης, αλλά αυτή η πληροφορία δεν είναι εξακριβώσιμη στον εξωτερικό επενδυτή. Παρόλα αυτά, οι εξωτερικοί επενδυτές μπορούν να βρουν ενδείξεις για την ποιότητα της επιχείρησης παρατηρώντας το 'equity retention ratio'. Υψηλότερο 'ratio' δείχνει υψηλότερη ποιότητα, γιατί οι ιδιοκτήτες είναι απρόθυμοι να απελευθερώσουν μεγαλύτερο μέρος των μελλοντικών χρηματοροών στους εξωτερικούς επενδυτές. Αυτό είναι ένα 'single stage' μοντέλο, γιατί βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αρχικοί ιδιοκτήτες έχουν μόνο μια ευκαιρία να πουλήσουν τις μετοχές τους στους εξωτερικούς επενδυτές. Αυτή η υπόθεση σίγουρα περιορίζει την θεωρητική του δύναμη και εφαρμοσιμότητα στην πραγματικότητα. Το μοντέλο δεν αποκλείει την πιθανότητα μια κακή επιχείρηση να μιμηθεί μια καλή, κρατώντας υψηλό μέρος των μετοχών.

Η ανάπτυξη των θεωριών 'corporate control' (εταιρικού ελέγχου) βοήθησαν στο να κατανοηθεί η αξιολόγηση των μετοχών με ή χωρίς δικαιώματα ψήφου (voting powers). Τα δικαιώματα ψήφου μπορούν να παραχωρηθούν είτε α) κατηγορηματικά, είτε β) μέσω ενός 'de facto' μηχανισμού ελέγχου. Στην πρώτη περίπτωση είναι για παράδειγμα να δοθούν οι μετοχές μόνο στην οικογένεια της επιχείρησης και να μην διαπραγματευτούν ποτέ αυτές οι μετοχές στο χρηματιστήριο. (Όπως έγινε με την Ford)

α) Ο Zingales (1995) λέει ότι η συνολική αξία της επιχείρησης χωρίζεται σε δύο μέρη. Την δημόσια αξία (την οποία έχουν όλοι οι μέτοχοι) και την ιδιωτική αξία (την οποία έχει η ομάδα μάνατζμεντ ή οι κυρίαρχοι μέτοχοι). Είναι ξεκάθαρο ότι οι καπιταλιστικές αγορές δίνουν μικρότερη αξία στις μετοχές που εισάγονται χωρίς δικαιώματα ψήφου από ότι σε αυτές που εισάγονται με δικαιώματα ψήφου. Τα δικαιώματα ψήφου είναι 'options' που οι επενδυτές εξασκούν όταν πιστεύουν ότι αξίζει να το κάνουν. Κάθε 'option' θα τιμολογηθεί θετικά πριν λήξει και όταν υπάρχει πιθανότητα η τιμή της μετοχής να πάει πάνω από την τιμή εξάσκησης.

β) Ο δεύτερος τρόπος να αποκτήσουμε 'control right' είναι διακρατώντας ένα αρκετά επαρκές μέρος των συνολικών μετοχών, είτε διατηρώντας το κυρίαρχο μέρος (holding)

στις αρχικές δημόσιες εγγραφές, είτε μαζεύοντας τέτοιο μέρος μέσω μιας σειράς μικρών ‘open-market’ αγορών.

Ένα αρκετά μεγάλο ‘shareholding’ ακόμα και εάν είναι από την ίδια τάξη της μετοχής και δικαιούται ίδια δικαιώματα σύμφωνα με τον νόμο της επιχείρησης, εν τέλει προικίζει τον μεγαλομέτοχο με δικαιώματα ψήφου και στερεί από τους μικρομέτοχους το ‘effective voice’. Οι μικρομέτοχοι έχουν τα ίδια ‘cash flow claims’ σε σχέση με τις μετοχές τους, όπως κάνουν και οι μεγαλομέτοχοι, αλλά η αξία του κυριάρχοντος μεριδίου (stake) πρέπει θεωρητικά να αξίζει περισσότερο.

Οι Lease, Mc Connell και Mikkelson (1984) βρήκαν ότι για τις ΗΠΑ, όταν η επιχείρηση έχει δυο τάξεις κοινών μετοχών με ακριβώς τους ίδιους όρους εκτός από τα δικαιώματα ψήφου, οι μετοχές με δικαιώματα ψήφου γενικά διαπραγματεύονται με μικρό ‘premium’ (5,4%) πάνω από τις κατώτερες χωρίς δικαιώματα ψήφου.¹⁰

Οι Barclay και Holderness (1998) εξέτασαν την τιμολόγηση 63 block trades και τα βρήκαν να διαπραγματεύονται σε ‘premium’ σε σχέση με την τιμή διαπραγμάτευσης (exchange price). Απέδωσαν τα ‘premium’ στα εταιρικά οφέλη που έχουν οι μεγαλομέτοχοι, δηλαδή στα ιδιωτικά οφέλη του ελέγχου.

Οι Slovin και Sushka (1993) βρήκαν διήμερη παράλογη αντίδραση της τιμής της μετοχής του 3,01% όταν ανακοινώθηκαν οι θάνατοι των εσωτερικών μεγαλομετόχων. Αυτό συνδέεται με το ότι μερικοί μεγαλομέτοχοι αντιπροσωπεύουν τα συμφέροντα των ‘insiders’, παρά των μετόχων γενικότερα.

Ο Chandler (1980) υποστηρίζει ότι οι ιδρυτές ενδιαφέρονται περισσότερο για την διακράτηση ελέγχου της επιχείρησης από ότι να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης.

Ο Ang (2000) πιστεύει ότι η απόκλιση των συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών της επιχείρησης μπορεί να υπάρχει ακόμα και πριν εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Ειδικότερα

¹⁰ Ο Zingales (1995) βρήκε ότι το premium στην Ιταλία ήταν 80%, Οι Bergstrom και Rydqvist (1992) βρήκαν premium στο 6,5% στην Σουηδία, Ο Levy (1983) βρήκε premium 45.5% για το Ισραήλ, Ο Horner (1988) βρήκε premium 20% για την Ελβετία, Ο Megginson (1990) βρήκε premium 13,3% για το Ηνωμένο Βασίλειο, Οι Robinson και White (1990) βρήκε premium 23,3% για τον Καναδά. Αυτά τα premium μπορούν να εξηγηθούν μόνο από τα ιδιωτικά οφέλη του ελέγχου.

σε επιχειρήσεις που δεν είναι ‘wholly owned’ πριν δημοσιοποιηθούν, οι σημαντικές αποφάσεις που λαμβάνονται φαίνονται να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μανάτζερ.

Οι Brau και Fawcett (2006) πιστεύουν ότι η διακράτηση ελέγχου είναι το πιο σημαντικό θέμα για τους προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτήτες προκειμένου να αποφασίσουν αν θα δημοσιοποιηθούν ή όχι.

Οι Vishny και Shleifer (1986) υποστήριξαν ότι η μεγάλη συγκέντρωση στην ιδιοκτησιακή διάρθρωση της επιχείρησης βελτιώνει τον έλεγχο της διοίκησης και με αυτό τον τρόπο αυξάνεται και η αξία της. Από την άλλη πλευρά, μια επιχείρηση με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, όπου ένας μόνο μεγαλομέτοχος ασκεί τον εταιρικό έλεγχο, έχει τον κίνδυνο να αποκλίνει των βασικών της στόχων, λόγω της ύπαρξης προσωπικών συμφερόντων.

Οι Bolton και Thadden (1998) στην έρευνά τους υπέθεσαν ότι ένας μανάτζερ που ψάχνει πηγές κεφαλαίων, στις συναλλαγές του με τους χρηματοδότες, επιθυμεί να διατηρήσει ιδιωτικά συμφέροντα ελέγχου επί της επιχείρησης. Συμπέραναν ότι μια επιχείρηση είναι πιθανότερο να επιλέξει διασπαρμένη ιδιοκτησία, δοθέντος του ότι όλα τα άλλα στοιχεία μένουν σταθερά, εάν υπάρχει ενεργητικό ‘trading’ στη δευτερογενή αγορά και αν η νομοθεσία διευκολύνει εξαγορές σαν ένα τρόπο απόκτησης ελέγχου. Επιπροσθέτως, βρέθηκε ότι μεγαλύτερη ρευστότητα συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά διευκολύνει την πραγματοποίηση εξαγορών μειώνοντας παράλληλα το φαινόμενο του ‘free riding’.

Οι Tirole και Holmstrom (1993) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλομέτοχοι έχουν κίνητρο να διεξάγουν τον εταιρικό έλεγχο παραμερίζοντας ιδιωτικά οφέλη με ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση.

Οι Burkart, Gromb και Panunzi (1997) έδειξαν ότι ο στενός εταιρικός έλεγχος από τους εξωτερικούς μετόχους-επενδυτές μπορεί να είναι αποτελεσματικός μετά την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο, αλλά πριν την εισαγωγή της υπάρχει κίνδυνος εξαγοράς ο οποίος μειώνει το βαθμό επενδυτικών αποφάσεων από τα διευθυντικά στελέχη. Τελικά η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας περιέχει μια ανταλλαγή μεταξύ εταιρικού ελέγχου και πρωτοβουλίας των διευθυντών.

Οι Stoughton και Zechner (1998) υποστηρίζουν ότι οι διαχειριστές της επιχείρησης έχουν κίνητρο να περιορίσουν την αναλογία των μικρών επενδυτών έτσι ώστε να αυξηθεί ο έλεγχος της διοίκησης από τους μεγαλομετόχους της επιχείρησης. Στην έρευνά τους

βρήκαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής και του μεριδίου των θεσμικών στην μετά την έκδοση επιχείρηση. Με άλλα λόγια, οι διευθυντές μιας επιχείρησης προβαίνουν στην τακτική της υποτίμησης για να ενισχύσουν τις επενδύσεις των 'block holders' που παρέχουν υπηρεσίες διοικητικού ελέγχου. Η επιλογή των μεγαλομετόχων για τέτοιου είδους δραστηριότητες αποτελεί εγγύηση προς την αγορά ότι οι διευθυντές ενδιαφέρονται και προσπαθούν για την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησής τους. Για να πείσουν λοιπόν τους μεγαλομετόχους να υποστούν τα κόστη ελέγχου προχωρούν σε υποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Οι Stoughton και Zechner (1998) θεωρούν ότι οι βασικοί παράγοντες της παρουσίας μεγαλομετόχων είναι οι ακόλουθοι: α) η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων πριν την αρχική δημόσια εγγραφή β) το ποσοστό της επιχείρησης που πωλείται στην αρχική δημόσια εγγραφή γ) η ύπαρξη 'venture capitalists' δ) το μέγεθος της επιχείρησης.

Οι Sheehan και Casares (2004) υποστηρίζουν ότι η υποτίμηση ενισχύει την υπερκάλυψη της αρχικής δημόσιας εγγραφής και επιτρέπει διακρίσεις έναντι των μεγαλομετόχων.

Συμπέραναν, ότι η ύπαρξη ενός μεγαλομετόχου πριν την αρχική δημόσια εγγραφή είναι ο κανόνας για τις περισσότερες επιχειρήσεις, ενώ τα τρία τέταρτα των επιχειρήσεων από το δείγμα που ερεύνησαν είχαν ένα εξωτερικό μεγαλομέτοχο στο διοικητικό τους συμβούλιο πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Τελικά, παρόλο που η υποτίμηση σαν τακτική συμφωνεί με την έννοια που της έχουν δώσει οι Brennan και Franks¹¹ (1997), ωστόσο το μέγεθος της επιρροής της, κατά τους Casares και Sheehan (2002), φαίνεται τόσο μικρό που αν βασιστούμε αποκλειστικά σε αυτή για να εξηγήσουμε πως επηρεάζεται η δομή της ιδιοκτησίας από τους μεγαλομετόχους, τότε θα καταλήξουμε σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

¹¹ βλέπε παραπάνω στις Γενικές θεωρίες και μελέτες (4.1), σελ. 32

4.2 Μελέτες ανά χώρα

4.2.1. Πορτογαλία

Οι Duque και Almeida (2000) ανέλυσαν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου του Lisbon, από το 1992 ως το 1998. Για να μπει στο χρηματιστήριο, η εταιρεία πρέπει να έχει το λιγότερο δύο χρόνια επιχειρηματική δραστηριότητα και τρία χρόνια δημοσιοποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Επιπλέον, ο εκδότης πρέπει να έχει ύψος κεφαλαιοποίησης τουλάχιστον 2,5 εκατομμύρια €, με 500,000 μετοχές και 25% ελεύθερη διασπορά (free float).

