

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗ**  
**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**



*«Η ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΝΕΟΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ  
ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ»*

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ :  
**ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ Ζ. ΛΟΤΣΑΡΗΣ**

Επιτροπή Αξιολόγησης

- 1) Επικ. Καθηγητής Ν. Τσαγκαράκης : Επιβλέπων Καθηγητής
- 2) Καθηγητής Γ. Διακογιάννης
- 3) Αναπλ. Καθηγητής Α. Αντζουλάτος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2003

*Για την εκπόνηση της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας απαιτήθηκε πολύς χρόνος και κόπος, καθώς και η συμβολή αρκετών ανθρώπων. Για το λόγο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους συνετέλεσαν στο σκοπό αυτό. Ιδιαίτερη σημαντική ήταν η καθοδήγηση του επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Νικόλαου Τσαγκαράκη, καθώς και οι κριτικές των μελών της επιτροπής αξιολόγησης. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τους γονείς μου για την υποστήριξη που μου παρέχουν όλα αυτά τα χρόνια.*

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

	Σελ.
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ</b>	
2.1 Νομοθεσία	6
2.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής	6
2.3 Διαδικασία Εισαγωγής	8
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b>	13
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ : ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ</b>	33
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ : ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ</b>	41
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ</b>	
6.1 Ολόκληρο Δείγμα	49
6.2 Αποτελέσματα κατά Αγορά Διαπραγμάτευσης	55
6.3 Αποτελέσματα ανά Περίοδο	61
6.4 Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις και Χαρακτηριστικά Έκδοσης	66
6.5 Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων	73
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	82
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	86
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β	

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια πληθώρα μελετών έχει ασχοληθεί εκτενώς τις τελευταίες δεκαετίες με τις εισαγωγές των επιχειρήσεων στα Χρηματιστήρια ανά τον κόσμο (IPOs). Το θέμα αυτό αποτελεί άκρως σημαντικό και ενδιαφέρον σημείο για τους περισσότερους φορείς της οικονομίας. Καταρχήν, αγγίζει τη μεγάλη μάζα των επενδυτών που επιθυμούν να ανιχνεύσουν τη «χρυσή ευκαιρία» έτσι ώστε βραχυπρόθεσμα ή και μακροπρόθεσμα να απολαύσουν ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις. Επίσης, οι εταιρίες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο επιδιώκουν τον έμμεσο δανεισμό τους προκειμένου να εκμεταλλευτούν στρατηγικές ευκαιρίες. Αυτό σημαίνει ότι επιθυμούν διακαώς το κόστος δανεισμού τους να είναι το χαμηλότερο δυνατό, δηλαδή η τιμή διάθεσης των νεοεισηγμένων μετοχών τους να μην είναι χαμηλότερη από αυτήν που η αγορά καθορίζει. Στο σημείο αυτό επεμβαίνει το Κράτος (η κεφαλαιαγορά ειδικότερα) και προσπαθεί να διασφαλίσει αφενός τους επενδυτές και αφετέρου τις επιχειρήσεις. Η επιτυχία του παραπάνω στόχου αποτελεί σοβαρή ένδειξη αποτελεσματικής αγοράς, η ύπαρξη της οποίας ωφελεί και πάλι τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις.

Με την παρούσα εργασία λοιπόν, θα γίνει προσπάθεια να διερευνηθεί εμπειρικά η *Μακροπρόθεσμη Απόδοση Νεοεισηγμένων Μετοχών*, δηλαδή κατά πόσο ο επενδυτής που

αγόρασε τη νεοεισηγμένη μετοχή σημείωσε υψηλή ή χαμηλή απόδοση και το αν θα έπρεπε τελικά να είχε επενδύσει τα χρήματά του σε μία ήδη εισηγμένη (και άρα γνωστή) μετοχή. Οι διάφορες μελέτες που έχουν γίνει κατά καιρούς στην Ελλάδα και διεθνώς, αποδεικνύουν ότι δεν υπάρχει σίγουρη απάντηση. Ορισμένες μελέτες δείχνουν ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές έχουν μικρότερη απόδοση από τις ήδη εισηγμένες (Ritter 1991 - Η.Π.Α., Alvarez & Gonzalez 2000 - Ισπανία, κ.α.) ενώ σε άλλες διαπιστώνεται ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές αποδίδουν υψηλότερα από τις ήδη εισηγμένες (Dawson 1987 - Μαλαισία, Kim, Krinsky & Lee 1995 - Κορέα κ.α.). Όσο αφορά την περίπτωση της Ελλάδας οι Παπαϊωάννου & Τραυλός (1995) και Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός & Φίλιππας (1997) διαπίστωσαν ότι ο επενδυτής που αγοράζει τη μετοχή στην τιμή διάθεσης απολαμβάνει υψηλές αποδόσεις βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, ενώ ο επενδυτής που αγοράζει τη νεοεισηγμένη μετοχή μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης έχει απόδοση μικρότερη από το αν είχε αγοράσει εισηγμένες και γνωστές μετοχές. Γενικά όμως, όπως από τους περισσότερους ερευνητές αναφέρεται, η μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών εξαρτάται από την αγορά στην οποία λαμβάνουν χώρα οι νέες εισαγωγές καθώς και από τις μεθόδους προσδιορισμού των αποδόσεων που χρησιμοποιούνται κάθε φορά.

Πιο συγκεκριμένα λοιπόν, η μελέτη αυτή επιχειρεί να αναλύσει τις αποδόσεις των μετοχών που εισήχθησαν για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τα τελευταία χρόνια και συγκεκριμένα την περίοδο 1995-1999. Χρησιμοποιήθηκε δείγμα 110 νεοεισηγμένων μετοχών, δίνοντας έμφαση στη μακροπρόθεσμη απόδοση (υπολογίσθηκαν μέχρι και τριετείς αποδόσεις από την ημερομηνία εισαγωγής

των μετοχών). Άρα, η εξεταζόμενη περίοδος επεκτείνεται κατά τρία χρόνια μπροστά από το 1999 και συνεπώς η σχετική περίοδος είναι από το 1995 έως το 2002. Οι αποδόσεις που υπολογίσθηκαν είναι αποκλειστικά οι κεφαλαιακές αποδόσεις (τα μερίσματα δεν λαμβάνονται υπόψη) και διακρίθηκαν σε απλές και επιπλέον αποδόσεις. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι η buy-and-hold returns method με τιμή βάσης, αφενός την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και αφετέρου την τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α. χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό των επιπλέον αποδόσεων. Συνεπώς, από την παρούσα μελέτη, έγινε προσπάθεια να απαντηθούν ερωτήματα του τύπου :

- μπορεί να θεωρηθεί μία νεοεισηγμένη μετοχή ως καλή επενδυτική επιλογή μακροπρόθεσμης επένδυσης;
- ο επενδυτής που αγόρασε την νεοεισηγμένη μετοχή στην τιμή κλεισίματος στο τέλος της πρώτης ημέρα διαπραγμάτευσης θα έχει υψηλότερες αποδόσεις από τον επενδυτή που αγόρασε στη τιμή κλεισίματος στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης;

Τέλος, το κεφάλαιο 2 αναπτύσσει το θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής των εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το κεφάλαιο 3 περιέχει ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, το κεφάλαιο 4 περιγράφει το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε, το κεφάλαιο 5 αναπτύσσει την χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία, το κεφάλαιο 6 παρουσιάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα και το κεφάλαιο 7 περιέχει τα συμπεράσματα της μελέτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### **ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

#### **2.1 ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ**

Το νομικό πλαίσιο που διέπει την εισαγωγή εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι το παρακάτω :

- Ø Π.Δ.348/1985
- Ø ΠΔ 350/1985
- Ø Ν. 1806/1988
- Ø Υπ. Απόφαση 119/1989
- Ø Ν. 2651/1998
- Ø Ν. 2733/1999
- Ø Υπ. Απόφαση 2063/Β69/1999
- Ø Υπ. Απόφαση 41118/Β2095
- Ø Ν. 2836/2000
- Ø Ν. 2842/2000
- Ø Υπ. Απόφαση 3444/Β253/2000
- Ø Υπ. Απόφαση 3445/Β254/2000
- Ø Απόφαση υπ'αριθμόν 57/22.9.00 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

#### **2.2 ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ**

Ι. Προϋποθέσεις που αφορούν την εταιρία.

Οι προϋποθέσεις που αναφέρονται στη συνέχεια είναι εκείνες που ισχύουν προκειμένου να εισαχθεί μια ανώνυμη εταιρία στην κύρια αγορά. Για την παράλληλη αγορά και τη

ΝΕΧΑ ισχύουν τα ίδια με μικρές παραλλαγές, οι οποίες αφορούν επιεικέστερους όρους. Καταρχήν η απόφαση για την εισαγωγή μιας Α.Ε. στο χρηματιστήριο ανήκει στην αρμοδιότητα του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. Βέβαια, η απορριπτική απόφαση, ως διοικητική πράξη, είναι προσβλητή στο Συμβούλιο της Επικρατείας. Συνοπτικά οι προϋποθέσεις είναι οι ακόλουθες :

1. Η νομική κατάσταση της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη προς τους νόμους και τους κανονισμούς οι οποίοι διέπουν κυρίως την ίδρυση της και την καταστατική της λειτουργία (εκτός από την νομική κατάσταση ενδιαφέρει και η οικονομική κατάσταση της εταιρίας)
2. Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 4.000.000.000 δρχ. (αναπροσαρμόζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας). Για την παράλληλη αγορά είναι 1.000.000.000 δρχ, ενώ για τη ΝΕΧΑ είναι 500.000.000 δρχ.
3. Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως Α.Ε. για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις. Για την παράλληλη αγορά και τη ΝΕΧΑ τουλάχιστον δύο οικονομικές χρήσεις
4. Η εταιρία θα πρέπει να ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

## II. Προϋποθέσεις που αφορούν τις μετοχές της εταιρίας

1. Η νομική κατάσταση των μετοχών πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς.
2. Να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες



3. Η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας
4. Οι μετοχές πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες.

### III. Προϋπόθεση από το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς.

Μέχρι το 1998 προκειμένου να εισαχθεί μια Α.Ε. στο Χ.Α.Α. έπρεπε η ονομαστική αξία των μετοχών που προέρχονται από την αύξηση να ήταν το 25% του μετοχικού της κεφαλαίου. Τούτο προκειμένου να επιτευχθεί η διασπορά των μετοχών. Από το 1998 και εντεύθεν η Α.Ε. μπορεί να μην κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά 25% αλλά να βρει άλλους τρόπους προκειμένου να επιτευχθεί η επιδιωκόμενη διασπορά. Το νέο αυτό μέτρο δεν ισχύει για την παράλληλη και τη ΝΕΧΑ.

## **2.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ**

Η παρακάτω διαδικασία εισαγωγής διακρίνεται στο προστάδιο και σε τρία βασικά στάδια και αναφέρεται στη εισαγωγή με δημόσια εγγραφή. Στην περίπτωση της μη δημόσιας εγγραφής το δεύτερο στάδιο παραλείπεται και στα υπόλοιπα στάδια ισχύουν κάποιες μικρές αλλαγές.

### I. Αρχικό Στάδιο.

Μία εταιρία που αποφασίζει να εισαχθεί στο Χ.Α.Α. πρέπει να κάνει προκαταρκτικά τις ακόλουθες ενέργειες :

1. Να επιλέξει τον Σύμβουλο έκδοσης
2. Να επιλέξει τον Ανάδοχο ή τους Αναδόχους

3. Να επιλέξει από τα πρόσωπα που θα της υποδείξει ο Ανάδοχος εκείνους που θα διενεργήσουν το νομικό, οικονομικό και λογιστικό έλεγχο.

## II. Βασικά Στάδια

Με την Απόφαση υπ' αριθμόν 57/22.9.00 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. κωδικοποιείται η βασική διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο σε τρία στάδια τα οποία είναι :

**Στάδιο 1** : Έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α.

α Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών της προ εισαγωγής εταιρίας από τον κύριο Ανάδοχο (Κατάλογος Δικαιολογητικών Α).

α Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α.Α. της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου (σύμφωνα με τον παραπάνω Κατάλογο Α).

Αίτηση με ελλιπή δικαιολογητικά δεν εξετάζεται. Συμπλήρωση του φακέλου επιτρέπεται μόνο με νέα αίτηση, βάση της οποίας θα καταταγεί η εταιρία στις «υπό εισαγωγή λίστες»

α Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α.Α. του περιεχομένου του κατατεθέντος ενημερωτικού δελτίου σε σχέση με το πρότυπο ενημερωτικό δελτίο.

α Έγκριση από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.

α Έγγραφο ενημέρωση από το Χ.Α.Α. του Κυρίου Αναδόχου και της εταιρίας για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το

Δ.Σ. του Χ.Α.Α. κατά την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου.

- α Κατάθεση από τον Κύριο Ανάδοχο στο Χ.Α.Α. ενός αντιγράφου του τελικού ενημερωτικού δελτίου (σε φυσική και ηλεκτρονική μορφή). Το αντίτυπο αυτό θα μονογράφεται από τους εκπροσώπους της εταιρίας και του Κύριου Αναδόχου.
- α Έγγραφο ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από το Χ.Α.Α. σχετικά με την έγκριση του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου και των τυχόν προϋποθέσεων που ετέθησαν.
- α Δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου σύμφωνα με το Π.Δ. 348/85.
- α Γνωστοποίηση στο Χ.Α.Α. από τον Κύριο Ανάδοχο της περιόδου δημόσιας εγγραφής, οι ακριβείς ημερομηνίες της οποίας καθορίζονται μετά από συνεννόηση με το Χρηματιστήριο, εφόσον έχουν ολοκληρωθεί οι εγκρίσεις του ενημερωτικού δελτίου και της δημόσιας εγγραφής από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- α Γνωστοποίηση στο Χ.Α.Α. από την εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο του περιεχομένου των ανακοινώσεων μέσω των οποίων αναγγέλλεται η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό. Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνεται πριν δημοσιευθούν οι το εν λόγω ανακοινώσεις και εγκαίρως ώστε να είναι εφικτό στο Χ.Α.Α. να διατυπώσει τυχόν παρατηρήσεις. Το περιεχόμενο και ο χρόνος διάθεσης των ανακοινώσεων πρέπει να είναι σύμφωνο με το ΠΔ 348/85 και να εναρμονίζεται με τα αναφερόμενα στο άρθρο 7 του Κανονισμού Αναδόχων.

**Στάδιο 2** : Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών της εταιρίας.

- α Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο Χ.Α.Α. από τον Κύριο Ανάδοχο (Κατάλογος Δικαιολογητικών Α1).
- α Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α.Α. της πληρότητας των δικαιολογητικών (σύμφωνα με τον παραπάνω Κατάλογο Α1).
- α Έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
- α Σε περίπτωση διαθέσεως υφισταμένων μετοχών, έγκριση από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., της μεταβίβασης τους, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη μέθοδο 4 της υπ'αριθμόν 18/15.1.99 απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

**Στάδιο 3** : Έναρξη διαπραγμάτευση των μετοχών (Μέθοδοι διαπραγμάτευσης 1, 2 και 3, σύμφωνα με την 18/15.1.99 απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.)

- α Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών στο Χ.Α.Α. από τον Κύριο Ανάδοχο (Κατάλογος Δικαιολογητικών Α2).
- α Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του Χ.Α.Α. της πληρότητας των δικαιολογητικών (Σύμφωνα με τον Κατάλογο Α2).
- α Εισαγωγή ενδείξεως στο ΣΑΤ.
- α Εισαγωγή στο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών εντολής έναρξης διαπραγμάτευσης από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του Χ.Α.Α.

Τέλος, ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώσει τη σχετική διαδικασία υποβολής στο Χρηματιστήριο όλων των

δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου εντός πέντε (5) εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της δημόσιας εγγραφής. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας πραγματοποιείται εντός δεκαπέντε (15) ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών. Η εμπρόθεσμη κατάθεση στο Χρηματιστήριο από τον Κύριο Ανάδοχο και την εκδότρια εταιρία όλων των απαραίτητων δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών (κατάλογος δικαιολογητικών Α1) ή την έναρξη διαπραγμάτευσής τους (κατάλογος δικαιολογητικών Α2) συνιστά υποχρέωση του αναδόχου και της εκδότριας εταιρίας. Η καθυστέρηση υποβολής των ως άνω δικαιολογητικών αποτελεί παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου θα διαβιβάσει το σχετικό φάκελο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Οι Παπαϊωάννου & Τραυλός (1995) προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα αν οι μετοχές των εταιριών που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έχουν θετικές αρχικές αποδόσεις καθώς και ποια είναι η μακροπρόθεσμη πορεία αυτών των μετοχών. Σαν αρχική απόδοση έχουν ορίσει την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης σε σχέση με την τιμή εισαγωγής της μετοχής. Αντίστοιχα, ως μακροπρόθεσμη απόδοση οι ερευνητές έχουν ορίσει το τέλος του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης της μετοχής. Το προς εξέταση δείγμα τους περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές στο Χ.Α.Α. από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1987 μέχρι την 28<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 1994. Το δείγμα επίσης περιλαμβάνει εισαγωγή κοινών και προνομιούχων μετοχών τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά, ενώ το σύνολο των εταιριών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την εξεταζόμενη περίοδο είναι 101.

Προκειμένου να υπολογισθούν οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών, χρησιμοποιήθηκε η buy-and-hold returns μέθοδος (υπολογίσθηκαν και οι απλές [Raw Returns] και οι επιπλέον αποδόσεις [Excess Returns or Adjusted Returns] με βάση τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α.). Ως τιμή βάσης για τον υπολογισμό της απλής απόδοσης θεώρησαν αφενός την τιμή εισαγωγής της μετοχής

στο Χ.Α.Α. και αφετέρου την τιμή κλεισίματος στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

Από την ανάλυσή τους προέκυψε ότι με τιμή σύγκρισης την τιμή εισαγωγής η μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας είναι 34,5% ενώ για το πρώτο έτος είναι 21,2%. Η απλή απόδοση επίσης για το έτος όταν ως βάση τιμής θεωρείται η πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι -14,6%. Αντίστοιχα για τις επιπλέον αποδόσεις προέκυψαν ότι η μέση επιπλέον απόδοση πρώτης ημέρας είναι 34% ενώ η μέση επιπλέον απόδοση του πρώτου έτους είναι 33,9% (με τιμή σύγκρισης την τιμή εισαγωγής). Επίσης οι αναλυτές έχοντας θεωρήσει ως τιμή σύγκρισης την τιμή κλεισίματος της πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας της μετοχής τότε η μέση επιπλέον απόδοση του πρώτου έτους είναι -5,3%. Όλες οι παραπάνω αποδόσεις, εκτός της τελευταίας είναι στατιστικά σημαντικές τουλάχιστον στο επίπεδο σημαντικότητας 5%. Οι Παπαϊωάννου & Τραυλός δηλαδή καταλήγουν στο ότι οι επενδυτές που αγόρασαν τις νέες μετοχές στην τιμή εισαγωγής τους αποκόμισαν σημαντικές θετικές αποδόσεις για μια περίοδο τουλάχιστον ενός έτους από την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης ενώ οι επενδυτές που τις αγόρασαν μετά την πρώτη χρηματιστηριακή ημέρα παρουσίασαν αρνητικές απλές και επιπλέον αποδόσεις στην διάρκεια του ενός έτους.

Οι **Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός και Φίλιππας (1997)** εξετάζουν τη χρηματιστηριακή πορεία των νεοεισηγμένων μετοχών στο Χ.Α.Α. για μια περίοδο που καλύπτει μέχρι και τρία χρόνια μετά την εισαγωγή τους. Συγκεκριμένα η μελέτη τους περιλαμβάνει όλες της δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές στο Χ.Α.Α. από την

1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1987 μέχρι την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1994, πλην των τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών, εταιριών Leasing και εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Το δείγμα αποτελείται από 94 μετοχές και περιλαμβάνει εισαγωγή κοινών και προνομιούχων μετοχών τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά. Για να υπολογίσουν τις χρηματιστηριακές αποδόσεις χρησιμοποίησαν την buy-and-hold returns μέθοδο, ενώ υπολογίσθηκαν και οι απλές και οι επιπλέον αποδόσεις με βάση τον Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. Ως τιμή βάσης για τον υπολογισμό της απλής απόδοσης θεώρησαν την τιμή εισαγωγής της μετοχής στο Χ.Α.Α. αλλά και την τιμή κλεισίματος στο τέλος του πρώτου μήνα.

Συνεπώς τα ευρήματά τους διαχωρίζονται ανάλογα με την τιμή βάσης. Με τη χρήση της τιμής εισαγωγής βρήκαν θετική απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στα τρία έτη 88,5% (απλή απόδοση) και 65,66% (επιπλέον απόδοση) με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές στα επίπεδα σημαντικότητας 0,01 και 0,05 αντίστοιχα). Θεωρώντας ως τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος στο τέλος του πρώτου μήνα, υπολόγισαν για τα πρώτα τρία έτη αφενός αρνητική απλή απόδοση 2,53% και αφετέρου αρνητική επιπλέον απόδοση 9,19% αλλά με μη σημαντικούς στατιστικά συντελεστές στα επίπεδα σημαντικότητας 0,01 και 0,05. Από τα παραπάνω οι Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός και Φίλιππας έκαναν τη διαπίστωση ότι αν αφαιρεθεί η απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης οι νεοεισηγμένες μετοχές δεν παρουσιάζουν επιπλέον αποδόσεις και ακολουθούν την πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α.

Ο Dawson (1987) εξετάζει την πορεία των νεοεισηγμένων μετοχών στο Χονγκ-Κονγκ, στη Σιγκαπούρη και τη Μαλαισία.



