



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΩΝ IPO'S

ΚΑΚΑΒΙΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ (ΜΧΑΝ 1115)

Επιβλέπωντας καθηγητής: **ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ**

Επιτροπή: **ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

: ΑΝΘΡΩΠΕΛΟΣ ΜΙΧΑΗΛ

18/02/2013

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η μελέτη των χρηματοοικονομικών αγορών και οι αρχές που τις χαρακτηρίζουν ,προυποθέτει ότι οι επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτές έχουν σαν απώτερο στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους τους και την ελαχιστοποίηση του κόστους τους.Άμμεση απόρροια αυτού του γεγονότος είναι ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές και όλα τα διαθέσιμα στοιχεία αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών.Η κλασσική χρηματοοικονομική θεωρία έχει σαν βάση της την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών,την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου,και την Capital Asset Pricing Theory.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ένας νέος κλάδος η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική άρχισε να κάνει την εμφάνισή της με αρκετές δημοσιεύσεις άρθρων της σε επιστημονικά περιοδικά και εφημερίδες.Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική η οποία προσπαθεί να συνδιάσει την κλασσική οικονομική επιστήμη με την κοινωνιολογία και την ψυχολογία, είναι απόρροια του γεγονότος ότι αρκετές φορές η κλασσική οικονομική θεωρία δεν μπορεί να ερμηνεύσει όλες τις πτυχές και τις παραμέτρους της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Τα θεμέλια και οι βάσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής θεωρήθηκε από πολλούς ότι είναι το έργο των Daniel Kahneman and Amos Tversky οι οποίοι διατύπωσαν την θεωρία της προοπτικής σκέψης ή αλλιώς prospect theory.

Το θέμα με το οποίο θα καταπιαστούμε στην παρούσα εργασία είναι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές και πως αντιδρούν οι χρηματαγορές την πρώτη μέρα που λαμβάνουν χώρα.Αρχική δημόσια εγγραφή είναι η διαδικασία κατά την οποία μια εταιρία εκδίδει και διαθέτει σε δημόσια κυκλοφορία για πρώτη φορά μετοχές.Οι μετοχές αυτές συνήθως εκδίδονται από μικρότερες στο χώρο εταιρίες,οι οποίες αναζητούν κεφάλαια για να επεκτείνουν τον κύκλο εργασιών τους.

Ένα από τα μεγάλα ερωτήματα που ανακύπτουν στο πεδίο της χρηματοοικονομικής είναι γιατί σε μια αρχική δημόσια προσφορά ,υφίσταται αυτή η αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών.Ενώ αρκετές εξηγήσεις έχουν

προταθεί από εμπειρικές μελέτες πολλών ακαδημαϊκών ερευνητών, παραμένουν ακόμα πολλά αναπάντητα ερωτήματα. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική η οποία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές δεν λειτουργούν πάντα με ορθολογικό και προβλέψιμο τρόπο, και το γεγονός ότι καταπιάνεται με το πώς συμπεριφέρονται πραγματικά οι επενδυτές, και όχι πως θα έπρεπε να συμπεριφέρονται, θα προσπαθήσει να δώσει απάντηση σε αυτό το ερώτημα, αναλύοντας την συμπεριφορά των εκδοτριών εταιριών *IPOs*, των επενδυτικών τραπεζιτών και των επενδυτών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	2
Κλασσική Χρηματοοικονομική Θεωρία.....	5
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	7
Prospect Theory.....	10
Εταιρική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	12
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και IPOS.....	14
Initial Public Offering.....	15
Πλεονεκτήματα από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή.....	23
Μειονεκτήματα από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή.....	24
Τα μεγαλύτερα IPOS στην ιστορία.....	25
Ιστορική Αναδρομή.....	27
Η μακροχρόνια υποαπόδοση των IPOS.....	28
Υποτιμολόγηση των IPOS.....	28
Αρχικές δημόσιες εγγραφές και τα μεγάλα ποσά που χάνονται με την αρχική δημόσια προσφορά.....	36
Dynamic information acquisition και prospect theory.....	45
Optimal Risk sharing.....	46
Hot Issue Markets.....	50
Συμπεράσματα.....	51
Εμπειρικό κομμάτι.....	55
Βιβλιογραφία.....	75

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ

Η μελέτη των χρηματοοικονομικών αγορών καθώς και των αρχών που τις διέπουν, προϋποθέτει ότι οι επενδυτές που συμμετέχουν σ αυτές έχουν σαν στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους τους ή της αναμενόμενης ωφέλειας τους, ελαχιστοποιώντας το κόστος αξιοποιώντας κατάλληλα οποιαδήποτε πηγή πληροφόρησης έχουν στην διάθεσή τους.Ως εκ τούτου οι αγορές είναι αποτελεσματικές,και όλα τα διαθέσιμα στοιχεία αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών.Ο Merton Miller και ο Franco Modigliani με άρθρα τους το 1960 διατύπωσαν την άποψη ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί.Η ιδέα του ορθολογικού επενδυτή ακολουθεί τους κανόνες της κλασσικής χρηματοοικονομικής θεωρίας.Η κλασσική χρηματοοικονομική θεωρία η οποία είναι η πλέον καθιερωμένη και γίνεται αποδεκτή από τους ευρύτερους ακαδημαϊκούς κύκλους έχει σαν βάση της την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ή αλλιώς *efficient market hypothesis (EMH)* ,την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου ή αλλιώς *modern portfolio theory (MPT)* και την *Capital Asset Pricing Theory* η οποία βασίζεται στο *Capital Asset Pricing Model*

Το 1952 ο Harry Markowitz διατύπωσε την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου ενώ ήταν υποψήφιος διδάκτωρ στο Πανεπιστήμιο του Σικάγο.Με το έργο του αυτό ανέτρεψε τον τρόπο που λειτουργούσαν οι κεφαλαιαγορές και τόνισε την σημασία ενός καλά σχεδιασμένου και διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.Ο Markowitz επισήμανε ότι δεν είναι απλά ο αριθμός των χρεογράφων που έχουμε στην κατοχή μας, αλλά περισσότερη σημασία έχει πως συσχετίζονται μεταξύ τους.

Η θεωρία αυτή αναφέρεται στην αναμενόμενη απόδοση,την τυπική αποκλιση μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλάκιου μετοχών καθώς και την συσχέτιση τους με άλλες μετοχές ή αμοιβαία κεφάλαια του χαρτοφυλακίου.Αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο είναι ένα σύνολο μετοχών η άλλου είδους αξιόγραφου το οποίο έχει την μέγιστη αναμενόμενη απόδοση για δεδομένο κίνδυνο ή αλλιώς έχει τον χαμηλότερο δυνατό κίνδυνο για δεδομένη αναμενόμενη απόδοση.

Το δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό της κλασσικής οικονομικής θεωρίας είναι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Η υπόθεση αυτή, ή αλλιώς γνωστή ως *Random Walk Theory* υποστηρίζει ότι όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με την αξία της επιχείρησης που υπάρχουν στην αγορά αντανακλώνται πλήρως στην τρέχουσα τιμή του αξιογράφου, και ότι δεν υπάρχει τρόπος να επιτύχεις πλεονάζοντα κέρδη αξιοποιώντας περαιτέρω αυτές τις πληροφορίες. Δηλαδή σε μια αποτελεσματική αγορά η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί μια εκτίμηση της εσωτερικής του αξίας. Η υπόθεση αυτή διαπραγματεύεται με ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα της Χρηματοοικονομικής, δηλαδή γιατί αλλάζουν οι τιμές σε μια αγορά αξιογράφων καθώς και πώς συμβαίνουν αυτές οι αλλαγές. Ο Fama το 1965 σε άρθρο του συμπεριέλαβε για πρώτη φορά τον όρο *efficient market* και υποστήριξε ότι σε μια αποτελεσματική αγορά ο ανταγωνισμός είναι αυτός που θα προκαλέσει την αλληλεπίδραση των νέων πληροφοριών στις εσωτερικές αξίες που πρέπει να αντανακλώνται στιγμιαία στις πραγματικές τιμές των αξιογράφων.

Ο William Sharpe το 1964 εισήγαγε το *Capital Asset Pricing Model*. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό η αναμενόμενη απόδοση εξαρτάται από τον κίνδυνο και ότι το β είναι ένα μέτρο μέτρησης του κινδύνου.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς προϋποθέτει ότι οποιαδήποτε διαθέσιμη πληροφορία που υπάρχει σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή αποτυπώνεται κατευθείαν στην τιμή του αξιογράφου. Αν γινόταν τότε αυτό δεν θα χρειαζόταν όλη αυτή η διαδικασία λήψης, αξιολόγησης και επεξεργασίας πληροφοριών. Πιο ορθολογικό θα ήταν να πούμε ότι η αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει την ύπαρξη της αναποτελεσματικής αγοράς. Ένα δεύτερο που πρέπει να επισημάνουμε είναι τα υψηλά κόστη συναλλαγών τα οποία μειώνουν τις εμπορικές συναλλαγές.

Όσον αφορά το *Capital Asset Pricing Model* βασίζεται σε μια σειρά από προϋποθέσεις οι οποίες είναι αρκετά δύσκολο να επιτευχθούν. Το CAPM είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές για να μπορέσουν να διαμορφώσουν και να χαράξουν την επενδυτική τους πολιτική. Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του μοντέλου το οποίο αναφέρεται στην μεταβλητότητα της επένδυσης προϋποθέτει ότι μπορούμε να εκτιμήσουμε την

μεταβλητότητα της αγοράς στο σύνολό της κάτι το οποίο δεν είναι εφικτό. Ένα άλλο πρόβλημα που εμφανίζεται είναι σχετικά με την μεταβλητότητα του βήτα. Το βήτα είναι ένα μέτρο μέτρησης του κινδύνου του αξιογράφου. Οι επενδυτές χρησιμοποιούν στοιχεία παρελθόντων χρόνων για να υπολογίσουν τον μελλοντικό κίνδυνο. Όμως για να γίνει αυτό προϋποθέτει ότι διαχρονικά το βήτα θα είναι σταθερό κάτι το οποίο δεν ισχύει. Το βήτα από μόνο του δεν μπορεί να απεικονίσει τον κίνδυνο ενός περιουσιακού στοιχείου.

Για την *MPT* θα δούμε ότι έχουν γίνει εκτενείς συζητήσεις και αναφορές σε ποιο βαθμό ανταποκρίνεται στα χρηματοοικονομικά δρώμενα και στις επενδυτικές επιλογές που λαμβάνουν χώρα. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι πρόκειται περισσότερο για ένα μοντέλο το οποίο προσπαθεί να περιγράψει τον τρόπο λειτουργίας των χρηματαγορών παρά ένα μοντέλο για την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου. Η εφαρμογή της *MPT* μπορεί να γίνει κάτω από αυστηρά και περιορισμένα όρια. Μια από τις υποθέσεις που κάνουμε είναι ότι υπάρχει συνεχής τιμολόγηση στις κεφαλαιαγορές, οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και έχουν σαν απώτερο στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους τους. Σε περίπτωση που κάποιες από τις προϋποθέσεις δεν πληρούνται τότε το μοντέλο δεν θα είναι σε θέση να δώσει ακριβείς εκτιμήσεις και επομένως οι πληροφορίες που θα μας παρέχει δεν θα μπορούν να αξιοποιηθούν ως μη αξιόπιστες.

Στην πραγματικότητα αυτή η ουτοπική κατάσταση των αποτελεσματικών αγορών και του ορθολογικού επενδυτή δεν υφίσταται. Εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει δείχνουν ότι οι άνθρωποι δεν ενεργούν πάντα ορθολογικά και μερικές επενδυτικές τους επιλογές ενέχουν συναισθηματική ή ψυχολογική φόρτιση η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αποκλίσεις από την ορθολογική συμπεριφορά.

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ένας νέος κλάδος η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική άρχισε να κάνει δειλά δειλά την εμφανισή της με αρκετές αναρτήσεις άρθρων σε επιστημονικά περιοδικά και εφημερίδες καθώς και σε δημοσιεύσεις επιχειρήσεων. Ωστόσο δείγματα γραφής είχαμε περισσότερα από 150 χρόνια πίσω. Το 1841 εκδόθηκε από τον Σκωτσέζο δημοσιογράφο Charles Mackay το βιβλίο *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. Το έργο αυτό καταπιάνεται με την συμπεριφορά μιας ομάδας ανθρώπων, και πως η συμπεριφορά αυτή μπορεί να ταυτιστεί και να εφαρμοστεί στις κεφαλαιαγορές. Το 1912 το βιβλίο που εξέδωσε ο G.H Selden *Psychology of the Stock Market* κάνει ιδιαίτερη μνεία στην ψυχολογία και τις προσδοκίες των επενδυτών και πως αυτές επηρεάζουν τις αποφάσεις τους. Το 2002 ο Daniel Kahneman κέρδισε το νόμπελ για την έρευνά του στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Αυτό αποτέλεσε έναυσμα για τους επενδυτές να στρέψουν το ενδιαφέρον τους προς την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, όσον αφορά τις τεχνικές που θα ακολουθούσαν για να μειώσουν τον κίνδυνο και να αυξήσουν την απόδοση.

Δυο καθηγητές από το πανεπιστήμιο Santa Clara University των ΗΠΑ Meir Statman και ο Hersh Shefrin διεξήγαγαν εκτενή έρευνα στο πεδίο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Ο Meir Statman προσπάθησε να συγκρίνει την κλασσική Χρηματοοικονομική με την Συμπεριφορική και τόνισε τον ρόλο της ψυχολογίας στην διαδικασία επεξεργασίας πληροφοριών και λήψης αποφάσεων. Ο Hersh Shefrin το 2000 τόνισε τον ρόλο της ψυχολογίας στις επενδυτικές αποφάσεις. Υποστήριξε ότι ο «καλός» επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να αφουγκράζεται τα πιθανά επενδυτικά λάθη των αντιπάλων επενδυτών και να είναι πάντα σε εγρήγορση.

Σήμερα υπάρχει μια μεγάλη γκάμα βιβλιογραφίας που αναφέρεται στον ρόλο της ψυχολογίας και των άλλων κοινωνικών επιστημών στην Χρηματοοικονομική. Αυτό που χρειάζεται είναι να βρεθεί η χρυσή τομή μεταξύ κοινωνικής επιστήμης και οικονομικής.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία προσπαθεί να συνδιάσει την κλασσική οικονομική επιστήμη με την κοινωνιολογία και την ψυχολογία, είναι

απόρροια του γεγονότος ότι αρκετές φορές η κλασική οικονομική θεωρία δεν μπορεί να ερμηνεύσει επακριβώς την ανθρώπινη συμπεριφορά και τις πτυχές της. Στόχος της είναι να κάνει τα καθιερωμένα οικονομικά μοντέλα που χρησιμοποιούνται καλύτερα προσπαθώντας να εξηγήσει τις αποφάσεις των επενδυτών λαμβάνοντας υπόψη την συναισθηματική τους κατάσταση και τα γνωστικά τους λάθη και πως αυτά επηρεάζουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Αναγνωρίζει ότι κάποιες φορές ενεργούμε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο για τα συμφέροντά μας και κάποιες άλλες φορές πάλι όχι. Δεν είναι ένας κλάδος της οικονομικής επιστήμης αλλά ένα είδος συμπληρωματικό της. Κατά μία έννοια παίρνει την σκυτάλη από την κλασική οικονομική θεωρία σε θέματα που δεν μπορεί να τα καλύψει και την συμπληρώνει. Ενώ η κλασική χρηματοοικονομική θεωρία εστιάζει και δίνει έμφαση στον τρόπο λειτουργίας των αγορών, η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική μας δείχνει τον τρόπο που μπορούμε να επωφεληθούμε απ' αυτήν την γνώση. Ουσιαστικά προσπαθεί να απαντήσει στα βασικά ερωτήματα που άπτονται της χρηματοδότησης και της επενδυτικής από την ανθρώπινη σκοπιά.