Υπήρχαν 28 αρχικές δημόσιες εγγραφές, στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου του Lisbon μεταξύ 1992 και 1998. Οι 16 τοποθετήθηκαν από ιδιωτικές επιχειρήσεις και οι 12 τοποθετήθηκαν από δημόσιες επιχειρήσεις. Η συνολική τους αξία ήταν υψηλότερη από 5.103 εκατομμύρια €. Οι 16 από αυτές διατέθηκαν σε fixed τιμή, οι 7 σαν tender offer και οι 5 σαν άμεση τοποθέτηση (direct placement). Οι 12 αρχικές δημόσιες εγγραφές χρησιμοποίησαν το σύστημα του βιβλίου προσφορών (book-building).

Υπήρχαν και άλλες 12 αρχικές δημόσιες εγγραφές που εισήχθησαν σε άλλες αγορές του Lisbon χρηματιστηρίου (δευτερογενή αγορά και αγορά χωρίς περιορισμούς), αλλά δεν τις έλαβαν υπόψη τους γιατί ήταν 'illiquid' στην μετέπειτα αγορά. Επίσης, δεν μελέτησαν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έκαναν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μετά από ένα χρόνο από την εισαγωγή τους.

Όλες οι μετοχές του δείγματός τους έχουν γνωστή τιμή διάθεσης και εισήχθησαν (με γνωστή τιμή κλεισίματος πρώτης μέρας) αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Έφτιαξαν 3 δείγματα: α) Ένα δείγμα 21 παρατηρήσεων με αξία 5,069 εκατομμύρια € β) Ένα δείγμα 11 αρχικών δημόσιων εγγραφών που τοποθετήθηκαν από δημόσιες επιχειρήσεις, με ποσοστό 86% της άνω αξίας και γ) Ένα δείγμα 10 αρχικών δημόσιων εγγραφών που τοποθετήθηκαν από ιδιωτικές επιχειρήσεις.

Ο σκοπός τους ήταν να απαντήσουν σε τρεις διαφορετικές ερωτήσεις:

1) Εάν παρατηρείται βραχυχρόνια «ανωμαλία» αποδόσεων (abnormal return anomaly) ή μακροχρόνια 'underperformance' στις αρχικές δημόσιες εγγραφές μιας μικρής οικονομίας όπως αυτή της Πορτογαλίας 2) Εάν αυτές οι ανωμαλίες υπάρχουν όταν συγκρίνονται κατηγορίες ιδιοκτησίας, όπως ιδιωτικές ενάντια σε κρατικές επιχειρήσεις (private vs. state owned) 3) Εάν αυτές οι κατηγορίες δείχνουν διαφορετικά 'patterns',

δηλαδή εάν οι ιδιωτικές τοποθετήσεις δείχνουν ένα σημαντικά διαφορετικό ‘under/overpricing’ φαινόμενο από ότι οι τοποθετήσεις από δημόσιες επιχειρήσεις.

Για να επιτύχουν το σκοπό τους, επέλεξαν την αγορά της Πορτογαλίας και έλεγξαν εάν οι ‘cumulative abnormal returns’ (CARs) ή το ‘wealth relative’ (WR) ενός σετ χαρτοφυλακίων είναι στατιστικά και σημαντικά διάφορο του μηδενός. Χρησιμοποίησαν δυο διαφορετικές μεθοδολογίες για να υπολογίσουν τα CARs. Την ‘equally weighted’ μεθοδολογία και την ‘value weighted’ μεθοδολογία.

Κατέληξαν στο ότι υπάρχουν ‘abnormal returns’ στο βραχυχρόνιο διάστημα για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές στην πορτογαλική αγορά. Επίσης, ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των κρατικών επιχειρήσεων (state owned) είναι πιο κερδοφόρες σε βραχυχρόνιες επενδύσεις από ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των ιδιωτικών επιχειρήσεων (private). Σε περίοδο μελέτης ενός έτους, βρήκαν ότι οι ‘abnormal returns’ των πορτογαλικών αρχικών δημόσιων εγγραφών δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν. Παρόλα αυτά επισήμαναν, ότι υπάρχουν εμφανή σημάδια, ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των ιδιωτικών επιχειρήσεων έχουν καλύτερες επιδόσεις από τις αρχικές δημόσιες εγγραφές των κρατικών επιχειρήσεων, σε διάστημα ενός χρόνου. Σε μικρές οικονομίες όπως η Πορτογαλία, όπου κατά βάση μονοπωλούν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, η αλλαγή στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure), δεν επηρεάζει έντονα το περιβάλλον των επιχειρήσεων και το μάνατζμεντ τους.

4.2.2 Ταϊλάνδη

Οι Venkatesh και Neupane (2005) ανέλυσαν όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν στην Ταϊλάνδη από τον Ιανουάριο του 2000 ως τον Ιούνιο του 2004. Η μεγαλύτερη έκδοση σε αυτή την περίοδο ήταν αυτή της PTT που έφτασε τα 28,000 εκατομμύρια baht μέσω της διαδικασίας ιδιωτικοποίησης. Οι περισσότερες εκδόσεις ήταν μικρότερες σε μέγεθος, με το 50% των αρχικών δημόσιων εγγραφών, μικρότερο ή ίσο με 500 εκατομμύρια baht. Οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές εισήχθησαν μεταξύ 2002 και 2003. Τις αρχικές δημόσιες εγγραφές πριν από χρηματοοικονομικές κρίσεις δεν τις έλαβαν υπόψη τους. Συνολικά έγιναν 74 αρχικές δημόσιες εγγραφές κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου, από τις οποίες οι 58 εισήχθησαν στο SET (Stock Exchange of Thailand) και οι 16 στο MAI (Market of Alternative Investment).

Η μελέτη κυρίως προσπαθεί να τεστάρει το ‘information asymmetry model’ και βρίσκει ότι το μοντέλο δεν μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο υποτιμολόγησης για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές της Ταϊλάνδης.

Για το σκοπό της μελέτης τους χρησιμοποίησαν το ‘market adjusted underpricing’, το οποίο υπολογίζεται προσαρμόζοντας την απόδοση της αγοράς (market return) στην ‘raw’ υποτιμολόγηση. Η ‘raw’ υποτιμολόγηση είναι η απόδοση που κερδίζεται την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Προκειμένου να διακρίνουν τη σχέση ανάμεσα στο βαθμό τής υποτιμολόγησης και της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας (ownership concentration) χρησιμοποίησαν το ‘spearman’s rank correlation’. Επίσης, έλαβαν υπόψη τους το ‘ownership ratio’ του τοπ μετόχου μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, καθώς και το ‘ownership ratio’ των τοπ πέντε μετόχων. Στην παλινδρόμηση που έτρεξαν βρήκαν ότι παρόλο που ο συντελεστής της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας (ownership concentration) δεν είναι στατιστικά σημαντικός, το ότι είναι αρνητικός σημαίνει ότι η αρχική υποτιμολόγηση και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας (ownership concentration) είναι αρνητικά σχετιζόμενα. Οπότε δεν ισχύει ότι όσο υψηλότερη είναι η μετέπειτα συγκέντρωση ιδιοκτησίας (post ownership concentration), τόσο υψηλότερη είναι η υποτιμολόγηση, καθώς και δεν ισχύει ότι η αγορά θα εκλάβει το ‘concentration ratio’ σαν ένδειξη υψηλότερης ποιότητας διάθεσης (higher quality offer).

4.2.3.Ταιβάν

Οι Yeh, Shu και Guo (2008) μελέτησαν την αγορά της Ταιβάν, όπου οι περισσότερες μετοχές των επιχειρήσεων ανήκουν σε μεγαλομετόχους (large shareholders), μέσω ‘pyramidal structures’ και ‘cross shareholdings’, με δικαιώματα ψήφου (voting rights) που είναι κατά πολύ πάνω από τα δικαιώματα χρηματοροών (cash flow rights). Μελέτησαν 218 βιομηχανικές επιχειρήσεις που εισήχθησαν μεταξύ 1992 και 2001, οι οποίες αντιπροσωπεύουν το 98% των αρχικών δημόσιων εγγραφών αυτήν την περίοδο.

Η ανάλυσή τους δείχνει δυνατή αρνητική σχέση ανάμεσα σε μια ‘deviating voting-cash structure’ απ’ τη μια μεριά και στην τιμή διάθεσης και την αρχική τιμή αγοράς (initial market price) απ’ την άλλη μεριά. Αυτή η αρνητική σχέση συνδέεται με την υπόθεση ότι οι ανάδοχοι και οι εξωτερικοί μέτοχοι, προλαμβάνουν ενδεχόμενη απαλλοτρίωση από

τους μεγαλομετόχους και συμπεριλαμβάνουν το ‘entrenchment effect’¹² στην αξιολόγηση των μετοχών των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν το ρόλο των μεγαλομετόχων στην διαδικασία τιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών (IPO pricing process). Δείχνουν ότι παρόλο που το υψηλότερο επίπεδο δικαιωμάτων χρηματοροών (cash flow rights) συνδέεται θετικά με το ‘offer price valuation’ (που συνδέεται με την εσωτερική αξία-‘intrinsic value’), η θετική σχέση ανάμεσα στα δικαιώματα χρηματοροών (cash flow rights) και στο ‘initial market price valuation metric’ είναι αδύναμη και ασήμαντη. Αυτά τα αποτελέσματά τους τονίζουν το γεγονός ότι οι μεγαλομέτοχοι με τους αναδόχους ορίζουν την τιμή διάθεσης. Επίσης, ενισχύουν την άποψη ότι οι μέτοχοι με δικαιώματα ψήφου που υπερβαίνουν τα δικαιώματα χρηματοροών, έχουν λιγότερα κίνητρα να υποτιμολογήσουν τις μετοχές, για να προλάβουν έτσι την εμφάνιση νέων μεγάλων μετόχων.

Εν τέλει, τα αποτελέσματά τους απορρίπτουν την πεποίθηση ότι η ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι άσχετη με την αξία της επιχείρησης. Αντιθέτως, εντοπίζουν μια αρνητική και σημαντική επίδραση της παρέκκλισης μεταξύ ‘voting’ και ‘cash flow’ δικαιωμάτων πάνω στο λόγο, της τιμής διάθεσης και της αρχικής τιμής αγοράς, προς την ‘computed intrinsic value’ (εσωτερική αξία). Επίσης, βρίσκουν θετική σχέση ανάμεσα στα δικαιώματα χρηματοροών των βασικών μετόχων και τον λόγο της τιμής διάθεσης προς την εσωτερική αξία.

4.2.4.Ινδία

Οι Aggarwal και Klapper (2003) μελέτησαν 152 αρχικές δημόσιες εγγραφές σε περίοδο ανάμεσα στον Ιανουάριο του 1999 και τον Απρίλιο του 2001. Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές προέρχονται από τομείς όπως βιομηχανικός, οικονομικός, τηλεπικοινωνίες, υψηλή τεχνολογία. Το επίκεντρο της έρευνάς τους είναι i) να αναλύσουν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, λίγο πριν εισαχθούν στο χρηματιστήριο, που περιλαμβάνουν ιδιοκτησία από ‘institutions’ και ii) να ελέγξουν τις διαφορές ανάμεσα στις επενδυτικές προτιμήσεις των ξένων (foreign) και των εγχώριων (domestic) θεσμικών

¹² βλέπε παραπάνω στις Γενικές θεωρίες και μελέτες (4.1), σελ. 33

επενδυτών. Οι θεσμικοί επενδυτές που μελετούν περιλαμβάνουν εγχώρια και ξένα ‘institutions’, τράπεζες και ‘venture capitalists’.

Έλεγξαν εάν ο μέτοχος συγκαταλέγεται σε ‘individual’, ‘financial institution’, ‘venture capitalist’ ή ‘corporation’. Τα στοιχεία που συνέλεξαν τους επέτρεψαν να συγκρίνουν ‘foreign institutional ownership’ και ‘domestic institutions’. Τα ‘foreign institutions’ επενδύουν διαφορετικά από τα ‘domestic’ εξαιτίας των κατηγορηματικών εμποδίων όπως: i) ‘foreign exchange control’ ii) ‘withholding taxes’ iii) ‘restriction’ στους ξένους επενδυτές. Η ασυμμετρία πληροφοριών είναι επίσης ένας λόγος ενάντια στους διεθνείς επενδυτές. Οι ξένοι επενδυτές μπορεί να είναι λιγότερο ενημερωμένοι για τη χώρα και τις επιχειρήσεις της απ’ ότι οι εγχώριοι επενδυτές.