Το δείγμα του περιλαμβάνει 21 νέες εισαγωγές στο χρηματιστήριο του Χονγκ-Κονγκ, 39 στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης και 21 στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας που έλαβαν χώρα τη χρονική περίοδο 1978 - 1983. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η buy-and-hold returns ενώ οι επιπλέον αποδόσεις υπολογίζονται με δείκτη σύγκρισης το Δείκτη Χρηματιστηρίου του Χονγκ-Κονγκ, της Σιγκαπούρης ενώ για τη Μαλαισία χρησιμοποιήθηκε ο Kuala Lumpur Stock Exchange Industrial Index (εν ελλείψει γενικού δείκτη). Ως τιμή βάσης θεωρείται η τιμή κλεισίματος της πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας. Από την ανάλυση ο Dawson διαπίστωσε την ύπαρξη αρνητικής μέσης επιπλέον απόδοσης στο Χονγκ-Κονγκ για τον πρώτο χρόνο ίση με 9,3%, αρνητική μέση επιπλέον απόδοση και για τη Σιγκαπούρη ίση με 2,7%, ενώ αντίθετα θετική μέση επιπλέον απόδοση παρατηρήθηκε στην περίπτωση της Μαλαισίας (18,2%), πάντα αναφερόμενος στην ίδια χρονική περίοδο (1 έτος). Πάντως τα αποτελέσματά του δεν ήταν στατιστικά σημαντικά στα συμβατά επίπεδα σημαντικότητας 0,01 και 0,05. Ο Dawson σχολιάζοντας το διαφορετικό αποτέλεσμα της Μαλαισίας ισχυρίζεται ότι παρόλο που για το Χονγκ-Κονγκ και τη Σιγκαπούρη χρησιμοποιήθηκε ο γενικός δείκτης χρηματιστηρίου ως δείκτης σύγκρισης (market index) στις επιπλέον αποδόσεις, στην περίπτωση της Μαλαισίας δεν υπάρχει γενικός δείκτης και χρησιμοποιήθηκε ένας πιο περιορισμένος δείκτης (Kuala Lumpur Stock Exchange Industrial Index) ο οποίος ίσως δεν είναι και τόσο αντιπροσωπευτικός ολόκληρης της αγοράς.

Οι **Finn και Higham (1988)** εξετάζουν την απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο του Σύδνευ της

Αυστραλίας από τον Ιούνιο του 1966 έως και τον Ιούνιο του 1978. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 93 μετοχές και υπολογίζονται οι αρχικές αποδόσεις καθώς και οι αποδόσεις στο τέλος του πρώτου χρόνου διαπραγμάτευσης. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της μακροπρόθεσμης απόδοσης είναι η *buy-and-hold returns method* και η ανάλυση έδειξε ότι η μέση επιπλέον απόδοση για τις νεοεισηγμένες μετοχές στο διάστημα του πρώτου έτους ήταν  $-6,52\%$  με στατιστικό συντελεστή  $-1,87$ . Στη συνέχεια διενέργησαν παλινδρομήσεις με μεταβλητές όπως το μέγεθος της εταιρίας, το μέγεθος της έκδοσης κ.τ.λ., τα αποτελέσματα όμως δεν απέδωσαν στατιστικά σημαντικές εξηγήσεις για τη σχέση των μεταβλητών αυτών με την απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών.

Ο **Ritter (1991)** χρησιμοποίησε ένα δείγμα από 1526 νεοεισηγμένες μετοχές στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Η.Π.Α.) την χρονική περίοδο 1975-1984 για να εξετάσει τη μακροπρόθεσμη απόδοσή τους. Οι μέθοδοι που χρησιμοποίησε ήταν η *buy-and-hold returns* για μια περίοδο τριών ετών με δείκτη σύγκρισης τη μέση απόδοση ομοειδών επιχειρήσεων (*an index of a set of matching firms*) και η *Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)* χρησιμοποιώντας μηνιαίως αναθεωρούμενα χαρτοφυλάκια. (η μέθοδος αυτή ομοιάζει με την *Calendar-Time Portfolio method*). Ως τιμή σύγκρισης ο Ritter θεώρησε την τιμή κλεισίματος στην πρώτη χρηματιστηριακή ημέρα. Από την ανάλυση που έκανε διαπίστωσε ότι σύμφωνα με την πρώτη μέθοδο αν ένας επενδυτής είχε τοποθετήσει τα χρήματά του στις νεοεισηγμένες μετοχές θα είχε στα τρία χρόνια απόδοση  $34,47\%$  ενώ κάποιος που θα είχε επενδύσει τα χρήματά του

στις ήδη εισηγμένες εταιρίες θα είχε απόδοση στην ίδια χρονική περίοδο 61,86%. Δηλαδή σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή οι νεοεισηγμένες μετοχές παρουσιάζουν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις κατά τη διάρκεια των τριών ετών. Σύμφωνα με τη δεύτερη μέθοδο διαπιστώθηκε και εδώ μια αρνητική επιπλέον απόδοση της τάξης του 29,13% για τη διάρκεια των τριών ετών με στατιστικά σημαντικό συντελεστή. Ο Ritter καταλήγει στο ότι μακροπρόθεσμα οι νεοεισηγμένες μετοχές στις Η.Π.Α. παρουσιάζουν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με τις ήδη εισηγμένες μετοχές πράγμα το οποίο δεν οφείλεται στο ότι οι τιμές εισαγωγής είναι πολύ χαμηλές αλλά στο ότι οι αρχικές αποδόσεις είναι υπερβολικά υψηλές.

Οι **Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993)** προσπαθούν να διερευνήσουν κατά πόσο οι αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών αποτελούν ικανό επεξηγηματικό παράγοντα για τις αποδόσεις των μελλοντικών αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου των μετοχών αυτών. Για αυτό το λόγο εξετάζουν πρώτον κατά πόσο ισχύει η **Signaling Hypothesis** και δεύτερον προσπαθούν να διερευνήσουν την ονομαζόμενη **Market-Feedback Hypothesis** (δηλαδή κατά πόσο οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των IPOs επεξηγούν τις αποδόσεις των SEOs). Το δείγμα τους αποτελείται από 1985 νεοεισηγμένες μετοχές από τις οποίες οι 411 μετοχές πραγματοποίησαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μέσα στα επόμενα τρία χρόνια. Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι η διαστρωματική ανάλυση. Από τα αποτελέσματα, αυτό που έχει βασικό ενδιαφέρον για τη δική μας μελέτη είναι ότι στις πρώτες 40 ημέρες η μέση επιπλέον απόδοση των 1985 νεοεισηγμένων μετοχών της έρευνας των Jegadeesh, Weinstein και Welch

ήταν μόλις 1,34% ενώ η μέση επιπλέον απόδοση στις πρώτες 40 ημέρες των νεοεισηγμένων μετοχών που προέβησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου την επόμενη τριετία ήταν 3,59%.

Ο **Keloharju (1993)** μεταξύ των άλλων εξετάζει τη μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών της Φιλανδίας και συγκεκριμένα αναλύει την περίοδο από την πρώτη τιμή κλεισίματος έως την τρίτη χρονιά (36 μήνες). Το δείγμα του αποτελείται από 80 νεοεισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο του Ελσίνκι και προέρχεται από την περίοδο 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1984 έως 31<sup>η</sup> Ιουλίου 1989. Χαρακτηριστικό είναι ότι την περίοδο αυτή (1984-1989) πραγματοποιήθηκε το 90% των νέων εισαγωγών στη Φιλανδία από το 1960 έως το 1992. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί για τον υπολογισμό των μακροχρόνιων αποδόσεων είναι η *Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)* ενώ επίσης υπολογίζει και τις απλές αποδόσεις για τα τρία χρόνια με την μέθοδο *buy-and-hold returns*. Στην δεύτερη μέθοδο διαμορφώνει δύο κατηγορίες αποδόσεων. Πρώτον, την απόδοση στα τρία χρόνια που εμπεριέχει τις αρχικές αποδόσεις και δεύτερον την απόδοση στα τρία χρόνια που δεν περιέχει τις αρχικές αποδόσεις. Από την ανάλυση των στοιχείων ο **Keloharju** διαπίστωσε μια αρνητική μέση επιπλέον απόδοση για τα τρία πρώτα χρόνια των νεοεισηγμένων μετοχών της τάξης του 26,4%. Στην περίπτωση όπου υπολογίσθηκε η μέση απλή απόδοση για τα τρία χρόνια με ενσωματωμένες τις αρχικές αποδόσεις διαπιστώθηκε αρνητική απόδοση 9,7% ενώ για την ίδια περίοδο ο αντίστοιχος δείκτης σύγκρισης (*market index*) σημείωσε θετική απόδοση 1%. Στην περίπτωση όπου οι αρχικές αποδόσεις δεν περιλαμβάνονται στον

υπολογισμό της μακροπρόθεσμης απόδοσης τότε παρατηρήθηκε αρνητική μέση απλή απόδοση για την τριετία 22,4% ενώ ο αντίστοιχος δείκτης σύγκρισης σημείωσε πτώση μόλις 1,6%. Ο Keloharju καταλήγει αναφέροντας ότι επειδή στην εξεταζόμενη περίοδο η κεφαλαιαγορά της Φιλανδίας ήταν ασυνήθιστα ενεργή (*exceptionally active*), οι μακροπρόθεσμες αρνητικές αποδόσεις ίσως αποτελούν την απογοήτευση των επενδυτών για τις προοπτικές των νεοεισηγμένων εταιριών σε σχέση με την αρχικό τους ενθουσιασμό.

Οι **Loughran και Ritter (1995)** εξετάζουν κατά πόσο οι νεοεισηγμένες μετοχές παρουσιάζουν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις μακροπρόθεσμα σε σύγκριση με τις ήδη εισηγμένες μετοχές. Χρησιμοποιούν ως δείγμα τους 4.753 εταιρίες των Η.Π.Α. που πρωτοεισήχθησαν στο χρηματιστήριο του Σικάγο και στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης την περίοδο 1970 έως 1990. Η μεθοδολογία που ακολουθούν είναι καταρχήν η *buy-and-hold returns* μέθοδος με ορισμένες παραλλαγές (διάφοροι δείκτες σύγκρισης - *market indexes*). Επίσης χρησιμοποιείται και η μέθοδος *Fama and French three - factor model*. Ως τιμή βάσης θεωρείται η τιμή κλεισίματος της πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας. Από την ανάλυσή τους οι Loughran και Ritter διαπιστώνουν μέση απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών για τα τρία χρόνια 8,4% ενώ για τις ομοειδείς εταιρίες (*matching firms index*) μέση απόδοση 35,3%. Όσο αφορά την περίοδο των πέντε χρόνων, η μέση απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών είναι 15,7% ενώ των ομοειδών εταιριών 66,4%. Παρατηρείται δηλαδή οι νεοεισηγμένες μετοχές να αποδίδουν χαμηλότερα από τις ήδη εισηγμένες. Σύμφωνα με τη δεύτερη παραλλαγή υπολογίσθηκαν

οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών και είναι 5,1% ενώ οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των ομοειδών εταιριών είναι 11,8%. (Οι ερευνητές αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών είναι χαμηλότερες και από την ετήσια απόδοση των T-bills που την περίοδο εκείνη ήταν 7%). Τα ίδια αποτελέσματα πήραν και με τη δεύτερη μέθοδο όπου παρατήρησαν αρνητικές μηνιαίες αποδόσεις. Οι Loughran και Ritter καταλήγουν στο άρθρο τους αναφέροντας χαρακτηριστικά : "Investing in firms issuing stock is hazardous to your wealth!"

Οι **Kim, Krinsky και Lee (1995)** στο άρθρο τους αυτό ερευνούν κατά πόσο οι νεοεισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο της Κορέας (Korea Stock Exchange) επιτυγχάνουν θετική ή αρνητική απόδοση στη μακροπρόθεσμη περίοδο. Το προς εξέταση δείγμα τους περιλαμβάνει 296 εταιρίες που εισήχθησαν για πρώτη φορά στο KSE από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1985 έως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1989. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν είναι παρόμοια με αυτή του Loughran και Ritter (1993) και Ritter (1991). Δηλαδή χρησιμοποιούν την buy-and-hold returns μέθοδο για μια περίοδο 24 και 36 μηνών με διάφορες παραλλαγές (ανάλογα με τον δείκτη σύγκρισης). Ακόμη, ο υπολογισμός των αποδόσεων γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας. Για την περίοδο των δύο ετών τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν την ύπαρξη θετικών απλών αποδόσεων (78,58%) καθώς και θετικές επιπλέον αποδόσεις (από 51,51% ως 59,01% ανάλογα με τον δείκτη σύγκρισης - market index- που χρησιμοποιήθηκε). Αναφορικά για τα τρία έτη και πάλι διαπιστώθηκαν θετικές απλές αποδόσεις

(155,61%) ενώ και οι επιπλέον αποδόσεις ήταν αρκετά υψηλές (από 80,63% ως 91,59%). Τα παραπάνω αποτελέσματα βρέθηκαν και στατιστικά σημαντικά. Όταν όμως Kim, Krinsky και Lee χωρίζουν την ανάλυσή τους σε δύο περιόδους (απόδοση του πρώτου μήνα και απόδοση από τον πρώτο μήνα μέχρι και τα δύο έτη) διαπιστώνουν ότι μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης η επιπλέον απόδοση είναι αρκετά υψηλή ενώ μετά από τον πρώτο μήνα και μέχρι και τον δεύτερο χρόνο η επιπλέον μέση απόδοση είναι μόλις 4,64% και στατιστικά μη σημαντική. Άρα οι ερευνητές καταλήγουν αναφέροντας ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές στην Κορέα παρουσιάζουν θετικές επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες εμφανίζονται κυρίως τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης και άρα αν εξαιρέσουμε τον πρώτο μήνα οι επενδυτές που κατέχουν μετοχές νεοεισηγμένων εταιριών δεν έχουν στατιστικά σημαντικές επιπλέον αποδόσεις από τους επενδυτές που κατέχουν μετοχές ήδη εισηγμένων μετοχών.

Οι **Lee, Taylor και Walter (1996)** μεταξύ των άλλων εξετάζουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών της Αυστραλίας. Η μελέτη τους αφορά την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1976 έως το Δεκέμβριο του 1989 και περιλαμβάνουν στο δείγμα τους 266 εταιρίες που εισήχθησαν για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Stock Exchange Limited). Προκειμένου να υπολογισθεί η μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών χρησιμοποιείται η μέθοδος **Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)**. Ως δείκτης σύγκρισης χρησιμοποιείται ο δείκτης **All Industrials Accumulation Index** ενώ ως τιμή βάσης θεωρείται η τελευταία τιμή πώλησης την πρώτη χρηματιστηριακή ημέρα. Τα αποτελέσματά

τους έδειξαν μία αρνητική συσσωρευμένη μέση απόδοση 51% περίπου για τα τρία χρόνια, που είναι και στατιστικά σημαντική σε επίπεδα σημαντικότητας 0,01. Αυτό σημαίνει, καταλήγουν οι Lee, Taylor και Walter, ότι μέσα σε τρία χρόνια ο επενδυτής θα έχει χάσει τα μισά χρήματα της επένδυσής του!

Οι **Allen, Morkel-Kingsbury και Piboonthanakiat (1999)** αναλύουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης και αναζητούν πιθανές εξηγήσεις για την απόδοση αυτή. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 151 IPOs στο χρονικό διάστημα μεταξύ 1985 και 1992. Η μέθοδος που χρησιμοποιούν είναι η Cumulative Abnormal Return με δείκτη σύγκρισης αφενός τον Equally-weighted market index και αφετέρου τον Value-weighted market index. Με τη χρησιμοποίηση του πρώτου δείκτη σύγκρισης η Συσσωρευμένη Μέση Επιπλέον Απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών για τα τρία χρόνια είναι 10,02% ενώ με τη χρησιμοποίηση του δεύτερου δείκτη σύγκρισης η Συσσωρευμένη Μέση Επιπλέον Απόδοση είναι 27,54%. Τα αποτελέσματα μπορεί να είναι οικονομικά σημαντικά αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδα σημαντικότητας 5% και 10% αντίστοιχα. Οι ερευνητές στη συνέχεια με τη χρήση μονομεταβλητής και πολυμεταβλητής παλινδρόμησης διαπιστώνουν ότι αν εξαιρεθούν οι ακραίες παρατηρήσεις από το δείγμα τότε οι μετοχές που σημείωσαν υψηλές αρχικές αποδόσεις παρουσιάζουν χαμηλές μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Επίσης διαπίστωσαν ότι οι μετοχές με μικρό μέγεθος έκδοσης (small issue size) έχουν υψηλότερες αποδόσεις μακροπρόθεσμα από ότι οι μετοχές με μεγάλο μέγεθος έκδοσης. Τέλος, από την ανάλυση εξάγεται το



συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με μικρή ηλικία ζωής παρουσιάζουν μικρές αρχικές αποδόσεις αλλά υψηλές μακροπρόθεσμες αποδόσεις\*.

Οι **Alvarez και Gonzalez (2000)** αναλύουν μεταξύ των άλλων την μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών που εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης τη χρονική περίοδο 1987 - 1997 καθώς και τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών αυτών. Το προς εξέταση δείγμα τους περιλαμβάνει τις 56 από τις 58 δημόσιες εγγραφές που έγιναν στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης τη χρονική περίοδο 1987 - 1997 (για τις 2 που δεν είναι στο δείγμα δεν υπήρχαν επαρκή στοιχεία). Οι παραπάνω μελετητές έχουν θεωρήσει ως αρχική απόδοση την απόδοση που παίρνει ο επενδυτής κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης και συγκεκριμένα είναι η τιμή κλεισίματος μείον την τιμή προσφοράς της μετοχής (τιμή δημόσιας εγγραφής). Για τον υπολογισμό των μακροπρόθεσμων αποδόσεων οι παραπάνω ερευνητές χρησιμοποίησαν τρεις διαφορετικές μεθόδους οι οποίες και είναι :

A) Buy - and - hold returns (BHR) (με διάφορες παραλλαγές ανάλογα με τον δείκτη σύγκρισης που χρησιμοποιείται κάθε φορά).

B) Calendar - Time Portfolios

Γ) Fama and French three - factor model.

Όσο αφορά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών αυτών με την πρώτη μέθοδο (buy-and-hold returns) τα αποτελέσματα έδειξαν την ύπαρξη θετικών επιπλέον αποδόσεων για τους πρώτους 12 μήνες αλλά δεν είναι

---

\* Σε αντίθεση με τα εμπειρικά ευρήματα του Ritter (1991) όπου διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ ηλικίας και μακροπρόθεσμης απόδοσης.

στατιστικά σημαντικά. Για τους 36 και 60 μήνες παρατηρείται ύπαρξη αρνητικών αποδόσεων όπου σε ορισμένες περιπτώσεις τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά. Συγκεκριμένα, για τα τρία χρόνια διαπιστώθηκε αρνητική επιπλέον απόδοση από -14,16% έως -31,11% ανάλογα με τον δείκτη σύγκρισης που χρησιμοποιήθηκε. Με τη δεύτερη και την τρίτη μέθοδο δεν φαίνεται να υπάρχουν επιπλέον αποδόσεις για τις περιόδους 1, 3 και 5 έτη. Οι Alvarez και Gonzalez καταλήγουν με το γενικό συμπέρασμα ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης δεν παρουσιάζουν στη μακροπρόθεσμη περίοδο επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με τους αντίστοιχους δείκτες που είχαν χρησιμοποιηθεί και η όποια μικρή απόκλιση στα αποτελέσματα οφείλεται στην χρησιμοποίηση των τριών διαφορετικών μεθόδων.

Οι **Espenlaub, Gregory και Tonks (2000)** θέλοντας να αναζητήσουν κατά πόσο ισχύει ακόμα στη Μ.Βρετανία το φαινόμενο της αρνητικής μακροπρόθεσμης απόδοσης των νεοεισηγμένων μετοχών σε σχέση με τις ήδη εισηγμένες εξετάζουν ένα δείγμα από 588 νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου από την περίοδο 1985 έως το 1992. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό των επιπλέον αποδόσεων είναι η *Cumulative Average Adjusted Returns (CAR)* με τη χρησιμοποίηση διαφορετικών δεικτών σύγκρισης και η *Calendar-Time Portfolios* μέθοδος. Με τη χρήση της πρώτης μεθόδου προέκυψε ότι για μια περίοδο τριών ετών οι νεοεισηγμένες μετοχές παρουσιάζουν αρνητική επιπλέον απόδοση (-8,12% έως -28,15%) ανάλογα με τον δείκτη που χρησιμοποιείται κάθε φορά. Αναφορικά με την περίοδο των πέντε χρόνων και

πάλι παρατηρείται αρνητική επιπλέον απόδοση που είναι από -4,30% έως -42,77% ανάλογα και πάλι με τον δείκτη σύγκρισης. Όλα τα παραπάνω αποτελέσματα βρέθηκαν στατιστικά σημαντικά. Επίσης, τα εμπειρικά ευρήματα της δεύτερης μεθόδου έδειξαν ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις. Εδώ όμως τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά. Οι **Espenlaub, Gregory** και **Tonks** καταλήγουν υποστηρίζοντας ότι στη Μ.Βρετανία οι νεοεισηγμένες μετοχές συνεχίζουν να έχουν χαμηλότερη μακροπρόθεσμη απόδοση από τις μετοχές των ήδη εισηγμένων εταιριών και ότι η διαφορά στα αποτελέσματα οφείλεται στη χρήση διαφορετικών μεθόδων.

Οι **Arosio, Giudici και Paleari (2000)** εξετάζουν τη βραχυπρόθεσμη απόδοση των νέων εισαγωγών που έγιναν στο χρηματιστήριο του Μιλάνου την περίοδο Ιανουάριος 1985 με Αύγουστο 2000. Το δείγμα τους αποτελείται από 164 νέες εταιρίες ενώ η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η *buy-and-hold returns*. Ως τιμή βάσης θεωρείται η τιμή εισαγωγής. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό που τονίζεται από τους συγγραφείς είναι ότι η μέση ηλικία των νεοεισηγμένων εταιριών είναι περίπου 49 χρόνια σε αντίθεση με την αμερικάνικη αγορά όπου η μέση ηλικία είναι περίπου 12 χρόνια και η διάμεσος μόλις 6 χρόνια (**Ritter 1991**). Από την ανάλυση προέκυψε θετική μέση απλή απόδοση των νεοεισηγμένων εταιριών ίση με 22,46% για τις τέσσερις πρώτες εβδομάδες ενώ τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά σημαντικά στα επίπεδα σημαντικότητας 0,01.