Συγκεκριμένα εστιάζει στην μελέτη της συμπεριφοράς των επενδυτών στην αγορά, τον τρόπο με τον οποίο επεξεργάζονται και αξιολογούν τις πληροφορίες που λαμβάνουν για την λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων καθώς και το σκεπτικό με το οποίο προχωρούν σε αγοραπωλησίες μετοχών. Περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές συμπεριφέρονται και όχι πως θα επρεπε να συμπεριφέρονται. Οι επενδυτές δεν λειτουργούν πάντα με ορθολογικό και προβλέψιμο τρόπο. Όπως διατύπωσε και ο Meir Statman η παραδοσιακή οικονομική θεωρία υποθέτει ότι είμαστε ορθολογικοί, ενώ η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υποθέτει ότι είμαστε απλά φυσιολογικοί.

Τα ανθρώπινα λάθη από την σκοπιά της ανάλυσης της ψυχολογίας των επενδυτών παρουσιάζουν μια συνέπεια και προβλεψιμότητα η οποία μπορεί να οδηγήσει σε επενδυτικές ευκαιρίες. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εστιάζει στις αποφάσεις των επενδυτών που μπορεί να οδηγήσει σε ανωμαλίες στην αγορά.

Τα θεμέλια και οι βάσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής θεωρήθηκε από πολλούς ότι είναι το έργο των Daniel Kahneman and Amos Tversky οι οποίοι διατύπωσαν την θεωρία της προοπτικής σκέψης ή αλλιώς prospect theory. Η prospect theory είναι μια συμπεριφορική οικονομική θεωρία η οποία περιγράφει τις αποφάσεις μεταξύ των εναλλακτικών λύσεων που ενέχουν κίνδυνο ,και που είναι γνωστές εκ των προτέρων οι πιθανότητες των αποτελεσμάτων. Η θεωρία λέει ότι οι άνθρωποι δεν εστιάζουν στο τελικό αποτέλεσμα αλλά παίρνουν αποφάσεις με βάση την πιθανή αξία των απωλειών ή των κερδών τους.

PROSPECT THEORY

Η *prospect theory* ή αλλιώς η θεωρία της προοπτικής σκέψης υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι δεν αποφασίζουν πάντα ορθολογικά σε συνθήκες αβεβαιότητας. Στην θεωρία αυτή τονίζεται η επιρροή κοινωνιολογικών και ψυχολογικών παραγόντων στην διαδικασία λήψης αποφάσεων η οποία οδηγεί σε συμπεριφορά αποκλίνουσα από την αναμενόμενη. Κάθε άνθρωπος έχει συγκεκριμένες προτιμήσεις και τις κατατάσσει με ορισμένη ιεραρχία ανάλογα με την χρησιμότητά του. Ας υποθέσουμε ότι σε κάθε προτίμηση αντιστοιχεί μια ορισμένη πιθανότητα. Οι προτιμήσεις που βρίσκονται ψηλά στην ιεραρχία έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να πραγματοποιηθούν από αυτές που βρίσκονται σε χαμηλότερη θέση. Με βάση όμως την prospect theory ο επενδυτής δεν θα σταθμίσει τις προτιμήσεις με τις αντίστοιχες πιθανότητες και θα επιλέξει την χαμηλότερη στην ιεραρχία προτίμηση. Σύμφωνα με τον Hugh Schwartz (1998) οι επενδυτές αξιολογούν την πιθανή έκβαση κάποιας επιλογής όσον αφορά τα πιθανά κέρδη ή ζημίες με βάση κάποιο σημείο αναφοράς και όχι με βάση το τελικό αποτέλεσμα. Το σκεπτικό είναι ότι όταν ένας επενδυτής αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να χάσει χρήματα θα κάνει εκείνη την επενδυτική επιλογή που ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο με την προοπτική να γίνει risk averse, να αποφύγει δηλαδή τον κίνδυνο.

Ένα άλλο βασικό χαρακτηριστικό με το οποίο καταπιάνεται η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι αυτό της υπερεμπιστοσύνης ή αλλιώς *overconfidence*. Ερευνητές από τον τομέα της ψυχολογίας και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής ασχολήθηκαν με την μελέτη της «υπερεμπιστοσύνης». Έναν ορισμό που θα μπορούσαμε να δώσουμε είναι η έμφυτη τάση του ανθρώπου να υπερεκτιμά τις δυνατότητές του καθώς και τις πιθανές εκβάσεις των επιλογών του. Το 1992 ο Mahajan υποστήριξε ότι η υπερεμπιστοσύνη είναι μια υπερεκτίμηση των πιθανοτήτων για μια σειρά γεγονότων. Ο Alpert και ο Raiffa το 1982 υποστήριξαν ότι οι άνθρωποι δεν είναι σε θέση να κάνουν μια καλή εκτίμηση των πιθανοτήτων και ότι συνήθως υπερεκτιμούν τις δυνατότητες και τις γνώσεις τους και έχουν την ψευδαίσθηση το ότιδήποτε διεκπεραιώσουν θα γίνει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Η υπερεμπιστοσύνη απασχολεί τόσο τον τομέα της ψυχολογίας όσο και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Οι επενδυτές έχουν μια έμφυτη ικανότητα να αγνοούν τα λάθη του παρελθόντος και να συμμορφώνονται με αυτά και αυτή η συμπεριφορά μπορεί να οδηγήσει σε κακές μελλοντικές επενδυτικές αποφάσεις.

Δύο άλλες θεωρίες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής οι οποίες καταπιάνονται με τον τρόπο που διαμορφώνουν οι άνθρωποι τις πεπειθήσεις και τις αντιλήψεις τους κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας είναι η *theory of regret* και η *Financial Cognitive Dissonance*

Η *theory of regret* εστιάζει στο πως ένα άτομο θα αξιολογήσει τις αναμενόμενες αντιδράσεις του σε κάποιο μελλοντικό γεγονός ή συμβάν. Ο Bell το 1982 το περιέγραψε ως το συναίσθημα που αντιμετωπίζουμε αν συγκρίνουμε το αποτέλεσμα που επιτύχαμε ή κάποια συγκεκριμένα γεγονότα με τα αποτελέσματα που θα μπορούσαμε να είχαμε επιτύχει αν κάναμε την εναλλακτική επιλογή. Οι άνθρωποι έχουν έμφυτη την τάση να αντιμετωπίζουν αυτό το συναίσθημα όταν αισθάνονται ότι κάτι δεν έκαναν καλά ή υπέπεσαν σε κάποιο λάθος. Για τον λόγο αυτό τροποποιούν την συμπεριφορά τους και τις ενέργειες για να μην αντιμετωπίσουν αυτό το συναίσθημα ξανά, με άμεσο αποτέλεσμα η συμπεριφορά τους αρκετές φορές να είναι μη ορθολογική.

Ο Leon Festinger το 1957 διατύπωσε την *cognitive dissonance theory*. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι κάθε άνθρωπος έχει εσωτερικούς αμυντικούς μηχανισμούς η οποίοι αναλαμβάνουν τον ρόλο εξισοροπητή ουτοσώστε να διατηρεί την ηρεμία του και την αρμονία του όταν αντιμετωπίζει απρόβλεπτες καταστάσεις. Όταν ο άνθρωπος έρχεται αντιμέτωπος με αλληλοσυγκρουόμενες καταστάσεις αισθάνεται ένταση και άγχος με αποτέλεσμα να διαταράσσεται η ηρεμία του. Οι αμυντικοί του μηχανισμοί τον οδηγούν στο να αλλάξει άρδην την συμπεριφορά ουτοσώστε να επανέλθει η εσωτερική του ισοροπία. Το έργο των Goetzmann και Peles το 1997 εξετάζει τον ρόλο της *cognitive dissonance theory* στα αμοιβαία κεφάλαια των επενδυτών.

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Η έρευνα στην Εταιρική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εστιάζει σε δύο διαφορετικά πεδία. Το πρώτο είναι η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών και πως οι επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφασεις που λαμβάνονται από τους μάνατζερ είναι απόροια της κακής εκτίμησης της αξίας των αξιογράφων στις αγορές. Το δεύτερο πεδίο αφορά την μη ορθολογική συμπεριφορά των μάνατζερς και πώς η αποκλίνουσα αυτή συμπεριφορά και οι προτιμήσεις τους επηρεάζουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Η Εταιρική Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική καταπιάνεται με την μελέτη των χρηματοοικονομικών δρώμενων και των χρηματοδοτικών και επενδυτικών συμπεριφορών, τα οποία είναι απόροια της από κοινού επίδρασης των αποφάσεων των επενδυτών και των διευθυντικών στελεχών. Άρα για να κατανοήσουμε καλύτερα τα επενδυτικά και χρηματοδοτικά μοτίβα που χρησιμοποιούνται θα πρέπει να είμαστε σε θέση να αναγνωρίσουμε τις προσδοκίες και τα κίνητρα των συμβαλομένων. Η βιβλιογραφία και οι μελέτες που έχουν γίνει στον τομέα της Εταιρικής Χρηματοοικονομικής προυποθέτουν την ύπαρξη ενός ορθολογικού επενδυτή ο οποίος δρά μέσα σε μια αποτελεσματική αγορά και έχει σαν βασική

επιδίωξη την μεγιστοποίηση του κέρδους του.Ως εκ τούτου τα διευθυντικά στελέχη θα πρέπει να πορευτούν με γνώμονα ότι δραστηριοποιούνται σε μια αποτελεσματική αγορά στην οποία οποιαδήποτε διαθέσιμη πληροφορία αντανακλάται στην τιμή των αξιογράφων και αντιπροσωπεύει την εσωτερική τους αξία.Οι επενδυτές θα πρέπει να λάβουν υπόψιν ότι οι μάνατζερς ενεργούν για όφελος δικό τους ορθολογικά δραστηριοποιούμενοι μέσα στα πλαίσια που τους έχουν τεθεί για μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς καθώς και για τους πάσης φύσεως περιορισμούς που τους επιβάλλει η κυβέρνηση.

Από την σκοπιά των επενδυτών η μη ορθολογική συμπεριφορά προϋποθέτει ότι το arbitrage των αγορών αξιογράφων είναι ατελής.Arbitrage είναι η εξισοροπητική κερδοσκοπία χωρίς κίνδυνο.Όταν λέμε ότι το arbitrage είναι ατελής εννοούμε ότι οι τιμές μπορεί να είναι ή πολύ ψηλές ή πολύ χαμηλές.Ο ορθολογικός επενδυτής αφουγκράζεται την αγορά και είναι σε θέση να αντιληφθεί κακές εκτιμήσεις τιμών στην αγορά αξιογράφων και με τις ενέργειές του μπορεί ή να τις ενθαρύνει ή να τις διορθώσει.Ο επενδυτής επίσης είναι σε θέση να οδηγήσει σε μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής βραχυπρόθεσμα καθώς επίσης και υποτίμησή της σε πιο μακροχρόνιο ορίζοντα.Στην περίπτωση των μη ορθολογικών επενδυτών ο μάνατζερ έρχεται αντιμέτωπος με τρία βασικά ζητήματα.Το πρώτο είναι η μεγιστοποίηση της θεμελιώδους αξίας της επιχείρησης.Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να κάνει τις κατάλληλες επενδυτικές επιλογές ουτοσώστε να μεγιστοποιήσει την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών.Ο δεύτερος είναι να μεγιστοποιήσει την τρέχουσα αξία της μετοχής της εταιρίας, και ο τρίτος και τελευταίος στόχος είναι να εκμεταλλευτεί την κακή εκτίμηση της αξίας των αξιογράφων προς όφελος των υφιστάμενων επενδυτών που έχουν πιο μακροπρόθεσμες προοπτικές.

Στην περίπτωση των μη ορθολογικών μάνατζερ υποθέτουμε ότι δραστηριοποιούνται σε αποτελεσματικές χρηματαγορές.Ενώ ο ορθολογικός μάνατζερ έχει σαν στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους και της ωφέλειάς του η συμπεριφορά του μη ορθολογικού μάνατζερ αποκλίνει από αυτό τον στόχο.Πιο συγκεκριμένα εστιάζουμε στην πεποίθηση του μάνατζερ ότι είναι κοντά στον στόχο που έχει θέσει και είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης αλλά στην πραγματικότητα δεν συμβαίνει κάτι τέτοιο.

Η βιβλιογραφία της Εταιρικής Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής διευρύνεται συνεχώς και αποτελεί ένα χρήσιμο συμπλήρωμα των καθιερωμένων χρηματοοικονομικών και επενδυτικών θεωριών και προτύπων που χρησιμοποιούνται.

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ IPO

Το θέμα με το οποίο θα καταπιαστούμε στην παρούσα εργασία είναι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές (initial public offering) και πως αντιδρά η αγορά σε μια αρχική δημόσια εγγραφή. *IPO* είναι η διαδικασία κατά την οποία μια εταιρία εκδίδει και διαθέτει σε δημόσια κυκλοφορία για πρώτη φορά μετοχές. Ένα από τα μεγάλα αινίγματα που έρχονται στην επιφάνεια είναι γιατί σε μια αρχική δημόσια προσφορά μετοχών υπάρχει αυτή η μεγάλη υποτιμολόγηση. Ενώ αρκετές εξηγήσεις έχουν προταθεί, παραμένει ένα μεγάλο πρόβλημα για τους ακαδημαϊκούς ερευνητές που είναι υπέρμαχοι της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική θα προσπαθήσει να συνδράμει προσπαθώντας να δώσει τις δικές της απαντήσεις. Ας δούμε όμως πρώτα τι είναι *IPO*.

INITIAL PUBLIC OFFERING

Η προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή, ή αλλιώς Initial Public Offering (*IPO*), είναι ένα είδος δημόσιας προσφοράς κατά την οποία μια εταιρία εκδίδει και διαθέτει σε δημόσια κυκλοφορία για πρώτη φορά μετοχές. Ένας εναλλακτικός ορισμός μπορεί να οριστεί ως η πρώτη πώληση με δημόσια πρόσκληση και εγγραφή ενός τμήματος του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχείρησης. Μέσω αυτής της διαδικασίας μια ιδιωτική εταιρία γίνεται δημόσια εταιρία.