Κατέληξαν στα εξής: 1) Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν μερίδιο μετοχών (equity stake) σε μεγάλο βαθμό στις επιχειρήσεις που εισάγονται στο χρηματιστήριο και 2) το μέρος των μετοχών που έχουν τα ‘institutions’ είναι μεγάλο.

Χωρίζουν τους θεσμικούς επενδυτές σε τέσσερις κατηγορίες: α) ‘total institutional’ β) ‘no institutional’ γ) ‘foreign institutional’ δ) ‘domestic institutional’

Οι ‘foreign institutions’ επενδύουν σε επιχειρήσεις που είναι μεγαλύτερες, πιο ώριμες, έχουν μεγαλύτερη τιμή διάθεσης.

Οι ‘domestic’ επενδύουν σε μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων από ότι οι ‘foreign’.

Και οι ‘domestic’ και οι ‘foreign’ επενδύουν λιγότερο σε επιχειρήσεις που έχουν ‘insider’ μεγαλομετόχους.

Οι ‘institutions’ επενδύουν σε επιχειρήσεις που υποστηρίζονται από ‘venture capital funding’, καθώς συνήθως οι ‘venture capitalists’ σχετίζονται με επιχειρήσεις που έχουν καλύτερο και πιο επαγγελματικό μάνατζμεντ και καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση.

Οι ‘domestic’ δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε συγκεκριμένους παράγοντες της επιχείρησης, όπως μόχλευση & ROE. Επιθυμούν μικρή μόχλευση και υψηλό ROE.

Κατέληξαν στο ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς ακριβώς πριν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, επηρεάζει την διαδικασία των αρχικών δημόσιων εγγραφών, όπως και το μάρκετινγκ της διάθεσης των μετοχών.

4.2.5.Κίνα

Οι Chen και Strange (2004) μελέτησαν 467 επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο της Σαγκάης (Shanghai Stock Exchange) και στο χρηματιστήριο του Σένζεν (Shenzhen Stock Exchange), ανάμεσα στον Ιανουάριο του 1995 και το Φεβρουάριο του 1999. Δεν έλαβαν υπόψη τους 72 μετοχές των επιχειρήσεων εκείνων που διατέθηκαν αρχικά στο κοινό μέσω ‘over –the-counter’ (OTC) αγοράς και μετά από χρόνια επίσημα εισήχθησαν στα δυο εθνικά επίσημα χρηματιστήρια, για το λόγο ότι για αυτές δεν μπορούσαν να βρουν τις ‘market adjusted returns’.

Συνέδεσαν την υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών με το μηχανισμό εταιρικού ελέγχου (corporate control) και βρήκαν ότι η υποτιμολόγηση σχετίζεται αρνητικά με το μέρος των μετοχών που κρατείται από τον μεγαλομέτοχο, ceteris paribus. Αυτό σχετίζεται με το ότι η αγορά θα εκτιμήσει τις μετοχές των επιχειρήσεων, με μεγάλους μετόχους, χαμηλότερα, γιατί τα πιθανά οφέλη θα τα επωμισθούν οι μεγαλομέτοχοι, στο στάδιο των αρχικών δημόσιων εγγραφών, είτε βάζοντας υψηλές τιμές διάθεσης, για να έχουν κέρδη, είτε με άλλα μελλοντικά οφέλη.

Ένα πιθανό μελλοντικό όφελος είναι ότι οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να ‘re-privatise’ πιο εύκολα: Οι αγορές το αντιλαμβάνονται αυτό και κατά συνέπεια εκτιμούν τις μετοχές χαμηλότερα. Ένα δεύτερο πιθανό όφελος είναι ότι όσο μεγαλύτερο μέρος κρατά ο μέτοχος, τόσο πιο δύσκολο είναι να αρχίσει ένας πόλεμος εξαγοράς (takeover war). Αυτό το αποτέλεσμα εναντιώνεται στους ισχυρισμούς των Leland και Pyle (1977) και Grinblatt και Hwang (1989), που υποστηρίζουν ότι υψηλότερη διακράτηση μετοχών (higher retained shareholding) σημαίνει υψηλότερη ποιότητα της επιχείρησης και πρέπει να συνδεθεί με υψηλότερη υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Επίσης μελέτησαν την επίδραση της ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου στην υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Βρήκαν ότι οι αποδόσεις των επιχειρήσεων όπου ο μεγαλύτερος μέτοχος είναι ‘state-owned’ είναι χαμηλότερες. Αντιθέτως, οι αποδόσεις των επιχειρήσεων με μεγαλύτερους εγχώριους (domestic) μέτοχους είναι υψηλότερες, το οποίο υπονοεί το ενδεχόμενο για ένα καλό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης.

4.2.6.Αυστραλία

Οι Alavi, Kien Pham και My Pham (2006) μελέτησαν 555 βιομηχανικές αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Αυστραλιανό χρηματιστήριο ASE (Australian Stock Exchange) κατά την περίοδο από Ιανουάριο 1995 ως Δεκέμβριο 2005. Δεν έλαβαν υπόψη τους δημόσιες εγγραφές των ‘unit trusts’ και των ‘stapled securities’. Επίσης, δεν έλαβαν υπόψη ‘mining’ επιχειρήσεις, γιατί συνήθως εισάγουν μη-αξιόπιστες μετοχές και παρουσιάζουν μοναδικές ιδιοκτησιακές δομές (ownership structures), για το λόγο ότι ασχολούνται με επικίνδυνες εξερευνήσεις ορυκτών. Επίσης, απέκλεισαν αρχικές δημόσιες εγγραφές ιδιωτικοποιημένων ‘government-owned’ επιχειρήσεων, γιατί τα κίνητρό τους για εισαγωγή στο χρηματιστήριο, οι μετοχές που πωλούνται και η τιμή εισαγωγής, μπορεί να επηρεάζονται από δημόσιες πολιτικές και πολιτικούς σκοπούς.

Χώρισαν τους μετόχους σε δύο κατηγορίες: 1) τους ‘insiders’, που είναι οι μέτοχοι που έχουν καθημερινή δικαιοδοσία για λήψη αποφάσεων, συμπεριλαμβανομένων των CEOs, ιδρυτών, ‘executive’ διευθυντών και άλλων ‘senior’ μάνατζερ. Οι μη ‘executive’ διευθυντές εξαιρούνται εκτός και αν είναι ιδρυτές 2) ‘non-managerial’, προ αρχικών δημόσιων εγγραφών, ιδιοκτήτες που είναι α) οι ‘major capitalists’ (venture capital funds, angel investors, parent companies, joint-venture partners) β) άλλοι μικρομέτοχοι (employees, small business partners, members of cooperatives and associations that are corporatized).

Έδειξαν ότι η ποικιλία της προ αρχικών δημόσιων εγγραφών, ιδιοκτησιακής δομής, οδηγεί σε διαφορετικά κίνητρα των μάνατζερ και σε διαφορετικούς τρόπους ελέγχου, το οποίο με τη σειρά του, επηρεάζει σημαντικές αποφάσεις στη διαδικασία των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Βρήκαν ότι το ‘control retention’ είναι σημαντικό για τους, προ αρχικών δημόσιων εγγραφών, ιδιοκτήτες της επιχείρησης που εισάγεται στο χρηματιστήριο και παρατηρείται μέσω της επιρροής της προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησιακής δομής, στις αποφάσεις σχετικά με τη διάθεση των μετοχών στο κοινό. Σε πολύ υψηλά ή πολύ χαμηλά, προ αρχικών δημόσιων εγγραφών, επίπεδα ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης (ownership concentration), οι προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτήτες, έχουν την ευελιξία να εισάγουν μεγάλο αριθμό μετοχών. Όταν η προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησία είναι τέτοια που μπορεί να χάσουν τον απόλυτο έλεγχο μετά την αρχική

δημόσια εγγραφή, η επιχείρηση εισάγει λιγότερες μετοχές και αυτές διατίθενται με τρόπο που να αποτρέπεται η εμφάνιση μεγαλομετόχων μετά την διαδικασία εγγραφής.

Επίσης, κατέληξαν στο ότι το κίνητρο των μάνατζερ να ελέγχουν τα κόστη εισαγωγής (issuing costs) εξαρτάται από την προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησία. Όταν οι μεγαλομέτοχοι κατέχουν πολλές μετοχές, τους δίνεται κίνητρο να περιορίσουν και το 'implicit cost' (η πιθανή απώλεια ελέγχου) και το 'explicit cost' (η απώλεια πλούτου) της εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Όμως, η προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησιακή δομή, δεν επηρεάζει την υποτιμολόγηση.

Βρήκαν ότι το μέρος των μετοχών που προσφέρεται (on offer) εξαρτάται από την προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησία, ακολουθώντας μια μη γραμμική σχέση, που τονίζει την σημασία, της διάθεσης για έλεγχο των μάνατζερ. Συγκεκριμένα, όταν τα επίπεδα της προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησίας (managerial ownership) είναι υψηλά, οι επιχειρήσεις εισάγουν πολλές μετοχές γιατί οι μάνατζερ ακόμα είναι ικανοί να έχουν τον έλεγχο στην ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Όταν τα επίπεδα της προ αρχικών δημόσιων εγγραφών ιδιοκτησίας (managerial ownership) είναι πολύ χαμηλά, οι επιχειρήσεις επίσης εισάγουν πολλές μετοχές γιατί οι μάνατζερ είναι αδύνατο να είναι ικανοί να κρατήσουν ούτως ή άλλως τον έλεγχο των δικαιωμάτων ψήφου μετά την εγγραφή. Σε αντίθεση, όταν οι μάνατζερ έχουν μετοχές σε ποσοστό πολύ κοντινό στον έλεγχο (πχ. 60% των μετοχών) είναι απρόθυμοι να εισάγουν πολλές μετοχές, καθώς έτσι μπορεί να χάσουν τον απόλυτο έλεγχο στην ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

4.2.7.Γερμανία και Ηνωμένο Βασίλειο

Οι Goergen και Renneboog (2007) μελέτησαν δείγμα από επιχειρήσεις που έκαναν αρχικές δημόσιες εγγραφές ανάμεσα στο 1981 και το 1988 και ακολούθησαν την εξέλιξη ελέγχου (control evolution) μέχρι και έξι χρόνια μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, ήτοι μέχρι 1994. Μεταξύ 1981 και 1988, 764 βρετανικές και 98 γερμανικές επιχειρήσεις εισήχθησαν στο χρηματιστήριο.

Για να διασφαλίσουν την συγκρισιμότητα των γερμανικών και βρετανικών αρχικών δημόσιων εγγραφών, εξείρεσαν εκείνες τις δημόσιες εγγραφές που προήλθαν από 'equity carve – outs'. Επίσης για να διαχωρίσουν το αποτέλεσμα της ιδιοκτησίας από τα αποτελέσματα παραγόντων όπως κερδοφορία, ανάπτυξη, 'riskiness', διαχώρισαν τις

αρχικές δημόσιες εγγραφές της Βρετανίας και της Γερμανίας, βάση του μεγέθους και βάση της βιομηχανίας. Οπότε κατέληξαν σε 62 βρετανικές και γερμανικές επιχειρήσεις, βάση μεγέθους και σε 64 επιχειρήσεις για κάθε χώρα, βάση της βιομηχανίας.

Βρήκαν ότι παρόλο που η εξέλιξη του ελέγχου (control evolution) στις γερμανικές και στις βρετανικές επιχειρήσεις διαφέρει σημαντικά, δεν υπάρχει διαφορά στην μακροχρόνια οικονομική και λειτουργική επίδοσή τους. Κατέληξαν στο ότι η μακροχρόνια επίδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών δεν σχετίζεται με το 'ownership retention'. Επίσης, έδειξαν ότι η φτωχή μακροχρόνια επίδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών δεν μπορεί να εξηγηθεί ούτε από πιθανά 'agency conflicts', που προέρχονται από τη μείωση στον έλεγχο των αρχικών μετόχων, ούτε από τη μείωση της συνολικής συγκέντρωσης ελέγχου (control concentration).

Προέβλεψαν ότι η επίδοση των γερμανικών και βρετανικών επιχειρήσεων μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, αντικατοπτρίζει τις διαφορές στο 'control structure'. Είδαν ότι οι βρετανικές επιχειρήσεις που είναι 'widely held' μετά την δημόσια εγγραφή, έχουν χαμηλότερη επίδοση από τις γερμανικές επιχειρήσεις που παραμένουν 'closely held'.