Οι **Stehle, Ehrhardt και Przyborowsky (2000)** εξετάζουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στη

Γερμανία. Το δείγμα τους αποτελείται από 187 IPOs που έλαβαν χώρα στα οκτώ χρηματιστήρια της Γερμανίας την περίοδο 1960 – 1992. Προκειμένου να υπολογισθεί η μέση επιπλέον απόδοση χρησιμοποιήθηκαν τρεις δείκτες σύγκρισης, *market portfolio*, *size portfolio* και *matching firm index*. Ανεξαρτήτως μεθοδολογίας παρατηρήθηκε αρνητική επιπλέον απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών για το χρονικό διάστημα των τριών ετών. Πιο συγκεκριμένα οι νεοεισηγμένες μετοχές παρουσίασαν κατά μέσο όρο 6% μικρότερη απόδοση από τους αντίστοιχους δείκτες σύγκρισης. Οι Stehle, Ehrhardt και Przyborowsky κατέληξαν ισχυρίζοντας ότι αποδίδουν περισσότερη εμπιστοσύνη στη χρησιμοποίηση των *size portfolios* σε σχέση με τους άλλους δείκτες σύγκρισης στον υπολογισμό των επιπλέον αποδόσεων γιατί στις νέες εισαγωγές (IPOs) διαπιστώνεται ότι η πλειοψηφία των εταιριών είναι μικρού μεγέθους και άρα με τους λοιπούς δείκτες είναι πιθανό να μην απεικονίζεται η σωστή εικόνα στα αποτελέσματα.

Ο **Kiyamaz (2000)** ερευνά την απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στην Τουρκία από το 1990 μέχρι το 1996. Το δείγμα του περιλαμβάνει 163 νέες εισαγωγές στο μοναδικό χρηματιστήριο της χώρας, στην Κωνσταντινούπολη. Η μελέτη του περιορίζεται στους τρεις πρώτους μήνες μετά την εισαγωγή ενώ η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι η *Cumulative Abnormal Returns method*. Ως δείκτης σύγκρισης χρησιμοποιήθηκε ο χρηματιστηριακός δείκτης. Τα αποτελέσματα έδειξαν για τους τρεις μήνες μια θετική συσσωρευμένη Μέση Επιπλέον Απόδοση της τάξης του 3% αλλά χωρίς να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Οι **Ritter και Welch (2002)** προσπαθώντας να αναλύσουν τη μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής εξετάζουν ένα δείγμα από 6249 νεοεισηγμένες μετοχές που έλαβαν χώρα από το 1980 ως το 2001 στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. Οι μέθοδοι που χρησιμοποίησαν ήταν οι Buy-and-hold returns και η Fama-French multifactor regression\*. Από την πρώτη διαπιστώνουν ότι η μέση απλή απόδοση των μετοχών αυτών για τα τρία πρώτα χρόνια χρηματιστηριακής τους συναλλαγής είναι 22,6%. Από την ανάλυση τους προέκυψε επίσης ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές σημείωσαν 23,4% μικρότερη απόδοση σε σύγκριση με τον χρηματιστηριακό δείκτη CRSP και άρα σημείωσαν αρνητική επιπλέον απόδοση. Η δεύτερη μέθοδος απέφερε περίεργα αποτελέσματα και οι ερευνητές δεν τη σχολίασαν ιδιαίτερω\*. Ολοκληρώνοντας την ανάλυσή τους κατέληξαν στο ότι η εξήγηση για την απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών δεν θα πρέπει να προσανατολίζεται στην υπόθεση της «Ασύμμετρης πληροφόρησης» αλλά να

αναζητηθούν απαντήσεις σε άλλα πεδία όπως η συμπεριφορά του ανάδοχου αλλά και το εσωτερικό περιβάλλον της κάθε εταιρίας(π.χ. agency conflicts).

Οι **Aaij και Brounen (2003)** εξετάζουν τις αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών υψηλής τεχνολογίας και κατά πόσο αυτές διαφέρουν από τις αποδόσεις των λοιπών νεοεισηγμένων μετοχών. Επίσης παίρνουν δείγμα τόσο από

---

\* Όπως αναφέρεται και σε παλαιότερα άρθρα, Ritter (1991) και Loughran και Ritter (1995) τα αποτελέσματα σχετίζονται με την χρησιμοποιηθείσα μεθοδολογία .

\* Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι "Fama-French multifactor regressions can produce very odd results".

την Ευρώπη όσο και από τις Η.Π.Α. για να κάνουν συγκριτική μελέτη. Το δείγμα τους λοιπόν αποτελείται από 366 ευρωπαϊκές και 690 αμερικάνικες νεοεισηγμένες μετοχές την χρονική περίοδο 1998-2001. Προκειμένου να προσδιορισθεί η μέση επιπλέον απόδοση των μετοχών για τον πρώτο χρόνο μετά την εισαγωγή τους χρησιμοποιήθηκε η *buy-and-hold returns* μέθοδος με δείκτη σύγκρισης τους δείκτες *Neuer Markt* για τις ευρωπαϊκές μετοχές και *Nasdaq* για τις αμερικάνικες αντίστοιχα. Οι *Sybren Aaij* και *Dirk Brounen* διαπίστωσαν ότι υπάρχει αρκετή διαφορά μεταξύ του μέσου όρου και της διαμέσου και για αυτό αναφέρονται στην διάμεσο. Επομένως, η διάμεσος των αποδόσεων των ευρωπαϊκών μετοχών ήταν  $-14,59\%$  ενώ των αντίστοιχων αμερικανικών ήταν  $-20,55\%$ . Αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι το  $95\%$  των νεοεισηγμένων ευρωπαϊκών μετοχών διαπραγματεύονταν στο τέλος του πρώτου χρόνου κάτω από την τιμή εισαγωγής τους τη στιγμή που από τις λοιπές νεοεισηγμένες μετοχές (*non-tech control sample*) το αντίστοιχο ποσοστό ήταν μόνο  $61\%$ . Αντίστοιχα, το  $83\%$  των νεοεισηγμένων αμερικανικών μετοχών διαπραγματεύονταν στο τέλος του πρώτου χρόνου κάτω από την τιμή εισαγωγής τους ενώ από τις λοιπές νεοεισηγμένες μετοχές μόνο το  $47\%$  ήταν κάτω από την τιμή εισαγωγής. Διαπίστωσαν δηλαδή στο δείγμα τους ότι οι μετοχές υψηλής τεχνολογίας έχουν μικρότερη απόδοση από τις λοιπές μετοχές στο τέλος του πρώτου χρόνου διαπραγμάτευσης. Τέλος, κατόπιν πρόσθετης ανάλυσης καταλήγουν στο ότι οι εταιρίες που είχαν τον πρώτο χρόνο θετικά λειτουργικά αποτελέσματα είχαν συγκριτικά καλύτερες αποδόσεις από τις εταιρίες που παρουσίασαν αρνητικά λειτουργικά αποτελέσματα επαληθεύοντας την *Operational Profitability Hypothesis*.

Όλα τα παραπάνω άρθρα συγκεντρώνονται στους παρακάτω πίνακες (Πίνακας 1Α και Πίνακας 1Β). Συγκεκριμένα, εμφανίζεται η χώρα που έγινε η μελέτη, οι ερευνητές, η ημερομηνία συλλογής του δείγματος, το μέγεθος του δείγματος και οι αποδόσεις για τα σχετικά χρονικά διαστήματα.

**Πίνακας 1Α. Διεθνή Εμπειρικά Ευρήματα για τη Μακροπρόθεσμη Απόδοση των Νεοεισηγμένων Μετοχών.**

Χώρα	Μελέτη	Περίοδος Δείγματος	Μέγεθος Δείγματος	Εξεταζόμενη Περίοδος (α)	Απόδοση (β)	Εξεταζόμενη Περίοδος (γ)	Απόδοση (β)	Εξεταζόμενη Περίοδος (δ)	Απόδοση (β)
Ελλάδα	Παπαϊωάννου & Τραυλός (1995)	1/1/87-28/9/94	101	1 έτος	+33,9%	1 έτος	-5,3%		
Ελλάδα	Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός & Φίλιππας (1997)	1/1/87-31/12/94	94	3 έτη	+65,7%			3 έτη	-9,19%
Χονγκ-Κονγκ	Dawson (1987)	1/1/78-31/12/84	21			1 έτος	-9,3%		
Σιγκαπούρη	Dawson (1987)	1/1/78-31/12/84	39			1 έτος	-2,7%		
Μαλαισία	Dawson (1987)	1/1/78-31/12/84	21			1 έτος	+18,2%		
Αυστραλία	Finn & Higham (1988)	1/7/66-30/6/78	93	1 έτος	-6,52%				
Η.Π.Α.	Ritter (1991)	1/1/75-31/12/84	1526			3 έτη	-29,1%		
Φιλανδία	Keloharju (1993)	1/1/84-31/7/89	80					3 έτη	-26,4%
Ελβετία	Jegadeesh, Weintein & Welch (1993)	1/1/80-31/12/86	1985	40 ημέρες	+1,34%				
Η.Π.Α.	Loughran & Ritter (1995)	1/1/70-31/12/90	4753			3 έτη	+8,4% (ε)		
Αυστραλία	Lee, Taylor & Walter (1995)	1/1/76-31/12/89	266			3 έτη	-51%		
Κορέα	Kim, Krinsky & Lee (1995)	1/1/58-31/12/89	296			3 έτη	+80,6%	2 έτη	+4,6%

(α) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή εισαγωγής.

(β) Είναι η επιπλέον απόδοση (excess or adjusted return) που προκύπτει για την αντίστοιχη εξεταζόμενη περίοδο.

(γ) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας.

(δ) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

(ε) Είναι η απλή απόδοση. Η απόδοση των matching firms για την ίδια περίοδο είναι 35,3%.

(στ) Είναι η απλή απόδοση.



**Πίνακας 1Β. Διεθνή Εμπειρικά Ευρήματα για τη Μακροπρόθεσμη Απόδοση των Νεοεισηγμένων Μετοχών.**  
(συνέχεια του Πίνακα 1Α).

Χώρα	Μελέτη	Περίοδος Δείγματος	Μέγεθος Δείγματος	Εξεταζόμενη Περίοδος (α)	Απόδοση (β)	Εξεταζόμενη Περίοδος (γ)	Απόδοση (β)	Εξεταζόμενη Περίοδος (δ)	Απόδοση (β)
Ταϊλάνδη	Allen, Morkel-Kingsbury & Piboonthanakiat (1999)	1/1/85-31/12/92	150	3 έτη	+10,02%				
Γερμανία	Stehle, Ehrhardt & Przyborowsky (2000)	1/1/60-31/12/92	187	3 έτη	-6%				
Τουρκία	Kiyamaz (2000)	1/1/90-31/12/96	163	3 μήνες	+3%				
Ισπανία	Alvarez & Gonzalez (2000)	1/1/87-31/12/97	56			3 έτη	-14,16%		
Μ.Βρετανία	Espenlaub, Gregory & Tonks (2000)	1/1/85-31/12/92	588					3 έτη	-8,12%
Ιταλία	Arosio, Giudici & Paleari (2000)	1/1/85-31/8/00	164	1 μήνα	+22,5%(στ)				
Η.Π.Α.	Ritter & Welch (2002)	1/1/80-31/12/01	6249			3 έτη	+22,6%(ζ)		
Η.Π.Α.	Aaij & Brounen (2003)	1/1/98-31/12/01	690	1 έτος	-20,55% (ε)				
Ευρώπη (γενικά)	Aaij & Brounen (2003)	1/1/98-31/12/01	366	1 έτος	-14,59% (ε)				

(α) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή εισαγωγής.

(β) Είναι η επιπλέον απόδοση (excess or adjusted return) που προκύπτει για την αντίστοιχη εξεταζόμενη περίοδο.

(γ) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης χρηματιστηριακής ημέρας.

(δ) Είναι η περίοδος για την οποία υπολογίζεται η απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

(ε) Είναι η διάμεσος. (Στις άλλες περιπτώσεις εμφανίζεται η μέση τιμή).

(στ) Είναι η απλή απόδοση.

(ζ) Είναι η απλή απόδοση. Οι νεοεισηγμένες μετοχές σημείωσαν 23,4% μικρότερη απόδοση σε σύγκριση με τον χρηματιστηριακό δείκτη CRSP και άρα σημείωσαν αρνητική επιπλέον απόδοση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις νέες εισαγωγές μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1995 μέχρι την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1999. Το έτος 1999 είναι το τελευταίο έτος από το δείγμα μας διότι προκειμένου να υπολογισθούν οι τριετείς αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών χρειάζεται μια χρονική περίοδος τριών ετών μπροστά από την τελευταία εισαγωγή. Άρα η εξεταζόμενη περίοδος επεκτείνεται πρακτικά έως το τέλος του 2002. Στην περίπτωση όπου κάποιες από τις νεοεισηγμένες μετοχές οι οποίες μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο των τριών χρόνων έκαναν συγχώνευση μέσω απορρόφησης και αποχώρησαν από το Χ.Α.Α. ή ανεστάλη η διαπραγμάτευση των μετοχών τους από το Χ.Α.Α. ή μετετάχθησαν από την κύρια στην παράλληλη αγορά αποκλείονται από το δείγμα για την συγκεκριμένη «προβληματική» περίοδο. Το δείγμα περιλαμβάνει την εισαγωγή κοινών μετοχών\* τόσο στην κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά. Το σύνολο λοιπόν των μετοχών του δείγματος ανέρχεται σε 110 ενώ το σύνολο των μετοχών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1995-1999 είναι

---

\* Οι νεοεισηγμένες προνομιούχες μετοχές είναι μόνο δύο και προκειμένου να έχουμε ένα καλύτερο δείγμα τις αποκλείουμε.

116\*. Ως κύρια πηγή των δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν τα ετήσια και μηνιαία στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου και τα ενημερωτικά φυλλάδια των επιχειρήσεων. Οι τιμές των μετοχών αναζητήθηκαν από την βάση δεδομένων Effect Finance και ήταν αναπροσαρμοσμένες για τις μεταβολές του μετοχικού κεφαλαίου (διαχρονικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, διανομή δωρεάν μετοχών, διασπάσεων μετοχών).

Στο Παράρτημα Α εμφανίζονται όλες οι εταιρίες του δείγματος (Πίνακας Α1) καθώς και οι εταιρίες ανά κλάδο (Πίνακας Α2 & Πίνακας Α3). [Όπως εύκολα διαπιστώνει κανείς, ο αριθμός των κλάδων είναι εξαιρετικά μεγάλος και οι νέες εισαγωγές σε αυτούς δεν αποτελούν ικανοποιητικό αριθμό προκειμένου να γίνει διάκριση των νεοεισηγμένων μετοχών και να υπολογισθούν κλαδικές αποδόσεις].

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό μετοχών που διαπραγματεύτηκαν για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1995-1999 καθώς και τα αντίστοιχα αντληθέντα κεφάλαια (σε χιλιάδες ευρώ) σε ονομαστικές αξίες. Τα χρήματα τα οποία αντλήθηκαν στην εξεταζόμενη περίοδο από τις 110 εταιρίες του δείγματος είναι 2.264.201,57 χιλιάδες ευρώ, ήτοι 771.526.684.980 δραχμές! Η μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε το έτος 1998 (910.960,3 χιλ. ευρώ) ενώ το 1999 εισήχθησαν οι περισσότερες εταιρίες (37 νέες εισαγωγές).

---

\* Ο αριθμός που δίνει το ετήσιο στατιστικό δελτίο είναι 116 μετοχές εκ των οποίων οι τέσσερις που δεν έχουν συνυπολογισθεί είναι ΚΟ μετοχές για τις οποίες αναφέρεται μηδενική τιμή διάθεσης και μηδενικό ποσό αντληθέντων κεφαλαίων και οι δύο προνομιούχες.

**Πίνακας 1**

Ετήσιος Αριθμός Εισαγωγών στο Χ.Α.Α. και  
Αντληθέντα Κεφάλαια (Περίοδος 1995-1999).

Έτος	Αριθμός Εισαγωγών			Αντληθέντα Κεφάλαια (χιλ. ευρώ, ονομαστικές αξίες)		
	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο
1995	10	10	20	48.797,30	21.206,61	70.003,91
1996	7	12	19	307.949,05	25.673,55	333.622,60
1997	3	9	12	31.135,80	19.058,54	50.194,34
1998	9	13	22	859.575,93	51.384,37	910.960,30
1999	14	23	37	593.366,28	306.054,14	899.420,42
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>43</b>	<b>67</b>	<b>110</b>	<b>1.840.824,36</b>	<b>423.377,21</b>	<b>2.264.201,57</b>

Πηγή : Ετήσια στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α.

Προκειμένου να γίνει μια σύνδεση με τις μελέτες προηγούμενων χρόνων\* και να υπάρξει μια συγκεντρωτική παρουσίαση των νεοεισηγμένων εταιριών για ένα χρονικό διάστημα μεγαλύτερου της πενταετίας αναζητήθηκε και αναλύθηκε το σύνολο των εταιριών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. από το 1990 μέχρι και το 2001.

Στον Πίνακα 2 που ακολουθεί αναφέρεται ο αριθμός των νεοεισηγμένων μετοχών ανά έτος από το 1990 έως το 2001 ενώ γίνεται και διάκριση των εταιριών ανάλογα σε ποια αγορά διαπραγματεύτηκαν (Κύρια ή Παράλληλη Αγορά).

**Πίνακας 2**

Ετήσιος Αριθμός Νέων Εισαγωγών Στο Χ.Α.Α.  
(περίοδος 1990-2001)

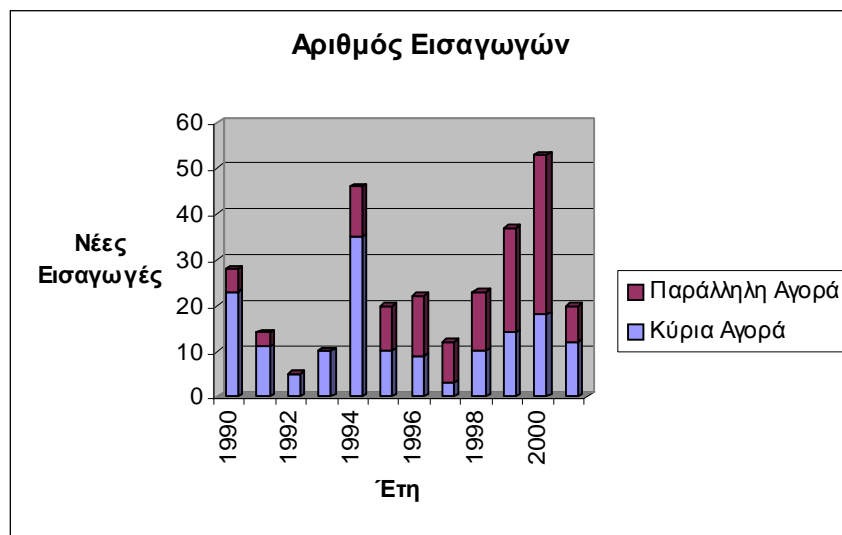
Έτος	Αριθμός Εισαγωγών			% Αριθμού Εισαγωγών ανά Έτος		
	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο
1990	23	5	28	14,38%	3,85%	9,66%
1991	11	3	14	6,88%	2,31%	4,83%
1992	5	0	5	3,13%	0,00%	1,72%
1993	10	0	10	6,25%	0,00%	3,45%
1994	35	11	46	21,88%	8,46%	15,86%
1995	10	10	20	6,25%	7,69%	6,90%
1996	9	13	22	5,63%	10,00%	7,59%
1997	3	9	12	1,88%	6,92%	4,14%
1998	10	13	23	6,25%	10,00%	7,93%
1999	14	23	37	8,75%	17,69%	12,76%
2000	18	35	53	11,25%	26,92%	18,28%
2001	12	8	20	7,50%	6,15%	6,90%
<b>Σύνολα</b>	<b>160</b>	<b>130</b>	<b>290</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Πηγή : Ετήσια στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α.

Όπως διαπιστώνεται από τον παραπάνω πίνακα 290 εταιρίες εισήχθησαν από το 1990 έως το 2001 στο Χ.Α.Α. Το έτος 2000 εισήχθησαν οι περισσότερες νέες εταιρίες που ως ποσοστό είναι το 18,28% του συνόλου της 12ετίας (1990-2001). Αντίθετα, οι λιγότερες εισαγωγές εταιριών σημειώθηκαν κατά το έτος 1992 (μόνο 5 μετοχές). Τα αποτελέσματα του Πίνακα 2 απεικονίζονται καλύτερα στο παρακάτω διάγραμμα (Διάγραμμα 1).

\* Άρθρα «Παπαϊωάννου & Τραυλός» (1995) και «Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός και Φίλιππας (1997)

**Διάγραμμα 1**  
Ετήσιος Αριθμός Νέων Εισαγωγών Στο Χ.Α.Α.  
(περίοδος 1990-2001)



Τέλος, στο Παράρτημα Α υπάρχουν διαγράμματα με 3D απεικόνιση των αποτελεσμάτων του Πίνακα 2.

Σε μια προσπάθεια να ανιχνεύσουμε κατά πόσο ο αριθμός των νεοεισηγμένων μετοχών συμβαδίζει με την πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. παρουσιάζουμε τον επόμενο πίνακα (Πίνακας 3). Στον Πίνακα αυτό έχουμε διακρίνει τις νέες εισαγωγές ανά εξάμηνο εισαγωγής και έχουμε υπολογίσει την εξαμηνιαία τιμή του Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

**Πίνακας 3**

Αριθμός Νέων Εισαγωγών στο ΧΑΑ και Γενικός Δείκτης Τιμών ανά Εξάμηνο (Περίοδος 1990 - 2001).

Έτος	Εξάμηνο	Αριθμός Εταιριών <sup>1</sup>	Γ Δ. ΧΑΑ <sup>2</sup>
1990	α	9	1006
1990	β	20	1243
1991	α	7	943
1991	β	7	882
1992	α	4	826
1992	β	1	758
1993	α	0	717
1993	β	10	860
1994	α	17	904
1994	β	29	853
1995	α	8	882
1995	β	12	910
1996	α	11	907
1996	β	9	928
1997	α	6	1237
1997	β	6	1503
1998	α	8	1924
1998	β	15	2573
1999	α	15	3477
1999	β	22	4830
2000	α	32	4925
2000	β	21	3705
2001	α	9	3051
2001	β	11	2664

<sup>1</sup> Περιλαμβάνονται οι μετοχές που εισήχθησαν στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά.

<sup>2</sup> Μέσος Όρος από την αρχή του εξαμήνου μέχρι το τέλος του.

Πηγή : Ετήσια στατιστικά δελτία του Χ.Α.Α. και Βάση Δεδομένων "Finance Effect"

Από τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνεται ότι όταν ο δείκτης ήταν σχεδόν σταθερός από το 1990 έως το 1995 οι νέες εισαγωγές εταιριών ήταν ομοιόμορφες. Την τριετία όμως 1997 - 1999 κατά την οποία το Χ.Α.Α. σημείωσε εκπληκτικά ανοδική πορεία σημειώθηκε και αύξηση των νεοεισακτέων μετοχών. Συγκεκριμένα, παρατηρείται μία

άνοδος στον αριθμό των νέων εισαγωγών έως το 1999 περίοδο κατά την οποία και ο Γ.Δ.Τ του Χ.Α.Α. σημείωνε ανοδική πορεία, ενώ από το 2000 ο αριθμός των νέων εισαγωγών μειώνεται και συμβαδίζει με την πτώση του Δείκτη.