Οι εταιρίες χωρίζονται σε δύο κατηγορίες, ιδιωτικές και δημόσιες. Οι ιδιωτικές εταιρίες έχουν μικρότερη μετοχική σύνθεση και από την πλευρά των ιδιοκτητών δεν είναι απαραίτητη η δημοσιοποίηση συγκεκριμένων πληροφοριών στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Οι δημόσιες εταιρίες έχουν ήδη πουλήσει ένα κομμάτι των μετοχών τους στο κοινό, και διαπραγματεύονται οι μετοχές τους στο χρηματιστήριο αξιών.

Δύο είναι οι τρόποι με τους οποίους μια εταιρία μπορεί να αντλήσει κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές. Με την έκδοση αξιογράφων ή χρεογράφων. Όταν μια εταιρία εκδίδει για πρώτη φορά μετοχές και τις διαθέτει στο ευρύ επενδυτικό κοινό τότε αυτό λέγεται αρχική προσφορά με δημόσια εγγραφή (*IPO*)

Οι μετοχές αυτές συνήθως εκδίδονται από μικρότερες και νεότερες στο χώρο εταιρίες, οι οποίες αναζητούν κεφάλαια για να επεκτείνουν τον κύκλο εργασιών τους επιτυγχάνοντας έτσι την είσοδό τους στο χρηματιστήριο, καθώς επίσης και από μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν στόχο να διαθέσουν τα κεφάλαιά τους στο κοινό βασιζόμενες σε ιδιωτικά κεφάλαια.

Το ερώτημα που γεννάται είναι γιατί μια εταιρία να μπει σ αυτή την διαδικασία προσφοράς χρεογράφων με δημόσια εγγραφή. Η απάντηση είναι για να αντλήσει κεφάλαια από τις αγορές, τόσο απαραίτητα για την βιωσιμότητα της. Ας ορίσουμε όμως πρώτα τι εννοούμε όταν λέμε ότι η εταιρία έχει ανάγκη από χρήματα. Οι εταιρίες που επιδιώκουν να αντλήσουν επενδυτικά κεφάλαια

και δεν έχουν καταρτίσει σχέδια για το πώς θα τα δρομολογήσουν δεν είναι αξιόπιστες. Οποιαδήποτε ανάγκη για κεφάλαια θα πρέπει πρωτίστως να είναι καλά τεκμηριωμένη.

Πέρα από αυτό με το να είναι εισηγμένη δημόσια στις χρηματαγορές ανοιγουν καινούργιοι επενδυτικοί και χρηματοδοτικοί ορίζοντες. Η εκδότρια εταιρία μπορεί να προβεί σε μεγαλύτερη έκδοση μετοχών καθώς αυξάνεται η ζήτηση και μπορεί να γίνει ευκολότερα στόχος συγχώνευσης ή εξαγοράς από αντίπαλες εταιρίες. Η διαπραγματέυση στις ανοιχτές κεφαλαιαγορές σημαίνει επιπλέον ρευστότητα. Αυτό καθιστά εφικτό για την εκδότρια εταιρία να καταρτίσει και να εφαρμόσει τα επαγγελματικά της πλάνα τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα και να αποτελέσει πόλο έλξης κορυφαίων στελεχών που επιθυμούν να εργαστούν στην εταιρία.

Πριν η εταιρία προχωρήσει στην προσφορά μετοχών θα πρέπει να εξασφαλίσει ότι θα έχει την αμέριστη προσοχή των επενδυτών. Για να το επιτύχει αυτό θα πρέπει να οργανώσει τα επενδυτικά της πλάνα καθώς και τους βραχυχρόνιους αλλά κυρίως τους μακροχρόνιους στόχους της. Είναι φανερό ότι όλο αυτό απαιτεί την παρέλευση ενός σημαντικού χρονικού διαστήματος. Πιο κάτω επισημαίνουμε κάποια σημαντικά χαρακτηριστικά.

- Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας και οι μάντζερ που το πλαισιώνουν θα πρέπει να είναι αξιόπιστοι, αποτελεσματικοί και να εμπνέουν κύρος στους επενδυτές. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται να αποδώσει η επένδυσή τους. Άρα εκτός από το προϊόν είναι ζωτικής σημασίας είναι και οι ενέργειες που θα γίνουν για επιτευχθεί αυτό.
- Τα στελέχη που πλαισιώνουν την εκδότρια εταιρία θα πρέπει να είναι εξειδικευμένα και επαρκώς καταρτισμένα ουτοσώστε να εμπνέουν σιγουριά στο ευρύ επενδυτικό κοινό ότι τα χρήματα τους θα τοποθετηθούν και θα διαχειρισθούν με ασφάλεια.
- Στις ΗΠΑ οι εκδότριες εταιρίες πριν προβούν στην δημόσια προσφορά μετοχών θα πρέπει να προσκομίσουν στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς αρχείο με τις ελεγμένες οικονομικές τους καταστάσεις των τριών

τελευταίων ετών.Είναι μια εξαιρετικά δαπανηρή και χρονοβόρα διαδικασία.

- Η εκδότρια εταιρία μπορεί να προσφέρει ή προϊόντα ή υπηρεσίες στο κοινό.Για να το κάνει αυτό πρέπει να χτίσει και να διαφημίσει την εικόνα της προς τα έξω, όχι μόνο για τις επενδυτικές της υπηρεσίες αλλά και για τα καταναλωτικά της αγαθά.
- Η κατάρτιση ενός επιχειρηματικού πλάνου είναι πολύτιμος αρωγός τόσο για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους της εταιρία όσο και για τους επενδυτές στην διαδικασία της πώλησης.Περιέχει όλα τα απαραίτητα στοιχεία που συνδέονται με το δελτίο έκδοσης *IPO*.
- Η σχέσεις μάνατζερ,επιχειρηματιών ,διευθυντικών στελεχών ή ακόμα προμηθευτών και πελατών ήταν πάντα αμφιλεγόμενες.Οριοθέτηση των σχέσεων μέσω γραπτών συμβολαίων και συμφωνιών θα μπορούσε να αποτελέσει κάποια λύση στην πιθανή σύγκρουση συμφερόντων.

Το πρωταρχικό ερώτημα είναι ποια μπορεί να είναι η κατάλληλη στιγμή για μια αρχική δημόσια εγγραφή.Ανα τακτά χρονικά διαστήματα προκύπτουν κάποιες ευκαιρίες τις οποίες ο εκδότης θα πρέπει να τις αδράξει.Πιο συγκεκριμένα ένας εκδότης *IPOs* θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν του τα εξής.

- Την γενική κατάσταση που επικρατεί στο χρηματιστήριο.
- Την κατάσταση στην αγορά της βιομηχανίας.
- Την συχνότητα και το μέγεθος όλων των *IPOs* στον οικονομικό κύκλο.
- Την συχνότητα και το μέγεθος των βιομηχανικών *IPOs* στον οικονομικό κύκλο.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι μεσολαβεί ένα διάστημα 3-6 μηνών από την έναρξη της διαδικασίας έκδοσης εως την δημόσια προσφορά μετοχών.Σ αυτό το διάστημα η εκδότρια εταιρία θα πρέπει να αφουγκραστεί και να εκτιμήσει τις συνθήκες αγοράς για 3 με 6 μήνες αργότερα.Το ευτύχημα είναι ότι για τόσο βραχυχρόνιους στόχους η λήψη απόφασης για την διενέργεια δημόσιας προσφοράς μετοχών μπορεί να βασιστεί στις τρέχουσες συνθήκες αγοράς.

Στην προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή η εταιρία εκδότης συνήθως συνεργάζεται με μια εταιρία επενδυτικής τραπεζικής η οποία λειτουργεί με την ιδιότητα του διαμεσολαβητή. Η εκδότρια εταιρία μπορεί να προβεί από μόνη της στην πώληση των μετοχών της αλλά η λειτουργία των χρηματαγορών καθιστά προτιμότερο την ύπαρξη διαμεσολαβητή. Τον διαμεσολαβητή μπορούμε να τον φανταστούμε σαν μεσάζοντα ανάμεσα στην εκδότρια εταιρία και το επενδυτικό κοινό. Παραδειγμα διαμεσολαβητών στις ΗΠΑ είναι η Goldman Sacks ,Morgan Stanley κτλ.

Η εταιρία που θέλει να διαθέσει τις μετοχές της στο κοινό συνάπτει σύμβαση με μια εταιρία επενδυτικής τραπεζικής η οποία αναλαμβάνει αυτό τον ρόλο. Στην συμφωνία που συνάπτεται καταγράφεται αναλυτικά το ποσό των χρημάτων που χρειάζεται να αντληθεί ,τι τύπος χρεογράφων θα εκδοθεί και όλα τα διαδικαστικά που είναι απαραίτητα για να εκκινήσει η διαδικασία. Ο διαμεσολαβητής αναλαμβάνει τον δύσκολο ρόλο να εκτιμήσει σωστά την αξία των χρεογράφων ,καθώς και πότε θα είναι ευνοϊκή συγκηρία για την διάθεση των τίτλων. Στην περίπτωση τώρα που η αρχική δημόσια προσφορά είναι μεγάλη η εταιρία επενδυτικής τραπεζικής είναι επφυλακτική στο να αναλάβει μόνη της τον κίνδυνο. Στην περίπτωση αυτή προχωρούν σε σύμπραξη με άλλες επενδυτικές τράπεζες για να επιτύχουν έτσι επιμερισμό του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Τον ρόλο του συντονιστή αναλαμβάνει συνήθως η μεγαλύτερη σε μέγεθος επενδυτική τράπεζα.

Η επιτυχία μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής εξαρτάται και από το μέγεθος της χρηματιστηριακής εταιρίας που θα την αναλάβει και θα την προωθήσει. Η μεγάλη χρηματιστηριακή εταιρία που είναι καθιερωμένη στα χρηματιστηριακά και επενδυτικά δρώμενα μπορεί να παρέχει καλύτερες και πληρέστερες υπηρεσίες όσον αφορά την προώθηση των μετοχών της εκδότριας εταιρίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Αφου καταλήξουν σε συμφωνία και οι δύο πλευρές κατατίθεται η δήλωση εγγραφής στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Στην έγγραφη αυτή δήλωση καταγράφεται αναλυτικά οποιαδήποτε διαθέσιμη πληροφορία όσον αφορά την προσφορά, καθώς επίσης και για το οικονομικό υπόβαθρο της εκδότριας

εταιρίας, τις οικονομικές τις καταστάσεις και αν τυγχάνει κάποιου νομικού κωλύματος. Μετά την παρέλευση κάποιου ευλογου χρόνικου διαστήματος μέχρις ότου η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ερευνήσει και επιβεβαιώσει ότι έχουν προσκομισθεί όλα τα απαραίτητα στοιχεία, εγκρίνεται η προσφορά, και ορίζεται η ημερομηνία που αρχίζει και επίσημα η διάθεση μετοχών.

Κατά την διάρκεια της περιόδου έως ότου εγκριθούν τα απαραίτητα στοιχεία από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς ο διαμεσολαβητής εσωκλείει οποιαδήποτε διαθέσιμη πληροφορία για την εταιρία, εκτός από την τιμή προσφοράς και την ημερομηνία έναρξης που δεν είναι γνωστή σε ένα ενημερωτικό δελτίο. Στην συνέχεια ξεκινάει η διαδικασία προσελκύσης του επενδυτικού κοινού.

Καθώς πλησιάζει η μέρα που θα ξεκινήσει και επίσημα η διάθεση των μετοχών η εκδότρια εταιρία σε συνεργασία με την εταιρία επενδυτικής τραπεζικής θα αποφασίσουν ποια θα είναι η τιμή εκκίνησης των μετοχών. Και τα δύο μέρη με γνώμονα το δικό τους συμφέρον θα προσπαθήσουν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους, θα πρέπει να λάβουν υπόψιν όμως και τις συνθήκες της αγοράς.

Το επόμενο βήμα είναι η επίσημη πλέον διάθεση των μετοχών στο κοινό.

Ας δούμε τώρα κάποια βασικά χαρακτηριστικά που θα πρέπει να χαρακτηρίζουν τις εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής.

Φήμη. Ο ανάδοχος έχει την νομική υποχρέωση απέναντι στην εκδότρια εταιρία και είναι αυτός που αναλαμβάνει την εύρεση την συντήρηση και διατήρηση των σχέσεων με τους δυνητικούς επενδυτές, οπότε η φήμη παίζει πολύ σημαντικό ρόλο.

Εύρεση επενδυτών. Ο ανάδοχος ζητά και επιδιώκει την συνδρομή άλλων εταιριών επενδυτικής τραπεζικής για να γίνει η διανομή των μετοχών. Ο όμιλος αυτών των αναδόχων αναζητά επενδυτές οι οποίοι είναι πρόθυμοι να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους στην εταιρία. Όμως στην διαδικασία αυτή οι ανάδοχοι θα πρέπει να λάβουν υπόψιν τους διάφορους παράγοντες όπως οι

επενδυτές είναι θεσμικοί ή ιδιώτες, η εταιρία είναι ευρέως διαδεδομένη, θα υπάρξει μεγάλη διαπραγμάτευση της εταιρίας στην δευτερογενή αγορά κ.α.

Εμπειρία. Ο ανάδοχος είναι έμπειρος, εξειδικευμένος και γνωρίζει την όλη διαδικασία έκδοσης και κατάλληλης προώθησης μετοχών καλύτερα από κάθε άλλον.

Υποστήριξη μετά την πώληση. Για 30 ημέρες μετά την προσφορά μετοχών, η εταιρία επενδυτικής τραπεζικής θα πρέπει να διασφαλίσει την σταθερότητα των τιμών. Αυτό παρέχει μια μορφή προστασίας για τους επενδυτές, και καθιστά την προσφορά πιο δελεαστική.

Μελλοντικές υπηρεσίες. Ο ανάδοχος μετά την έκδοση των *IPOs* παρέχει αναλυτικά στοιχεία για το πώς κινούνται οι μετοχές και πώς είναι προσκείμενες οι χρηματαγορές. Εκδότριες εταιρίες που η απόδοση των *IPOs* τους θεωρείται ικανοποιητική προχωρούν σε εκ νέου προσφορά μετοχών. Η αгаστή συνεργασία με τον ανάδοχο μπορεί να εξοικονομήσει στο μέλλον χρόνο και χρήμα στην εκ νέου έκδοση και προσφορά μετοχών.

Η περίοδος πριν την πώληση. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες θα διενεργήσουν *road shows* μαζί με την διοίκηση και τους μανάτζερς της εταιρίας, θα διανείμουν το *preliminary prospectus* και θα μιλήσουν με τους υποψήφιους επενδυτές για την πιθανή τιμολόγηση.

Εκτός από τους επενδυτικούς τραπεζίτες οι οποίοι παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην προώθηση των μετοχών παρακάτω παραθέτουμε μια λίστα με τα στελέχη τα οποία θα πλαισιώνουν το εργατικό δυναμικό μιας εταιρίας που θα προβεί σε δημόσια προσφορά μετοχών.