Η αγορά του εταιρικού ελέγχου είναι καλά αναπτυγμένη στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου οι 'widely held' επιχειρήσεις κυριαρχούν, αλλά αυτό είναι ανύπαρκτο στην Γερμανία, όπου οι περισσότερες δημόσιες επιχειρήσεις ελέγχονται από μεγαλομετόχους. Τη στιγμή που η ισχυρή συγκέντρωση ιδιοκτησίας (ownership concentration) κάνει απίθανη την ύπαρξη εχθρικών εξαγορών, περιμένουμε ότι το μανάτζμεντ των 'closely held' επιχειρήσεων έχει ισχυρότερα κίνητρα να παρεκκλίνει από στόχους μεγιστοποίησης κέρδους. Και στην Γερμανία και στο Ηνωμένο Βασίλειο οι επιχειρήσεις που έγιναν 'widely held' μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν χαμηλότερη επίδοση (outperform) από τις 'closely held'. Επιπροσθέτως, η μεταφορά ελέγχου από τους 'insiders' στους 'outsiders', συνδέεται με την χειροτέρευση στην μετέπειτα επίδοση της επιχείρησης.

Οι Khurshed, Paleari και Vismara (2005) μελέτησαν 403 εγχώριες, μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις που εισήγαγαν μετοχές στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange-LSE) μεταξύ Ιανουαρίου 1995 και Δεκεμβρίου 1999. Για κάθε επιχείρηση μελέτησαν μια επταετή περίοδο, από τρία χρόνια πριν την αρχική δημόσια εγγραφή ως τρία χρόνια μετά. Επίσης, χώρισαν τις επιχειρήσεις ανάλογα με το

σε ποιο τομέα της αγοράς εισήχθησαν, δηλ. σ' αυτές που εισήχθησαν στο OL (Official List) που ήταν 211 και σ' αυτές που εισήχθησαν στο AIM (Alternative Investment Market) που ήταν 192. Στο AIM υπάγονται μικρές αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπάρχουν περιορισμοί ως προς το μέγεθος, τη διασπορά, την ηλικία, τον τομέα, όπως συμβαίνει με τις επιχειρήσεις που εισάγονται στο OL, οι οποίες είναι και πιο ώριμες. Στο AIM οι επιχειρήσεις είναι νεότερες και λιγότερο κερδοφόρες από ότι στο OL.

Βρήκαν ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις στο OL έχουν πτώση στην μετέπειτα λειτουργική τους επίδοση και δεν μπορούν να διατηρήσουν τα ίδια επίπεδα κερδοφορίας που είχαν στην προ αρχικών δημόσιων εγγραφών περίοδο και στην μετέπειτα αγορά. Ακόμα και οι επενδύσεις χειροτερεύουν συγκρινόμενες με την ανάπτυξη στα 'assets'. Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις στο AIM δεν έχουν μείωση στην λειτουργική τους επίδοση και το ύψος της μόχλευσής τους (leverage) δεν επηρεάζεται σημαντικά από την αρχική δημόσια εγγραφή. Την διαφορά ανάμεσα στις επιχειρήσεις στο AIM και στο OL την στήριξαν στα 'agency conflicts' που εμφανίζονται εξαιτίας της αλλαγής στην ιδιοκτησιακή δομή. Οι ιδιοκτήτες των OL επιχειρήσεων πουλάνε μεγαλύτερο μέρος των 'holding' τους στην αρχική δημόσια εγγραφή από ότι οι ιδιοκτήτες των AIM. Αυτό υποστηρίζεται και από την υπόθεση του 'agency conflict' (Leland και Pyle, 1977) που τονίζει ότι είναι πολύ καλύτερη η λειτουργική επίδοση των επιχειρήσεων, στις οποίες οι 'insiders' συνεχίζουν να κρατούν μεγάλα μερίδια στην επιχείρηση ακόμα και μετά τις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Υπάρχει θετικό αποτέλεσμα του 'managerial ownership' στα χαμηλά και στα υψηλά επίπεδα της ιδιοκτησίας και αρνητικό αποτέλεσμα στα ενδιάμεσα επίπεδα. Αυτό σχετίζεται με την 'Combined Theory' (Short και Keasy, 1999 - Kim et al, 2004 - Wang, 2005) που αναφέρει ότι υπάρχουν τρία επίπεδα στη σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στην επίδοση της επιχείρησης. Για τα χαμηλά επίπεδα του 'managerial ownership' το αποτέλεσμα της υπόθεσης 'incentive alignment hypothesis'¹³ κυριαρχεί, ενώ η 'entrenchment hypothesis'¹⁴ κυριαρχεί στα ενδιάμεσα επίπεδα. Τα στοιχεία είναι μικτά στα πολύ υψηλά επίπεδα του 'managerial ownership', όπου συνυπάρχουν οι δυο άνω υποθέσεις.

¹³ βλέπε παραπάνω στις Γενικές θεωρίες και μελέτες (4.1), σελ. 33

¹⁴ βλέπε παραπάνω στις Γενικές θεωρίες και μελέτες (4.1), σελ. 33

Ο παρακάτω πίνακας 2 παρουσιάζει συνοπτικά τις μελέτες ανά χώρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
Συγκεντρωτικός πίνακας με τις μελέτες ανά χώρα

Συγγραφέας	Χώρα	Διάστημα μελέτης	Αριθμός Παρατηρήσεων	Συμπεράσματα
Duque και Almeida (2000)	Πορτογαλία	1992-1998	21	<p>1)10 Ιδιωτικές επιχειρήσεις(private)</p> <p>2)11 Δημόσιες επιχειρήσεις(state owned)</p> <p>3)2 μεθοδολογίες(equally-weighted / value-weighted)</p> <p>4)Οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των ιδιωτικών έχουν καλύτερες επιδόσεις σε διάστημα 1 χρόνου</p> <p>5)Οι 'abnormal' αποδόσεις δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν, είτε για τις ιδιωτικές είτε για δημόσιες</p>
Venkatesh και Neupane (2005)	Ταϊλάνδη	2000-2004	74	<p>1)58 επιχειρήσεις στο SET(Stock Exchange of Thailand)</p> <p>2)16 επιχειρήσεις στο MAI(Market for Alternative Investment)</p> <p>3)Ελάβαν υπόψη το 'ownership ratio' του τοπ μετόχου και των πέντε τοπ μετόχων</p> <p>4)Ο συντελεστής της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας(ownership concentration) δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Η αγορά δεν λαμβάνει το 'concentration ratio' ως ένδειξη υψηλότερης ποιότητας προσφοράς.</p> <p>5)Η αρχική υποτιμολόγηση και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας είναι αρνητικά σχετισμένες</p>
Yeh, Shu και Guo (2008)	Ταϊβάν	1992-2001	218	<p>1)Μέτοχοι με δικαιώματα ψήφου(voting rights)>δικαιώματα χρηματοροών(cash flow rights)=> Λιγότερα κίνητρα για υποτιμολόγηση, προς αποφυγή εμφάνισης νέων μεγαλομετόχων</p> <p>2)Αρνητική επίδραση της παρέκκλισης μεταξύ δικαιωμάτων ψήφου&δικαιωμάτων χρηματοροών, πάνω στο λόγο: τιμή</p>

				διάθεσης/computed εσωτερική αξία 3)Θετική σχέση ανάμεσα στα δικαιώματα χρηματοορόων των μεγαλομετόχων και το λόγο: τιμή διάθεσης / εσωτερική αξία
Aggarwal και Klapper (2003)	Ινδία	1999-2001	152	1)Επιχειρήσεις που πριν την αρχική δημόσια εγγραφή περιλαμβάνουν ιδιοκτησία από θεσμικούς επενδυτές 2) 4 κατηγορίες θεσμικών επενδυτών: -total institutional-no institutional -foreign institutional-domestic institutional 3)Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν σε μεγαλύτερες, πιο ώριμες, με μεγαλύτερη τιμή διάθεσης, επιχειρήσεις. 4)Οι εγχώριοι δίνουν σημασία σε επιχειρήσεις με μικρή μόχλευση και υψηλό ROE.
Chen και Strange (2004)	Κίνα	1995-1999	467	1)Η υποτιμολόγηση σχετίζεται αρνητικά με το μέρος των μετοχών που κρατείται από μεγαλομετόχους, ceteris paribus. 2)Βρέθηκαν οι απλές αποδόσεις (simple returns) και οι επιπλέον αποδόσεις(market adjusted returns) 3)Οι αποδόσεις των επιχειρήσεων με state-owned μεγαλομετόχους είναι χαμηλότερες 4) Οι αποδόσεις των επιχειρήσεων με domestic μεγαλομετόχους είναι υψηλότερες.
Alavi, Kien Pham και My Pham (2006)	Αυστραλία	1995-2005	555	1) 2 κατηγορίες μετόχων: -insiders:(CEOs,ιδρυτές,executive διευθυντές,senior μάνατζερ) -non managerial: (major capitalists[venture capital funds,angel investors,parent companies, joint-venture partners],και άλλοι μικρομέτοχοι[εργαζόμενοι,small business partners]) 2)Όταν τα επίπεδα ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης είναι πολύ υψηλά ή πολύ χαμηλά, οι μέτοχοι εισάγουν μεγάλο αριθμό μετοχών 3)Όταν οι μέτοχοι κατέχουν μετοχές σε

				ποσοστό πολύ κοντινό στον έλεγχο, εισάγουν λίγες μετοχές
Goergen και Renneboog (2007)	Γερμανία και Ηνωμένο Βασίλειο	1981-1988	190	<p>1) 62 βρετανικές και γερμανικές επιχειρήσεις βάσει μεγέθους 64 βρετανικές και 64 γερμανικές βάσει βιομηχανίας</p> <p>2) Η επίδοση των επιχειρήσεων μετά την αρχική δημόσια εγγραφή αντικατοπτρίζει διαφορές στη δομή ελέγχου</p> <p>3) Οι επιχειρήσεις που είναι 'widely held' μετά την δημόσια εγγραφή έχουν χαμηλότερη επίδοση από τις 'closely held'</p> <p>4) Η μακροχρόνια επίδοση των επιχειρήσεων δεν σχετίζεται με το 'ownership retention'</p>
Khurshed Paleari και Vismara (2005)	Ηνωμένο Βασίλειο	1995-1999	403	<p>1) 211 επιχειρήσεις στο OL (Official List)</p> <p>2) 192 επιχειρήσεις στο AIM (Alternative Investment market)</p> <p>3) Οι ιδιοκτήτες των OL επιχειρήσεων πουλάνε μεγαλύτερο μέρος των holding τους στην δημόσια εγγραφή, από ότι οι ιδιοκτήτες των AIM</p> <p>4) Οι OL επιχειρήσεις έχουν πτώση μετέπειτα λειτουργική τους επίδοση και χαμηλότερα επίπεδα κερδοφορίας. Οι AIM επιχειρήσεις δεν έχουν πτώση.</p>

Κεφάλαιο 5

Στοιχεία και μεθοδολογία της έρευνας

Μελετήθηκαν 61 μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων που εισάχθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2001 ως το 2008. Εξαιρέθηκαν οι μετοχές για τις οποίες δεν βρέθηκαν τα ενημερωτικά δελτία προκειμένου να αντληθούν στοιχεία από αυτά. Στον παρακάτω πίνακα 3 αναγράφονται οι υπό εξέταση 61 επιχειρήσεις, η αγορά στην οποία εισήχθησαν και το έτος εισαγωγής τους στο ΧΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Οι 61 επιχειρήσεις του δείγματος

ΕΤΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΑΓΟΡΑ
2008	PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.	ΜΙΚΡΗ & ΜΕΣΑΙΑ
2007	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ	ΜΕΓΑΛΗ
2007	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	ΜΕΓΑΛΗ
2007	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	ΜΙΚΡΗ&ΜΕΣΑΙΑ
2006	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.	ΜΕΓΑΛΗ
2006	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ	ΜΕΓΑΛΗ
2005	ΠΡΟΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ΜΙΚΡΗ & ΜΕΣΑΙΑ
2005	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.(AUDIO VISUAL SA)	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2005	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΕΕ με δ.τ.ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2005	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.	ΚΥΡΙΑ
2005	ΕΒΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ, ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	ΝΕΧΑ
2005	ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ
2005	ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2004	GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ
2004	ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ	ΝΕΧΑ
2004	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH Α.Ε	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ

2004	ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2004	ΙΝΤΡΑΜΕΤ ΜΕΤΑΛΛΙΚΕΣ & ΗΛΕΚΤΡΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε	ΚΥΡΙΑ
2004	ΕΛΙΝΟΙΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ Α.Ε	ΚΥΡΙΑ
2004	ΙΛΥΔΑ ΑΕ	ΝΕΧΑ
2004	Ι.ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-Ι.ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ - ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Ε	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΡΕΒΟΙΛ Α.Ε.Ε.ΑΠ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	PROFILE ΑΕΒΕ	ΝΕΧΑ
2003	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2003	ΚΡΙ ΚΡΙ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	INTERFISH ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΕΒΕ	ΝΕΧΑ
2003	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΒ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2003	ΟΡΤΙΜΑ ΑΕΕΧ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	NEW MILLENIUM ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ
2002	EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ
2002	ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ ΑΕ	ΝΕΧΑ
2002	ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΑΕ	ΝΕΧΑ
2002	ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ	ΚΥΡΙΑ
2002	ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ ΑΒΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΖΗΝΩΝ ΑΕ ΡΟΜΠΟΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΥΓΕΙΑ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΥΡΙΑ
2002	Π & Κ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΚΥΡΙΑ
2002	COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΑΒΕΕ	ΝΕΧΑ
2002	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ALSINCO ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2002	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ

2001	ΝΕΧΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2001	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2001	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ ΑΒΕΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2001	ΑΛΡΗΑ TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2001	RAINBOW COMPUTER ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2001	ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΥΔΡΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2001	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2001	MOTOR OIL ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ
2001	UNIBRAIN ΑΕ	ΝΕΧΑ
2001	FITCO ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2001	ΒΑΡΔΑΣ ΑΕ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ
2001	ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ	ΚΥΡΙΑ

Στον παρακάτω πίνακα 4 αναγράφεται ο συνολικός αριθμός των επιχειρήσεων ανά έτος που χρησιμοποιήθηκαν τελικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Οι 61 αρχικές δημόσιες εγγραφές του δείγματος από 2001 -2008

Έτος Εισαγωγής ¹⁵	Αριθμός αρχικών δημόσιων εγγραφών	Κύρια αγορά	Παράλληλη αγορά	ΝΕΧΑ	Μεγάλη Κεφαλαιοποίηση	Μικρή & Μεσαία Κεφαλαιοποίηση
2001	12	6	5	1	-	-
2002	17	5	9	3	-	-
2003	11	1	8	2	-	-
2004	8	3	3	2	-	-
2005	7	4	2	1	-	-
2006	2	-	-	-	2	0
2007	3	-	-	-	2	1
2008	1	-	-	-	-	1
Σύνολο	61	19	27	9	4	2

¹⁵ Βάσει της ημερομηνίας εισαγωγής της κάθε εταιρείας στο ΧΑ

Για κάθε μία από τις μετοχές βρέθηκαν:

- Η αγορά στην οποία εισήχθησαν (Κύρια, Παράλληλη και ΝΕΧΑ ή Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, Μικρής & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης)
- Η ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών
- Ο αριθμός των μελών του ΔΣ της κάθε επιχείρησης πριν την εισαγωγή της
- Ο αριθμός των μετόχων της κάθε επιχείρησης πριν την εισαγωγή της
- Η τιμή διάθεσης
- Το σύνολο των νέων μετοχών που εκδόθηκαν (και προσφέρθηκαν στο επενδυτικό κοινό)
- Τα ποσοστά συμμετοχής των μετόχων πριν την εισαγωγή
- Τα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων πριν την εισαγωγή
- Η διασπορά ιδιοκτησίας (ποσοστό που έλαβε το επενδυτικό κοινό μετά την εισαγωγή)
- Το είδος της επιχείρησης (οικογενειακή, αποτελούμενη μόνο από ιδιώτες-φυσικά πρόσωπα, αποτελούμενη από ιδιώτες-φυσικά πρόσωπα και άλλες επιχειρήσεις)
- Οι μέτοχοι που είναι ταυτόχρονα και μέλη του ΔΣ
- Το ηλικίο του αριθμού των νέων μετοχών που έλαβε το επενδυτικό κοινό προς τον αριθμό των παλαιών μετοχών.
- Η τιμή εισαγωγής
- Η τιμή πρώτης συναλλαγής
- Η τιμή την 23^η μέρα διαπραγμάτευσης
- Η τιμή την 45^η μέρα διαπραγμάτευσης
- Η τιμή την 365^η μέρα διαπραγμάτευσης

Σε μια πρώτη προσπάθεια μελέτης και ανάλυσης του δείγματός, ελέγχθηκαν οι επιχειρήσεις βάση της τιμής διάθεσης και του αριθμού των μετόχων της επιχείρησης πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι μετοχές που εισήχθησαν με χαμηλή τιμή διάθεσης (μικρότερη του 3), είναι εκείνες στις οποίες ο αριθμός των μετόχων πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο είναι μεγάλος (υπερβαίνει τους 12). Για παράδειγμα η New Millenium AEEEX που έχει 152 μετόχους, έχει τιμή

διάθεσης μόλις 1,6. Η Nexus Επενδυτική ΑΕ που έχει 88 μετόχους, έχει τιμή διάθεσης 2,01. Η Altius Επενδυτική ΑΕΕΧ που έχει 66 μετόχους, έχει τιμή διάθεσης 2,02. Η Διορκός ΑΕΕΧ που έχει 84 μετόχους, έχει τιμή διάθεσης 1,95.

Σημαντικό είναι το γεγονός ότι 7 επιχειρήσεις είναι οικογενειακές, δηλαδή οι μέτοχοι αποτελούνται από πατέρα, υιό, μητέρα, αδέρφια. Αυτές είναι οι Pasal ΑΕ, η Έμφασις συστήματα πληροφορικής ΑΕ, η Νεοχημική Λαυρεντιάδης, ο εκδοτικός οίκος Λιβάνη, η Σ. Κανάκης ΑΒΕΕ, οι μύλοι Κεπενού, η Βάρδας ΑΕ. Αυτές οι επιχειρήσεις έχουν τιμή διάθεσης κατά μέσο όρο 4,8. Βέβαια οι οικογενειακές επιχειρήσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που εισάγονται στο χρηματιστήριο είναι μειοψηφία, γιατί συνήθως τέτοιες επιχειρήσεις προτιμούν να δανείζονται από τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, παρά να εισαχθούν στο Χ.Α.

Στην πλειοψηφία των προς παρατήρηση επιχειρήσεων, τα ποσοστά συμμετοχής των μετόχων στο κεφάλαιο της επιχείρησης πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο συμπίπτουν με τα ποσοστά δικαιωμάτων ψήφου. Με εξαίρεση τις: Αεροπορία Αιγαίου ΑΕ, ΕΒΙΚ, Γιουρομπρόκερς μεσίτες ασφαλειών ΑΕ, στις οποίες διαφοροποιούνται.

Επιπλέον, υπάρχουν επιχειρήσεις που ανήκαν στο ελληνικό δημόσιο και εισάχθηκαν στο χρηματιστήριο (ΟΠΑΠ, ΔΕΗ, ΟΛΘ, ΕΥΑΘ, ΟΛΠ, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο).

Παρατηρήθηκε η διασπορά των μετοχών. Η επαρκής διασπορά στη μετοχική ιδιοκτησία των εισηγμένων επιχειρήσεων αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, καθώς, σχετίζεται άμεσα με τη διάδοση της μετοχικής ιδέας στο επενδυτικό κοινό και τη συνεχή εξέλιξη των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που εξασφαλίζουν τον αποτελεσματικό διαχωρισμό της διοίκησης από την ιδιοκτησία. Η επαρκής διασπορά επιδρά θετικά και στη βελτίωση της διαφάνειας που παρέχεται από τις εισηγμένες επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα διευκολύνει τις επενδύσεις των θεσμικών επενδυτών και προσδίδει βάθος και ρευστότητα, καθώς επίσης και αυξημένη εμπορευσιμότητα στη χρηματιστηριακή αγορά.

Ως ελεύθερη διασπορά (free float) ορίζεται το ποσοστό των μετοχών μιας εισηγμένης εταιρείας που κατέχεται από το ευρύ επενδυτικό ή εναλλακτικά, το ποσοστό των μετοχών που δεν ανήκει στους βασικούς μετόχους της επιχείρησης.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μετοχική σύνθεση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος Α.Τ.Ε. Στην επιχείρηση αυτή, το επίπεδο της διασποράς ανέρχεται στο 31.24%. Το ποσοστό που κατέχει ο κύριος μέτοχος ανέρχεται στο 68% του μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο αποδεικνύει την υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίου, και την ελάχιστη διασπορά στην συγκεκριμένη επιχείρηση. Στην περίπτωση του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου Ελλάδος Α.Τ.Ε., αν λάβουμε υπόψη μας και ότι ο κύριος μέτοχος με το υψηλότερο ποσοστό είναι το ελληνικό δημόσιο, κατανοούμε ότι ακόμα και το ελληνικό δημόσιο συμβάλλει στην χαμηλή διασπορά και στην υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίων.

Προκειμένου να διερευνηθεί η συμπεριφορά των τιμών των νεοεισαχθεισών μετοχών γίνεται ανάλυση των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι επενδυτές, οι οποίοι αγοράζουν μετοχές στο στάδιο της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Υπάρχουν δύο τρόποι μέτρησης των αποδόσεων¹⁶:

(Α) Απλές αποδόσεις (Raw returns): Είναι οι αποδόσεις που βασίζονται στη σύγκριση της τιμής εισαγωγής με την τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή μετά την εισαγωγή της. Ως σημεία αναφοράς λαμβάνουμε:

1. Την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στο ΧΑ
2. Ένα μήνα αργότερα (23^η μέρα διαπραγμάτευσης)
3. Δύο μήνες αργότερα (45^η μέρα διαπραγμάτευσης)
4. Ένα χρόνο αργότερα (365^η μέρα διαπραγμάτευσης)

Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης (R1), πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (R23), πρώτου διμήνου διαπραγμάτευσης (R45), πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (R365).

¹⁶ Βάσει των Παπαϊωάννου Γ. και Ν. Τραυλός (1995)

Ο τύπος της απόδοσης R1 είναι :

$$R1 = \frac{\text{Τιμή πρώτης συναλλαγής} - \text{Τιμή εισαγωγής}}{\text{Τιμή εισαγωγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R23, R45, R365, αντί της τιμής κλεισίματος της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την 23^η μέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η μέρα διαπραγμάτευσης και ένα χρόνο αργότερα.

Ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, δυο μηνών και ενός έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής, αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στο ΧΑ. Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις ενός μηνός (R1M), δυο μηνών (R2M), ενός έτους (R12M), με βάση την τιμή κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης.

Ο τύπος της απόδοσης R1M είναι :

$$R1M = \frac{\text{Τιμή μετοχής την 23^η μέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή πρώτης συναλλαγής}}{\text{Τιμή πρώτης συναλλαγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R2M και R12M χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 45^η μέρα διαπραγμάτευσης και 365 μέρες αργότερα αντίστοιχως.

(B) Επιπλέον ή υπερβάλλουσες αποδόσεις (Excess returns or Adjusted returns): Για τον υπολογισμό τους αφαιρείται από την απλή απόδοση, η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης. Ως απόδοση χρηματιστηριακής αγοράς (Rm) λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑ.

Ο τύπος του R_m είναι :

$$R_m = \frac{\Gamma\Delta X 1 - \Gamma\Delta X 0}{\Gamma\Delta X 0} * 100$$

Όπου :

$\Gamma\Delta X$ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑ,

0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων

1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης

Για τις αποδόσεις R1, R23, R45, R365 ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών. Για τις αποδόσεις R1M, R2M και R12M ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η ημερομηνία πρώτης διαπραγμάτευσης στο ΧΑ.

Η προσαρμογή αυτή κρίνεται αναγκαία καθώς οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών επηρεάζονται από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς και όχι μόνο από τις εξελίξεις που αφορούν αυτή καθαυτή την επιχείρηση. Ιδιαίτερα στην περίπτωση που η περίοδος στην οποία αναφέρεται η υπολογιζόμενη απόδοση είναι μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότερες περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης, η προσαρμογή αυτή θεωρείται απολύτως αναγκαία. Βέβαια για την πραγματοποίηση αυτής της προσαρμογής κάνουμε την υπόθεση ότι οι νεοεισαγόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1.