Για την ίδια περίοδο 1990-2001 υπολογίσθηκαν τα αντληθέντα κεφάλαια που προήλθαν από τις νέες εισαγωγές. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον επόμενο πίνακα (Πίνακας 4).

#### Πίνακας 4

Αντληθέντα Κεφάλαια από Νέες Εισαγωγές στο ΧΑΑ  
(Περίοδος 1990-2001)

Έτος	Αντληθέντα Κεφάλαια (χιλ.ευρώ)			% Αντληθέντων Κεφαλαίων ανά Έτος (χιλ.ευρώ)		
	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο
1990	165.640,79	7.465,61	173.106,40	2,60%	0,81%	2,37%
1991	128.902,83	4.016,43	132.919,26	2,02%	0,43%	1,82%
1992	27.770,18	0	27.770,18	0,44%	0,00%	0,38%
1993	60.983,44	0	60.983,44	0,96%	0,00%	0,84%
1994	273.002,69	16.702,49	289.705,18	4,28%	1,80%	3,97%
1995	48.797,30	21.206,61	70.003,91	0,77%	2,29%	0,96%
1996	307.949,05	28.612,61	336.561,66	4,83%	3,09%	4,61%
1997	31.684,96	19.058,54	50.743,50	0,50%	2,06%	0,70%
1998	872.676,44	51.653,34	924.329,78	13,69%	5,58%	12,66%
1999	593.366,28	306.054,14	899.420,42	9,31%	33,04%	12,32%
2000	2.416.348,27	426.534,27	2842882,54	37,91%	46,04%	38,94%
2001	1.446.733,86	45.120,36	1491854,22	22,70%	4,87%	20,44%
<b>Σύνολα</b>	<b>6.373.856,09</b>	<b>926.424,40</b>	<b>7.300.280,49</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

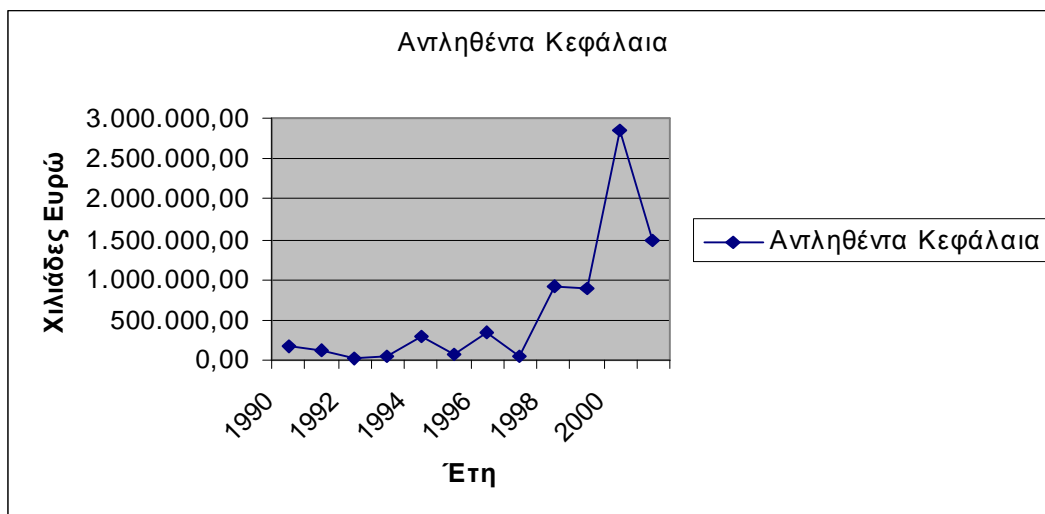
Από τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνεται ότι το έτος κατά το οποίο σημειώθηκε η μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων ήταν το 2000, έτος που όπως σημειώθηκε σε προγενέστερο σημείο παρατηρήθηκαν και οι περισσότερες νέες εισαγωγές.



Ως ποσοστό αντιπροσωπεύει το 38,94% του συνολικού δείγματος. Η γραφική απεικόνιση των παραπάνω (Διάγραμμα 2) που ακολουθεί δείχνει την εντυπωσιακή κίνηση της πορείας των αντληθέντων κεφαλαίων κατά την χρονική περίοδο πάντα 1990-2001.

### Διάγραμμα 2

Αντληθέντα Κεφάλαια από Νέες Εισαγωγές στο ΧΑΑ  
(Περίοδος 1990-2001)



Τέλος, στο Παράρτημα Α υπάρχουν διαγράμματα στα οποία εμφανίζονται τα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος σε 3D μορφή καθώς και τα αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος και ανά αγορά (Κύρια ή Παράλληλη αγορά).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

### ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ

Προκειμένου να διερευνηθεί εμπειρικά η μακροπρόθεσμη απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών χρησιμοποιήθηκε η buy-and-hold returns μέθοδος. Είναι η μέθοδος που χρησιμοποιείται εκτενώς στην ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, στη μελέτη αυτή χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν στα άρθρα τους οι «Παπαϊωάννου και Τραυλός» (1995) και οι «Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός και Φίλιππας» (1997). Η συγκεκριμένη μεθοδολογία βασίζεται στον υπολογισμό δύο κατηγοριών αποδόσεων των νεοεισηγμένων εταιριών. Αυτές οι αποδόσεις είναι : (α) οι Απλές Αποδόσεις (raw returns) και (β) οι Επιπλέον Αποδόσεις (excess returns or adjusted returns).

**(α) Απλές Αποδόσεις :** Είναι οι αποδόσεις που βασίζονται στη σύγκριση της τιμής της μετοχής σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή  $t$  με την τιμή της σε κάποια μεταγενέστερη στιγμή  $t+k$ , όπου  $k$  ο αριθμός των ημερών διαπραγμάτευσης που μεσολαβούν. Θεωρώντας ως τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης υπολογίζονται

οι παρακάτω απλές αποδόσεις σύμφωνα με τα παρακάτω σημεία αναφοράς :

- 1) Ένα μήνα αργότερα από την εισαγωγή (21<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 2) Τρεις μήνες αργότερα από την εισαγωγή (63<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 3) Έξι μήνες αργότερα από την εισαγωγή (126<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 4) Δώδεκα μήνες αργότερα από την εισαγωγή (250<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 5) Δεκαοκτώ μήνες αργότερα από την εισαγωγή (376<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 6) Είκοσι τέσσερις μήνες αργότερα από την εισαγωγή (500<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 7) Τριάντα μήνες αργότερα από την εισαγωγή (626<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 8) Τριάντα έξι μήνες αργότερα από την εισαγωγή (750<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)

Για παράδειγμα η απλή απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης υπολογίζεται ως :

$$\left( \frac{\text{Τιμή μετοχής } 21^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή κλεισίματος } 1^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης}}{\text{Τιμή κλεισίματος } 1^{\text{ης}} \text{ ημέρας διαπραγμάτευσης}} \right) * 100$$

Ανάλογοι τύποι χρησιμοποιούνται για τις περιόδους που καλύπτουν τους πρώτους τρεις μήνες, τους πρώτους έξι μήνες, κ.τ.λ έως και τους πρώτους τριάντα έξι μήνες(τρία έτη).

Επίσης για τα ίδια παραπάνω σημεία αναφοράς (εκτός του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης) υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις θεωρώντας ως τιμή βάσης πλέον την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Αυτός ο διαχωρισμός έγινε προκειμένου να ανιχνευτούν διαφορές στις αποδόσεις όταν κάποιος αγοράζει στην πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης και στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης αντίστοιχα. Συγκεκριμένα, τούτο γίνεται προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι αποδόσεις που αποκομίζει ο επενδυτής πραγματοποιούνται κυρίως μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης των μετοχών και άρα κατά πόσο κερδισμένος μπορεί να είναι αυτός ο οποίος αγοράζει την νεοεισηγμένη μετοχή στην τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Επίσης σύμφωνα με την βιβλιογραφία, είναι πιο εύκολο για έναν επενδυτή να αγοράσει μία μετοχή στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης παρά στις πρώτες ημέρες.

Συνεπώς, η απλή απόδοση των πρώτων τριών μηνών διαπραγμάτευσης με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης υπολογίζεται ως :

$$\left( \frac{\text{Τιμή μετοχής } 63^{\text{ης}} \text{ ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή κλεισίματος } 1^{\text{ου}} \text{ μήνα διαπραγμάτευσης}}{\text{Τιμή κλεισίματος } 1^{\text{ου}} \text{ μήνα διαπραγμάτευσης}} \right) * 100$$

Ανάλογοι τύποι χρησιμοποιούνται για τις περιόδους που καλύπτουν τους πρώτους έξι μήνες, τους πρώτους δώδεκα μήνες, κ.τ.λ έως και τους πρώτους τριάντα έξι μήνες (τρία έτη).

**(β) Επιπλέον Αποδόσεις :** Για τον υπολογισμό της επιπλέον απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης (με τιμή βάσης αφενός την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και αφετέρου την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης). Ως απόδοση χρηματιστηριακής αγοράς λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών :

$$\left( \frac{\Gamma\Delta X_1 - \Gamma\Delta X_0}{\Gamma\Delta X_0} \right) * 100$$

όπου  $\Gamma\Delta X$  είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Αξίζει να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής των αποδόσεων κάνει τη σιωπηλή υπόθεση\* ότι οι

---

\* βλ. «Παπαϊωάννου και Τραυλός» (1995), «Finn και Higham» (1988), «Espenlaub, Gregory και Tonks» (2000), «Ritter» (1991), «Allen, Morkel-Kingsbury & Piboonthanakit» (1999), «Lee, Taylor & Walter» (1996).

νεοεισηγμένες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής  $\beta$  είναι 1. Με άλλα λόγια ότι η διαφορά ανάμεσα στα  $\beta$  των νεοεισηγμένων μετοχών και της αγοράς είναι πολύ μικρή.

Τέλος, οι μετοχές ομαδοποιούνται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με την εξεταζόμενη περίοδο, με το έτος εισαγωγής, με την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται και τέλος ανάλογα με την τιμή βάσης. Για κάθε κατηγορία-χαρτοφυλάκιο μετοχών υπολογίζεται η αντίστοιχη μέση απόδοση με την τυπική της απόκλιση, η διάμεσος, η ασυμμετρία, η κύρτωση και γενικά γίνεται περιγραφή της κατανομής.

Το επίπεδο σημαντικότητας των μέσων όρων ελέγχεται με το t-test σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο :

$$M.O \text{ αποδόσεων} * N^{1/2} / \text{Τυπική απόκλιση του } M.O.$$

ή

$$\frac{AVER * N^{1/2}}{Sd(AVER)}$$

όπου N ο αριθμός των παρατηρήσεων στο δείγμα.

Έλεγχος σημαντικότητας διενεργήθηκε για τις απλές καθώς και για τις επιπλέον αποδόσεις. Προκειμένου να διεξάγουμε λοιπόν τον έλεγχο σημαντικότητας (t-test) διενεργούμε δίπλευρο έλεγχο αφού ως μηδενική υπόθεση θεωρούμε ότι ο μέσος όρος του δείγματος είναι ίσος με το μηδέν, δηλαδή δεν υπάρχουν απλές και επιπλέον αποδόσεις για τις νεοεισηγμένες εταιρίες.

$H_0$  = Δεν υπάρχουν απλές και επιπλέον αποδόσεις αντίστοιχα για τις νεοεισηγμένες εταιρίες.

$H_1$  = Υπάρχουν απλές και επιπλέον αποδόσεις αντίστοιχα για τις νεοεισηγμένες εταιρίες.

Οι κριτικές τιμές για το t-test είναι αυτές που εφαρμόζονται στους δίπλευρους ελέγχους, με τον αντίστοιχο αριθμό παρατηρήσεων που έχει το δείγμα και στα επίπεδα σημαντικότητας 1%, 5% και 10%.

Σε όποια περίπτωση το αποτέλεσμα που προκύψει είναι μεγαλύτερο της απόλυτης τιμής της κριτικής τιμής τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ( $H_0$ ). Δηλαδή όταν :

$$|t_{\pi}| > t_{n-1, \alpha/2}$$

τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση.

Στη συνέχεια εξετάζουμε κατά πόσο κάποιες μεταβλητές που έχουν χρησιμοποιηθεί επανειλημμένως στην ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία\* επηρεάζουν τις αποδόσεις\* των νεοεισηγμένων μετοχών. Ως εξαρτημένες μεταβλητές θεωρούμε τις απλές και επιπλέον αποδόσεις του δείγματος με τιμή

---

\* Kıymaz (2000), Finn & Higham (1988), Ritter (1991), Kim, Krinsky & Lee (1995) κ.α.

\* Απλές και Επιπλέον αποδόσεις με τιμή βάσης αφενός την τιμή κλεισίματος 1<sup>ης</sup> ημέρας διαπραγμάτευσης της μετοχής και αφετέρου την τιμή κλεισίματος του 1<sup>ου</sup> μήνα διαπραγμάτευσης.

βάσης την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης καθώς και την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν θεωρηθεί :

1. Η ηλικία των επιχειρήσεων κατά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών,
2. Τα κεφάλαια που άντλησε η κάθε εταιρία κατά την εισαγωγή της,
3. Το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων ως προς τα Ίδια κεφάλαια πριν την εισαγωγή,
4. Το ποσοστό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας προκειμένου να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και
5. Την τιμή διάθεσης των νεοεισηγμένων μετοχών.

Με το E-views (έκδοση 3.0) διενεργούμε τις αντίστοιχες πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις και τα αποτελέσματα συγκρίνονται με τα αντίστοιχα των λοιπών ερευνητών στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Στη συνέχεια επιλέγονται οι παράγοντες αυτοί που φαίνεται να επηρεάζουν περισσότερο την εξαρτημένη μεταβλητή και διενεργούνται πάλι παλινδρομήσεις. Με αυτό τον τρόπο γίνεται προσπάθεια να οδηγηθούμε σε καλύτερα αποτελέσματα αφού αφαιρούνται κάποιες μεταβλητές που δημιουργούν «θόρυβο» (noise) στις παλινδρομήσεις.



Αξίζει εδώ τέλος να αναφερθεί ότι σύμφωνα με πολλούς ερευνητές\* η μεθοδολογία καθώς και η επιλογή του δείγματος (αφενός η χρονική και αφετέρου η ποιοτική) επηρεάζουν τα αποτελέσματα που προκύπτουν και θα πρέπει να είναι κάποιος ιδιαίτερα προσεκτικός στην ερμηνεία τους.

---

\* Ritter (1991), Ritter & Welch (2002).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

#### 6.1 Ολόκληρο Δείγμα

Όπως έχει ήδη σημειωθεί, ο υπολογισμός των αποδόσεων θα γίνει με δύο τιμές βάσης. Η πρώτη κατηγορία υπολογίζει τις αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και η δεύτερη κατηγορία υπολογίζει τις αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

Ο Πίνακας 5 που ακολουθεί, παρουσιάζει τις αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα για όλη την εξεταζόμενη περίοδο 1995 -1999 με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Το Μέρος Α παρουσιάζει τις Απλές Αποδόσεις και το Μέρος Β τις Επιπλέον Αποδόσεις. Στην πρώτη στήλη εμφανίζονται οι 8 διαφορετικές αποδόσεις (ανάλογα με την περίοδο που παρακρατείται η μετοχή), στη δεύτερη στήλη παρουσιάζονται οι μέσες αποδόσεις, στην τρίτη στήλη περιλαμβάνεται η τυπική απόκλιση της απόδοσης, στην τέταρτη στήλη εμφανίζεται ο αριθμός των παρατηρήσεων (δηλαδή ο αριθμός των νεοεισηγμένων μετοχών, στην πέμπτη στήλη παρουσιάζεται ο στατιστικός συντελεστής  $t$  και τέλος στην έκτη στήλη εμφανίζεται η διάμεσος των αποδόσεων.

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 5 λοιπόν, η μέση απόδοση πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης είναι 57,78% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 1,08. Η μέση απόδοση των έξι πρώτων μηνών είναι 97,02% ενώ η τυπική απόκλιση τετραγώνου 1,56. Οι μέσες αποδόσεις του ενός, δύο και τριών πρώτων ετών είναι 183,19%, 217,58% και 288,89% αντίστοιχα, ενώ οι τυπικές αποκλίσεις είναι 3,85, 4,1 και 6,11. Η μεγάλη διακύμανση των αποδόσεων είναι αναμενόμενη αφού είναι συνέπεια της «ανώμαλης» αγοράς που υπήρχε τότε. Μάλιστα όλα τα αποτελέσματα βρέθηκαν στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Προκειμένου να υπάρχει μια καλύτερη εικόνα των αποδόσεων και να γίνει μια προσεκτικότερη οικονομική ερμηνεία των αποτελεσμάτων υπολογίσθηκε και παρουσιάζεται η διάμεσος. Με αυτόν τον τρόπο αποβάλλουμε τις ακραίες παρατηρήσεις στο δείγμα μας, οι οποίες είναι ελάχιστες αλλά παρασύρουν το μέσο όρο προς τα πάνω\*. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό από τον ίδιο Πίνακα (Πίνακα 5) η διάμεσος είναι αρκετά μικρότερη του μέσου όρου και συγκεκριμένα για τον πρώτο μήνα είναι 20,33%. Για το πρώτο εξάμηνο είναι 50,27, ενώ για το πρώτο, δεύτερο και τρίτο έτος η διάμεσος είναι 48,09%, 65,6% και 39,88%.

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι ο επενδυτής που αγοράζει μετοχές στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης αποκόμισε σημαντικά οφέλη τα οποία

---

\* Η διαφορά ανάμεσα στον μέσο όρο και τη διάμεσο μας επιβάλλει να χρησιμοποιήσουμε εξίσου και τα δύο για της εξαγωγή συμπερασμάτων. Μάλιστα, οι ερευνητές **Aaij & Brounen** (2003) χρησιμοποιούν αποκλειστικά τη διάμεσο για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους. Βέβαια, υπάρχουν και μελέτες στις οποίες αν και υπάρχει αυτή η διαφορά οι ερευνητές χρησιμοποιούν μόνο τον μέσο όρο.

σύμφωνα με τη μέση απόδοση όσο μεγαλύτερη η χρονική περίοδο που κράτησε τη μετοχή τόσο μεγαλύτερα και τα οφέλη. Εν τούτοις σύμφωνα με τη διάμεσο ο επενδυτής που αγόρασε στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και πούλησε στο τέλος του δεύτερου χρόνου αποκόμισε τη μεγαλύτερη απόδοση.

Στον Πίνακα 5 (Μέρος Β) εμφανίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις. Δηλαδή από την απλή απόδοση αφαιρείται η απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (για την ίδια περίοδο) και άρα ο επενδυτής παρατηρεί κατά πόσο η απόδοση του κυμάνθηκε σε καλά επίπεδα σε σχέση με την απόδοση της αγοράς. Και στην κατηγορία αυτή οι αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών παρουσίασαν καλύτερη απόδοση από την αγορά (όπως αυτή εμφανίζεται στον Γ.Δ.Τ του Χ.Α.Α.). Συγκεκριμένα η επιπλέον απόδοση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης ήταν 52,97%, ενώ για το πρώτο εξάμηνο ήταν 77,97%. Για το πρώτο, δεύτερο και τρίτο έτος οι μέσες αποδόσεις ήταν 147,45%, 152,94% και 183,79% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα βρέθηκαν όλα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Από τα παραπάνω συμπεραίνει κανείς ότι όσο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα κρατήσει κάποιος την νεοεισηγμένη μετοχή (μέχρι τρία χρόνια) τόσο μεγαλύτερη απόδοση κερδίζει. Παρόλ' αυτά μια παρατήρηση στη διάμεσο θα κάνει τον αναλυτή πιο προσεκτικό αφού η διάμεσος δεν εμφανίζει τα ίδια αποτελέσματα. Στο πρώτο εξάμηνο παρουσιάζει τη μεγαλύτερη απόδοση (34,70% σαφώς μικρότερη του μέσου όρου), και στη συνέχεια στον πρώτο χρόνο μειώνεται στο 19,49% για να επανέλθει στον ενάμιση χρόνο

στο 26,92% και να αρχίσει εκ νέου την πτωτική πορεία φτάνοντας στα τρία χρόνια στο μόλις 6,01%. Άρα και στο σημείο αυτό εμφανίζεται το πρόβλημα των πολύ ακραίων παρατηρήσεων που παρασύρουν το μέσο όρο προς τα πάνω.

**Πίνακας 5**  
**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις των νεοεισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. (1995 - 1999).**  
 (με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημέρας διαπραγμάτευσης).  
**Συνολικό Δείγμα (N=110)**

Απόδοση	Μέση Απόδοση (%)	Τυπική Απόκλιση	Αριθμός Εταιριών	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<b>ΜΕΡΟΣ Α : ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
R21	57,78%	1,0840655	110	5,59 <sup>(α)</sup>	20,33%
R63	80,48%	1,3547945	110	6,23 <sup>(α)</sup>	34,73%
R126	97,02%	1,5614097	110	6,52 <sup>(α)</sup>	50,27%
R250	183,19%	3,859622	109	4,96 <sup>(α)</sup>	48,09%
R376	198,45%	3,9176178	107	5,24 <sup>(α)</sup>	47,48%
R500	217,58%	4,1091544	106	5,45 <sup>(α)</sup>	65,60%
R626	223,85%	4,1411528	102	5,46 <sup>(α)</sup>	51,88%
R750	288,89%	6,1115171	101	4,75 <sup>(α)</sup>	39,88%
<b>ΜΕΡΟΣ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
R21	52,97%	1,0766488	110	5,16 <sup>(α)</sup>	13,95%
R63	70,05%	1,3091437	110	5,61 <sup>(α)</sup>	33,64%
R126	77,97%	1,4498123	110	5,64 <sup>(α)</sup>	34,70%
R250	147,45%	3,6249553	109	4,25 <sup>(α)</sup>	19,49%
R376	148,20%	3,6165772	107	4,24 <sup>(α)</sup>	26,92%
R500	152,94%	3,67734	106	4,28 <sup>(α)</sup>	24,61%
R626	144,73%	3,6526322	102	4,00 <sup>(α)</sup>	17,65%
R750	183,79%	5,4646655	101	3,38 <sup>(α)</sup>	6,01%

(α): στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Έχοντας υπόψη όλα τα παραπάνω μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι ο επενδυτής που αγοράζει την νεοεισηγμένη μετοχή στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης αποκομίζει θετικές αποδόσεις (απλές και επιπλέον). Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα διεθνή ευρήματα όπου οι

νεοεισηγμένες μετοχές αποφέρουν αρνητικές αποδόσεις\*. Βέβαια υπάρχουν και κάποιες μελέτες που παρατήρησαν θετικές αποδόσεις\* και άρα και η δική μας εντάσσεται στην μικρή αλλά υπαρκτή αυτή μειοψηφία.