Συμβουλοι. Οι επιχειρηματίες είναι προτιμότερο να επιλέξουν κάποιον ανεξάρτητο συνεργάτη ο οποίος έχει γνώση των *IPOs* και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται. Οι ελεγκτές, οι ανάδοχοι και οι δικηγόροι, τα συμφέροντά τους αρκετές φορές συγκρούονται με τα αντίστοιχα του επιχειρηματία. Ο επιχειρηματίας πρέπει να οικοδομήσει μια σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης με τον σύμβουλο, αλλά βέβαια να προστατέψει και τα δικά του

συμφέροντα.Ο σύμβουλος είναι αυτός που με τις δικές του ενέργειες θα καθοδηγεί τις κινήσεις και τις ενέργειες των υπόλοιπων στελεχών.Ο σύμβουλος δεν θα πρέπει να δέχεται καθοδήγηση και υποδείξεις από τους υπόλοιπους αλλά θα πρέπει να δίνει.

*Auditors.*Η κύρια ενασχόλησή τους είναι να διασφαλίσουν και να επαληθεύσουν ότι ισχύει η ορθότητα των καταγεγραμμένων αρχείων και δεδομένων των επιχειρήσεων.Ένας ελεγκτής μπορεί να είναι ανεξάρτητος ή όχι.Η συνήθης δραστηριότητά τους είναι να εξασφαλίσουν ότι οι επιχειρήσεις διατηρούν ακριβή οικονομικά στοιχεία και καταστάσεις.Οι μεγαλύτεροι ελεγκτές παγκοσμίως όπως είναι η Ernst & Young, Kpmg, Price Waterhouse, Delloite ελέγχουν το 90% της αγοράς των IPOs.

*Δικηγόροι.*Οι δικηγόροι επιτελούν βασικά την λειτουργία του συμβούλου.Η ευθύνη που έχουν είναι βασικά περιορισμένη.Πρωταρχικός τους ρόλος είναι να βεβαιώνονται και να εξασφαλίζουν ότι τα πάσης φύσεως έγγραφα και οι διαδικασίες συμμορφώνονται με την εκάστοτε νομολογία,καθώς και να καταβάλετε το κατάλληλο ύψος αποζημίωσης σε κάθε εμπλεκόμενο.

Τώρα ερχόμαστε στο σημείο στο οποίο θα πρέπει να καθοριστεί η τιμή προσφοράς των μετοχών και θα αντικατοπτρίζει την αξία της επιχείρησης.Το ζήτημα αυτό είναι πρωταρχικής σημασίας για τον εκδότη και υπάρχουν δύο τρόποι για να γίνει αυτό

- Μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας
- Κέρδη/Τιμή ή άλλοι δείκτες ταμειακών ροών

Πριν γίνει οτιδήποτε θα πρέπει πρώτα απ όλα να γίνουν οι κατάλληλες προσαρμογές ουτοσώστε να ληφθεί υπόψιν ενδεχόμενη μόχλευση.

Road show

Όταν λέμε road show αναφερόμαστε στην επίσημη παρουσίαση των αξιολογήσεων από την εκδότρια εταιρία σε πιθανούς αγοραστές.Η διοίκηση της εταιρίας, αναλαμβάνει την περιήγηση ανα την επικράτεια ουτοσώστε να κάνει επίσημη παρουσίαση των μετοχών σε

χρηματοοικονομικούς αναλυτές και σε πιθανούς επενδυτές. Ο στόχος του εγχειρήματος είναι να δημιουργηθεί ενθουσιασμός και ενδιαφέρον όσον αφορά τα *IPOs*. Η επιτυχία της παρουσίασης είναι κρίσιμη για την ολοκλήρωση της προσφοράς.

Είναι μια εξαιρετικά δύσκολη διαδικασία να αξιολογήσεις την μετοχή μιας εκδότριας εταιρίας *IPO* καθώς υπάρχουν σχετικά λίγα ιστορικά στοιχεία στην διάθεσή μας. Οι μόνες πληροφορίες που μπορούμε να αντλήσουμε είναι από το ενημερωτικό δελτίο.

Παρακάτω παρατίθενται ορισμένα χαρακτηριστικά της μετοχής.

Όταν μια εταιρία κάνει αρχική δημόσια εγγραφή οι εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής συνάπτουν συμφωνία με στελέχη και εργαζόμενους της εκδότριας εταιρίας ότι δεν θα προχωρήσουν σε πώληση μετοχών για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Μόλις παρέλθει αυτό το χρονικό διάστημα ένα μεγάλο ποσοστό σπεύδει να ρευστοποιήσει τις μετοχές του, με αποτέλεσμα την πλεονάζουσα προσφορά και την ώθηση της τιμής της μετοχής προς τα κάτω.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό στην αγορά των *IPOs* είναι η γρήγορη μεταπώληση των μετοχών τους κατά τις πρώτες μέρες της διαπραγμάτευσης. Το σκεπτικό πίσω από αυτό είναι η επίτευξη εφήμερου και εύκολου κέρδους από τους θεσμικούς επενδυτές. Η διαδικασία της δημόσιας εγγραφής είναι μια αρκετά πολύπλοκη διαδικασία. Στόχος δεν είναι η προσέλκυση μεμονωμένων επενδυτών με σχετικά μικρά κεφάλαια προς διάθεση η οποίοι επιδιώκουν το πρόσκαιρο κέρδος, αλλά επενδυτών με μακροπρόθεσμους στόχους οι οποίοι θα στηρίξουν την εταιρία.

Στην αρχική δημόσια προσφορά μετοχών λογικό είναι να υπάρχει ένα επιπλέον ενδιαφέρον από επενδυτική άποψη καθώς είναι η πρώτη φορά που μια εταιρία διαθέτει τις μετοχές της στο κοινό. Οι εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής θα διογκώσουν το θέμα και θα του προσδώσουν μοναδική αξία για

να προσελκύσουν όσο το δυνατόν περισσότερους επενδυτές άσχετα με το πραγματικό υπόβαθρο και τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας. Η αλήθεια είναι ότι οι τιμές κάποιων μετοχών *IPO* παρουσιάζουν συνεχόμενη αύξηση ,ενώ άλλων πάλι πτωτική τάση ακόμα και μέσα στο πρώτο έτος κυκλοφορίας τους. Η αγορά μιας μετοχής *IPO* μπορεί να είναι καλή επενδυτική επιλογή, και άλλες φορές όχι.

Η αρχική δημόσια εγγραφή πρόκειται για μια τοποθέτηση που ενέχει κίνδυνο γιατί για έναν επενδυτή είναι δύσκολο να προβλέψει πως θα κινηθεί η απόδοση των μετοχών κατά την πρώτη μέρα συναλλαγών καθώς και μακροπρόθεσμα. Εάν η τιμή ανέλθει, τότε ο επενδυτής με την άμμεση πώληση των μετοχών θα καταγράψει κέρδη. Εάν όμως η τιμή πέσει και διατηρηθεί σε επίπεδο κατώτερο της τιμής έκδοσης , τότε θα καταγράψει ζημιές. Επίσης θα πρέπει να τονιστεί ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι συνήθως από εταιρίες που διανύουν μια μεταβατική περίοδο ανάπτυξης και όλο αυτό συνεπάγεται μια αβεβαιότητα όσον αφορά την διαμόρφωση των μελλοντικών τους τιμών.

Τα πλεονεκτήματα από την Αρχική Δημόσια Εγγραφή είναι τα εξής.

1. Πρωταρχικός και βασικός στόχος όλων των εταιριών που κάνουν αρχική προσφορά μετοχών με δημόσια εγγραφή είναι για να αντλήσουν νέα κεφάλαια γιατί χρειάζονται χρήματα.
2. Για τις εταιρίες που ακολουθούν αυτή την διαδικασία είναι πιο εύκολο να επιστρέψουν στις αγορές και να αντλήσουν νέα κεφάλαια. Ερευνές που έχουν γίνει έχουν δείξει ότι μεγάλος αριθμός εκδοτριών εταιριών μέσα στην πενταετία από την αρχική έκδοση, έχουν επιστρέψει στις αγορές για εκ νέου άντληση κεφαλαίων.
3. Όταν ένας επιχειρηματίας πουλάει τις μετοχές του δίνει μια εσφαλμένη εικόνα προς τα έξω και κυρίως προς τους επενδυτές, πως είχε στην κατοχή του μετοχές ζημιογόνας ή

μη κερδοφόρας χωρίς προοπτικές επιχείρησης. Η πραγματικότητα όμως μπορεί να είναι διαφορετική καθώς ο επιχειρηματίας μπορεί να ήθελε απλά να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του

4. Μια εταιρία που βγαίνει στο ευρύ επενδυτικό κοινό με δημόσια προσφορά μετοχών, είναι ευρέως αναγνωρίσιμη στις χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αγορές. Οι υπόλοιπες εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο μπορούν να την αξιολογήσουν καλύτερα για πιθανό ενδεχόμενο συνεργασίας, συγχώνευσης ή εξαγοράς στο μέλλον
5. Οι εκδότριες εταιρίες απολαμβάνουν μεγαλύτερο κύρος και γόητρο με το να θέτουν τις βάσεις για μακροπρόθεσμα επενδυτικά σχέδια.
6. Μεγαλύτερη ρευστότητα για τους μετόχους.
7. Η εκδότρια εταιρία έχει πρόσβαση σε περισσότερες χρηματοοικονομικές ευκαιρίες, πχ. φθηνότερα δάνεια κτλ.

Τα μειονεκτήματα από την άλλη μεριά της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής είναι τα εξής.

1. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της αρχικής δημόσιας προσφοράς μετοχών είναι ότι είναι εξαιρετικά δαπανηρή διαδικασία. Η εκδότρια εταιρία διαθέτει ένα σεβαστό μέρος χρημάτων τόσο σε άμεσα όσο και σε έμμεσα έξοδα που συνδέονται με την διαδικασία έκδοσης.
2. Οι επιχειρηματίες που έχουν επενδύσει στην αγορά *IPOs* αντιμετωπίζουν δυσκολίες όσον αφορά την ρευστοποίηση τους, καθώς υπάρχουν αρκετοί περιορισμοί οι οποίοι μεταθέτουν την διαδικασία ρευστοποίησης τους ακόμα και αρκετούς μήνες μετά.
3. Η κακή διοίκηση και ο πλημμελής έλεγχος που επικρατούσε για χρόνια στην αγορά των *IPOs* όσον αφορά εχθρικές προτάσεις εξαγοράς, αποτελούσε τροχοπέδη για τους

επιχειρηματίες οι οποίοι ήθελαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους με ασφάλεια.

4. Ένας άλλος σημαντικός λόγος που οι εκδότριες εταιρίες των IPOs αντιμετωπίζουν πρόβλημα με την χαμηλή τιμή εκκίνησης είναι ότι οι επενδυτές είναι επιφυλακτικοί όσον αφορά την κερδοφορία και τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας. Η εκδότρια εταιρία δεν μπορεί να προβεί σε δημοσιοποίηση πληροφοριών που είναι ζωτικής σημασίας για την κερδοφορία και το μέλλον της.
5. Οι εκδότριες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να υποβάλλουν συνεχώς εκθέσεις στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς καθώς και να συμμορφώνονται με τις κυβερνητικές νομοθεσίες. Η όλη αυτή διαδικασία απαιτεί μεγάλο κόστος και αποκάλυψη πληροφοριών στους ανταγωνιστές.
6. Νομικά όσοι εμπλέκονται στην διαδικασία έκδοσης και διάθεσης μετοχών μέσω δημόσιας προσφοράς ευθύνονται από κοινού και εξ ολοκλήρου για οποιαδήποτε παρατυπία, παράλειψη ή σφάλμα σχετίζεται με την διαδικασία.

ΤΑ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΑ IPOΣ ΣΤΗΝ ΙΣΤΟΡΙΑ

- ✚ Facebook. Το Facebook κατάφερε να ανέλθει στο ύψος των 16 \$ δις κατά την εκκίνηση της μετοχής του στον Nasdaq καθιστώντας την, την τρίτη μεγαλύτερη προσφορά στις ΗΠΑ.
- ✚ Ups. Μετά από 92 χρόνια σαν ιδιωτική εταιρία η UPS προχώρησε σε δημόσια προσφορά μετοχών στις 9 Νοεμβρίου του 1999 και τα κέρδη της ανήλθαν στα 5,47 \$ δις.
- ✚ Swisscom. Η πρώην κρατική εταιρία τηλεπικοινωνιών, κατάφερε να επιτύχει κέρδη 5,58 \$ δις με την δημόσια εγγραφή της που πραγματοποιήθηκε στις 4 Οκτωβρίου 1998.

- ✚ Telstra. Η αυστραλιανή εταιρία επικοινωνιών κατέγραψε κέρδη 5,65 \$ δις με *IPO* ΗΠΑ στις 17 Νοεμβρίου του 1997. Η εταιρία χρονολογείται από το 1901 αλλά αποφάσισε να προχωρήσει σε δημόσια προσφορά μετοχών μετά από τις μεταρρυθμίσεις του κλάδου στην δεκαετία του 1990.
- ✚ France Telecom. Ο τηλεπικοινωνιακός όμιλος κατάφερε να αυξήσει τα κέρδη του στα 7,29 \$ δις με την δημόσια εγγραφή του. Η France Telecom ήταν μια από τις μεγάλες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας που προοριζόταν για ιδιωτικοποίηση στην δεκαετία του 1990, και στις 17 Οκτωβρίου του 1997 η γαλλική κυβέρνηση αποφάσισε να πουλήσει το 22,5 % της επιχείρησης στο επενδυτικό κοινό.
- ✚ Kraft Foods. Η Cadbury αύξησε τα κέρδη της στα 8,68 \$ δις στην δημόσια εγγραφή της στις 12 Ιουνίου 2001.
- ✚ AT&T Wireless. Η εταιρία τηλεπικοινωνιών κατέγραψε κέρδη 10,62 \$ δις στην δημόσια εγγραφή της στις 26 Απριλίου του 2000. Εκείνη την περίοδο θεωρούνταν η μεγαλύτερη αρχική δημόσια εγγραφή.
- ✚ Deutsche Telekom. Τα κέρδη της μεγαλύτερης εταιρίας τηλεφωνίας στην Ευρώπη ανήλθαν στο ύψος των 13 \$ δις με *IPO* ΗΠΑ στις 17 Νοεμβρίου 1996.
- ✚ General Motors. Μετά το κυβερνητικό σχέδιο διάσωσης της αμερικανικής αυτοκινητοβιομηχανίας το 2009, η εταιρία κατάφερε να ανακάμψει με την αρχική δημόσια εγγραφή στις 17 Νοεμβρίου του 2010 όπου τα κέρδη της ανήλθαν στο ύψος των 15,77 \$ δις.