Η υπόθεση αυτή γίνεται και στη διεθνή βιβλιογραφία σε αντίστοιχες μελέτες και δικαιολογείται από την αδυναμία υπολογισμού του πραγματικού συντελεστή βήτα για τις νεοεισαγόμενες μετοχές καθώς για αυτές δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία. Ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα πραγματοποιείται με βάση προηγούμενα χρηματιστηριακά δεδομένα για την μετοχή και την χρηματιστηριακή αγορά στο σύνολό της και η έλλειψη χρηματιστηριακών δεδομένων για τη μετοχή καθιστά αδύνατο τον προσδιορισμό του συντελεστή βήτα της μετοχής. Στην πραγματικότητα ο συντελεστής βήτα κάποιων μετοχών είναι δυνατόν να είναι μεγαλύτερος από 1 με αποτέλεσμα οι υπολογιζόμενες επιπλέον αποδόσεις να υπερεκτιμούν τις πραγματικές επιπλέον αποδόσεις ενώ το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση που ο συντελεστής βήτα κάποιας μετοχής είναι μικρότερος από 1.

Ο τύπος της επιπλέον απόδοσης πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης ER1 είναι :

$$ER1 = R1 - Rm(1)$$

Ανάλογα υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις ER23(πρώτου μήνα), ER45(πρώτου διμήνου), ER365(πρώτου έτους) και οι ER1M, ER2M, ER12M.

Οπότε συνολικά υπολογίζονται για κάθε μετοχή, δεκατέσσερις αποδόσεις:

R1, R23, R45, R365, R1M, R2M, R12M,
ER1, ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, ER12M.

Για τον υπολογισμό των παραπάνω αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών οι οποίες συγκεντρώθηκαν μέσω της εφαρμογής Datastream.

Κεφάλαιο 6

Ευρήματα της έρευνας

Ο παρακάτω πίνακας 5 παρουσιάζει τις αποδόσεις για όλο το δείγμα για την περίοδο από το 2001 ως το 2008. Η στήλη (1) περιλαμβάνει και τους 14 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, 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. Το μέρος Α παρουσιάζει τις επτά απλές αποδόσεις και το μέρος Β τις επτά επιπλέον αποδόσεις.

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 5, η μέση απόδοση της πρώτης μέρας R1 είναι κατά μέσο όρο 11,65% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 40,24%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα R23 είναι 14,6% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 72,58%. Η μέση απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών R45 είναι 15,75% και του πρώτου έτους R365 είναι 2,04%. Συμπεραίνουμε ότι ενώ αρχικά, κατά μέσο όρο, οι μετοχές φαίνεται να είναι σημαντικά υποτιμημένες, η αρχική απόδοση φθίνει με το πέρασμα ενός χρόνου.

Οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαχθείσες μετοχές κατά την πρώτη μέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών αποκομίζουν θετικές αποδόσεις τους δύο πρώτους μήνες (R1M=1,23% και R2M=2,71% αντίστοιχα). Παρόλα αυτά έχουν απώλειες 5,6% στο τέλος του πρώτου χρόνου, γεγονός που υποδηλώνει ότι κάποια διόρθωση της τιμής λαμβάνει χώρα κατά την διάρκεια του πρώτου χρόνου μετά την εισαγωγή.

Οι επιπλέον αποδόσεις του μέρους Β του πίνακα 5 προκύπτουν αφαιρώντας από τις απλές αποδόσεις τις αντίστοιχες αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Από αυτή την άποψη, οι επιπλέον αποδόσεις μετρούν καλύτερα τις αποδόσεις των νεοεισαχθεισών μετοχών την πρώτη μέρα, τον πρώτο μήνα, τους δύο πρώτους μήνες και τον πρώτο χρόνο εισαγωγής, αντιστοίχως.

Οι αντίστοιχες επιπλέον αποδόσεις ER1, ER23, ER45 και ER365 είναι 11,58%, 15,79%, 17,27%, -12,66% αντίστοιχα. Κατανοούμε ότι ενώ αρχικά, κατά μέσο όρο, οι νέες εκδόσεις φαίνεται να είναι σημαντικά υποτιμημένες, η αρχική απόδοση φθίνει με το

πέραςμα του χρόνου. Σημειώνεται ότι αντίστοιχο συμπέρασμα είχε εξαχθεί και από την εξέταση των απλών αποδόσεων. Κατά συνέπεια, η συνεκτίμηση της πορείας της αγοράς, δε μετέβαλλε σημαντικά τα συμπεράσματα.

Οι αποδόσεις που μετρούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δυο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M), είναι 2,5%, 4,21%, -20,54%.

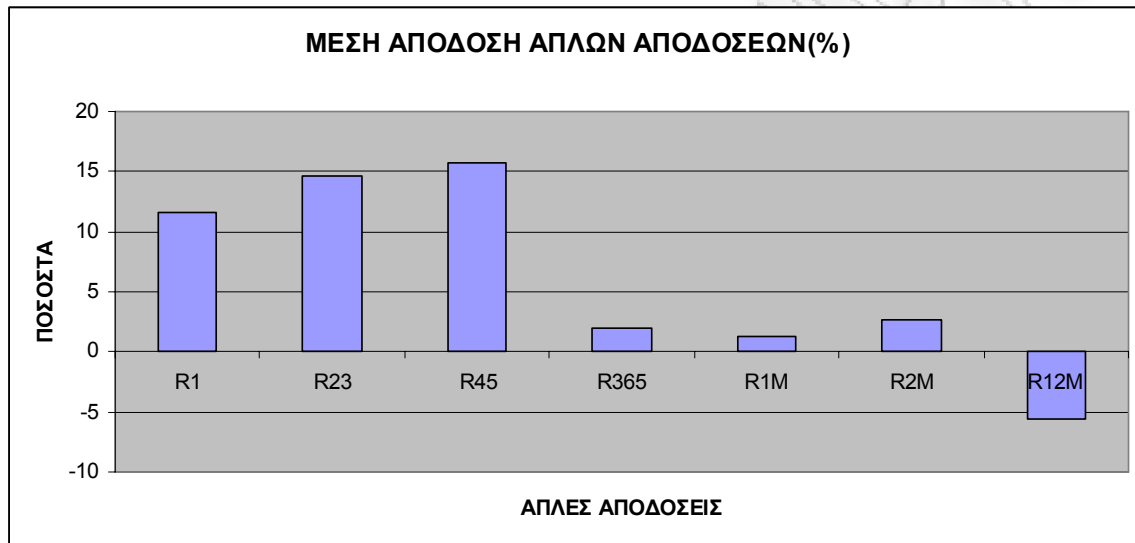
ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Απλές αποδόσεις και επιπλέον αποδόσεις από 61 αρχικές δημόσιες εγγραφές στο ΧΑ
Περίοδος 2001-2008

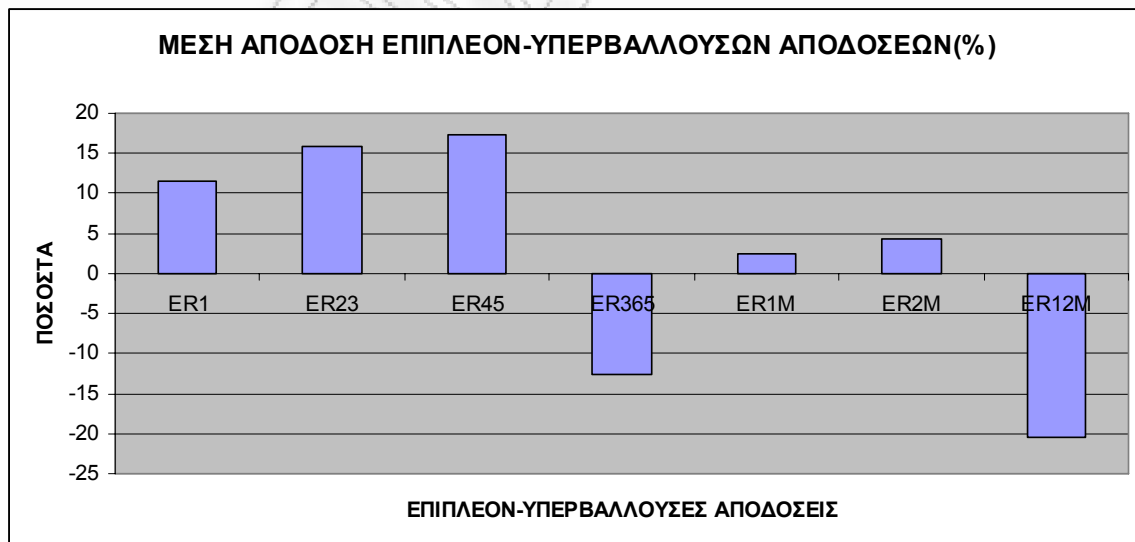
(1) Απόδοση	(2) Μέση απόδοση(%)	(3) Τυπική απόκλιση απόδοσης(%)	(4) Αριθμός παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη απόδοση(%)	(6) Μέγιστη απόδοση(%)
ΜΕΡΟΣ Α :ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1	11,65	40,24	61	-25	223,04
R23	14,60	72,58	61	-38,55	380,95
R45	15,75	73,70	61	-47,27	400
R365	2,04	54,57	57	-73,21	166,66
R1M	1,23	33,29	61	-51,64	177,25
R2M	2,71	42,12	61	-54,92	216,19
R12M	-5,60	50,82	57	-69,75	159,15
ΜΕΡΟΣ Β:ΕΠΙΠΛΕΟΝ-ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1	11,58	40,46	61	-44,23	216,83
ER23	15,79	72,39	61	-42,98	384,23
ER45	17,27	73,40	61	-47,03	407,99
ER365	-12,66	56,19	57	-99,77	119,04
ER1M	2,50	31,99	61	-46,04	178,76
ER2M	4,21	38,91	61	-38,32	196,53
ER12M	-20,54	48,49	57	-93,55	121,60

Στη συνέχεια παραθέτουμε διαγραμματικά τις στήλες (1) και (2) του πίνακα 5 για τις απλές αποδόσεις (διάγραμμα 1) και τις επιπλέον-υπερβάλλουσες αποδόσεις (διάγραμμα 2), προκειμένου να γίνει αντιληπτή η πορεία των αποδόσεων των μετοχών των επιχειρήσεων που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



Τα αποτελέσματα του πίνακα 5 δίνουν μια γενική εικόνα της έκτασης υποτίμησης των νεοεισαγόμενων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Λαμβάνοντας υπόψη την ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων που εισήχθησαν την συγκεκριμένη περίοδο που μελετούμε, και πιο συγκεκριμένα το κατά πόσο τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή αν δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%, χωρίστηκαν οι επιχειρήσεις σε δυο μέρη. Στο πρώτο μέρος, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, υπάγονται 31 επιχειρήσεις. Στο δεύτερο, όπου δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%, υπάγονται οι υπόλοιπες 30 επιχειρήσεις.

Οι 31 επιχειρήσεις όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης είναι οι εξής:

1. ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΒ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ
2. ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΕ
3. ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
4. ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ
5. ΡΕΒΟΙΛ Α.Ε.Ε.ΑΠ
6. ΒΑΡΔΑΣ ΑΕ
7. ΕΛΙΝΟΙΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ Α.Ε
8. EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ
9. ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
10. FASHION BOX ΕΛΛΑΣ ΑΕ
11. ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.
12. ΙΛΥΔΑ ΑΕ
13. COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΑΒΕΕ
14. ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.
15. PROFILE ΑΕΒΕ
16. ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΑΒΕΕ
17. ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΥΔΡΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΑΕ
18. ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ ΑΕ
19. ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε. (AUDIO VISUAL SA)
20. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΕΕ με δ.τ.ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ
21. ΥΓΕΙΑ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ
22. RAINBOW COMPUTER ΑΕ
23. ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ
24. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ ΑΕ
25. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ
26. ΕΒΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ, ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
27. ΙΝΤΡΑΜΕΤ ΜΕΤΑΛΛΙΚΕΣ & ΗΛΕΚΤΡΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε
28. ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΑΕ
29. ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ ΑΕ
30. ALSINCO ΑΕ
31. ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ ΑΕΒΕ

Οι 30 επιχειρήσεις όπου δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%, είναι οι εξής:

1. Ι.ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-Ι.ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ - ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Ε
2. EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ
3. ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕ
4. ΖΗΝΩΝ ΑΕ ΡΟΜΠΟΤΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
5. ΚΡΙ ΚΡΙ ΑΒΕΕ
6. INTERFISH ΑΕ
7. PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.
8. ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ ΑΒΕ
9. MOTOR OIL ΕΛΛΑΣ ΑΕ
10. ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΒΕΕ
11. ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.
12. UNIBRAIN ΑΕ
13. GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ
14. ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ ΑΕ
15. ΠΡΟΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
16. ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ ΙΝΦΟΤΕΣΧ Α.Ε
17. ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ
18. ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ ΑΒΕΕ
19. ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ ΑΕ
20. ΟΡΤΙΜΑ ΑΕΕΧ
21. ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ
22. ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΑΕ
23. ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ ΑΕ
24. ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΑΕ
25. ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΑΕΒΕ
26. FITCO ΑΕ
27. ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ
28. NEW MILLENIUM ΑΕΕΧ
29. NEXUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕ
30. Π & Κ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι παρακάτω πίνακες 6 και 7 παρουσιάζουν τις αποδόσεις για το συγκεκριμένο αυτό δείγμα. Ο πίνακας 6 για τις 31 επιχειρήσεις, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και ο πίνακας 7 για τις 30 επιχειρήσεις, όπου δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%.