Ο παρακάτω πίνακας (Πίνακας 6) εμφανίζει τις αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα με τιμή βάσης πλέον την τιμή πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Η διάκριση αυτή έγινε προκειμένου να παρατηρηθούν διαφορές στις αποδόσεις με τον προηγούμενο πίνακα. Τούτο είναι πραγματικότητα αφού η μέση απλή απόδοση για τους έξι πρώτους μήνες διαπραγμάτευσης είναι μόλις 33,24% σε αντίθεση με τον προηγούμενο πίνακα η οποία ήταν 97,02%. Τα ίδια αποτελέσματα έχουμε και στις υπόλοιπες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά είναι όλα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επομένως, ο επενδυτής που αγόρασε στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης απέκομισε μικρότερες αποδόσεις από τον επενδυτή που αγόρασε στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Από αυτό συμπεραίνει κανείς ότι η μετοχή κερδίζει το μεγαλύτερο μέρος της απόδοσής της μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης. Τούτο γίνεται καλύτερα κατανοητό αν παρατηρήσουμε και τις επιπλέον αποδόσεις. Οι τελευταίες, όχι μόνο εμφανίζονται μικρότερες στην κατηγορία αυτή αλλά εμφανίζουν και αρνητική διάμεσο. Αυτό σημαίνει ότι οι πολλές μετοχές

---

\* Η.Π.Α. - Ritter (1991), Αυστραλία - Lee, Taylor & Walter (1995), Φιλανδία - Kaloharju (1993), κ.α.

σημείωσαν μικρότερη απόδοση από την αγορά και για αυτό και η διάμεσος είναι αρνητική, ενώ παράλληλα κάποιες λίγες μετοχές σημείωσαν πολύ θετικές επιπλέον αποδόσεις και «τράβηξαν» τον μέσο όρο προς τα πάνω\*. Συγκεκριμένα ο μέσος όρος των επιπλέον αποδόσεων για τον πρώτο, δεύτερο και τρίτο χρόνο είναι 65,98%, 92,01% και 129,27% αντίστοιχα ενώ η διάμεσος για τις ίδιες αποδόσεις είναι -1,34%, -9,20% και -6,60%.

Σύμφωνα λοιπόν με τον Πίνακα 6, τα ευρήματα συμφωνούν με την πλειοψηφία των μελετών, αφού εμφανίζουν αρνητική διάμεσο και άρα ο επενδυτής που αγόρασε στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης μπορεί να φαίνεται ότι κατά μέσο όρο κέρδισε επιπλέον απόδοση 129,27% αλλά κάνοντας μια προσεκτικότερη ανάλυση μάλλον σημείωσε αρνητική επιπλέον απόδοση (διάμεσος = -6,60%).

---

\* Ελλάδα - Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλός & Φίλιππας (1997), Κορέα - Kim, Krinsky & Lee (1995), Μαλαισία - Dawson (1987).

\* Στο Παράρτημα Β υπάρχουν πίνακες με τα περιγραφικά στοιχεία της κάθε κατηγορίας αποδόσεων. Συγκεκριμένα, από τον Πίνακα Β4 παρατηρεί

**Πίνακας 6**  
**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις των νεοεισηγμένων εταιριών**  
**στο Χ.Α.Α. (1995 - 1999).**  
*(με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του μήνα διαπραγμάτευσης).*  
**Συνολικό Δείγμα (N=110)**

Απόδοση	Μέση Απόδοση (%)	Τυπική Απόκλιση	Αριθμός Εταιριών	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<b>ΜΕΡΟΣ Α : ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
R63	15,29%	0,4185729	110	3,83 <sup>(α)</sup>	5,27%
R126	33,24%	0,7873971	110	4,43 <sup>(α)</sup>	5,87%
R250	95,81%	2,3539197	109	4,25 <sup>(α)</sup>	16,35%
R376	119,05%	2,5533247	107	4,82 <sup>(α)</sup>	27,58%
R500	150,58%	3,1821072	106	4,87 <sup>(α)</sup>	30,51%
R626	171,54%	3,6590451	102	4,73 <sup>(α)</sup>	15,74%
R750	225,07%	5,2012629	101	4,35 <sup>(α)</sup>	12,88%
<b>ΜΕΡΟΣ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
R63	10,20%	0,3590968	110	2,98 <sup>(α)</sup>	3,69%
R126	20,01%	0,6370106	110	3,29 <sup>(α)</sup>	1,00%
R250	65,98%	2,1186116	109	3,25 <sup>(α)</sup>	-1,34%
R376	75,14%	2,2378072	107	3,47 <sup>(α)</sup>	-3,14%
R500	92,01%	2,7278708	106	3,47 <sup>(α)</sup>	-9,20%
R626	98,21%	3,1005036	102	3,20 <sup>(α)</sup>	-9,92%
R750	129,27%	4,4909596	101	2,89 <sup>(α)</sup>	-6,60%

(α):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

## 6.2 Αποτελέσματα κατά Αγορά Διαπραγμάτευσης

Προκειμένου να ανιχνεύσουμε κάποιες ιδιαιτερότητες ανάλογα με την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι νεοεισηγμένες μετοχές του δείγματος διακρίναμε τις αποδόσεις ανάλογα με το αν διαπραγματεύονται στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά. Ο Πίνακας 7 δείχνει ότι η μέση απλή απόδοση για την Κύρια αγορά για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης είναι 43,61% ενώ η διάμεσος 9,96%. Για το πρώτο εξάμηνο η μέση απόδοση είναι 71,78% και η διάμεσος 22,31%. Επίσης για τον πρώτο, δεύτερο και τρίτο χρόνο

κανείς ότι η μέγιστη επιπλέον απόδοση είναι 2804,37% και 20 από τις 101 μετοχές σημείωσαν απόδοση μεγαλύτερη του 200%.



διαπραγμάτευσης η μέση απόδοση είναι 145,81%, 145,62% και 118,22% αντίστοιχα, ενώ οι διάμεσοι για τις ίδιες περιόδους είναι 26,76%, 54,41% και 26,9%. Ο έλεγχος σημαντικότητας που διενεργήθηκε για τους μέσους όρους βρήκε τα αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Και στον Πίνακα 7 λοιπόν, διαπιστώνουμε ότι κάποιες ακραίες παρατηρήσεις έχουν «παρασύρει» τον μέσο όρο προς τα πάνω. Η διαφορά όμως εδώ είναι σαφώς μικρότερη από τις δύο προηγούμενες περιπτώσεις (ολόκληρο το δείγμα).

**Πίνακας 7**

**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις κατά Αγορά Διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. (1995 - 1999).**

(με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημέρας διαπραγμάτευσης).

Απόδοση	Αριθμός Εταιριών	ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ			ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
		Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος	Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (N=43)</b>							
R21	43	43,61%	3,48 <sup>(α)</sup>	9,96%	36,70%	3,00 <sup>(α)</sup>	2,28%
R63	43	69,36%	3,95 <sup>(α)</sup>	30,00%	57,74%	3,41 <sup>(α)</sup>	10,41%
R126	43	71,78%	3,56 <sup>(α)</sup>	22,31%	54,55%	2,87 <sup>(α)</sup>	12,44%
R250	43	145,81%	2,57 <sup>(α)</sup>	26,76%	74,96%	2,22 <sup>(α)</sup>	0,79%
R376	43	95,39%	3,25 <sup>(α)</sup>	29,14%	41,64%	1,96 <sup>(β)</sup>	7,48%
R500	42	145,62%	2,58 <sup>(α)</sup>	54,41%	74,78%	1,51	-10,25%
R626	40	125,40%	3,04 <sup>(α)</sup>	30,82%	43,06%	1,28	-2,13%
R750	40	118,22%	2,72 <sup>(α)</sup>	26,19%	17,79%	0,51	-8,53%
<b>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (N=67)</b>							
R21	67	66,87%	4,48 <sup>(α)</sup>	21,87%	63,43%	4,27 <sup>(α)</sup>	18,81%
R63	67	87,61%	4,86 <sup>(α)</sup>	37,36%	79,47%	4,58 <sup>(α)</sup>	39,96%
R126	67	113,22%	5,49 <sup>(α)</sup>	71,26%	94,76%	5,00 <sup>(α)</sup>	58,47%
R250	66	207,55%	4,26 <sup>(α)</sup>	80,19%	173,56%	3,80 <sup>(α)</sup>	54,09%
R376	64	267,70%	4,55 <sup>(α)</sup>	114,25%	214,39%	3,92 <sup>(α)</sup>	61,28%
R500	64	264,81%	4,88 <sup>(α)</sup>	86,80%	200,87%	4,15 <sup>(α)</sup>	39,18%
R626	62	287,36%	4,72 <sup>(α)</sup>	65,53%	209,75%	3,88 <sup>(α)</sup>	25,61%
R750	61	400,80%	4,25 <sup>(α)</sup>	87,39%	295,32%	3,50 <sup>(α)</sup>	47,00%

(α):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

(β):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Όσο αφορά την Παράλληλη αγορά η μέση απλή απόδοση για τον πρώτο μήνα είναι 66,87% και η διάμεσος 21,87%. Για τους πρώτους έξι μήνες η μέση απλή απόδοση είναι 113,22% και η διάμεσος 71,26%. Επίσης για τον πρώτο, δεύτερο και τρίτο χρόνο η μέση απόδοση είναι 207,55%, 264,81% και 400,80% αντίστοιχα, ενώ οι διάμεσοι για την ίδια περίοδο είναι 80,19%, 86,80% και 87,39%. Τα αποτελέσματα και στην Παράλληλη αγορά είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Από τα παραπάνω ευρήματα διαπιστώνει κανείς ότι η Παράλληλη αγορά δίνει μεγαλύτερες αποδόσεις από την Κύρια αγορά. Αυτό ήταν σχεδόν αναμενόμενο αφού ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής είναι θεωρητικά μεγαλύτερος στην Παράλληλη αγορά. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος εμφανίζεται στους ηπιότερους όρους-κριτήρια που απαιτούνται για την εισαγωγή των εταιριών στην Παράλληλη από ότι στην Κύρια αγορά.

Αντίστοιχα και στις επιπλέον αποδόσεις, η Παράλληλη αγορά εμφανίζει καλύτερα αποτελέσματα από την Κύρια αγορά. Στην Παράλληλη αγορά η μέση επιπλέον απόδοση στον πρώτο μήνα είναι 63,43%, στο πρώτο εξάμηνο είναι 94,76% στον πρώτο χρόνο 173,56%, στο δεύτερο χρόνο 200,87% και στον τρίτο χρόνο 295,32%. Αντίστοιχα, στην Κύρια αγορά οι αποδόσεις είναι 36,70%, 54,55%, 74,96%, 74,78% και 17,79%. Και στην περίπτωση αυτή όλα τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5% εκτός από τις μέσες αποδόσεις του ενάμιση έτους και άνω και μόνο στην Κύρια αγορά. Αξιοσημείωτο είναι ότι η διάμεσος των επιπλέον αποδόσεων στην Κύρια αγορά δείχνει αρνητικές

επιπλέον αποδόσεις για τα πρώτα δύο χρόνια διαπραγμάτευσης καθώς και για τα δύομιση και τρία χρόνια αντίστοιχα. Μία προσεκτική ανάλυση του Πίνακα Β6 στο Παράρτημα Β, υποδεικνύει ότι όσο αφορά την τριετή επιπλέον απόδοση στην κύρια αγορά, 10 από τις 40 νέες εισαγωγές είχαν απόδοση κάτω από  $-104,94\%$ , ενώ ταυτόχρονα υπήρχε μετοχή που σημείωσε θετική απόδοση  $975,72\%$ . Το εύρος για την συγκεκριμένη κατηγορία αποδόσεων είναι  $1290,74\%$ . Άρα γίνεται εμφανές ότι οι μισές σχεδόν από τις 40 μετοχές παρουσίασαν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις αλλά κάποιες μόνο μετοχές σημείωσαν ιδιαίτερα θετική πορεία και «τράβηξαν» αρκετά προς τα πάνω τον μέσο όρο.

Υπολογίζοντας τις ίδιες αποδόσεις και πάλι, αλλά με τιμή βάσης πλέον την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης τα αποτελέσματα διαφέρουν αρκετά από την προηγούμενη περίπτωση (τιμή βάσης η τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης). Ο Πίνακας 8 που ακολουθεί, εμφανίζει θετικές απλές αποδόσεις και για την Κύρια και για την Παράλληλη αγορά, σαφώς όμως μικρότερες από ότι ο Πίνακας 7. Ενδεικτικά, η μέση απλή απόδοση του πρώτου τριμήνου για την Κύρια αγορά είναι  $20,67\%$  ενώ στην προηγούμενη περίπτωση η μέση απλή απόδοση για το ίδιο χρονικό διάστημα ήταν  $69,36\%$ . Από την παραπάνω παρατήρηση διαπιστώνεται ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές αποκομίζουν ένα σημαντικό κομμάτι της απόδοσής τους μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης. Αναφορικά με τις τριετείς μέσες απλές αποδόσεις στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά αυτές είναι  $86,81\%$  και  $315,74\%$ , οι οποίες είναι ιδιαίτερα

μικρότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις όταν χρησιμοποιήθηκε ως τιμή βάσης η τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Τα αποτελέσματα είναι και εδώ στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όπως ήταν αναμενόμενο οι διάμεσοι εμφανίζονται μικρότερες των μέσων όρων και μάλιστα στην Κύρια αγορά στις απλές πάντα αποδόσεις η διάμεσος για την πρώτο εξάμηνο παίρνει αρνητική τιμή.

**Πίνακας 8**  
**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις κατά Αγορά Διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. (1995 - 1999).**

(με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμάτευσης).

Απόδοση	Αριθμός Εταιριών	ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ			ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
		Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος	Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (N=43)</b>							
R63	43	20,67%	2,36 <sup>(α)</sup>	0,47%	13,97%	1,82 <sup>(β)</sup>	-1,36%
R126	43	28,22%	2,32 <sup>(α)</sup>	-1,92%	15,99%	1,55	-5,98%
R250	43	99,55%	2,10 <sup>(α)</sup>	7,84%	68,99%	1,58	-7,93%
R376	43	62,43%	2,50 <sup>(α)</sup>	2,81%	24,80%	1,24	-16,40%
R500	42	107,29%	2,18 <sup>(α)</sup>	23,39%	49,52%	1,12	-12,10%
R626	40	101,78%	2,32 <sup>(α)</sup>	15,74%	28,05%	0,74	-16,04%
R750	40	86,81%	2,46 <sup>(α)</sup>	12,03%	-0,63%	-0,02	-20,02%
<b>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (N=67)</b>							
R63	67	11,84%	3,50 <sup>(α)</sup>	5,93%	7,79%	2,86 <sup>(α)</sup>	7,12%
R126	67	36,47%	3,80 <sup>(α)</sup>	17,09%	22,59%	3,01 <sup>(α)</sup>	5,87%
R250	66	93,37%	4,42 <sup>(α)</sup>	37,54%	64,03%	3,56 <sup>(α)</sup>	5,73%
R376	64	157,10%	4,23 <sup>(α)</sup>	54,21%	108,96%	3,30 <sup>(α)</sup>	11,30%
R500	64	178,98%	4,51 <sup>(α)</sup>	35,60%	119,90%	3,65 <sup>(α)</sup>	-2,30%
R626	62	216,55%	4,17 <sup>(α)</sup>	17,63%	143,47%	3,30 <sup>(α)</sup>	-1,35%
R750	61	315,74%	3,91 <sup>(α)</sup>	20,72%	214,45%	3,07 <sup>(α)</sup>	5,31%

(α):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

(β):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Από τον ίδιο πίνακα (Πίνακα 8) διαπιστώνεται ότι στην Κύρια αγορά οι μετοχές σημείωσαν μικρές θετικές μέσες επιπλέον αποδόσεις αλλά οι διάμεσοι σε όλες τις εξεταζόμενες περιόδους είναι αρνητικές. Αυτό υποδηλώνει την ύπαρξη πολλών μετοχών που σημείωσαν αρνητικές αποδόσεις και την ύπαρξη λίγων θετικών που «παρέσυραν» και πάλι τον μέσο όρο προς τα πάνω. Ανατρέχοντας και πάλι στο Παράρτημα Β και συγκεκριμένα στον Πίνακα Β8, διαπιστώνει κανείς αφενός τη μεγάλη ασυμμετρία και αφετέρου την μεγάλη κύρτωση που εμφανίζεται στην κατηγορία αυτή των αποδόσεων. Επιστρέφοντας στον Πίνακα 8, η διάμεσος για τον πρώτο, δεύτερο και τρίτο χρόνο είναι  $-7,93\%$ ,  $-12,10\%$  και  $-20,02\%$  αντίστοιχα. Αξίζει εδώ να τονισθεί ότι οι μέσες επιπλέον αποδόσεις που αφορούν την Κύρια αγορά δεν είναι στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Όσο αφορά την παράλληλη αγορά, τα αποτελέσματα είναι και εδώ μικρότερα σε σχέση με την περίπτωση όπου χρησιμοποιήθηκε η τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης ως τιμή βάσης. Βέβαια, οι μέσες επιπλέον αποδόσεις εδώ είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Οι διάμεσοι εμφανίζονται και πάλι μικρότερες των μέσων όρων. Μάλιστα, ενώ όλοι οι διάμεσοι εμφανίζουν θετική τιμή, στην περίοδο των δύο και δύομισι ετών η διάμεσος είναι αρνητική και παίρνει τις τιμές  $-2,30\%$  και  $-1,35\%$  αντίστοιχα.

Όπως διαπιστώνεται από τους Πίνακες 7 και 8, αλλά και όπως έχει ήδη αναφερθεί σε προηγούμενο σημείο, ο επενδυτής που επενδύει στην Παράλληλη αγορά έχει υψηλότερες αποδόσεις από τον επενδυτή που επενδύει στην Κύρια αγορά. Τούτο επαληθεύεται τόσο στις απλές όσο και στις επιπλέον αποδόσεις. Επίσης, ο επενδυτής που αγοράζει τις νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης κερδίζει σε σχέση με τον επενδυτή που αγοράζει στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Μάλιστα ο τελευταίος, ανεξάρτητα σε ποια αγορά επενδύει είναι πολύ πιθανό να σημειώσει αρνητική απόδοση σε σχέση με τη μέση απόδοση της αγοράς. Δηλαδή, αποβάλλοντας από το δείγμα τις ακραίες παρατηρήσεις, όταν κάποιος αγοράσει τις νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσής τους είναι πολύ πιθανό να σημειώσει χειρότερη απόδοση από το εάν επένδυε στις ήδη εισηγμένες και τις κρατούσε για το ίδιο χρονικό διάστημα.

### 6.3 Αποτελέσματα ανά Περίοδο

Μια ακόμα διάκριση έγινε με κριτήριο το έτος εισαγωγής των εταιριών. Με αυτόν τον τρόπο έγινε προσπάθεια να ανιχνευτεί κάποια διαφορά στις αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών ανάλογα με το έτος εισαγωγής τους. Και σε αυτή την περίπτωση έγινε διάκριση των αποδόσεων ανάλογα με την τιμή βάσης. Συνεπώς, υπολογίσθηκαν αφενός οι αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και

αφετέρου οι αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

Ο Πίνακας 9 παρουσιάζει τις απλές και επιπλέον αποδόσεις διάρκειας ενός, δύο και τριών ετών. Για το έτος 1995 η μέση ετήσια απόδοση είναι 38,23%, ενώ η διετής και η τριετής είναι 114,92% και 403,43% αντίστοιχα. Επίσης για τα έτη 1996 και 1997 παρατηρείται αύξηση στην απόδοση όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα κατοχής της μετοχής. Όσο αφορά το έτος 1998 παρατηρείται μέση ετήσια απόδοση 600,91%\*, ενώ για τη διετή και τριετή περίοδο παρατηρείται απόδοση 530,13% και 150,98% αντίστοιχα. Αντίθετα, όποιος αγόρασε το έτος 1999 σημείωσε μέση ετήσια απόδοση 80,25%\* αλλά αρνητικές αποδόσεις για την διετία και την τριετία (-14,55% και -29,17% αντίστοιχα). Αυτό ήταν αναμενόμενο αφού τον Σεπτέμβριο του 1999 άρχισε η πτώση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα αποτελέσματα είναι όλα στατιστικά σημαντικά στο επίπεδο σημαντικότητας 5% εκτός από την διετή απόδοση του έτους 1999 και την τριετή απόδοση του έτους 1995. Η διάμεσοι και εδώ είναι μικρότεροι των μέσων όρων και συμβαδίζουν με τους τελευταίους. Μάλιστα, ενώ όλες οι διάμεσοι είναι θετικές, μόνο για την διετή και την τριετή περίοδο του έτους 1999 οι διάμεσοι έχουν αρνητικές τιμές.

---

\* Αυτό ήταν σχεδόν αναμενόμενο αφού όποιος αγόρασε το 1998 και πούλησε το 1999 αποκόμισε τεράστια κέρδη λόγω του «θερμού κλίματος» στο οποίο βρισκόταν την περίοδο εκείνη η Σοφοκλέους.

\* Η θετική ετήσια απόδοση αιτιολογείται από το γεγονός ότι οι περισσότερες μετοχές εισήχθησαν στο τέλος του 1999 και άρα η τιμή τους είχε αρχίσει την πτωτική πορεία. Επίσης, μέχρι το 2000 για τυχαίους ή και για σκόπιμους λόγους (δηλ. εκλογές 2000) το Χρηματιστήριο αντιστεκόταν στην πτωτική πορεία του.