- ✚ Enel. Η ιταλική εταιρία κοινής ωφέλειας κατέγραψε κέρδη ύψους 16,45 \$ δις με IPO ΗΠΑ την 1 Νοεμβρίου του 1999. Η Enel ήταν ταυτόχρονα εισηγμένη και στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και στην Ευρώπη μετά την απελευθέρωση της παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας από την κυβέρνηση της Ιταλίας.
- ✚ Visa. Η εταιρία πιστωτικών καρτών κατέχει το ρεκόρ για το μεγαλύτερο IPO στις ΗΠΑ. Η εταιρία κατέγραψε κέρδη ρεκόρ της τάξεως των 17,86 \$ δις στις 18 Μαρτίου του 2008. Οι μετοχές της VISA την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης παρουσίασαν αύξηση 26 %.

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών τα χρηματιστήρια ανα τον κόσμο αποτέλεσαν πόλο έλξης αρκετών εταιριών οι οποίες επιδίωκαν την είσοδό τους στις διεθνείς αγορές. Οι εταιρίες αυτές είχαν σαν άμεσο στόχο την καθιέρωση τους σε διεθνές επίπεδο ,καθώς και την άντληση νέων κεφαλαίων για την υλοποίηση των μακροπρόθεσμων επενδυτικών τους πλάνων. Πολλούς αιώνες πριν κατά την διάρκεια του 17^{ου} αιώνα στο χρηματιστήριο του Αμστερνταμ, η ναυτιλιακή εταιρία *Verenigde Oostindische Compagnie* (United East India Company, VOC),πραγματοποίησε την εισαγωγή των μετοχών της στο επίσημο πλέον Χρηματιστήριο του Αμστερνταμ. Η ναυτιλιακή αυτή εταιρία κοινώς επονομαζόμενη ως Dutch East India Company ήταν η πρώτη εταιρία που παρείχε την δυνατότητα στο κοινό για την μακροπρόθεσμη συμμετοχή του στην κεφαλαιακή της δομή. Η εταιρία αυτή αρκετούς αιώνες μετά, αποτελούσε πρότυπο εταιρίας με άριστες οργανωτικές δομές όσον αφορά την διαχείριση και την διακίνηση μετοχών.

Η ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΥΠΟΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ IPOS

Αν ανατρέξουμε τους χρηματιστηριακούς δείκτες θα παρατηρήσουμε ότι η απόδοση των μετοχών IPOs σε μακροπρόθεσμη βάση δεν είναι η αναμενόμενη εν συγκρίση πάντα με επιχειρήσεις και εταιρίες του ίδιου κλάδου, και μάλιστα υπολείπεται κατά ένα ποσοστό της τάξεως του 30%-50%. Αυτή η μακροχρόνια χαμηλή απόδοση είναι ένα από τα πεδία ενδιαφέροντος αρκετών ερευνητών. Γιατί να επιλέγει κάποιος να έχει στην κατοχή του μετοχές που είναι επικινδυνες και επιζήμιες, ενώ μπορεί κάλλιστα να επενδύσει σε κρατικά ομόλογα χαμηλότερου κινδύνου. Μια απάντηση που θα μπορούσαμε να δώσουμε σχετίζεται με την παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών. Μια πιο πειστική εξήγηση που είναι ότι οι μάνατζερς των εταιριών κινούνται πιο έξυπνα από την αγορά και εκμεταλευόμενοι τις κατάλληλες χρονικές συγκυρίες χειραγωγούν τις χρηματαγορές, αποκομίζοντας μεγάλα ποσά κερδών. Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται εκ τω υστέρων τα πεπραγμένα αλλά τότε είναι πάρα πολύ αργά. Η όλη αυτή η διαδικασία είναι σχετικά νόμιμη και είθισται μεταξύ των εκδοτριών εταιριών.

ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ IPOS

Το επόμενο ερώτημα που γεννάται είναι το πώς η αγορά αντιδρά σε μια αρχική δημόσια εγγραφή. Ένα από τα πιο μεγάλα αινίγματα της χρηματοοικονομικής που αναφύονται είναι γιατί σε μια αρχική δημόσια προσφορά υπάρχει αυτή η αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών. Ενώ έχουν προταθεί αρκετές εξηγήσεις όσον αφορά αυτή την υποτιμολόγηση εξακολουθεί να παραμένει ένα μυστήριο για την ευρύτερη επιστημονική κοινότητα η οποία είναι υποστηρικτής της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών.

Αν κάνουμε μια ιστορική αναδρομή στην αγορά των ΗΠΑ θα διαπιστώσουμε ότι ένας μεγάλος αριθμός *IPOs* παρουσιάζουν σημαντική αύξηση στην τιμή τους κατά τα πρώιμα στάδια της διαπραγμάτευσής τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η προσφορά μετοχών από την εταιρία Boston Chicken στην οποία η τιμή προσφοράς των μετοχών ήταν στα 20 \$ και η εκτίμηση ήταν ότι θα εκτινασσόταν στα 48,5 \$ μέχρι το τέλος της διαπραγμάτευσης κατά την πρώτη μέρα. Αυτό το επίπεδο ανατίμησης τιμών δεν είναι σύνηθες φαινόμενο και πολλές αρχικές δημόσιες εγγραφές παρουσιάζουν μετέπειτα πτώση στην τιμή τους. Εστιάζοντας πάλι στις χρηματαγορές των ΗΠΑ διαπιστώνουμε ότι μεγάλος αριθμός δημοσίων εγγραφών εμφανίζει σημαντικό μέσο όρο αποδόσεων της τάξεως του 15,3 % για την περίοδο 1960-1992 και παρόμοια αποτελέσματα έχουν παρατηρηθεί και σε άλλες 25 χώρες.

Στις ΗΠΑ όταν μια εταιρία θέλει να προχωρήσει σε δημόσια προσφορά μετοχών εκδίδει τις μετοχές της μέσω μια εταιρίας επενδυτικής τραπεζικής συνάπτοντας κάποιο γραπτού συμβολαίο, βάση του οποίου ο διαμεσολαβητής προσωρινά αγοράζει τις μετοχές της εκδότριας εταιρίας πριν αναλάβει την διάθεση τους στο κοινό. Η εκδότρια εταιρία και οι εταιρία επενδυτικής τραπεζικής από κοινού αποφασίζουν ένα πιθανό εύρος τιμών για την μετοχή. Στην συνέχεια ακολουθεί μια αναγνωριστική περίοδος συλλογής και αξιολόγησης πληροφοριών για την δυνητική τιμή της μετοχής. Λίγο πριν την επίσημη δημόσια προσφορά των μετοχών, ορίζεται η τελική τιμή προσφοράς της μετοχής οι οποία θα βρίσκεται μέσα στο πιθανό εύρος τιμών που είχε τεθεί εξαρχής. Στην συνέχεια η εταιρία επενδυτικής τραπεζικής αναλαμβάνει την διάθεση των μετοχών στο επενδυτικό κοινό.

Εκτος ΗΠΑ οι διαδικασίες διαφέρουν ανάλογα με την χώρα. Για παράδειγμα στο γαλλικό χρηματιστήριο απαιτείται η εκδότρια εταιρία να δηλώσει μια ελάχιστη τιμή και στην συνέχεια να δέχεται *sealed bids* για την τιμή και τον αριθμό των μετοχών. *Sealed bid* είναι ένα είδος δημοπρασίας κατά την οποία όλοι οι εμπλεκόμενοι υποχρεούνται να υποβάλλουν ταυτόχρονα σφραγισμένες τις προσφορές τους για την δημοπρασία, ουτωςώστε να μην γίνεται γνωστό το ποσό της προσφοράς του κάθε εμπλεκόμενου.

Η διαδικασία έκδοσης και δημόσιας προσφοράς μετοχών διαφέρει από χώρα σε χώρα ανάλογα με την υποκείμενη νομοθεσία ,το νομικό και θεσμικό πλαίσιο στο οποίο υπόκεινται.Ένα ακραίο παράδειγμα είναι η έκδοση *IPO* Σιγκαπούρης όπου οι μετοχές κατανέμονται βάση κλήρωσης.Με βάση εμπειρικών μελετών που εντύφησε ο Loughran διαπιστώθηκε ότι οι εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής χρησιμοποιούν διακριτικές διαδικασίες για τον τρόπο που θα κατανείμουν τις μετοχές,εκτός και αν βέβαια αυτές οι διαδικασίες κριθούν παράνομες.Ανεξάρτητα από τη διαδικασία που ακολουθείται για την έκδοση των *IPOs*,τα δεδομένα που έχουν συλλέξει από διαφορετικές χώρες ,επιβεβαιώνουν αυτή την αρχική υποτιμολόγηση.

Εάν οι αγορές ακολουθούν την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς οι ακαδημαϊκοί ερευνητές ισχυρίζονται ότι ένα αρκετά μεγάλο κομμάτι δημοσιων εγγραφών παρουσιάζει παράδοση συμπεριφορά,καθώς οι εκδότριες εταιρίες που έχουν προβεί στην δημόσια προσφορά φαίνεται να χάνουν αρκετά χρήματα.Όμως οι αναλύσεις που έχουν γίνει όσον αφορά την υποτιμολόγηση δείχνουν ότι δεν είναι απαραίτητο να συμβαίνει σε κάθε μετοχή σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή.Ο Ritter το 1987 με βάση έρευνα που διεξήγαγε διαπίστωσε ότι το 54% *IPO* ΗΠΑ από ένα μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων είχε θετική ημερήσια απόδοση.Περαιτέρω στοιχεία υποδηλώνουν ότι οι αγορές των δημοσιων προσφορών παίρνανε και αυτές από οικονομικούς κύκλους,με μεγάλη υποτιμολόγηση όταν έχουμε μεγάλη προσφορά νέων μετοχών κατά την διάρκεια των λεγόμενων *hot periods* ,και σχετικά μικρή υποτιμολόγηση όταν η προσφορά γίνεται από σχετικά λίγες εταιρίες κατά την διάρκεια των *cold periods*

Όπως γίνεται σαφές είναι αρκετά δύσκολο να προσδιορίσεις την αξία της μετοχής σε μια *IPO* αγορά.Συμφωνα με αυτό οι θεωρίες για την υποτιμολόγηση των *IPOS* που κατά καιρούς διατυπώνονται ,συχνά βασίζονται σε εικασίες ότι η αξία της επιχειρήσης δεν μπορεί να εκτιμηθεί με ακρίβεια και ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των συμμετεχόντων στις χρηματαγορές.

Μια αρχική εξήγηση για την αρχική υποτιμολόγηση είναι ότι χρησιμοποιείται για να δελεάσουν τους επενδυτές.Οι επενδυτές όταν επιστρέψουν εκ νέου

στις κεφαλαιαγορές για να αντλήσουν κεφάλαια ,θα επιλέξουν μετοχές τις εκδότριας εταιρίας προς την οποία είναι θετικά προσκείμενοι.Αυτό θα αυξήσει την ζήτηση μετοχών και η εκδότρια εταιρία θα ανακτήσει ένα μέρος των απωλειών που υπέστη από την αρχική υποτιμολόγηση.

Μια άλλη πιθανή εξήγηση εμπλέκει τα συμφέροντα και τις βλέψεις των επενδυτικών τραπεζών.Οι επενδυτικές τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν πληροφορίες που έχουν στην κατοχή τους για να υποτιμολογήσουν σκοπιμα την τιμή της μετοχής,μειώνοντας έτσι τα κόστη του μάρκετινγκ και δημιουργώντας υπεραξία για τους επενδυτές.

Ίσως η πιο πιθανή εξήγηση για την υποτιμολόγηση των *IPOs* σχετίζεται με τις κακές επιλογές όσον αφορά τον τρόπο κατανομής συγκεκριμένων *IPOs*.Επενδυτές που είναι καλύτερα ενημερωμένοι για τα χρηματοοικονομικά δρώμενα δεν θα επιλέξουν μετοχές που είναι υπερτιμολογημένες.Εν αντιθέση επενδυτές με λιγότερο προνομιακές πληροφορίες στην κατοχή τους θα επιλέξουν το χαρτοφυλάκιο τους να απαρτίζεται από τέτοιες μετοχές.Άμεση απόρροια του γεγονότος αυτού είναι να μην επιτυγχάνουν τις επιθυμητές αποδόσεις που ήθελαν,και να λειτουργεί αυτό αποτρεπτικά για την μελλοντική συμμετοχή τους στις αγορές *IPOs*.Οι εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής για να κεντρίσουν το ενδιαφέρον αυτής της μερίδας επενδυτών,οδηγούν σε σκόπιμη υποτιμολόγηση τις μετοχές,ουτοσώστε οι κάτοχοί τους να επιτύχουν θετικές αποδόσεις.

Οι ενημερωμένοι επενδυτές είναι μια καλή πηγή πληροφόρησης για το πώς θα διακυμανθούν οι τιμές των μετοχών.Οι επενδυτικοί τραπεζίτες θα προσπαθήσουν να εκμεταλευτούν αυτή την πηγή πληροφόρησης,και να μάθουν την πραγματική ζήτηση σε μετοχές με τον φόβο να μην γίνει η κατανομή των μετοχών σε λιγότερο ενημερωμένους επενδυτές.Όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες,θα χρησιμοποιηθούν για τον καθορισμό της τελικής τιμής προσφοράς της μετοχής.Οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές πρέπει να είναι σε θέση να επηρεάζουν την τελική προσφορά τιμής της μετοχής ανάλογα με την ζήτηση που θα επιδείξουν.

Όλες αυτές οι πιθανές εξηγήσεις για την υποτιμολόγηση των *IPOs* ενώ έχουν αρκετή απήχηση στερούνται εμπειρικής τεκμηρίωσης. Ο Beatty και ο Ritter το 1985 υποστηρίζουν ότι οι επενδυτικοί τραπεζίτες που υποτιμολογούν περισσότερο ή λιγότερο από τον μέσο όρο για κάθε επίπεδο κινδύνου, στο εγγύς μέλλον ενδέχεται να χάσουν ένα μεγάλο μερίδιο από την αγορά μετοχών *IPOs*. Αυτό υποδηλώνει ότι η φήμη παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην καθιέρωση ενός επιπέδου ισοροπίας στην υποτιμολόγηση για οποιοδήποτε θέμα. Τα στοιχεία αυτά έρχονται σε αντίθεση με την θεωρία ότι οι επενδυτικοί τραπεζίτες υποτιμολογούν σκόπιμα για να επωφεληθούν από λιγότερο ενημερωμένες εκδότριες εταιρίες.