Η στήλη (1) κάθε πίνακα περιλαμβάνει και τους 14 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, 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. Το μέρος Α κάθε πίνακα παρουσιάζει τις επτά απλές αποδόσεις και το μέρος Β τις επτά επιπλέον αποδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Απλές αποδόσεις και επιπλέον αποδόσεις από 31 δημόσιες εγγραφές στο ΧΑ

Περίοδος 2001-2008

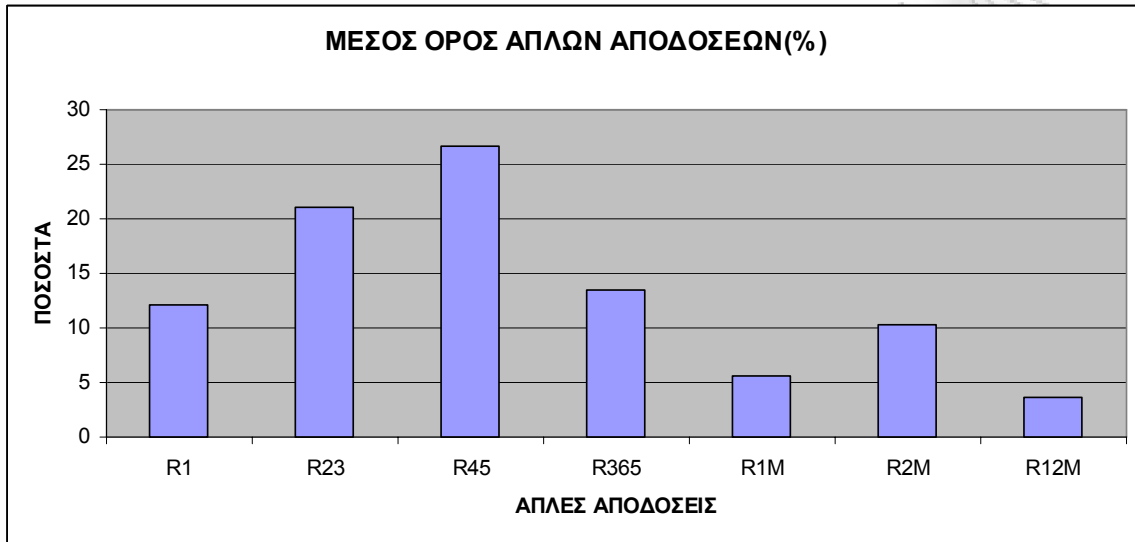
Διαχωρισμός βάσει του ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης

πριν την εισαγωγή στο ΧΑ (τουλάχιστον 1 μέτοχος με ποσοστό >50%).

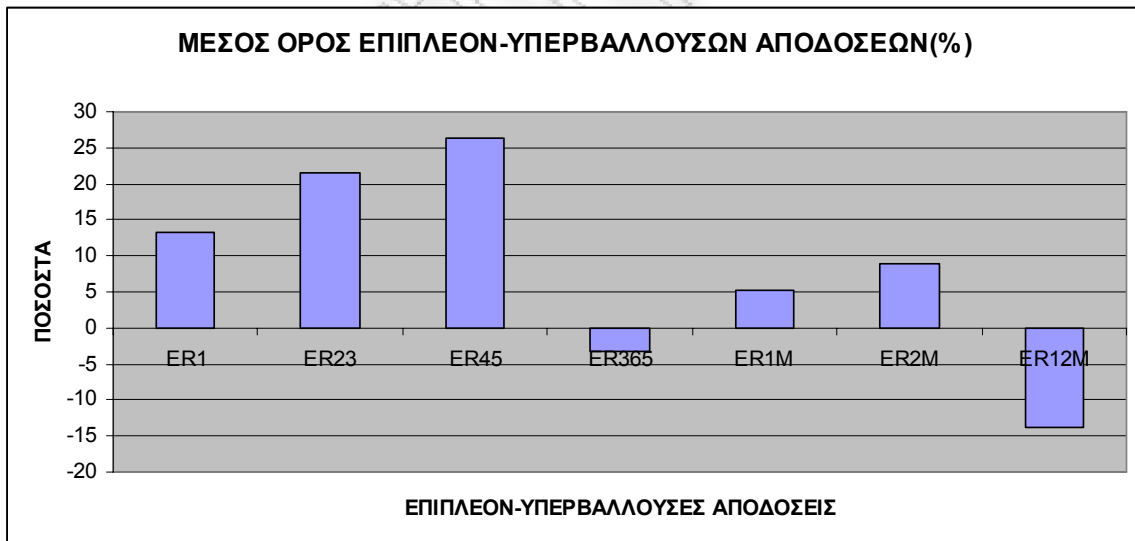
(1) Απόδοση	(2) Μέση απόδοση(%)	(3) Τυπική απόκλιση απόδοσης(%)	(4) Αριθμός παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη απόδοση(%)	(6) Μέγιστη απόδοση(%)
ΜΕΡΟΣ Α :ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1	12,13	35,49	31	-16,31	160
R23	21,04	72,92	31	-37,36	380
R45	26,60	86,57	31	-38,42	400
R365	13,44	61,73	29	-58,72	166,66
R1M	5,66	29,39	31	-41,28	84,61
R2M	10,32	50,74	31	-31,61	216,19
R12M	3,69	58,31	29	-64,35	159,15
ΜΕΡΟΣ Β:ΕΠΙΠΛΕΟΝ-ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1	13,27	36,48	31	-13,84	164,19
ER23	21,54	73,59	31	-36,54	384,23
ER45	26,33	85,31	31	-37,05	407,99
ER365	-3,17	65,68	29	-99,77	119,04
ER1M	5,12	27,72	31	-32,11	85,25
ER2M	8,83	45,85	31	-30,66	196,53
ER12M	-13,88	58,28	29	-93,55	121,60

Στη συνέχεια παραθέτουμε διαγραμματικά τις στήλες (1) και (2) του πίνακα 6 για τις απλές αποδόσεις (διάγραμμα 3) και τις επιπλέον-υπερβάλλουσες αποδόσεις (διάγραμμα 4), προκειμένου να γίνει αντιληπτή η πορεία των αποδόσεων των μετοχών των επιχειρήσεων, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4



ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Απλές αποδόσεις και επιπλέον αποδόσεις από 30 δημόσιες εγγραφές στο ΧΑ

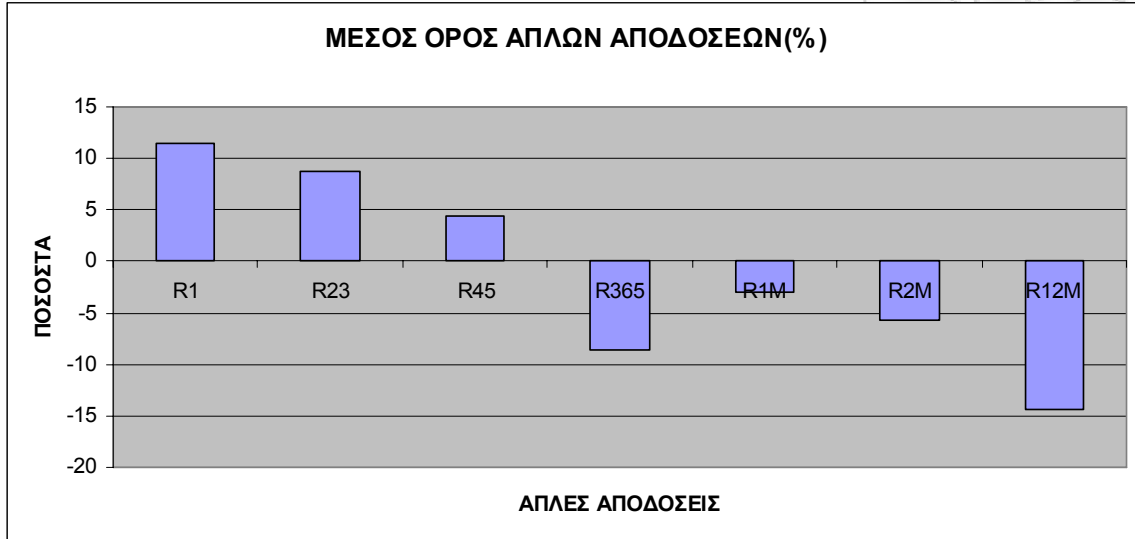
Περίοδος 2001-2008

Διαχωρισμός βάσει του ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης πριν την εισαγωγή στο ΧΑ (όλοι οι μέτοχοι έχουν ποσοστό ≤ 50%).

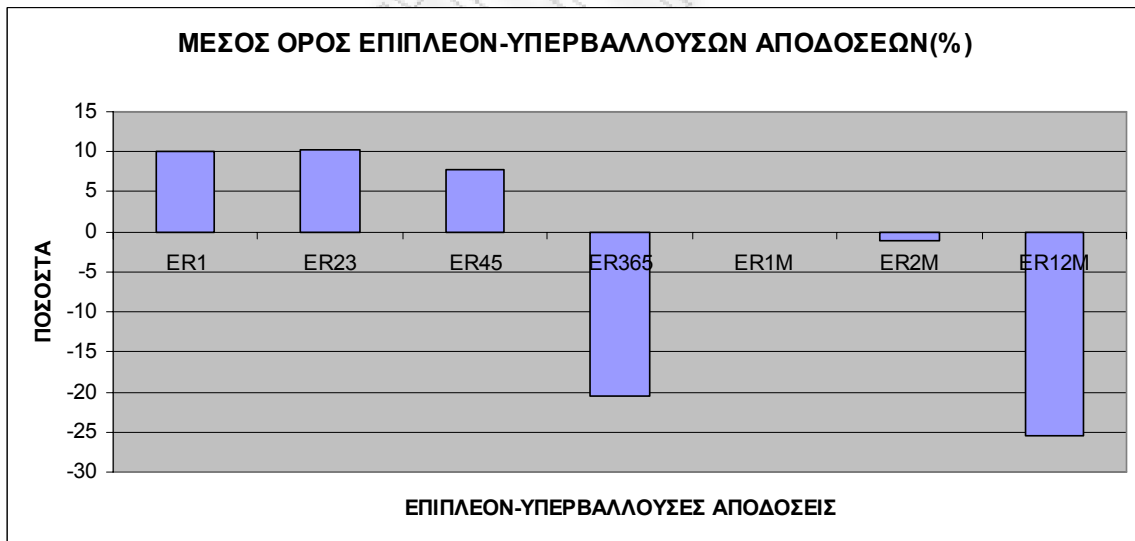
(1) Απόδοση	(2) Μέση απόδοση(%)	(3) Τυπική απόκλιση απόδοσης(%)	(4) Αριθμός παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη απόδοση(%)	(6) Μέγιστη απόδοση(%)
ΜΕΡΟΣ Α : ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1	11,54	45,69	30	-25	223,04
R23	8,80	74,11	30	-38,55	380,95
R45	4,40	59,01	30	-47,27	291,15
R365	-8,53	45,78	28	-73,21	130,47
R1M	-2,97	37,28	30	-51,64	177,25
R2M	-5,78	30,62	30	-54,92	125,49
R12M	-14,32	42,17	28	-69,75	100,82
ΜΕΡΟΣ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ-ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1	10,09	45,27	30	-44,23	216,83
ER23	10,27	73,21	30	-42,98	377,42
ER45	7,76	60,69	30	-47,03	303,23
ER365	-20,47	44,67	28	-74,31	114,30
ER1M	-0,15	36,54	30	-46,04	178,76
ER2M	-1,10	31,06	30	-38,32	141,85
ER12M	-25,53	36,45	28	-83,43	66,13

Στη συνέχεια παραθέτουμε διαγραμματικά τις στήλες (1) και (2) του πίνακα 7 για τις απλές αποδόσεις (διάγραμμα 5) και τις επιπλέον-υπερβάλλουσες αποδόσεις (διάγραμμα 6), προκειμένου να γίνει αντιληπτή η πορεία των αποδόσεων των μετοχών των επιχειρήσεων, όπου δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6



Όπως προκύπτει από τον πίνακα 6, η μέση απόδοση της πρώτης μέρας R1 είναι κατά μέσο όρο 12,13% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 35,49%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα R23 είναι 21,04% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 72,92%. Η μέση απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών R45 είναι 26,6% και του πρώτου έτους R365 είναι 13,44%. Σε σχέση με το συνολικό δείγμα, οι αποδόσεις R1, R23, R45, R365 των επιχειρήσεων του πίνακα 6, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης είναι μεγαλύτερες.

Οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαχθείσες μετοχές κατά την πρώτη μέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών αποκομίζουν θετικές αποδόσεις τους δύο πρώτους μήνες ($R1M=5,66\%$ και $R2M=10,32\%$ αντίστοιχα), αλλά και στο τέλος του πρώτου χρόνου, όπου $R12M=3,69\%$. Αξίζει να σημειωθεί ότι το συνολικό δείγμα έχει αρνητική απόδοση στο τέλος του πρώτου χρόνου $R12M=-5,6\%$.

Οι αντίστοιχες επιπλέον αποδόσεις ER1, ER23, ER45 και ER365 είναι 13,27%, 21,54%, 26,33%, -3,17% αντίστοιχα. Οι αποδόσεις που μετρούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δυο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M), είναι 5,12%, 8,83%, -13,88%. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι αποδόσεις ER365 και ER12M αν και αρνητικές, είναι κατά πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες του συνολικού δείγματος.

Από τον πίνακα 7 προκύπτει ότι, η μέση απόδοση της πρώτης μέρας R1 είναι κατά μέσο όρο 11,54% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 44,69%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα R23 είναι 8,80% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 74,11%. Η μέση απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών R45 είναι 4,40% και του πρώτου έτους R365 είναι -8,53%. Σε σχέση με το συνολικό δείγμα, οι αποδόσεις R1, R23, R45, R365 των επιχειρήσεων του πίνακα 7, όπου δεν υπήρχε ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης είναι μικρότερες.

Οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαχθείσες μετοχές κατά την πρώτη μέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών αποκομίζουν αρνητικές αποδόσεις τους δύο πρώτους μήνες ($R1M=-2,97\%$ και $R2M=-5,78\%$ αντίστοιχα), αλλά και στο τέλος του πρώτου χρόνου, όπου $R12M=-14,32\%$. Αξίζει να σημειωθεί ότι το συνολικό δείγμα έχει

αρνητική απόδοση μόνο στο τέλος του πρώτου χρόνου $R_{12M} = -5,6\%$ και η οποία σε σχέση με το $R_{12M} = -14,58\%$ του δείγματος του πίνακα 7, είναι πολύ καλύτερη.

Οι αντίστοιχες επιπλέον αποδόσεις ER1, ER23, ER45 και ER365 είναι 9,94%, 10,22%, 8,5%, -21,83% αντίστοιχα. Οι αποδόσεις που μετρούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, δηλαδή οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δυο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M), είναι -0,02%, -0,26%, -26,97%. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι αποδόσεις ER365 και ER12M αν και αρνητικές, είναι κατά πολύ μικρότερες από τις αντίστοιχες του συνολικού δείγματος. Επιπροσθέτως, οι αποδόσεις ER1M και ER2M των επιχειρήσεων του πίνακα 7 είναι αρνητικές σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις του συνολικού δείγματος (πίνακας 50), που είναι θετικές.

Μια γενικότερη σύγκριση ανάμεσα στις απλές και τις επιπλέον αποδόσεις, των επιχειρήσεων όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και των επιχειρήσεων όπου δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, καταλήγει στο ότι οι αποδόσεις των επιχειρήσεων όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, ως ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, είναι όχι μόνο μεγαλύτερες από τις άλλες, αλλά μάλιστα θετικές.

Κεφάλαιο 7

Συμπέρασμα

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών της παρέχει δυνατότητες βελτίωσης της χρηματοοικονομικής της θέσης και υλοποίησης των επενδυτικών της σχεδίων. Η δυνατότητα άντλησης νέων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά, η διαρκής αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, τα φορολογικά οφέλη, η αύξηση του βαθμού ρευστότητας, η διαφοροποίηση του κινδύνου και η ισχυροποίηση της φήμης και της θέσης της επιχείρησης στην αγορά, αποτελούν σημαντικά κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις στο να ενταχθούν στο χρηματιστήριο μέσω της διαδικασίας των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Υπάρχουν διάφορες θεωρίες γύρω από τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, ιδίως περί του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Ο σκοπός της εργασίας δεν έγκειται στο να δικαιολογήσει γιατί οι αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι υποτιμημένες, αλλά να ερευνήσει το ρόλο της ιδιοκτησιακής δομής (ownership structure) στο να επηρεάζει το βαθμό υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών και την πορεία των μετοχών των επιχειρήσεων που εισάγονται στο χρηματιστήριο, σε διάστημα ως ένα έτος από την εισαγωγή τους.

Έχουν ανά διαστήματα αναπτυχθεί θεωρίες και υποθέσεις, όπως η 'signaling' θεωρία, η υπόθεση 'interest alignment hypothesis', η υπόθεση 'entrenchment hypothesis', η υπόθεση 'reduced monitoring hypothesis', οι θεωρίες 'corporate control', οι οποίες προσπαθούν να εντοπίσουν τη σύνδεση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure) των επιχειρήσεων που αποφασίζουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και την μετέπειτα πορεία των μετοχών τους. Επιπροσθέτως, μελέτες ανά χώρα έχουν προσανατολιστεί στον ίδιο σκοπό.

Στην εργασία, το δείγμα αποτελείται από 61 επιχειρήσεις που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 2001 ως 2008. Αναλύοντας το δείγμα συγκεντρωτικά, προκύπτει ότι οι μετοχές εισάγονται στο ελληνικό χρηματιστήριο υποτιμημένες και παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις κατά τις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης, έως το διάστημα των δύο πρώτων μηνών. Το γεγονός αυτό συμβάλλει στην ενίσχυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης το οποίο χαρακτηρίζει και την

ελληνική αγορά. Με το πέρασμα του χρόνου, οι αρχικές αποδόσεις φθίνουν και πιο συγκεκριμένα, στον ένα χρόνο μετά την ημερομηνία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι αρνητικές. Αυτό ουσιαστικά σημαίνει ότι κάποια διόρθωση της τιμής λαμβάνει χώρα στον πρώτο χρόνο.

Λαμβάνοντας υπόψη την ιδιοκτησιακή δομή (ownership structure) των επιχειρήσεων του δείγματος και ειδικότερα το κατά πόσο τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή αν δεν υπάρχει ούτε ένας μέτοχος που να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%, χωρίστηκαν οι επιχειρήσεις σε δυο μέρη.

Παρατηρήθηκε ότι τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον - υπερβάλλουσες αποδόσεις των επιχειρήσεων, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι καλύτερες από αυτές των επιχειρήσεων όπου όλοι οι μέτοχοι κατέχουν ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου μικρότερο ή ίσο του 50%. Σε σημείο που θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η συμμετοχή στην αρχική δημόσια εγγραφή μιας επιχείρησης, όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, θα επιφέρει καλύτερα αποτελέσματα και άρα είναι προτιμητέα.

Σημαντικό είναι το γεγονός ότι ακόμα και ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι απλές αποδόσεις είναι θετικές για τις επιχειρήσεις όπου τουλάχιστον ένας μέτοχος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ είναι αρνητικές για τις επιχειρήσεις που ούτε ένας μέτοχος δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 50%. Οι δε επιπλέον – υπερβάλλουσες αποδόσεις, ένα χρόνο μετά την εισαγωγή τους, παρότι είναι αρνητικές και για τα δυο είδη επιχειρήσεων, είναι αισθητά καλύτερες στις επιχειρήσεις όπου υπάρχει ένας μέτοχος με ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου μεγαλύτερο του 50%.

Συμπερασματικά, από τα ανωτέρω συνεπάγεται ότι ένας επενδυτής ενδεχομένως, οδηγείται σε διακράτηση μιας μετοχής μιας επιχείρησης της οποίας η ιδιοκτησιακή δομή πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, περιλαμβάνει έναν μέτοχο με ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου μεγαλύτερο του 50%, θεωρώντας την καλή επενδυτική επιλογή. Ενώ, οδηγείται σε ρευστοποίηση των κερδών του, σε συντομότερο χρονικό διάστημα,

όταν είναι κάτοχος μετοχών επιχειρήσεων όπου όλοι οι μέτοχοι έχουν ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου μικρότερο ή ίσο του 50%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

Βιβλιογραφία

1. Aggarwal R. και L. Klapper (2003), «Ownership Structure and Initial Public Offerings», World Bank Policy Research Working Paper 3103.
2. Alibi A., Kien Pham P. και My Pham T. (2006), «Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process», Journal of Banking and Finance.
3. Ang S., Cole A. και J. Wuh-Lin (2000), «Agency Costs and Ownership Structures», Journal Of Finance 55, pp. 81-107
4. Barclay M., Holderness C. και J. Pontiff (1993), «Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-end Funds», Journal of Financial Economics 33, pp. 263-291
5. Bolton P. και E. Thadden (1998), «Blocks, Liquidity and Corporate Control», The Journal Of Finance, Vol. 53, No. 1, pp. 1-25
6. Brau C. και S. Fawcett (2006), «Initial public offerings: An analysis of theory and Practice», Journal of Finance 61, pp. 399-436
7. Brennan M. και J. Franks (1997), «Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK», Journal of Financial Economics 45, pp. 391-413
8. Brennan M. και H. Cao (1997), «International portfolio investment flows», Journal of Finance
9. Burkart M., Gromb D. και F. Panunzi (1997), «Large shareholders, Monitoring and the Value of the firm», The Quarterly Journal of Economics, Vol 112, No. 3, pp. 673-728
10. Chandler A. (1980), «Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism», Cambridge MA: Harvard University Press
11. Chen J. και R. Strange (2004), «The effect of ownership structure on the underpricing of initial public offerings: evidence from Chinese stock markets», The management Centre Research Papers, Research Paper 029, Subject area: International Business.

12. Covrig L. και L. Ng (2002), «Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics?», A cross-country analysis, working paper, Nanyang Technological University
13. Dahlquist M. και G. Robertsson (2001), «Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics, Journal of Financial Economics
14. Dr. Venkatesh S. και S. Neupane (2005), «Does ownership structure Effect IPO underpricing: evidence from Thai IPOs», School of management, Asian Institute of Technology, Bangkok, Thailand.
15. Duque J., M. Almeida (2000), «Ownership Structure and Initial Public Offerings In Small Economies -The Case Of Portugal», CIEF-Centro de investigacao sobre economia financeira
16. Field L. και D. Sheehan (2002), «IPO underpricing and outside blockholdings», Journal of Corporate Governance
17. Goergen M. και L. Renneboog (2007), «Does ownership matter? A study of German and UK IPOs», Managerial Finance, Vol 33, No 6, pp. 368-387
18. Khurshed A., Paleari S. και S. Vismara (2005), «The ownership structure and the operating performance of initial public offerings: the UK experience», Universita di Bergamo Working Paper
19. Lease R., McConnell J. και W. Mikkelson (1984), «The Market Value of Different Voting Rights in Closely Held Corporations», Journal of Business 57, pp. 443-467
20. Leland H. και D. Pyle (1977), «Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation», Journal of Finance 32, pp. 371-388
21. Sheehan D. και L. Casares (2004), «IPO Underpricing and outside blockholdings», Journal of Corporate Finance 10, pp. 263-280
22. Stoughton N. και Zechner J. (1998), «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», Journal of Financial Economics 49, pp. 45-77
23. Slovin M. και M. Sushka (1993), «Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders», Journal of Finance 48, pp. 1293-1321

24. Yeh Y., Shu P. και R.Guo (2008), «Ownership Structure and IPO Valuation – Evidence from Taiwan», Financial Management
25. Zingales L. (1995), «Insider Ownership and the Decision to Go Public», Review of Economic Studies, Vol. 62, pp. 425-448
26. Παπαϊωάννου Γ. και Ν. Τραυλός (1995), «Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και εμπειρική ανάλυση» Το ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα – Τάσεις και προοπτικές, Επιμέλεια: Γ. Προβόπουλος, IOBE, σελ.:215-262, 279-292.

Ιστοσελίδες Internet

www.ase.gr

www.naftemporiki.gr

www.euro2day.gr

www.newcompanies.gr

www.jstor.org

papers.ssrn.com

www.hcmc.gr

www.blackwell-synergy.com

www.sciencedirect.com

Βάση δεδομένων: Datastream