Αναφορικά με τις επιπλέον αποδόσεις, κυμαίνονται στην ίδια πορεία με τις απλές αποδόσεις αλλά σε μικρότερα ποσοστά. Για παράδειγμα όσες μετοχές εισήχθησαν το έτος 1997 απεκόμισαν μέση ετήσια επιπλέον απόδοση 143,45%, ενώ για τη διετή και τριετή περίοδο απεκόμισαν 449,70% και 566,12% αντίστοιχα. Ακόμα και οι μετοχές που εισήχθησαν το 1999 παρουσίασαν θετικές μέσες επιπλέον αποδόσεις. Αυτό σημαίνει ότι οι νεοεισηγμένες μετοχές σημείωσαν καλύτερη πορεία από την αγορά και άρα ο επενδυτής που τις αγόρασε μάλλον θα είναι κερδισμένος σε σχέση με τον επενδυτή που αγόρασε τις ήδη εισηγμένες. Τα αποτελέσματα εδώ δεν είναι όλα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Επίσης και στην κατηγορία αυτή οι διάμεσοι είναι μικρότερες από τους μέσους όρους. Αξίζει εδώ να αναφερθεί ότι ενώ όλες οι μέσες επιπλέον αποδόσεις (εκτός της ετήσιας του έτους 1996) είναι θετικές οι διάμεσοι της διετούς και τριετούς περιόδου του έτους 1995, της ετήσιας απόδοσης και της διετίας για το 1996 έχουν αρνητικές τιμές. Αυτό σημαίνει ότι πολλές εταιρίες που εισήχθησαν το 1995 και το 1996 δεν σημείωσαν την επίδοση που σημείωσε ο δείκτης της αγοράς. Η διαπίστωση αυτή σε σχέση με τα παραπάνω μας επαληθεύει για άλλη μία φορά ότι υπάρχουν ακραίες παρατηρήσεις στο δείγμα μας που «παρασύρουν» το μέσο όρο προς τα πάνω.



Πίνακας 9

**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις Διάρκειας ενός έτους, δύο ετών και τριών ετών Ανά Έτος έκδοσης από τις νεοεισηγμένες μετοχές στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1995 - 1999.**  
(με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημέρας διαπραγμάτευσης)

Έτος Εισαγωγής	Αριθμός Εταιριών	ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ			ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
		Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος	Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<i>ΜΕΡΟΣ Α : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ</i>							
1995	20	38,23%	2,25 <sup>(α)</sup>	8,89%	33,74%	1,93 <sup>(β)</sup>	1,24%
1996	19	37,15%	2,21 <sup>(α)</sup>	12,09%	-16,31%	-1,02	-46,20%
1997	12	199,07%	2,67 <sup>(α)</sup>	107,85%	143,45%	1,89 <sup>(β)</sup>	44,96%
1998	22	600,91%	4,18 <sup>(α)</sup>	291,37%	438,01%	3,53 <sup>(α)</sup>	227,64%
1999	36	80,25%	3,78 <sup>(α)</sup>	42,20%	82,11%	4,68 <sup>(α)</sup>	53,38%
<i>ΜΕΡΟΣ Β : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΥΟ ΕΤΩΝ</i>							
1995	19	114,92%	2,58 <sup>(α)</sup>	33,14%	48,59%	1,11	-27,45%
1996	19	144,12%	3,08 <sup>(α)</sup>	94,09%	5,07%	0,12	-59,75%
1997	11	635,30%	3,59 <sup>(α)</sup>	368,96%	449,70%	2,61 <sup>(α)</sup>	138,08%
1998	22	530,13%	4,48 <sup>(α)</sup>	312,08%	426,01%	3,88 <sup>(α)</sup>	199,24%
1999	35	-14,55%	-1,45	-40,31%	18,80%	2,11 <sup>(α)</sup>	2,95%
<i>ΜΕΡΟΣ Γ : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΡΙΩΝ ΕΤΩΝ</i>							
1995	19	403,43%	1,83 <sup>(β)</sup>	58,67%	248,67%	1,14	-78,87%
1996	19	586,94%	4,05 <sup>(α)</sup>	437,55%	242,66%	1,84 <sup>(β)</sup>	37,15%
1997	11	768,59%	3,78 <sup>(α)</sup>	561,27%	566,12%	2,93 <sup>(α)</sup>	411,48%
1998	19	150,98%	3,13 <sup>(α)</sup>	71,92%	131,15%	2,73 <sup>(α)</sup>	77,79%
1999	33	-29,17%	-2,84 <sup>(α)</sup>	-50,84%	20,35%	2,15 <sup>(α)</sup>	0,29%

(α):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.  
(β):στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Στον επόμενο πίνακα (Πίνακα 10) εμφανίζονται πάλι οι αποδόσεις ανάλογα με το έτος εισαγωγής των εταιριών αλλά τώρα με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Για τις απλές αποδόσεις μπορεί κανείς να ισχυρισθεί ότι αν και είναι σαφώς μικρότερες από ότι στην προηγούμενη περίπτωση, εν τούτοις ακολουθούν την ίδια πορεία όπως και προηγουμένως. Δηλαδή οι νέες εισαγωγές των ετών 1995, 1996 και 1997 σημειώνουν ανοδική πορεία όσο περνάει ο χρόνος κατοχής τους. Το έτος 1998 σημειώνει

εντυπωσιακή θετική απόδοση για την ετήσια και διετή περίοδο αλλά στα τρία χρόνια η απόδοση είναι μόλις 71,60%. Αυτό σημαίνει ότι κατά μέσο όρο όποιος αγόρασε τα έτη 1998 και 1999 νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσής τους απεκόμισε σημαντικά κέρδη μέχρι και το 2000. Το 1999 αντίθετα εμφανίζεται να έχει πολύ μεγαλύτερη αρνητική απόδοση των μετοχών του. Δηλαδή ενώ στην προηγούμενη περίπτωση ο επενδυτής είχε αρνητική μέση τριετή απόδοση 29,17% ο επενδυτής που αγόρασε στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης σημείωσε αρνητική μέση τριετή απόδοση 56,22%. Τα αποτελέσματα και εδώ δεν είναι όλα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Όσο αφορά τις επιπλέον αποδόσεις, σε όποια κατηγορία μετοχών η απόδοση ήταν οριακή (με τη χρησιμοποίηση της τιμής πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης), τώρα που χρησιμοποιήθηκε η τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης η απόδοση παίρνει αρνητικές τιμές. Συγκεκριμένα η διετούς και τριετούς απόδοση των νεοεισηγμένων το 1999 μετοχών σημειώνει μέση επιπλέον απόδοση -9,52% και -3,66% αντίστοιχα. Και στην περίπτωση αυτή τα αποτελέσματα δεν είναι όλα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Η διάμεσος τέλος απεικονίζοντας περισσότερο ίσως την πραγματικότητα εμφανίζεται ιδιαίτερα μειωμένη και σε πολλές κατηγορίες αρνητική.

Πίνακας 10

**Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις διάρκειας ενός έτους, δύο ετών και τριών ετών Ανά Έτος**

έκδοσης από τις νεοεισηγμένες μετοχές στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1995 - 1999.

(με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμάτευσης)

Έτος Εισαγωγής	Αριθμός Εταιριών	ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ			ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
		Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος	Μέση Απόδοση (%)	Στατιστικός Συντελεστής t	Διάμεσος
<i>ΜΕΡΟΣ Α : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΝΟΣ ΕΤΟΥΣ</i>							
1995	20	21,91%	1,55	4,54%	19,97%	1,42	3,31%
1996	19	22,71%	1,66	-4,78%	-29,91%	-2,25 <sup>(α)</sup>	-40,15%
1997	12	151,11%	3,76 <sup>(α)</sup>	114,67%	99,24%	2,43 <sup>(α)</sup>	48,93%
1998	22	331,34%	3,81 <sup>(α)</sup>	164,05%	245,64%	2,93 <sup>(α)</sup>	96,78%
1999	36	13,08%	0,72	-38,18%	21,29%	1,54	-9,81%
<i>ΜΕΡΟΣ Β : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΔΥΟ ΕΤΩΝ</i>							
1995	19	84,62%	2,19 <sup>(α)</sup>	17,39%	21,82%	0,59	-44,22%
1996	19	126,80%	2,87 <sup>(α)</sup>	92,41%	-9,58%	-0,23	-74,40%
1997	11	516,95%	4,78 <sup>(α)</sup>	426,42%	336,76%	3,42 <sup>(α)</sup>	238,55%
1998	22	359,16%	3,77 <sup>(α)</sup>	152,45%	279,54%	3,18 <sup>(α)</sup>	89,32%
1999	35	-46,96%	-5,82 <sup>(α)</sup>	-63,31%	-9,52%	-1,49	-21,64%
<i>ΜΕΡΟΣ Γ : ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΤΡΙΩΝ ΕΤΩΝ</i>							
1995	19	307,70%	1,88 <sup>(β)</sup>	41,98%	158,91%	0,99	-97,67%
1996	19	510,10%	3,64 <sup>(α)</sup>	361,90%	190,94%	1,49	49,26%
1997	11	699,01%	3,84 <sup>(α)</sup>	413,37%	507,43%	3,04 <sup>(α)</sup>	261,98%
1998	19	71,60%	2,37 <sup>(α)</sup>	2,03%	49,90%	1,76 <sup>(β)</sup>	4,38%
1999	33	-56,22%	-7,62 <sup>(α)</sup>	-71,04%	-3,66%	-0,61	-16,33%

(α) : στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 5%.

(β) : στατιστικά σημαντικά συντελεστές στο επίπεδο σημαντικότητας 10%.

#### 6.4 Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις και Χαρακτηριστικά Έκδοσης

Κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μία ανάλυση σχετικά με το εάν οι αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών παρουσιάζουν αλλαγές όταν τα χαρακτηριστικά της έκδοσης διαφέρουν. Δηλαδή, θα γίνει προσπάθεια να αναζητηθούν οι καλύτερες αποδόσεις που σχετίζονται με κάποιο ή κάποια χαρακτηριστικά. Τα χαρακτηριστικά έκδοσης που θα

χρησιμοποιηθούν είναι η Ηλικία της εταιρίας πριν την εισαγωγή της, τα Αντληθέντα κεφάλαια που απεκόμισε η εταιρία, ο λόγος Αντληθέντα κεφάλαια προς Ίδια κεφάλαια, το Ποσοστό Αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου και τέλος η Τιμή Διάθεσης της νεοεισηγμένης μετοχής. Τα παραπάνω χαρακτηριστικά επιλέχθηκαν κατόπιν επίμονης αναζήτησης στην ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία και είναι αυτά τα οποία συναντιόνται κατά το πλείστον στις διάφορες μελέτες\*. Τέλος, για να μην πλατειάσει η μελέτη αυτή επιλέχθηκαν να αναλυθούν οι τέσσερις κατηγορίες τριετούς απόδοσης (απλή και επιπλέον απόδοση με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης). Σε επόμενο σημείο θα αναφερθεί η ποσοτική σχέση μεταξύ των παραπάνω χαρακτηριστικών έκδοσης και αποδόσεων που βρέθηκε για το δείγμα μας μέσω του οικονομετρικού προγράμματος **E-views**.

Στον Πίνακα 11 που ακολουθεί, έχει γίνει διάκριση των εταιριών σύμφωνα με τα πέντε παραπάνω χαρακτηριστικά. Ανάλογα με το χαρακτηριστικό της έκδοσης κατηγοριοποιήθηκαν οι αποδόσεις και υπολογίσθηκε ο μέσος όρος και η διάμεσος. Τα ποσά και τα ποσοστά που εμφανίζονται στην πρώτη στήλη επιλέχθηκαν σύμφωνα με τη μορφή του εκάστοτε δείγματος αλλά και προηγούμενων μελετών.

Συνεπώς, για το πρώτο χαρακτηριστικό έκδοσης, την ηλικία της εταιρίας πριν την εισαγωγή της στο Χ.Α.Α.,

---

\* Keloharju(1993), Lee,Taylor&Walter(1996), Παπαϊωάννου,Safieddine, Τραυλός& Φίλιππας 1997).

αξίζει εδώ να αναφερθεί ότι η μέση ηλικία των εταιριών που εισήχθησαν από το 1995 έως το 1999 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι 18 έτη. Η ηλικία αυτή είναι συγκρίσιμη με τον μέσο όρο της ηλικίας των εταιριών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1987 – 1994, όπου ήταν τα 21 έτη σύμφωνα με παλαιότερη μελέτη των Παπαϊωάννου, Safieddine, Τραυλού και Φίλιππα (1997). Επίσης είναι η ίδια με την ηλικία των νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης\* (18 έτη) αλλά αρκετά μεγαλύτερη από την μέση ηλικία των εταιριών που εισάγονται στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α.\* (13 έτη). Άρα μπορεί κανείς να ισχυρισθεί, ότι οι νεοεισηγμένες εταιρίες στο Χ.Α.Α. δεν είναι νέες επιχειρήσεις αλλά παλαιές και καλά εδραιωμένες επιχειρήσεις\*.

Από τον Πίνακα 11, διαπιστώνεται ότι έγινε διάκριση των εταιριών ανάλογα με το αν λειτουργούσαν από 0–10 έτη, από 11–20 έτη, από 21–30 έτη και από 31 έτη και άνω πριν την εισαγωγή τους. Και στις τέσσερις κατηγορίες αποδόσεων παρατηρεί κανείς ότι οι εταιρίες που λειτουργούσαν μέχρι και 10 χρόνια πριν εισαχθούν στο Χ.Α.Α. πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από τις λοιπές εταιρίες. Το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει με τα ευρήματα των Allen, Morkel-Kingsbury & Piboonthanakiat (1999) αλλά αντιτίθεται στη μελέτη του Ritter (1991) που υποστηρίζει ότι οι νεαρές εταιρίες

---

\* Lee, Taylor & Walter (1996)

\* Στο άρθρο του ο Ritter (1991) αναφέρει ότι η μέση ηλικία του δείγματος του ήταν 13 έτη και η διάμεσος μόλις 6 έτη!

\* Αυτό βέβαια ίσως δεν είναι και τόσο απόλυτο αφού με νεότερη έρευνα στο Χρηματιστήριο του Μιλάνου «Arosio, Giudici & Paleari (2000)» βρέθηκε η μέση ηλικία των νεοεισηγμένων εταιριών να είναι 49 έτη.

σημείωσαν τη χειρότερη μακροπρόθεσμη απόδοση. Ο Ritter είχε δικαιολογήσει το γεγονός αυτό ισχυρίζοντας ότι οι νεαρές επιχειρήσεις διακρίνονται από υπεραισιοδοξία, η οποία στο μέλλον αποδεικνύεται ότι είναι άνευ αντικειμένου και «προσγειώνει» τελικά τις αποδόσεις. Σε αντίθεση με τον Ritter, οι υπόλοιπες έρευνες σημειώνουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ ηλικίας και μακροπρόθεσμης απόδοσης ως αποτέλεσμα της σχέσης απόδοσης – κινδύνου.

Ως δεύτερο χαρακτηριστικό έκδοσης επιλέχθηκαν τα αντληθέντα κεφάλαια. Και στην περίπτωση αυτή οι εταιρίες με την μικρότερη άντληση κεφαλαίων φαίνεται να σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις (και στις τέσσερις κατηγορίες αποδόσεων). Το αποτέλεσμα αυτό φαίνεται να συμβαδίζει με αυτά των Keloharju (1993), Allen, Morkel-Kingsbury & Piboonthanakiat (1999), αλλά έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα του Ritter (1991).

Πίνακας 11

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις των νεοεισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.Α. ανάλογα με την Ηλικία τους, τα Αντληθέντα Κεφάλαια, το λόγο Αντληθέντα Κεφ./Ιδ. Κεφ. το % Αύξησης Μετ. Κεφ. και την Τιμή Διάθεσης (1995-1999).

	Απλές Αποδόσεις				Επιπλέον Αποδόσεις			
	Με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημερας διαπραγμ.		Με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμ.		Με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημερας διαπραγμ.		Με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμ.	
<b>Ετη Λειτουργίας της εταιρίας πριν την εισαγωγή</b>	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος
0-10	448,70%	118,58%	330,29%	68,53%	343,09%	47,00%	256,47%	25,83%
11-20	256,73%	53,35%	216,60%	51,34%	124,77%	55,80%	71,41%	34,65%
21-30	91,69%	-15,18%	81,77%	-15,23%	11,82%	-9,60%	10,60%	-16,54%
31+	248,05%	26,54%	183,18%	-39,32%	145,56%	-12,67%	82,69%	-31,81%
<b>Αντληθέντα Κεφ. (σε χιλ. ευρώ)</b>	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος
0-2000	684,42%	444,99%	548,99%	327,79%	479,84%	199,75%	353,54%	89,20%
2000,01-5000	260,69%	27,38%	208,80%	25,67%	138,81%	5,18%	93,49%	-9,68%
5000,01-10000	82,65%	43,09%	78,39%	50,63%	-2,78%	3,27%	16,53%	-16,40%
10000,01+	14,05%	-27,20%	-21,37%	-57,65%	22,54%	-9,01%	-10,31%	-16,54%
<b>Αντληθ. / Ίδια Κεφαλ.</b>	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος
0 - 0,5	274,38%	116,03%	259,58%	106,18%	144,21%	53,53%	140,55%	10,28%
0,5001 - 1	375,89%	87,39%	283,64%	78,43%	214,30%	13,65%	133,62%	11,62%
1,0001 - 2	334,20%	27,33%	257,10%	-10,09%	274,33%	10,07%	204,69%	-6,60%
2+	-36,99%	-62,33%	-62,96%	-80,82%	9,30%	-8,23%	-14,78%	-17,08%
<b>% Αύξησης Μετ. Κεφαλαίου</b>	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος
μέχρι 15%	292,33%	133,32%	229,61%	94,34%	186,47%	77,27%	130,93%	3,70%
15,0001%-20%	406,91%	36,21%	344,67%	-27,11%	325,32%	47,00%	268,70%	-3,63%
20,0001%-25%	375,03%	33,29%	293,95%	12,42%	230,08%	17,87%	153,48%	-4,26%
25,0001%-30%	252,98%	121,93%	188,53%	100,14%	85,63%	7,48%	50,95%	51,66%
30%+	136,15%	7,06%	82,01%	-11,75%	85,53%	-4,75%	32,04%	-19,05%
<b>Τιμή Διάθεσης (ευρώ)</b>	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος	Μέση απόδοση	Διάμεσος
1 - 3,5	340,24%	192,22%	309,37%	169,66%	162,33%	4,07%	157,12%	77,70%
3,5001 - 5	469,32%	116,03%	327,91%	63,83%	331,54%	78,54%	194,02%	30,21%
5,0001 - 10	211,62%	15,77%	179,05%	-5,69%	134,50%	-0,13%	109,02%	-15,86%
10+	-30,15%	-46,48%	-48,91%	-76,90%	-1,65%	-13,22%	-21,45%	-16,54%

Σε συνδυασμό με το δεύτερο χαρακτηριστικό είναι και το τρίτο αφού γίνεται διάκριση των εταιριών ανάλογα με τον λόγο Αντληθέντα προς Ίδια κεφάλαια. Και εδώ διαπιστώνεται ότι οι εταιρίες με το μικρότερο λόγο αποδίδουν καλύτερα στα τρία πρώτα χρόνια διαπραγμάτευσής τους. Βέβαια στην διάκριση αυτή, φαίνεται ότι ενώ οι εταιρίες με ποσοστό Αντληθέντα προς Ίδια κεφάλαια από 50% έως 200% έχουν καλύτερη μέση απόδοση από τις εταιρίες με ποσοστό μικρότερο του 50%, εν τούτοις αν παρατηρήσει κανείς τη διάμεσο διαπιστώνει ότι κάποιες μόνο εταιρίες σημείωσαν υψηλή απόδοση και «παρέσυραν» τον μέσο όρο προς τα πάνω. Άρα η διάμεσος εδώ είναι καθοριστική για να ερμηνεύσουμε τα αποτελέσματα.

Στη συνέχεια γίνεται διάκριση των εταιριών ανάλογα με το ποσοστό αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό αφού με την μεταβολή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας επέρχεται μερική ή ολική αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρίας. Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης (λαμβάνοντας υπόψη τον μέσο όρο και τη διάμεσο) εμφανίζουν ότι οι εταιρίες που αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο έως και 15% προκειμένου να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποδίδουν καλύτερα στα τρία πρώτα χρόνια διαπραγμάτευσης. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρίες των οποίων οι αρχικοί μέτοχοι διατηρούν υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας και μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α., απολαμβάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε αντίθεση, με τις εταιρίες όπου οι αρχικοί μέτοχοι κρατούν ένα μικρό ποσοστό από το νέο μετοχικό κεφάλαιο. Αυτό το εύρημα είναι συμβατό με τη θεωρία



κόστους αντιπροσώπευσης\* και συμφωνεί με τα ευρήματα των Παπαιωάννου, Safieddine, Τραυλού & Φίλιππα (1997) αλλά έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των Lee, Taylor & Walter (1996) για τις νεοεισηγμένες μετοχές στα Χρηματιστήρια της Αυστραλίας. Επίσης, σύμφωνα με την παρούσα μελέτη ο μέσος όρος αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου του δείγματός μας είναι 79,38% και η διάμεσος 23,83%. Αποβάλλοντας από το δείγμα μας τις ακραίες παρατηρήσεις, το αποτέλεσμα αυτό συμβαδίζει με το αποτέλεσμα των Παπαιωάννου, Safieddine, Τραυλού & Φίλιππα (1997), οι οποίοι προσδιορίζουν στο δείγμα τους τον συντελεστή άλφα (ποσοστό που διατηρούν οι αρχικοί μέτοχοι μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου) στα 78%, ενώ διαφέρει μάλλον από τον συντελεστή άλφα που υπολογίσθηκε στη Ιταλία από τους Arosio, Giudici & Paleari (2000) που ήταν στα 60,82%.

Επίσης, όπως φαίνεται από τον Πίνακα 11, η Τιμή Διάθεσης της νεοεισηγμένης μετοχής ως παράγοντας επίδρασης στην απόδοση των μετοχών αποκαλύπτει ότι οι εταιρίες που πούλησαν τις νεοεισηγμένες μετοχές τους από 1 έως 5 ευρώ απέκομισαν μεγαλύτερες αποδόσεις στις μετοχές τους από τις εταιρίες που πούλησαν τις νεοεισηγμένες μετοχές τους πάνω από 5 ευρώ. Ιδιαίτερη

---

\* Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost theory) αναφέρει ότι όταν ο αρχικός μέτοχος διατηρεί υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας μετά από κάθε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου συνεχίζει να συνεισφέρει στην ανάπτυξη και κερδοφορία της επιχείρησης με μεγάλο ζήλο και φροντίζει για μείωση των οποιονδήποτε υπερβολικών εξόδων αφού θα είναι αυτός που θα αποκομίσει τα μεγαλύτερα οφέλη από τα κέρδη της επιχείρησης. Σε αντίθετη περίπτωση, θα μειωθεί ο ζήλος του για τα κέρδη της επιχείρησης και άρα δεν θα καταβάλλει την ίδια προσπάθεια για μείωση των υπερβολικών εξόδων.