Πιο πρόσφατη μελέτη σχετικά με τις χρηματαγορές των ΗΠΑ είναι και η εργασία του Weiss-Hanley (1993) η οποία βασίζεται σε στοιχεία της προκαταρκτικής αρχειοθέτησης δεδομένων για τον καθορισμό του εύρους τιμών σε σχέση πάντα με την τελική τιμή προσφοράς. Οι εκδότριες εταιρίες με βάση το σύμφωνο συνεργασίας που έχουν συνάψει με τους αναδόχους στο *preliminary prospectus* παραθέτουν ένα πρώιμο εύρος τιμών και στην συνέχεια την ημέρα που ολοκληρώνετε η προσφορά, ορίζεται και η τελική τιμή προσφοράς. Τα στοιχεία υποδεικνύουν ότι όταν η τελική τιμή προσφοράς βρίσκεται πάνω από τον μέσο του αντίστοιχου εύρους τιμών, τότε η υποτιμολόγηση είναι ψηλότερη επειδή αυτό εκλαμβάνεται ως μια ισχυρή πρώιμη ένδειξη για την ζήτηση των μετοχών. Για αυτό άλλωστε τον λόγο οι επενδυτικοί τραπεζίτες προσαρμόζουν ανάλογα και την τελική τιμή προσφοράς για να ανταποκριθούν σε κάποια απροσδόκητη μεγάλη ζήτηση για κάποια μετοχή. Το γιατί η τιμή δεν προσαρμόζεται πλήρως σε μια αυξανόμενη ζήτηση δεν γίνεται σαφές.

Ένα ενδιαφέρον παράδειγμα υποτιμολόγησης είναι αυτό που αναφέρει ο McDonald και ο Jacquillat το 1974. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από δημοπρασίες εταιριών που ήθελαν να εισαχθούν στην French Bourse ανακάλυψαν ότι ενώ μετά την έκδοση των μετοχών, η εκδότρια εταιρία, οι επενδυτικοί τραπεζίτες και γενικά ο χρηματοοικονομικός κόσμος γνώριζαν για το πώς διαμορφωνόταν η καμπύλη ζήτησης των μετοχών, προσπάθησαν να την υποτιμολογήσουν κατά περίπου 3 % για να ενθαρρύνουν εν δυνάμει επενδυτές, να συνεχίσουν να υποβάλουν προσφορές για τις μετοχές. Η

χαμηλή αυτή υποτιμολόγηση που ήθελαν να επιτύχουν είναι ένδειξη υγιούς και καθιερωμένης στο χώρο που δραστηριοποιείται επιχείρησης.

Όλα τα δεδομένα που έχουν συλλεχθεί, αξιολογηθεί και επεξεργασθεί συνεπικουρούμενα από τις εξελίξεις στις διεθνείς χρηματαγορές δείχνουν ότι η αρχική υποτιμολόγηση είναι κοινό γνώρισμα των χρηματαγορών και κατά πάσα πιθανότητα σκόπιμη. Επιπροσθέτως φαίνεται ότι το κόστος συμμετοχής των επενδυτών στην αγορά των *IPOs* λαμβάνετε υπόψιν στον καθορισμό του επιπέδου της υποτιμολόγησης. Η μέση υποτιμολόγηση των *IPOs* είναι ένα είδος ανταμοιβής για τους δυνητικούς αγοραστές για το κόστος συμμετοχής τους.

Μεγάλες μέσες αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα τόσο των χρηματαγορών των ΗΠΑ, όσο και άλλων χωρών. Το ερώτημα όμως που παραμένει και περιμένει απάντηση είναι για ποιον λόγο οι εκδότριες εταιρίες συναινούν στο να χάσουν αρχικά τόσα χρήματα με μια αρχική δημόσια εγγραφή. Οι επεξηγήσεις που έχουν δωθεί πάνω σε αυτό το θέμα βασίζονται στην ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των εταιριών, των αναδόχων και των επενδυτών.

Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία που έχει εστιάσει στο γιατί οι εκδότες *IPOs* συναινούν στο να χάσουν τόσα χρήματα με μια αρχική δημόσια εγγραφή παραθέτουν μια σειρά από λόγους τους οποίους παραθέτουμε παρακάτω

Winners Curse (Η κατάρα του νικητή)

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής θέλει να αγοράσει 1000 μετοχές. Εστω ότι υπάρχουν δύο *IPOs*, το ένα υπερτιμημένο και το άλλο υποτιμολογημένο κατά 20%. Είναι αδιάφορος προς την επιλογή του; Προφανώς όχι. Όταν η προσφορά των μετοχών είναι υπερτιμολογημένη, η ζήτηση των μετοχών είναι σχετικά μικρή και λογικά ο επενδυτής θα έχει την δυνατότητα να αγοράσει και τις 1000. Όταν όμως είναι υποτιμημένες θα υπάρχει ισχυρή ζήτηση για τις μετοχές και λογικά μετά βίας ο επενδυτής θα μπορέσει να αγοράσει. Ας υποθέσουμε ότι παίρνουμε μετοχές μόνο το μισό χρονικό διάστημα. Τότε η αναμενόμενη απόδοση από αυτές τις δύο προσφορές θα είναι

$$50%*(+20%)+100%(-20\%)= -10\%$$

Το πιθανότερο λοιπόν είναι ένας ουδέτερος επενδυτής ο οποίος θα συμμετέχει στην προσφορά είναι να επιτύχει μια αρνητική απόδοση με άμμεση απόρροια να μην θέλει να συμμετέχει. Για να είναι εφκτή η μεγάλη συμμετοχή των επενδυτών θα πρέπει οι εκδότριες εταιρίες να ορίσουν μια πιο χαμηλή τιμή για τα *IPOs*.

Δέλεαρ για τους επενδυτές

Οι εκδότες θέλουν να είναι φιλικά προσκείμενοι προς τους επενδυτές για αυτό είναι διατεθειμένοι να κάνουν και κάποιες παραχωρήσεις. Όταν είναι απαραίτητη η εκ νέου άντληση κεφαλαίων, τόσο απαραίτητη για την λειτουργία της επιχείρησης, οι επενδυτές είναι η βέλτιστη επιλογή.

Προ πώληση

Η υποτιμολόγηση είναι απαραίτητη για να αντληθούν πληροφορίες από τους επενδυτές για το ενδιαφέρον τους όσον αφορά τις μετοχές.

Marketing

Αν ένας επενδυτής αποσύρει το αγοραστικό του ενδιαφέρον για την μετοχή, τότε ίσως ακολουθήσουν και άλλοι. Κάτι τέτοιο βέβαια απεύχεται η εκδότρια εταιρία για αυτό άλλωστε και συναινεί στις αρχικές απώλειες.

Νομικές ευθύνες.

Όταν μια μετοχή είναι υποτιμολογημένη περίπου 10%, τότε μειώνονται οι πιθανότητες, η τιμή των αρχικών δημοσιων εγγραφών να πέσει κάτω από την τιμή προσφοράς σε εύλογο χρονικό διάστημα. Κατ επέκταση αποφεύγονται εκατέρωθεν δικαστικές αγωγές και μηνύσεις για χειραγώγηση αγοράς.

Αντιπροσώπευση.

Μεταξύ επενδυτών και επενδυτικών τραπεζιτών υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες για να διευκολύνουν το έργο τους καθώς η ψηλή τιμή στις μετοχές θα δυσχεραίνει τις πωλήσεις, προχωρούν σε υποτιμολόγηση.

Διανομή μετοχών.

Πρωταρχικό μέλημα του εκδότη είναι πως και που θα διαθέσει τις μετοχές του και ήσσονος σημασίας η τιμή που θα έχουν οι μετοχές του. Με το να διαθέσει τις μετοχές του σε δελεαστική τιμή αποκτά το πλεονέκτημα της επιλογής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΚΑΙ ΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΠΟΣΑ ΠΟΥ ΧΑΝΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗΝ ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΠΡΟΣΦΟΡΑ

Στο προηγούμενο κεφάλαιο ορίσαμε την Αρχική Δημόσια Εγγραφή (*IPOs*) ως την διαδικασία που μια εταιρία διαθέτει σε δημόσια κυκλοφορία για πρώτη φορά τις μετοχές της στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Αυτόν τον τρόπο επιλέγουν κυρίως νεοεισαχθήσες στον χώρο επιχειρήσεις, μικρού μεγέθους οι οποίες επιδιώκουν την άντληση κεφαλαίων για να επεκτείνουν τον κύκλο εργασιών τους και να επιτύχουν την είσοδό τους στο χρηματιστήριο. Μέσω αυτής της διαδικασίας μια ιδιωτική εταιρία μετατρέπεται σε δημόσια εταιρία.

Αναφερθήκαμε στον τρόπο που αντιδρούν οι χρηματαγορές σε μια δημόσια εγγραφή. Ένα από τα μεγάλα ερωτηματικά που εγείρονται όσον αφορά την αγορά των αρχικών δημόσιων εγγραφών, είναι ότι οι εκδότες των *IPOs* με την αρχική αυτή προσφορά φαίνεται να χάνουν σημαντικά χρηματικά ποσά και το κυριότερο δεν δείχνουν να δυσανασχετούν με αυτήν την έκβαση. Τις απώλειες θα μπορούσαμε να τις ορίσουμε ως των αριθμό μετοχών που πουλήθηκαν επί την διαφορά της τιμής κλεισίματος της πρώτης μέρας και της τιμής προσφοράς. Η έρευνα έχει δείξει ότι ένα *IPO* κατά μέσο όρο χάνει περίπου \$9,1 εκατομύρια. Το δυσθεώρητο αυτό ποσό είναι σχεδόν διπλάσιο από τις αμοιβές που λαμβάνουν για τις υπηρεσίες τους οι επενδυτικοί τραπεζίτες και αποτελεί ένα σημαντικό έμμεσο κόστος για τους εκδότες.

Είναι τα *IPOs* μια ευκαιριακή περίπτωση για άμμεσα και γρήγορα κέρδη ή μήπως είναι υπερτιμημένα. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι ότι εξαρτάται από τον επενδυτικό ορίζοντα και τα μακροπρόθεσμα κάθε φορά πλάνα του επενδυτή. Η διαπίστωση αυτή αποτελεί ένα αίνιγμα για τους θιασώτες της αποτελεσματικής αγοράς. Αν κάνουμε μια ιστορική αναδρομή στα διαθέσιμα στοιχεία των μετοχών *IPOs* θα παρατηρήσουμε ότι κατά το παρελθόν οι μετοχές υποτιμολογούνταν συστηματικά, επιτρέποντας έτσι σε κάποιους διορατικούς επενδυτές να αγοράζουν μετοχές στην πρωτογενή αγορά και συστηματικά να βγαίνουν κερδισμένοι.

Αν κάνουμε μια ιστορική αναδρομή την περίοδο 1990-1998 στις ΗΠΑ οι εταιρίες που απευθύνονταν στο ευρύ επενδυτικό κοινό με δημόσια προσφορά μετοχών υπολογίζεται ότι έβγαιναν ζημιωμένες κατά περίπου \$27 δις. Το ποσό αυτό προκύπτει από το αποτέλεσμα της πρώτης μέρας πολλαπλασιαζόμενο με τον αριθμό των μετοχών που πουλήθηκαν. Εάν οι μετοχές είχαν πωληθεί στην αγοραία τιμή κλεισίματος και όχι στην τιμή προσφοράς, τα έσοδα από την προσφορά θα ήταν ψηλότερα, από το αντίστοιχο ποσό ζημιών που υπέστη η εκδότρια εταιρία. Τα κέρδη που αποκομίζουν οι επενδυτές είναι οι αντίστοιχες απώλειες που υφίσταται η εκδότρια εταιρία και οι μέτοχοι πριν την διαδικασία της δημόσιας προσφοράς.

Το ποσό των \$27 δις είναι σχεδόν διπλάσιο από το αντίστοιχο των \$13 δις που είναι η αμοιβή των εκδοτριών εταιριών προς τις αντίστοιχες εταιρίες επενδυτικής τραπεζικής για τις υπηρεσίες που τους παρείχαν. Οι ίδιες εταιρίες που αναφερόμαστε, στο διάστημα που προηγήθηκε της δημόσιας προσφοράς μετοχών, πραγματοποίησαν κέρδη ύψους περίπου \$8 δις. Συνεπακόλουθα το ποσό των χρημάτων που χάσανε με την δημόσια εγγραφή αντιστοιχεί με τα συνολικά κέρδη περισσότερων από τριών χρόνων. Ένα παράδειγμα που θα μπορούσαμε να αναφέρουμε είναι αυτό της Netscape. Η Netscape αποφάσισε να προβεί σε δημόσια προσφορά μετοχών τον Αυγουστο του 1995, αξιοποιώντας τις επενδυτικές υπηρεσίες της Morgan Stanley. 5 εκατομύρια μετοχές πουλήθηκαν εκείνη την περίοδο στους επενδυτές προς \$28 η κάθε μετοχή. Με αγοραία τιμή κλεισίματος στα \$58,25 το ποσό των χρημάτων που χάθηκε ανέρχεται στο ύψος των \$151 εκατομμυρίων. Όμως παρόλο την μεγάλη αυτή αναδιανομή πλούτου από το υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρίας προς εκείνους τους επενδυτές που διάθεσαν τις μετοχές τους στην τιμή προσφοράς, οι βασικοί μέτοχοι της Netscape φάνηκαν ικανοποιημένοι με αυτήν τιμολόγηση της προσφοράς. Οι περισσότερες εταιρίες στις ΗΠΑ που απευθύνονται στο επενδυτικό κοινό με δημόσια προσφορά, είναι κυρίως μικρού μεγέθους επιχειρήσεις που μεγάλα τμήματα του μετοχικού τους κεφαλαίου ανήκουν στους μανατζερς. Η Netscape συνέχισε να χρησιμοποιεί τις επενδυτικές υπηρεσίες της Morgan Stanley σαν βασικού της διαμεσολαβητή και τον Νοέμβρη του 1996 στην προσφορά

μετοχών που ακολούθησε.Ο Krigman ο Shaw και ο Womack με έρευνά τους το 2001 αναφέρουν ότι οι εκδότριες εταιρίες *IPOs* δεν λαμβάνουν υπόψιν τα χρηματικά ποσά που έχασαν κατά την αρχική προσφορά μετοχών,και συνεχίζουν να απολαμβάνουν τις επενδυτικές υπηρεσίες του αρχικού διαμεσολαβητή και στην προσφορά μετοχών που ακολουθεί.Τονίζουν ότι για 15 *IPOs* που η αρχική τους ημερήσια απόδοση ήταν άνω του 60% και στην συνέχεια ακολούθησε νέα προσφορά μετοχών,και οι 15 διατήρησαν τις υπηρεσίες του ίδιου επενδυτικού τραπεζίτη.

Το ερώτημα που γεννάται είναι γιατί οι εκδότριες εταιρίες δείχνουν να συμβιβάζονται με τα μεγάλα ποσά χρηματων που χάνουν.Η *prospect theory* ή αλλιώς η θεωρία της προοπτικής σκέψης θα προσπαθήσει να δώσει απάντηση σε αυτό το ερώτημα.Η *prospect theory* κάνει την υπόθεση ότι οι εκδότες ενδιαφέρονται περισσότερο για κάποια αλλαγή που θα συμβεί στον πλούτο τους ,παρά για το επίπεδο του πλούτου τους γενικά.Στην αγορά των *IPOs* στην πλεινότητα των περιπτώσεων, οι εκδότες θα συμψηφίσουν τις αρχικές απώλειες που έχουν υποστεί,με τα ακόμα μεγαλύτερα κέρδη που θα επιτύχουν από τις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους από μια πιθανή αύξηση των τιμών,παράγοντας έτσι καθαρά κέρδη για την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση.

Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι το συνολικό ποσό των χρημάτων που χάνεται προέρχεται από την μειοψηφία των *IPOs*.Αν κοιτάξουμε τα νούμερα θα δούμε ότι ενώ ο μέσος όρος των χρηματικών ποσών που χάθηκαν ανέρχονταν στο ύψος των \$9,1 εκατ. η διάμεσός τους ήταν μόλις \$2,3 εκατ.Τα *IPOs* αυτά που έχουν μεγαλύτερη συχνότητα στην εμφάνιση ζημιών είναι αυτά που η τιμή προσφοράς τους τείνει να αυξηθεί από αυτή που αρχικά αναμενόταν όταν γινόταν η διάθεση του αρχικού ενημερωτικού δελτίου(*preliminary prospectus*).(*preliminary prospectus* είναι ένα είδος υπεύθυνης δήλωσης εγγραφής πριν η εκδότρια εταιρία ξεκινήσει και επίσημα την δημόσια προσφορά μετοχών.Το έγγραφο αυτό που κατατίθεται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς,έχει σαν άμεσο στόχο να παρέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες στους μετόχους για την περιγραφή των δραστηριοτήτων της

επιχείρησης ,την διοίκηση της εταιρίας,στρατηγικές πρωτοβουλίες ,τις οικονομικές της καταστάσεις,την δομή ιδιοκτησίας κ.α.)Η τιμή προσφοράς αυξάνεται συναρτήσει της αύξησης της ζήτησης αλλά μπορεί να αυξηθεί ακόμα περισσότερο.

Στην εκδότρια εταιρία Netscape ,ο James Clark ο οποίος ήταν και συνιδρυτής της είχε στην κατοχή του 9,34 εκατ.μετοχές.Περίπου ένα μήνα πριν η Netscape προχωρήσει στην δημόσια προσφορά μετοχών,κατέρτισε ένα ενημερωτικό δελτίο με τις μετοχές και το υπέβαλε στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς.Το ενημερωτικό αυτό δελτίο περιείχε πληροφορίες τόσο για τον αριθμό μετοχών που θα εκδίδονταν καθώς και το αναμενόμενο ευρος τιμών της προσφοράς.Βασιζόμενο στο μέσο του εύρους τιμών που ήταν \$12-\$14 ,ο μέσος όρος της κυριότητάς του στην Netscape ανέρχονταν στο ύψος των \$121 εκατ. την περίοδο που εκδιδόνταν το ενημερωτικό δελτίο.Την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στην αγοραία τιμή κλεισίματος οι μετοχές του αξίζαν \$544 εκατ. μια αυξηση της τάξης του 350 %.Έτσι αυτή η αρχική μείωση των κερδών ανα μετοχή που υπέστη με την αρχική δημόσια προσφορά,αντισταθμίστηκε με την συνολική αυξηση των κερδών συνολικά.

Τις περισσότερες φορές όταν επίκειται μια μεγάλη αύξηση της τιμής της μετοχής, η τιμή προσφοράς της αυξάνεται περισσότερο από το αντίστοιχο εύρος τιμών.Το εμπειρικό μοντέλο που καταπιάνεται με την συσχέτιση των αποδόσεων της πρώτης μέρας και την αναθεώρηση της τιμής προσφοράς ,το ανέπτυξε ο Hanley το 1993.*IPOs* που η τιμή τους έχει αναθεωρηθεί προς τα πάνω απολαμβάνουν μεγαλύτερη αύξηση στην τιμή τους την πρώτη μέρα κατά μέσο όρο, από τα αντίστοιχα που η τιμή προσφορά τους αναθεωρείται προς τα κάτω.Μετοχές που η τελική τιμή προσφοράς τους είναι κάτω από το ελάχιστο όριο του αντίστοιχου εύρους τιμών επιτυγχάνουν αποδόσεις της τάξεως του 4 % ,ενώ μετοχές που τιμολογούνται πάνω από το μέγιστο του αντίστοιχου εύρους τιμών ,έχουν μέσες αποδόσεις στο 32 %.

Μια επικρατούσα θεωρία για τον λόγο που συμβαίνει αυτό έχει προταθεί από το μοντέλο υποτιμολόγησης των *IPOs* των Benveniste και Spind .Το μοντέλο αυτό υποστηρίζει ότι για να αποκαλύψουν οι επενδυτές την πραγματικές τους επενδυτικές τους βλέψεις και την ζήτησή τους σε μετοχές στους επενδυτικούς τραπεζίτες θα πρέπει να λάβουν ως ανταμοιβή μεγαλύτερη υποτιμολόγηση για τις μετοχές που έχουν μεγαλύτερη ζήτηση.Ετσι μετοχές που η τιμή τους αναθεωρείται προς τα πάνω θα έχουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση.Το μοντέλο αυτό λαμβάνει υπόψιν ότι μπορεί να υπάρχουν κάποιες αναπροσαρμογές της τιμής προσφοράς όσον αφορά με πληροφορίες που έχουν να κάνουν κυρίως προς τα έσω.Πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό δεν λαμβάνονται υπόψιν για πιθανή αναπροσαρμογή της τιμής.Παρόλαυτα γνωρίζουμε ότι οι αποδόσεις των *IPOs* την πρώτη μέρα μπορούν να εκτιμηθούν βάση της απόδοσης των χρηματαγορών των τελευταίων τριών εβδομάδων που προηγούνται της έκδοσης.Κάθε 1% αύξηση στις χρηματαγορές τις τελευταίες τρεις εβδομάδες πριν την έκδοση,έχει σαν απόρροια οι αποδόσεις των *IPOs* την πρώτη μέρα να είναι ψηλότερες κατά 1,3%.

Έτσι μετά από μία ανάκαμψη στις χρηματαγορές τα *IPOs* θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις κατά μέσο όρο,ενώ τα *IPOs* που λαμβάνουν χώρα μετά από κάποια ύφεση θα έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις.Το μοντέλο *prospect theory* δεν κάνει διαχωρισμό στις πληροφορίες που θα αξιοποιηθούν και υποστηρίζει ότι οι αποδόσεις της πρώτης μέρας των μετοχών μπορούν να εκτιμηθούν βάση των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό.

Όπως υποστηρίζουν πολλοί ακαδημαϊκοί τα *IPOs* υποτιμολογούνται κατά μέσο όρο.Η υποτιμολόγηση αυτή θα μπορούσε να χαρακτηριστεί σαν ένα είδος αποζημίωσης για τους επενδυτικούς τραπεζίτες.Αν εξετάσουμε το γεγονός ότι το ποσοστιαίο *gross spread* είναι διαπραγματεύσιμο πριν καθοριστεί η τελική τιμή προσφοράς,αύξηση της τιμής προσφοράς σημαίνει και αυτόματα αύξηση και στα έσοδα των αναδόχων.(*gross spread* είναι η διαφορά της τιμής που επιθυμεί η εκδότρια εταιρία μέσω των επενδυτικών

τραπεζιτών και η τελική τιμή που τελικά προσφέρεται στο επενδυτικό κοινό. *Gross spread* είναι η αμοιβή που ζητούν οι ανάδοχοι για να καλύψουν τα πάσης φύσεως έξοδα, όπως είναι έξοδα διαχείρισης, προμήθειες, έξοδα κινδύνου.) Το ερώτημα που γεννάται είναι γιατί οι επενδυτικοί τραπεζίτες προτιμούν μια χαμηλή τιμή προσφοράς. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες επωφελούνται με δύο κυρίως τρόπους. Το πρώτο είναι ότι είναι σχετικά εύκολη διαδικασία να βρουν αγοραστές για τα *IPOs* επιτυγχάνοντας έτσι μείωση στα αντίστοιχα έξοδα του μαρκετιγκ. Το δεύτερο είναι ότι οι επενδυτές θα ενθαρύνουν κερδοσκοπικές συμπεριφορές και θα επιδιώξουν να αποκτήσουν μερίδιο από συγκεκριμένα *IPOs*, καταβάλλοντας τις αντίστοιχες υπέρογκες προμήθειες στους επενδυτικούς τραπεζίτες που θα συνδράμουν στον σκοπό αυτό.

Οι επενδυτικοί τραπεζίτες μπορούν να επιτύχουν μεγαλύτερες απολαβές αν μέρος των απολαβών τους γίνεται με λιγότερο διαφανείς διαδικασίες.

Η εξήγηση που θα δοθεί από την πλευρά της *prospect theory*, θα είναι με την μορφή ενός μοντέλου όπου οι επενδυτικοί τραπεζίτες θα επιθυμούν μια χαμηλή τιμή προσφοράς, ενώ οι εκδότριες εταιρίες μια υψηλή. Όταν προκύψει αναπάντεχη υψηλή ζήτηση μετοχών κατά την διάρκεια της προπώλησης περιόδου, οι εκδότριες εταιρίες θα συνεναίσουν στο να χάσουν κάποια χρήματα στην αρχική προσφορά. Όταν η ζήτηση είναι σχετικά χαμηλή οι εκδότριες εταιρίες θα διαπραγματευτούν πιο επιθετικά και δεν θα είναι διατεθειμένες να χάσουν χρήματα.

Θα επιστρέψουμε τώρα στην περίπτωση της Netscape και του συνιδρυτή της James Clark ο οποίος είχε στην κατοχή του 9,34 εκατ. μετοχές. Βασιζόμενοι στο μέσο του εύρους τιμών που είχε προταθεί \$12-\$14 η αναμενόμενη αξία του μετοχικού του κεφαλαίου στην Netscape την περίοδο που εκδιδόταν το ενημερωτικό δελτίο ήταν \$121 εκατ. Στην αγοραία τιμή κλεισίματος την πρώτη μέρα συναλλαγών, οι μετοχές του αξιζαν \$ 544 εκατ. μια αύξηση της τάξεως του 350%. Έτσι αυτή η αρχική μείωση των κερδών ανα μετοχή που υπέστη, αντισταθμίστηκε με το υπέρογκο κέρδος που αποκόμισε. Έχοντας στην κατοχή του το 28,2% του μετοχικού κεφαλαίου της Netscape πριν

προχωρήσει σε δημόσια προσφορά μετοχών, τα \$43 εκατ. από τα \$151 εκατ. που μεταφέρθηκαν από την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση στους νέους επενδυτές αποτέλεσαν ζημιά για αυτόν. Μετά την δημόσια προσφορά το εταιρικό του μερίδιο στην Netscape ήταν 24,5%. Στην περίπτωση όμως που είχαν πουληθεί 2,4 εκατ. μετοχές στην τιμή \$58,25 αντί για 5 εκατ. μετοχές στην τιμή \$28 τότε το εταιρικό του μερίδιο στην Netscape θα ήταν 26,3%.

Ας κάνουμε στην συνέχεια την υπόθεση ότι η προσδοκία της τιμής ανά μετοχή ήταν \$6 και στην συνέχεια εκτινασόταν στα \$12,50. Αυτή η 108% ημερήσια απόδοση, είναι η ίδια ποσοστιαία αύξηση από τα \$28 στα \$58,25. Αλλά στην τιμή αγοράς \$12,50, η αξία των 9,34 εκατ. μετοχών θα ήταν στα \$117 εκατ. περίπου στα ίδια επίπεδα που υπολόγιζε μερικές εβδομάδες πριν. Σε αυτήν την περίπτωση \$32,5 εκατ. θα είχαν χαθεί από τα οποία τα \$9 εκατ. θα ήταν δικά του. Το αποτέλεσμα τώρα είναι να υπάρχουν πραγματικές απώλειες. Υποθέτουμε ότι η βέλτιστη επιλογή θα ήταν τα \$151 εκατ. που αρχικά έχασε, αλλά τα συμψήφισε μετέπειτα με την συνολική αύξηση του πλούτου του κατά 350% και όχι τα \$32,5 εκατ. που συνολικά έχασε.

Όλη αυτή η διαδικασία μπορεί να γίνει πιο κατανοητή με την βοήθεια της *prospect theory*. Η *prospect theory* είναι μια περισσότερο περιγραφική θεωρία λήψης αποφάσεων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, και δεν βασίζεται σε κανονιστικά αξιώματα για το πώς οι άνθρωποι θα έπρεπε να συμπεριφέρονται. Κάθε άτομο έχει μια συνάρτηση αξίας η οποία είναι παρόμοια με την συνάρτηση χρησιμότητας, αλλά η συνάρτηση αξίας καθορίζεται σε όρους κερδών και ζημιών παρά στα επίπεδα που κυμαίνονται αυτά. Η συνάρτηση αυτή αξίας είναι κοίλη σε κέρδη και κυρτή στις απώλειες και είναι εντονότερη σε μικρές απώλειες παρά σε μικρά κέρδη. Στο πλαίσιο που η εταιρία θα βγεί στο επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή, τα κέρδη και οι ζημιές υπολογίζονται σε σχέση με την τιμή που τα στελέχη της εκδότριας εταιρίας έχουν θέσει. Αυτό το σημείο αναφοράς είναι το μεσοδιάστημα του εύρους τιμών. Η θεωρία λέει ότι όταν ένα άτομο έρχεται αντιμέτωπο με δύο συσχετιζόμενα αποτελέσματα, μπορεί να τα αντιμετωπίσει ή ξεχωριστά ή σαν ένα.

Σε γενικές γραμμές το κέρδος που αποκομίζει η υφιστάμενη μετοχική σύνθεση έστω i πριν την επαναξιολόγηση είναι μεγαλύτερο από τα χρήματα που έχασαν αν ισχύει η ακόλουθη συνθήκη.

$$[\text{shares retained } i + \text{secondary shares sold } i][\text{OP-midpoint}] + \text{shares retained } i[\text{P-OP}] > [\text{P-OP}][\text{secondary shares sold } i + \text{primary shares sold}(\text{shares retained } i/\text{shares retained})]$$

Όπου P είναι η αγοραία τιμή, OP η τιμή προσφοράς, $\text{primary shares sold}$ είναι αυτές που έχουν πουληθεί από την εταιρία, $\text{secondary shares sold } i$ είναι μετοχές που έχουν πουληθεί από τον μέτοχο i και shares retained είναι συνδιασμός από όλους τους μετόχους. Κατά κανόνα νέες εταιρίες που βγαίνουν προς τα έξω με δημόσια πρόσκληση δεν έχουν secondary shares στα $IPOS$. (secondary shares -η έκδοση νέων μετοχών και η προσφορά τους στο επενδυτικό κοινό από μια εκδότρια εταιρία που έχει ήδη κάνει αρχική δημόσια εγγραφή στο παρελθόν. Σε τέτοιου είδους δημοσιων εγγραφών προσφεύγουν εταιρίες οι οποίες επιθυμούν την αναχρηματοδότηση τους και την εκ νέου άντληση κεφαλαίων για να υλοποιήσουν τα επενδυτικά τους πλάνα. Οι πρόσοδοι από αυτήν την δραστηριότητα διοχετεύονται στην εκδότρια εταιρία μέσω της εταιρίας επενδυτικής τραπεζικής με την οποία συνεργάζονται.)