αναφορά χρήζει το γεγονός ότι οι εταιρίες που διέθεσαν την νεοεισηγμένη τους μετοχή πάνω από 10 ευρώ σημείωσαν αρνητική τριετή απόδοση (και στις τέσσερις κατηγορίες αποδόσεων που υπολογίσθηκαν). Βέβαια, καλύτερη ποσοτική συσχέτιση θα δοθεί στην επόμενη παράγραφο όπου αναφέρονται τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις που διενεργήθηκαν.

#### 6.5 Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων

Για την εξέταση της επίδρασης των χαρακτηριστικών της έκδοσης στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νεοεισηγμένων εταιριών παλινδρομούμε τις απλές και επιπλέον τριετείς αποδόσεις (με τιμή βάσης αφενός την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και αφετέρου την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης) με τις παρακάτω μεταβλητές : ηλικία επιχείρησης, αντληθέντα κεφάλαια, αντληθέντα προς ίδια κεφάλαια, ποσοστό αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και τιμή διάθεσης. Επειδή είναι πιθανόν οι παραπάνω πέντε μεταβλητές να μην είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους θα διενεργήσουμε πολυμεταβλητή παλινδρόμηση για να προσδιορισθεί η επίδραση του κάθε παράγοντα. Στη συνέχεια, θα διενεργήσουμε παλινδρομήσεις με τις μεταβλητές τις οποίες θα έχουν δώσει τα καλύτερα αποτελέσματα στην αρχική παλινδρόμηση. Προκειμένου να διακρίνουμε τη διαφορά μεταξύ της Κύριας και της

Παράλληλης αγοράς θα χρησιμοποιηθεί μια ψευδομεταβλητή (Dummy).

Ο παρακάτω πίνακας (Πίνακας 12) εξετάζει την επίδραση των επιλεχθέντων πέντε παραγόντων στην απλή τριετή απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών του δείγματός μας με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Όπως φαίνεται και από τον πίνακα, η επεξηγηματική ικανότητα των πέντε μεταβλητών είναι πολύ μικρή. Παρόλ' αυτά, από τον συντελεστή της κάθε μεταβλητής μπορεί να ανιχνευτεί τουλάχιστον πως επηρεάζει ο κάθε παράγοντας τις αποδόσεις. Συνεπώς, διαπιστώνεται ότι η ηλικία, το ποσοστό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου και η τιμή διάθεσης έχουν αρνητική σχέση με τις αποδόσεις. Αντίθετα, τα αντληθέντα κεφάλαια και ο λόγος αντληθέντα προς ίδια κεφάλαια εμφανίζουν θετική σχέση με τις αποδόσεις. Βέβαια, από όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές μόνο η σταθερά  $c$ , η ψευδομεταβλητή και η τιμή διάθεσης είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. Από το Prob (F-statistic) συμπεραίνεται ότι το τεστ είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

**Πίνακας 12**

Dependent Variable: Απλή Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 02:29				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.727159	1.804850	2.619142	0.0103
Ηλικία	-0.065530	0.054031	-1.212837	0.2282
Αντληθέντα Κεφάλαια	8.67E-06	2.00E-05	0.432711	0.6662
Αντληθ./Ιδια Κεφ.	0.066364	0.395537	0.167781	0.8671
% Αύξησης Μετ. Κεφ.	-0.077484	0.219693	-0.352693	0.7251
Τιμή Διάθεσης DUMMY	-0.378746	0.214241	-1.767848	0.0803
	2.621885	1.324144	1.980061	0.0506
R-squared	0.119668	Mean dependent var	2.888911	
Adjusted R-squared	0.063477	S.D. dependent var	6.111522	
S.E. of regression	5.914371	Akaike info criterion	6.459436	
Sum squared resid	3288.100	Schwarz criterion	6.640682	
Log likelihood	-319.2015	F-statistic	2.129655	
Durbin-Watson stat	1.987625	Prob(F-statistic)	0.057002	

Όμοια αποτελέσματα έχουμε και από τις υπόλοιπες τρεις παλινδρομήσεις των οποίων τα αποτελέσματα φαίνονται στους παρακάτω πίνακες (Πίνακας 13, Πίνακας 14 και Πίνακας 15).

**Πίνακας 13**

Dependent Variable: Απλή Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:13				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.709021	1.540966	2.406946	0.0180
Ηλικία	-0.046780	0.046131	-1.014084	0.3131
Αντληθέντα Κεφάλαια	6.84E-06	1.71E-05	0.399579	0.6904
Αντληθ./Ιδια Κεφ.	0.034492	0.337706	0.102136	0.9189
% Αύξησης Μετ. Κεφ.	-0.061664	0.187572	-0.328746	0.7431
Τιμή Διάθεσης DUMMY	-0.319953	0.182917	-1.749171	0.0835
	2.169748	1.130543	1.919209	0.0580
R-squared	0.113866	Mean dependent var	2.250990	
Adjusted R-squared	0.057305	S.D. dependent var	5.200855	
S.E. of regression	5.049640	Akaike info criterion	6.143299	
Sum squared resid	2396.894	Schwarz criterion	6.324545	
Log likelihood	-303.2366	F-statistic	2.013136	
Durbin-Watson stat	1.930711	Prob(F-statistic)	0.071483	

**Πίνακας 14**

Dependent Variable: Επιπλέον Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:16				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.282781	1.638848	1.392918	0.1669
Ηλικία	-0.050480	0.049061	-1.028918	0.3062
Αντληθέντα Κεφάλαια	3.67E-06	1.82E-05	0.201544	0.8407
Αντληθ./Ιδια Κεφ.	0.019370	0.359157	0.053930	0.9571
% Αύξησης Μετ. Κεφ.	-0.003811	0.199487	-0.019103	0.9848
Τιμή Διάθεσης DUMMY	-0.188550	0.194536	-0.969231	0.3349
	2.619781	1.202354	2.178876	0.0318
R-squared	0.092185	Mean dependent var	1.837624	
Adjusted R-squared	0.034239	S.D. dependent var	5.464762	
S.E. of regression	5.370392	Akaike info criterion	6.266467	
Sum squared resid	2711.065	Schwarz criterion	6.447713	
Log likelihood	-309.4566	F-statistic	1.590885	
Durbin-Watson stat	2.020834	Prob(F-statistic)	0.158345	

**Πίνακας 15**

Dependent Variable: Επιπλέον Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:21				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.689522	1.354206	1.247611	0.2153
Ηλικία	-0.037533	0.040540	-0.925840	0.3569
Αντληθέντα Κεφάλαια	1.64E-06	1.50E-05	0.109401	0.9131
Αντληθ./Ιδια Κεφ.	0.016796	0.296777	0.056595	0.9550
% Αύξησης Μετ. Κεφ.	-0.003207	0.164839	-0.019456	0.9845
Τιμή Διάθεσης	-0.151639	0.160748	-0.943331	0.3479
DUMMY	1.980891	0.993525	1.993801	0.0491
R-squared	0.082034	Mean dependent var	1.292277	
Adjusted R-squared	0.023440	S.D. dependent var	4.490583	
S.E. of regression	4.437641	Akaike info criterion	5.884911	
Sum squared resid	1851.110	Schwarz criterion	6.066157	
Log likelihood	-290.1880	F-statistic	1.400050	
Durbin-Watson stat	1.976448	Prob(F-statistic)	0.222792	

Αυτό το οποίο αλλάζει στους δύο τελευταίους πίνακες, δηλαδή στις Επιπλέον Αποδόσεις, είναι ότι το Prob (F-statistic) είναι ιδιαίτερα μεγάλο και άρα δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση για το αν το τεστ είναι στατιστικά σημαντικό. Επίσης, η σταθερά c και η τιμή διάθεσης έχουν μεγάλο "probability" ( $P > 0,05$ ) και άρα δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι οι συντελεστές τους είναι διάφοροι από το μηδέν.

Στη συνέχεια, προκειμένου να μειώσουμε τον «θόρυβο» (noise) που ίσως δημιουργούν οι πλεονάζουσες μεταβλητές παλινδρομούμε αφενός την Απλή Απόδοση και αφετέρου την Επιπλέον Απόδοση μόνο με τις παρακάτω δύο μεταβλητές : την ηλικία της επιχείρησης και την τιμή διάθεσης της νεοεισηγμένης μετοχής (με βάση μόνο την τιμή κλεισίματος

πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης). Οι παραπάνω μεταβλητές επιλέχθηκαν γιατί ήταν οι μεταβλητές εκείνες που έδωσαν τα καλύτερα αποτελέσματα στις αρχικές παλινδρομήσεις.

Από τους δύο παρακάτω πίνακες (Πίνακα 16 και Πίνακα 17), διαπιστώνεται ότι και στις δύο κατηγορίες αποδόσεων τα τεστ έχουν βελτιωθεί αρκετά αφού τα Prob (F-statistic) είναι πολύ μικρά και κάτω από το 5%. Επίσης, η επεξηγηματική ικανότητα των μεταβλητών αν και πολύ μικρή βελτιώθηκε. Στην Απλή Απόδοση η τιμή διάθεσης ισχυροποιήθηκε ως προς το t-statistic ενώ στην Επιπλέον Απόδοση δεν σημειώθηκε καμία ιδιαίτερη αλλαγή.

**Πίνακας 16**

Dependent Variable: Απλή Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:29				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.482303	1.684307	2.661215	0.0091
Ηλικία	-0.059044	0.051383	-1.149089	0.2533
Τιμή Διάθεσης	-0.324795	0.132706	-2.447486	0.0162
DUMMY	2.533409	1.229657	2.060256	0.0421
R-squared	0.116913	Mean dependent var	2.888911	
Adjusted R-squared	0.089601	S.D. dependent var	6.111522	
S.E. of regression	5.831297	Akaike info criterion	6.403154	
Sum squared resid	3298.390	Schwarz criterion	6.506723	
Log likelihood	-319.3593	F-statistic	4.280662	
Durbin-Watson stat	2.047232	Prob(F-statistic)	0.006979	

**Πίνακας 17**

Dependent Variable: Επιπλέον Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:37				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.234145	1.527369	1.462741	0.1468
Ηλικία	-0.048613	0.046595	-1.043300	0.2994
Τιμή Διάθεσης	-0.167175	0.120341	-1.389185	0.1680
DUMMY	2.551743	1.115082	2.288390	0.0243
R-squared	0.091751	Mean dependent var		1.837624
Adjusted R-squared	0.063660	S.D. dependent var		5.464762
S.E. of regression	5.287957	Akaike info criterion		6.207539
Sum squared resid	2712.361	Schwarz criterion		6.311108
Log likelihood	-309.4807	F-statistic		3.266287
Durbin-Watson stat	2.031357	Prob(F-statistic)		0.024615

Τέλος, διενεργήθηκε και μονομεταβλητή παλινδρόμηση, όπου εξετάστηκε και πάλι η Απλή Απόδοση και η Επιπλέον Απόδοση με ανεξάρτητη μεταβλητή πλέον, μόνο την Τιμή Διάθεσης (με βάση την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης). Τα αποτελέσματα των δύο παλινδρομήσεων φαίνονται στους παρακάτω πίνακες (Πίνακας 18 και Πίνακας 19).

**Πίνακας 18**

Dependent Variable: Απλή Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:33				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.164699	1.235741	2.560972	0.0120
Τιμή Διάθεσης	-0.320824	0.132877	-2.414432	0.0176
DUMMY	2.903074	1.188768	2.442085	0.0164
R-squared	0.104892	Mean dependent var		2.888911
Adjusted R-squared	0.086625	S.D. dependent var		6.111522
S.E. of regression	5.840822	Akaike info criterion		6.396873
Sum squared resid	3343.289	Schwarz criterion		6.474550
Log likelihood	-320.0421	F-statistic		5.742017
Durbin-Watson stat	2.086796	Prob(F-statistic)		0.004384



**Πίνακας 19**

Dependent Variable: Επιπλέον Απόδοση 3 ετών με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης				
Method: Least Squares				
Date: 06/22/03 Time: 13:39				
Sample: 1 101				
Included observations: 101				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.149311	1.119277	1.026834	0.3070
Τιμή Διάθεσης DUMMY	-0.163905 2.856102	0.120354 1.076731	-1.361857 2.652568	0.1764 0.0093
R-squared	0.081559	Mean dependent var		1.837624
Adjusted R-squared	0.062815	S.D. dependent var		5.464762
S.E. of regression	5.290343	Akaike info criterion		6.198896
Sum squared resid	2742.798	Schwarz criterion		6.276573
Log likelihood	-310.0443	F-statistic		4.351264
Durbin-Watson stat	2.066630	Prob(F-statistic)		0.015471

Τα αποτελέσματα δεν φαίνεται να διαφέρουν από τα προηγούμενα. Το μόνο αξιοσημείωτο είναι ότι τα Prob (F-statistic) μειώθηκαν ακόμα περισσότερο, ενώ στην Απλή Απόδοση μόνο, η ανεξάρτητη μεταβλητή έχει πολύ καλό t-statistic.

Από όλες τις παλινδρομήσεις που διενεργήθηκαν δεν βρέθηκαν επεξηγηματικές ικανότητες στα πέντε αυτά χαρακτηριστικά της έκδοσης που χρησιμοποιήθηκαν. Το μόνο θετικό στοιχείο είναι ότι βρέθηκε ποια σχέση υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων και των χαρακτηριστικών αυτών. Και σε αυτό το σημείο βεβαίως δεν μπορεί κανείς να είναι απόλυτα σίγουρος αφού τα t-statistic των ανεξάρτητων μεταβλητών δεν ήταν ικανά να απορρίψουν τη μηδενική υπόθεση ότι οι συντελεστές τους είναι μηδέν. Η μόνη εξαίρεση είναι η Τιμή Διάθεσης της νεοεισηγμένης μετοχής

που βρέθηκε στατιστικά σημαντική ακόμα σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με την παρούσα μελέτη γίνεται προσπάθεια να εξετασθεί, κατά πόσο ο επενδυτής που αγόρασε νεοεισηγμένες μετοχές την περίοδο 1995 - 1999 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απέκτισε μακροπρόθεσμα σημαντικά οφέλη. Η έρευνα αυτή προσανατολίζεται σε μία περίοδο μέχρι και τρία χρόνια από την εισαγωγή της μετοχής στο Χ.Α.Α. Προκειμένου λοιπόν να διαπιστωθεί η μακροπρόθεσμη πορεία των νεοεισηγμένων μετοχών, υπολογίσθηκαν οι αποδόσεις τους από τον πρώτο κιόλας μήνα μετά την εισαγωγή, μέχρι και τα τρία πρώτα έτη. Προσδιορίσθηκαν οι απλές και οι επιπλέον αποδόσεις και χρησιμοποιήθηκε ως τιμή βάσης, αφενός η τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και αφετέρου η τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Το τελευταίο έγινε προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι νεοεισηγμένες μετοχές αποκτούν την μακροπρόθεσμη απόδοσή τους στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης ή την αποκτούν στους επόμενους μήνες και χρόνια. Γενικά λοιπόν, τα κυριότερα ευρήματα είναι τα ακόλουθα :

Οι επενδυτές που αγόρασαν τις νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης απέκτισαν μεγάλες, στατιστικά σημαντικές, απλές και επιπλέον αποδόσεις. Η μέση απλή απόδοση για την τριετή περίοδο

ήταν 288,89% (με διάμεσο 39,88%) και η μέση επιπλέον απόδοση για την ίδια περίοδο ήταν 183,79% (με διάμεσο 6,01%).

Για τους επενδυτές που αγόρασαν τις νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης τα ευρήματα είναι κάπως συγκεχυμένα. Για τις μεν απλές αποδόσεις τα αποτελέσματα είναι αρκετά θετικά (μέσος όρος τριετίας 225,07% και διάμεσος 12,88%), για τις δε επιπλέον αποδόσεις υπάρχει σημαντική απόκλιση ανάμεσα στους μέσους όρους και τις διαμέσους. Δηλαδή, ενώ οι μέσοι όροι των αποδόσεων όλων των περιόδων είναι θετικοί και αρκετά υψηλοί, οι διάμεσοι εμφανίζουν μικρές αρνητικές τιμές. Αυτό σημαίνει ότι πολλές μετοχές σημείωσαν ελαφρώς χειρότερη απόδοση από τη μέση αγορά (Γ.Δ.Τ. του Χ.Α.Α.) αλλά η ύπαρξη μερικών μετοχών που παρουσίασαν πολύ υψηλή απόδοση «παρέσυραν» το μέσο όρο προς τα πάνω.

Διακρίνοντας το δείγμα μας κατά αγορά, διαπιστώθηκε ότι η Παράλληλη αγορά σημείωσε καλύτερες αποδόσεις (απλές και επιπλέον) από την Κύρια αγορά. Μάλιστα, στην Κύρια αγορά όταν χρησιμοποιήθηκε ως τιμή βάσης η τιμή κλεισίματος πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης, διαπιστώθηκαν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις για όλες τις εξεταζόμενες περιόδους. Αντίθετα, στην Παράλληλη αγορά, σημειώθηκαν αρνητικές επιπλέον αποδόσεις μόνο στις περιόδους δύο, δύομισι και τριών ετών. Από τα παραπάνω, συμπεραίνει κανείς, ότι ειδικά στην Κύρια αγορά οι αποδόσεις που εμφανίζουν οι νεοεισηγμένες μετοχές επιτυγχάνονται βραχυπρόθεσμα (μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης) και

όχι μακροπρόθεσμα. Τούτο εμφανίζεται και στην Παράλληλη αγορά αλλά όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό. Συγκεκριμένα, ο επενδυτής που αγόρασε νεοεισηγμένες μετοχές, που διαπραγματεύονται στην Κύρια αγορά, στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης σημείωσε για την τριετή περίοδο, αρνητική επιπλέον απόδοση της τάξης του  $-20,02\%$ .

Από τη διάκριση που έγινε στο δείγμα μας ανά έτος εισαγωγής των εταιριών στο Χ.Α.Α., διαπιστώθηκε ότι οι εταιρίες που εισήχθησαν το 1997 σημείωσαν την υψηλότερη τριετή απόδοση (απλή και επιπλέον απόδοση και με τις δύο τιμές βάσης). Αυτό ίσως αρχικά δεν φαίνεται να δικαιολογείται από την πραγματικότητα αφού το 1999 άρχισε η μεγάλη πτώση του Χρηματιστηρίου. Με μία προσεκτικότερη ανάλυση όμως επαληθεύεται το αποτέλεσμα αυτό. Τούτο διότι, οι περισσότερες εταιρίες του έτους 1997 εισήχθησαν νωρίς στο 1997 και άρα η τριετής περίοδο υπολογίσθηκε μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2000. Μέχρι και τότε, το Χρηματιστήριο «άντεχε» σε σχετικά υψηλά επίπεδα και για αυτό εμφανίσθηκαν υψηλές αποδόσεις. Η χειρότερη χρονιά για τις νεοεισηγμένες μετοχές είναι, όπως ήταν αναμενόμενο, το 1999. Η διάμεσος για την τριετή απλή απόδοση είναι της τάξης του  $-71,04\%$ , δηλαδή ο επενδυτής έχασε  $71,04\%$  από τα χρήματά του.\*

---

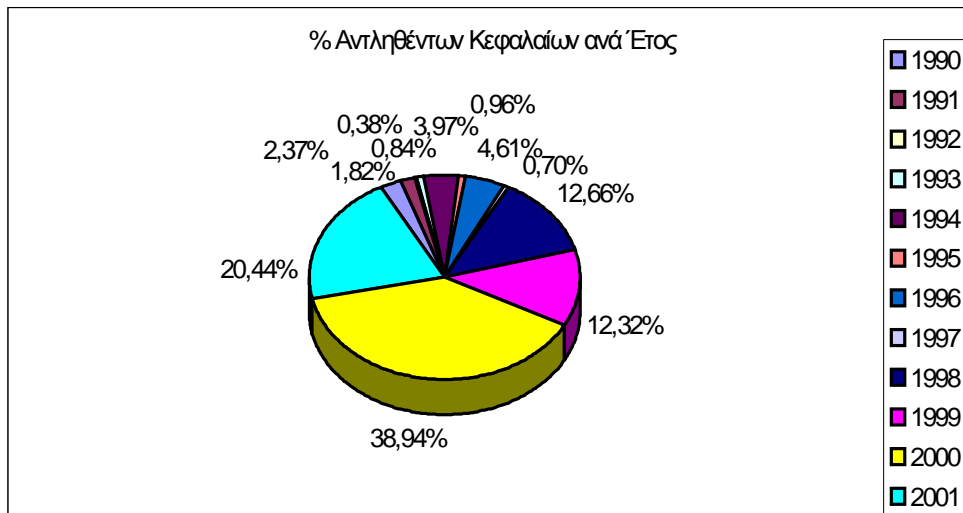
\* Εδώ πρέπει να αναφερθεί ότι, όταν αγόρασε κάποιος την νεοεισηγμένη μετοχή το 1999 π.χ. στα 5 ευρώ και μετά την τριετία η τιμή της ήταν στα 2 ευρώ, τότε η απόδοση είναι  $-60\%$ . Όταν όμως κάποιος αγόρασε την ίδια μετοχή σε μεταγενέστερο χρόνο στα 20 ευρώ και ύστερα από τρία χρόνια από την εισαγωγή της η τιμή της ήταν 2 ευρώ τότε η απόδοση του τελευταίου είναι σαφώς χειρότερη. Για αυτό και δεν εμφανίσθηκαν στην παρούσα μελέτη τα πραγματικά εντυπωσιακά ποσοστά αρνητικής απόδοσης που σημειώθηκαν μετά την πτώση του Χρηματιστηρίου.

Με την χρησιμοποίηση των πέντε χαρακτηριστικών της έκδοσης (ηλικία επιχείρησης πριν την εισαγωγή της, αντληθέντα κεφάλαια, λόγος αντληθέντα προς ίδια κεφάλαια, ποσοστό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά την εισαγωγή και τιμή διάθεσης των νεοεισηγμένων μετοχών) διαπιστώθηκε ύπαρξη αρνητική σχέσης μεταξύ των αποδόσεων (απλών και επιπλέον αποδόσεων τριετούς περιόδου) με την ηλικία, το ποσοστό αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και την τιμή διάθεσης. Αντίθετα, διαπιστώθηκε ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των προαναφερθέντων αποδόσεων και των αντληθέντων κεφαλαίων αφενός και του λόγου αντληθέντα προς ίδια κεφάλαια αφετέρου. Βέβαια, πρέπει να τονισθεί ότι οι παραπάνω σχέσεις δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές, με εξαίρεση τον παράγοντα «τιμή διάθεσης».

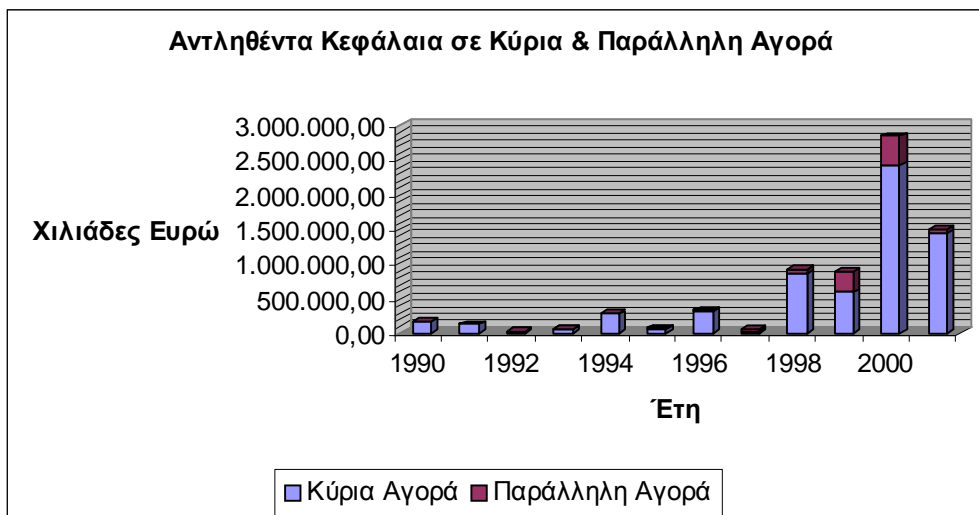
Συμπερασματικά, τα ευρήματα της παρούσας μελέτης αποκαλύπτουν ότι, ο επενδυτής που αγόρασε τις νεοεισηγμένες μετοχές στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσής τους, απέκομισε αφενός αρκετά σημαντικές αποδόσεις και αφετέρου πολύ υψηλότερες από αυτές που απέκομισε ο επενδυτής που αγόρασε στο τέλος του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης. Τέλος, όσο μεγαλύτερο το χρονικό διάστημα της επένδυσης τόσο υψηλότερες οι αποδόσεις που απέκομισε ο επενδυτής των νεοεισηγμένων μετοχών.

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α**

**Διάγραμμα Α3**

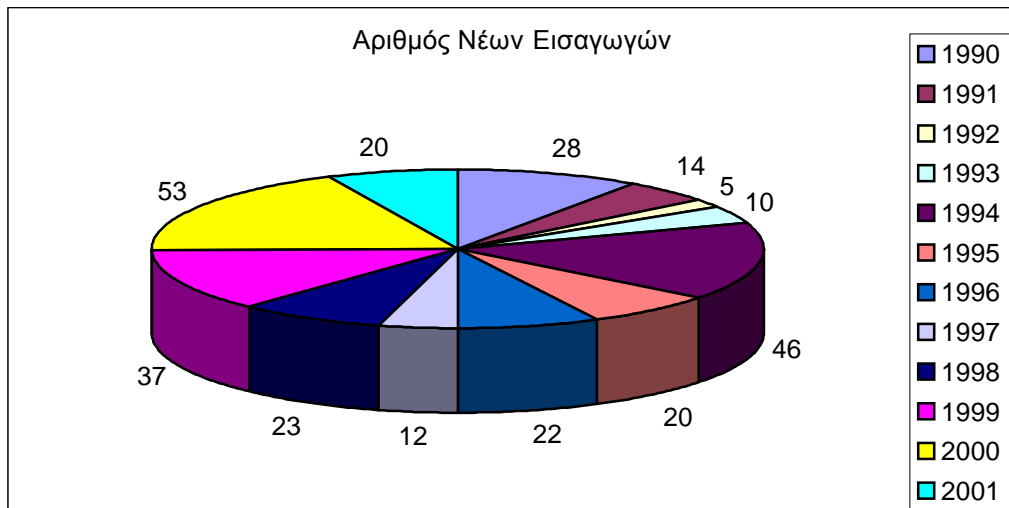


**Διάγραμμα Α4**

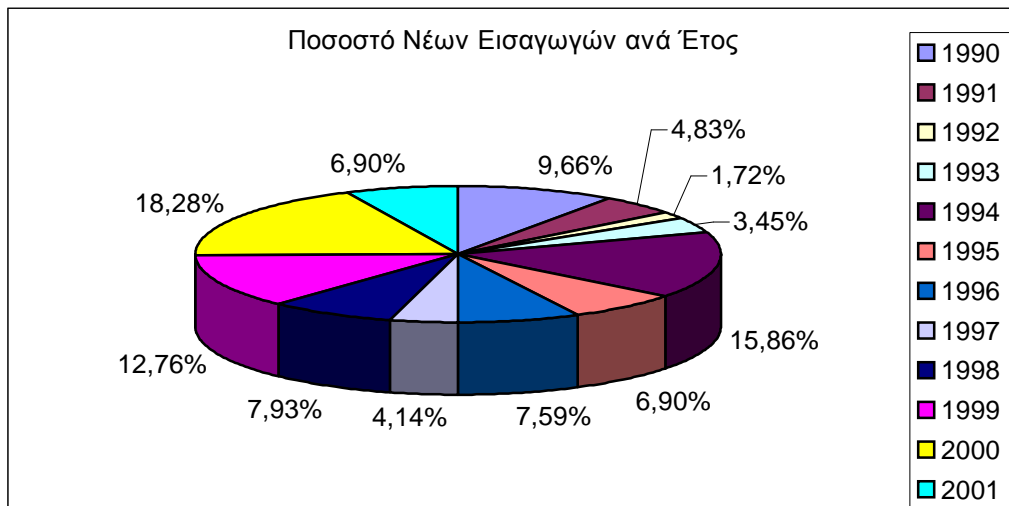




**Διάγραμμα Α1**



**Διάγραμμα Α2**



## Πίνακας Α1

## ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (1995-1999)

	1995	1996	1997	1998	1999
			<b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</b>		
1	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε	ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.-DELONGHI	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ Α.Ε.	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
2	ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Α.Β & Τ.Ε.	ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ	ΑΝΩΝ. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΚΡΗΤΗΣ
3	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔ.Α.Ε.Ε.Χ.	Ο.Τ.Ε Α.Ε..	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΚΑΤ/ΤΑ ΑΦΟΡ/ΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α.
4	ΑΦΟΙ Ι.& Β. ΛΑΔΕΝΗΣ "ΜΙΝΕΡΒΑ"	ΒΕΠΑΛ ΒΙΟΜ/ΝΑΙ ΕΠΕΞ ΑΛΟΥΜ.		ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	VETERIN Α.Β.Ε.Ε.
5	ΑΛΡΗΑ FINANCE Α.Ε.	ΚΛΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.		ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	OLYMPIC CATERING Α.Ε.
6	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΟΜ. ΕΠΙΧ. Α.Ε.		ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡ. Α.Ε.	ΑΛΡΗΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.
7	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΒΕΚΤΩΡ Α.Ε.		ΔΗΜ.ΚΟΣ ΟΡΓ. ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ
8	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.			ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ Ε.Α.Ε.Ζ.Α.Ε.
9	ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε.			Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔ. Α.Ε.	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
10	ΛΑΒΙΡΗΡΑΜ Α.Ε.				UNIFON Α.Ε.
11					AUTOHELLAS Α.Ε.
12					HYATT REGENCY Α.Ε.
13					FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.
14					ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.
	Σύνολο : 10	Σύνολο : 7	Σύνολο : 3	Σύνολο : 9	Σύνολο : 14
			<b>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</b>		
1	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	ΥΔΑΤ. ΔΥΤ. ΕΛ. RIOPECA	Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	SEAFORM IONIAN ΙΧΘΥΟ/ΙΕΣ Α.Ε.	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
2	ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ	DIS Α.Ε.	ΜΕΝΑΣΟ Α.Β.Ε.Ε.
3	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ ΟΜΙΛ. ΕΠΙΧ.	ΕΛΛΑΤΕΞ ΣΥΝΘΕΤ. ΙΝΕΣ Α.Ε.	ΜΠΕΙΜΠΥ ΛΑΝΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Α.Ε.	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.
4	ΑΛΤΕC Α.Β.Ε.Ε.	ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΣΦ. ΣΥΜΒ. ΥΠ. Α.Ε.	ΕΤΑΝΕ Α.Τ.Ε	ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	ΑΤΕΡΜΩΝ Α.Ε.
5	ΜΕΤΑΛΛΟΠΛ. ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε.	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗ Ε.Ε.Α.Ε.	"ΑΓΡΟΤ. ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε."	ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.	ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
6	Τ.Ε ΧΡΙΣΤ. Δ. ΚΩΝΣΤ/ΝΙΔΗΣ ΑΕ	FLEXORACK ΑΕ.Β.Ε.	ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε.	ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡ. ΥΛΙΚΟΥ
7	ΙΝΤΕΡΤΕCΗ ΑΕ ΔΙΕΘ.ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝ. Α.Ε.Β.Ε.	SYSWARE Α.Ε.	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
8	ΥΑΛCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.
9	ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.	ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤ. Α.Ε.	ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ Α.Ε.	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘ/ΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	EVEREST Α.Ε.
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘ.	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΘΙΟΙ Α.Β.Ε.Ε.		ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ	UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡ/ΤΩΝ Η/Υ
11		ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘ. ΚΛΙΝΙΚΗ Π.ΦΑΛ. Α.Ε.		Η.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜ. ΓΡΑΝ. Α.Ε.	ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
12		ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.		ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	ΔΙΑΓΝ.&ΘΕΡ.ΚΕΝΤΡΟ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ
13				INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε.	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
14					ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.
15					COMPUTER LOGIC Α.Ε.
16					ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
17					Π.ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
18					ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΕΑ Α.Ε. ΝΑΥΠ. ΣΥΡΟΥ
19					ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.
20					ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
21					MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.
22					ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ-ΑΛ.ΤΥΡ
23					SPIDER Α.Ε.
	Σύνολο : 10	Σύνολο : 12	Σύνολο : 9	Σύνολο : 13	Σύνολο : 23

Γενικό Σύνολο  
43Γενικό Σύνολο  
67

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β**

Πίνακας Β1 :Απλές Αποδόσεις όλου του δείγματος με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημέρας διαπραγμάτευσης.

	Ημέρες Διαπραγμάτευσης							
	21η	63η	126η	250η	376η	500η	626η	750η
Μέσος	57.78%	80.48%	97.02%	183.19%	198.45%	217.58%	223.85%	288.89%
Τυπικό σφάλμα	0.103362	0.129175	0.148875	0.369685	0.37873	0.399116	0.410035	0.608119
Διάμεσος	20.33%	34.73%	50.27%	48.09%	47.48%	65.60%	51.88%	39.88%
Επικρατούσα τιμή	0	0	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ
Μέση απόκλιση τετραγώνου	1.084065	1.354794	1.56141	3.859622	3.917618	4.109154	4.141153	6.111517
Διακύμανση	1.175198	1.835468	2.438	14.89668	15.34773	16.88515	17.14915	37.35064
Κύρτωση	10.84615	11.54486	9.876534	12.14895	9.913164	6.867131	6.028405	12.98423
Ασυμμετρία	2.970831	2.933087	2.794062	3.351795	2.943287	2.535558	2.347799	3.205179
Εύρος	689.37%	898.64%	970.48%	2192.43%	2277.96%	2142.25%	2045.11%	3989.83%
Ελάχιστο	-28.50%	-35.59%	-40.05%	-77.21%	-86.06%	-87.81%	-91.34%	-95.72%
Μέγιστο	660.87%	863.04%	930.43%	2115.22%	2191.89%	2054.44%	1953.77%	3894.12%
Άθροισμα	63.5555	88.52539	106.7234	199.681	212.3458	230.6393	228.3251	291.7757
Πλήθος	110	110	110	109	107	106	102	101
Μεγαλύτερο(20)	106.56%	143.99%	175.10%	260.00%	301.58%	370.91%	463.68%	455.91%
Μικρότερο(20)	-7.18%	-9.09%	-7.95%	-11.69%	-25.79%	-40.31%	-45.36%	-46.48%
Βαθμός εμπιστοσύνης(95,0%)	0.204859	0.25602	0.295064	0.732778	0.75087	0.791375	0.813399	1.20649

Πίνακας Β3 :Απλές Αποδόσεις όλου του δείγματος με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμάτευσης.

	Ημέρες Διαπραγμάτευσης						
	63η	126η	250η	376η	500η	626η	750η
Μέσος	15.29%	33.24%	95.81%	119.05%	150.58%	171.54%	225.07%
Τυπικό σφάλμα	0.039909	0.075075	0.225465	0.246839	0.309074	0.362299	0.517545
Διάμεσος	5.27%	5.87%	16.35%	27.58%	30.51%	15.74%	12.88%
Επικρατούσα τιμή	0	-0.059091	0.245455	0.275758	1.842424	2.893939	4.045455
Μέση απόκλιση τετραγώνου	0.418573	0.787397	2.35392	2.553325	3.182107	3.659045	5.201263
Διακύμανση	0.175203	0.619994	5.540938	6.519467	10.12581	13.38861	27.05314
Κύρτωση	17.26246	6.163661	20.82994	6.135136	8.686624	6.035656	10.84759
Ασυμμετρία	3.385225	2.128114	3.918704	2.342188	2.5522	2.367106	3.055178
Εύρος	333.10%	464.80%	1772.04%	1390.68%	1978.03%	1858.79%	3083.50%
Ελάχιστο	-46.40%	-63.90%	-84.76%	-90.68%	-92.27%	-94.20%	-97.13%
Μέγιστο	286.70%	400.91%	1687.28%	1300.00%	1885.77%	1764.58%	2986.36%
Άθροισμα	16.82323	36.56746	104.4335	127.387	159.6126	174.9695	227.3256
Πλήθος	110	110	109	107	106	102	101
Μεγαλύτερο(20)	35.58%	82.16%	177.27%	260.14%	348.88%	383.27%	404.55%
Μικρότερο(20)	-9.62%	-22.75%	-41.16%	-58.04%	-60.93%	-69.06%	-65.87%
Βαθμός εμπιστοσύνης(95,0%)	0.079099	0.148797	0.446909	0.489383	0.612836	0.718705	1.026795

Πίνακας Β2 : Επιπλέον Αποδόσεις όλου του δείγματος με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ης ημέρας διαπραγμάτευσης.

	Ημέρες Διαπραγμάτευσης							
	21η	63η	126η	250η	376η	500η	626η	750η
Μέσος	52.97%	70.05%	77.97%	147.45%	148.20%	152.94%	144.73%	183.79%
Τυπικό σφάλμα	0.102654	0.124822	0.138234	0.347208	0.349628	0.357175	0.361664	0.543755
Διάμεσος	13.95%	33.64%	34.70%	19.49%	26.92%	24.61%	17.65%	6.01%
Επικρατούσα τιμή	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ
Μέση απόκλιση τετραγώνου	1.076649	1.309144	1.449812	3.624955	3.616577	3.67734	3.652632	5.464665
Διακύμανση	1.159173	1.713857	2.101956	13.1403	13.07963	13.52283	13.34172	29.86257
Κύρτωση	10.38267	10.78842	11.06626	12.81308	11.33178	7.067659	7.596491	18.54016
Ασυμμετρία	2.913161	2.85171	2.956747	3.43935	3.152212	2.608116	2.591834	3.760569
Εύρος	678.62%	870.16%	936.85%	2101.61%	2255.74%	1974.60%	2018.48%	4033.78%
Ελάχιστο	-37.05%	-59.17%	-65.60%	-95.54%	-169.02%	-192.01%	-223.09%	-315.03%
Μέγιστο	641.57%	810.99%	871.25%	2006.07%	2086.72%	1782.60%	1795.39%	3718.76%
Άθροισμα	58.26915	77.05324	85.76166	160.7204	158.5772	162.12	147.6279	185.629
Πλήθος	110	110	110	109	107	106	102	101
Μεγαλύτερο(20)	99.04%	121.22%	130.64%	243.67%	241.44%	285.16%	318.47%	229.00%
Μικρότερο(20)	-10.98%	-13.15%	-12.49%	-35.67%	-35.20%	-56.84%	-41.90%	-66.53%
Βαθμός εμπιστοσύνης(95,0%)	0.203458	0.247393	0.273975	0.688225	0.693171	0.708212	0.717445	1.078794

Πίνακας Β4 :Επιπλέον Αποδόσεις όλου του δείγματος με τιμή βάσης την τιμή κλεισίματος 1ου μήνα διαπραγμάτευσης.

	Ημέρες Διαπραγμάτευσης						
	63η	126η	250η	376η	500η	626η	750η
Μέσος	10.20%	20.01%	65.98%	75.14%	92.01%	98.21%	129.27%
Τυπικό σφάλμα	0.034239	0.060737	0.202926	0.216337	0.264954	0.306996	0.446867
Διάμεσος	3.69%	1.00%	-1.34%	-3.14%	-9.20%	-9.92%	-6.60%
Επικρατούσα τιμή	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	#Δ/Υ	2.269764
Μέση απόκλιση τετραγώνου	0.359097	0.637011	2.118612	2.237807	2.727871	3.100504	4.49096
Διακύμανση	0.12895	0.405782	4.488515	5.007781	7.441279	9.613123	20.16872
Κύρτωση	22.58288	8.873491	24.93104	9.166896	11.69521	7.8011	15.51418
Ασυμμετρία	3.764646	2.583057	4.354834	2.811842	2.947142	2.635738	3.56371
Εύρος	300.75%	390.14%	1659.49%	1365.60%	1901.48%	1734.71%	3143.65%
Ελάχιστο	-40.23%	-50.05%	-99.75%	-142.40%	-206.48%	-222.74%	-339.28%
Μέγιστο	260.52%	340.09%	1559.74%	1223.20%	1695.00%	1511.97%	2804.37%
Άθροισμα	11.22525	22.00815	71.92317	80.39724	97.53432	100.1754	130.561
Πλήθος	110	110	109	107	106	102	101
Μεγαλύτερο(20)	26.83%	57.77%	121.99%	143.60%	175.63%	201.99%	212.21%
Μικρότερο(20)	-13.72%	-21.21%	-39.42%	-43.48%	-52.07%	-46.12%	-60.17%
Βαθμός εμπιστοσύνης(95,0%)	0.06786	0.120378	0.402234	0.428909	0.525356	0.608997	0.886572

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### Ελληνική

Ετήσια και Μηνιαία Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α.

Ζαχαροπούλου Χ.: «Στατιστική, Μέθοδοι-Εφαρμογές», 1996, Θεσσαλονίκη.

Κορδή-Αντωνοπούλου Μ. : «Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο», Εκδόσεις Σάκουλα, 2001.

Παπαϊωάννου Γ. και Τραυλός Ν. (1995) : «Εισαγωγές Εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση», τόμος «Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα : Τάσεις και Προοπτικές», ΙΟΒΕ.

Παπαϊωάννου Γ., Α. Safieddine, Τραυλός Ν. και Φίλιππας Ν. (1997) : «Η Χρηματιστηριακή Πορεία και η Λειτουργική Αποδοτικότητα των Επιχειρήσεων μετά την Εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», από το βιβλίο «Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά : Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών Της», Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

### Εεσόγλωσση

Aaij S. και Brounen D. (2003) : "High-Tech IPOs :A Tale of Two Continents", Journal of Applied Corporate Finance, 87-94.

Allen D.E., Morkel-Kingsbury N.J. και Piboonthanakiat W. (1999) : "The Long-Run Performance of Initial Public



Offerings in Thailand", Applied Financial Economics, 9, 215-232.

Alvarez S. και Gonzalez V.M. (2000) : "Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in the Spanish Capital Market", Department of Business Administration, University of Oviedo.

Arosio R., Giudici G. και Paleari S. (2000) : "What Drives the Initial market Performance of Italian IPOs? An empirical Investigation on Underpricing and Price Support ", Politecnico di Milano & Universita degli Studi di Bergamo.

Dawson S. (1987) : "Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984", Journal of Business Finance & Accounting, 14(1) Spring 1987, 65-76.

Espenlaub S., Gregory A. και Tonks I. (2000) : "Re-assessing the Long-term Underperformance of UK Initial Public Offerings", European Financial Management, Vol. 6, No.3, 319-342.

Finn F. και Higham R. (1988) : "The Performance of Unseasoned New Equity Issues-Cum-Stock Exchange Listings in Australia", Journal of Banking and Finance, 12, 333-351.

Ibbotson R.G., Sindelar J.L. και Ritter J.R. (1994) : "The Market Problems with the Pricing of Initial Public Offerings", Journal of Applied Corporate

Finance, 66-74 (This article updates the "Initial Public Offerings" article in the Summer 1988 Journal of Applied Corporate Finance).

Jegadeesh N., Weinstein M. και Welch I. (1993) : "An Empirical Investigation of IPOs Returns and Subsequent Equity Offerings", Journal of Financial Economics, 34, 153-175.

Keloharju M. (1993) : "The Winner's Curse, Legal liability and the Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland", Journal of Financial Economics, 34, 251-277.

Kim.G-B, Krinsky I. και Lee J. (1995) : "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea", Pacific-Basin Finance Journal, 3, 429-448.

Kiyamaz H. (2000) : "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market : Evidence from Istanbul Stock Exchange", 10, 213-227.

Lee P.J., Taylor S.L. και Walter T.S. (1996) : "Australian IPO Pricing in the Short and Long Run", Journal of Banking and Finance, 20, 1189-1210.

Loughran T. και Ritter J.R. (1995) : "The News Issues Puzzle", Journal of Finance, Vol.L, No.1, March 1995, 23-51.

Ritter J.R. (1991) : "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", Journal of Finance, Vol.XLVI, No.1, March 1991, 3-27.

Ritter J. και Welch I. (2002) : "A Review of IPOs Activity, Pricing, and Allocations", Journal of Finance, Vol. LVII, No.4, August 2002, 1795-1828.

Stehle E., Ehrhardt O. και Przyborowsky R. (2000) : "Long-Run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues", Vol.6, No. 2, 2000, 173-196.

[www.ase.gr](http://www.ase.gr)

[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

[www.unilib.gr](http://www.unilib.gr)