Παραπάνω παραθέσαμε κάποιους λόγους για τους οποίους οι εκδότες των $IPOs$ δεν φαίνεται να ενοχλούνται από αυτές τις αρχικές απώλειες κατά την διαδικασία της δημόσιας εγγραφής. Το βασικό στοιχείο που πρέπει να υπογραμμίσουμε είναι η συνδιακύμανση των αρχικών χρημάτων που χάνονται, και των κερδών που συνολικά επιτυγχάνονται. Εάν οι εκδότες έβλεπαν το κόστος ευκαρίας της υποτιμολόγησης μεμονωμένα, θα ήταν πιο αδιάλακτοι στο θέμα της υποτιμολόγησης. Επειδή όμως είναι πιθανολογούμενα τα μεταγενέστερα μεγάλα κέρδη που μπορεί να προκύψουν, η συμπεριφορά τους είναι πιο διαλλακτική. Οι επενδυτικοί

τραπεζίτες την περίοδο που προσπαθούν να προσδιορίσουν σε ποια τιμή θα προσφέρουν το *IPOs* με βάση την ζήτηση που υπάρχει από τους θεσμικούς επενδυτές, φαίνεται να εκμεταλεύονται την αποστροφή προς τον κίνδυνο που έχουν κάποιες εκδότριες εταιρίες. Ας μην ξεχνάμε ότι η περίοδος λίγο πριν την έκδοση του *IPO* ενέχει πολύ άγχος και πίεση για όλα τα στελέχη της εκδότριας εταιρίας, καθώς αναθεωρούνται συνεχώς τα δεδομένα της αγοράς και υπάρχει ακόμα και κίνδυνος ολικής ακύρωσης της προσφοράς λόγω απότομης ύφεσης της αγοράς. Έτσι υπάρχει εφησυχασμός όταν ολοκληρωθεί η δημόσια προσφορά με επιτυχία, ειδικότερα όταν οι πρόσοδοι είναι ψηλότεροι από το αναμενόμενο.

Πολλοί λόγοι έχουν παρατεθεί κατά καιρούς για τους λόγους που οι επενδυτικοί τραπεζίτες υποτιμολογούν τα *IPOs* κατά μέσο όρο. Σε γενικές γραμμές αυτοί οι λόγοι δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενοι. Η υποτιμολόγηση αποτελεί κόστος για τους επενδυτικούς τραπεζίτες με την έννοια ότι υψηλότερες ακαθάριστες απολαβές από την υψηλότερη τιμή προσφοράς θα οδηγούσε και σε ψηλότερες αμοιβές. Θα επικεντρωθούμε στο γιατί όταν γίνεται εμφανής η μεγάλη ζήτηση μετοχών κατά την διάρκεια της περιόδου πώλησης, οι επενδυτικοί τραπεζίτες σκόπιμα υποτιμολογούν κάποια *IPOs*.

Οι επενδυτικοί τραπεζίτες έχουν δύο πολύτιμα εργαλεία στα χέρια τους. Το ένα είναι η υποτιμολόγηση και το άλλο είναι το *gross spread*. *Gross spread* είναι η διαφορά της τιμής που λαμβάνει η εκδότρια εταιρία και της πραγματικής τιμής που προσφέρεται στο επενδυτικό κοινό. Με τον τρόπο αυτό οι επενδυτικοί τραπεζίτες έχουν έναν μοχλό πίεσης που ασκούν στις εκδότριες εταιρίες για να αποκομίσουν όσο το δυνατόν περισσότερα από τις εκδότριες εταιρίες με συνεπακόλουθο τα μέσα συνολικά κόστη των εκδοτριων εταιριών να αυξάνονται σημαντικά. Ένας λόγος είναι ότι οι εκδότριες εταιρίες αντιμετωπίζουν το κόστος ευκαιρίας (τα χρήματα που χάνονται από την αρχική προσφορά) ως λιγότερο κόστος από το άμεσο κόστος του *gross spread*.

Η υποτιμολόγηση δεν είναι απαραίτητη για να αποζημιώσει τους αναδόχους επειδή οι αμοιβές που λαμβάνουν είναι ανεπαρκείς. Τα έμμεσα οφέλη

,προνόμια της υποτιμολόγησης έχουν σαν αποτέλεσμα η αναδοχή ενός *IPO* να είναι μια εξαιρετικά κερδοφόρα διαδικασία για τους επενδυτικού τραπεζίτες.Όμως η αναδοχή ενός *IPO* ενέχει και εμπόδια για τους αναδόχους.Βαρύνουσα σημασία έχει και οι κάλυψη των χρηματοοικονομικών αναλυτών στην αγορά για τις επενδυτικές υπηρεσίες των εταιριών αναδοχής καθώς κολακευτικά σχόλια θα τους μετατρέψουν αυτόματα σε πόλους έλξης που θα τους εμπιστευτούν εταιρίες τις μετοχές τους.

Παρά το γεγονός ότι το κόστος ευκαιρίας δεν θεωρείται ισοδύναμο ,όπως τα άμεσα κόστη για τις εκδότριες εταιρίες,παρα ταύτα έχει βαρύνουσα σημασία.Σε γενικές γραμμές πρέπει να τονίσουμε ότι όσο μικρότερη είναι η προσφορά των μετοχών,τόσο μικρότερη είναι και η μείωση των κερδών ανα μετοχή που λαμβάνει χώρα με την έκδοση επιπρόσθετων μετοχών.

Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει και στο γεγονός ότι ούτε το άμεσο κόστος του *gross spread* ,ουτε το έμμεσο κόστος των χρημάτων που χάνονται κατά την αρχική έκδοση εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης του εκδότη.Τα καθαρά έσοδα εμφανίζονται στον ισολογισμό αλλά τα άμεσα και έμμεσα κόστη δεν επηρεάζουν άμεσα την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.Αν τα κόστη αυτά εμφανίζονταν στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης οι μάνατζερ θα κατέβαλαν κάθε δυνατή προσπάθεια για να τα μειώσουν.

Dynamic information acquisition και Prospect theory

Κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί πολλές εναλλακτικές απόψεις για τον λόγο που οι επενδυτικοί τραπεζίτες δεν προσαρμόζουν την τιμή προσφοράς με βάση τις πληροφορίες που λαμβάνουν για τα επίπεδα που θα διακυμανθεί η ζήτηση.Αυτές οι θεωρίες δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες.Ο Benveniste και ο Spind το 1989 με την υπόθεση *Dynamic information acquisition* υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές θα πρέπει να αμοίβονται για πληροφορίες εκ των έσω που τις καταστουν διαθέσιμες.Προσαρμογές στην τιμή θα πρέπει να πραγματοποιούνται σε οποιοσδήποτε διαθέσιμες πληροφορίες ,όπως είναι οι

πτωτικές ή ανοδικές τάσεις που παρουσιάζει η αγορά την περίοδο που μεσολαβεί μεταξύ του καθορισμού του εύρους τιμών των μετοχών και της τελικής τιμής προσφοράς.

Η εξήγηση που δίνει η prospect theory για αυτήν την μερική αναπροσαρμογή δεν κάνει διάκριση στο είδος των πληροφοριών. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες έχουν την ευχέρεια να οδηγήσουν σε σκόπιμη υποτιμολόγηση κάποια IPOs σταθμίζοντας τις κακές και τις καλές ειδήσεις.

Optimal risk sharing

Όταν κάποια θεωρία καταπιάνεται με τις προσαρμογές της τιμής της μετοχής συναρτήσει των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό υπονοεί ότι ο εκδότης είναι εν μέρει εξασφαλισμένος από τις αυξομειώσεις της αγοράς. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι χρηματοοικονομικά μέσα που διαπραγματεύονται δημόσια στις χρηματαγορές, όπως τα παράγωγα και αρκετοί βιομηχανικοί δείκτες είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος για να παρέχεται κάποια μορφή προστασίας στον εκδότη. Αρα το ερώτημα είναι γιατί δεν χρησιμοποιούνται αυτά τα χρηματοοικονομικά μέσα σαν δικλείδα ασφαλείας;

Ο Mandelker και ο Raviv το 1977 υποστηρίζουν ότι μεταξύ ενός εκδότη με αποστροφή προς τον κίνδυνο και ενός αναδόχου ουδέτερο στον κίνδυνο και χωρίς να υπάρχει κάποια διαθέσιμη πληροφορία, η βέλτιστη επιλογή για τον εκδότη θα ήταν να έχει σταθερές καθαρές απολαβές. Ο επενδυτικός τραπεζίτης είναι αυτός που θα αναλάβει τον κίνδυνο (*bare the risk*) για οποιοσδήποτε αλλαγές στην αποτίμηση κατά την διάρκεια της περιόδου πριν την πώληση. Πληροφορίες ζωτικής σημασίας για την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης μπορεί να έρθουν στην επιφάνεια και ως εκ τούτου οι αναλύσεις για τα δεδομένα της αγοράς θα πρέπει να τροποποιηθούν.

Ένα πιο ρεαλιστικό μοντέλο και πλήρες μοντέλο θα έπρεπε να περιλαμβάνει τρεις μεταβλητές, τις εκδότριες εταιρίες, τους επενδυτικούς τραπεζίτες και τους επενδυτές. Οποιαδήποτε αλλαγή στην αποτίμηση που επιβαρύνει και τους επενδυτές και τους αναδόχους καθορίζει τις τροποποιήσεις στο *gross spread* με το ποσό των χρημάτων που χάνεται. Οποιοιδήποτε εκτιμήσεις γίνονται θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψιν την αλληλεπίδραση αυτών των μεταβλητών.

Και η *prospect theory* και η *optimal risk bearing* υποθέτουν ότι θα υπάρχει ενδεχόμενη μεταφορά πλούτου από τους εκδότες στους άλλους δύο αντισυμβαλλόμενους που είναι οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Η εξήγηση που δίνει η *optimal risk sharing* δεν μπορεί να δώσει επαρκείς απαντήσεις για ποιο λόγο παράγωγα που διαπραγματεύονται δημόσια όπως είναι ένα *put option* σε έναν δείκτη αγοράς, δεν χρησιμοποιούνται από τους εκδότες για να τους παρέχουν κάποια προστασία από τις αυξομειώσεις της αγοράς. Η *prospect theory* υποστηρίζει ότι όταν οι συνθήκες αγοράς είναι ευσύνετες για τους εκδότες δεν διαπραγματεύονται επιθετικά την τιμή προσφορά της μετοχής ανεξάρτητα από το είδος των πληροφοριών που έχουν στην διάθεσή τους.

Η *prospect theory* και οι εξηγήσεις που πηγάζουν απ αυτήν προϋποθέτει ότι οι εκδότες κάνουν διάκριση σε άμεσα κόστη (*spreads*) και σε έμμεσα (τα χρήματα που χάνονται κατά την αρχική εγγραφή). Αν οι ανάδοχοι προχωρούσαν σε αύξηση των ποσοστιαίων *spread* σε μια οικονομική αγορά που παρουσιάζει άνθηση, οι εκδότριες εταιρίες θα διαπραγματευόντουσαν σκληρότερα παρά αν οι απώλειες αυτές ήταν με την μορφή κόστους ευκαιρίας. Έτσι οι ανάδοχοι θεωρούν στρατηγικής σημασίας τα αρχικά χρήματα που χάνονται καθώς η συμπεριφορά των επενδυτών θα τους οδηγήσει να ανακτήσουν τον χαμένο πλούτο από τους εκδότες.

Αν κάνουμε μια ιστορική αναδρομή θα δούμε ότι έχουν διατυπωθεί αρκετές θεωρίες όσον αφορά την υποτιμολόγηση των *IPOs*, όπως είναι ότι οι ανάδοχοι εκμεταλεύονται τους εκδότες καθώς επίσης και ότι οι επενδυτικοί τραπεζίτες αξιοποιούν τον μεγάλο όγκο πληροφόρησης που έχουν για να υποτιμολογήσουν τα *IPOs*. Το μοντέλο του Baron υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει μερική αναπροσαρμογή της τιμής από την επίδραση πληροφοριών.

Οι επενδυτικοί τραπεζίτες δίνουν την δική τους απάντηση σ αυτήν την μερική αναπροσαρμογή της τιμής προσφοράς.Οι εν δυνάμει επενδυτές καθώς και οι εκδότριες εταιρίες δίνουν αρχικά ένα πιθανολογούμενο εύρος τιμών

(*anchor*) για τις μετοχές.(*Anchor*-Η χρήση και η αξιοποίηση πληροφοριών ή δεδομένων τις περισσότερες φορές άσχετων μεταξύ τους, για την εκτίμηση κάποιας άγνωστης παραμέτρου.)Εαν η τιμή προσφοράς αυξηθεί πολύ πάνω από το αντίστοιχο όριο, κάποιοι επενδυτές θα αποσυρθούν,άσχετα αν η αυξηση αυτή οφείλεται σε αξιοποίηση δημοσιευμένων πληροφοριών.Εξαιτίας αυτής της αβεβαιότητας για το επίπεδο που θα κυμανθούν οι τιμές,οι ανάδοχοι δεν επιθυμούν να ορίσουν την τιμή προσφοράς πολύ ψηλά.Υπάρχουν δύο οπτικές για την συγκεκριμένη παραδοχή,

Η μη εξεζητημένη εκδοχή υποστηρίζει ότι η ψηλή τιμή προσφοράς αποτρέπει υποψήφιους αγοραστές.Οι αγοραστές αυτοί παρουσιάζουν αρνητική καμπύλη ζήτησης και με το να αυξάνεται η τιμή προσφοράς ελλιώνεται η υπερβάλλουσα ζήτηση.Αν και σ αυτήν την περίπτωση ο ανάδοχος έχει την ικανότητα να διαθέσει τις υποτιμολογημένες μετοχές,δεν είναι κατανοητό γιατί αυτό αποβαίνει προς όφελος του εκδότη.

Η εξεζητημένη εκδοχή υποστηρίζει ότι αύξηση της τιμής προσφοράς επειδή επίκειται αναμενόμενα υψηλή ζήτηση, οδηγεί υποψήφιους αγοραστές να αποχωρήσουν και να ακυρώσουν τα επενδυτικά τους πλάνα.Η λογική είναι ότι εάν οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψιν τις επενδυτικές κινήσεις των υπολοίπων, μια πιθανή αυξηση της τιμής μπορεί να αποβεί επιζήμια ,καθως εάν κάποιοι επενδυτές αποσύρουν σταδιακά τις προσφορές τους,και ακολουθήσουν το παράδειγμά τους και άλλοι,το αποτέλεσμα δεν θα είναι και το καλύτερο δυνατό.Οι θεσμικοί επενδυτές όντας καταρτισμένοι και έμπειροι γνωρίζουν ότι αυξηση της τιμής προσφοράς οφείλεται στην ένδειξη ισχυρής ζήτησης, που σημαίνει ότι μια μεγάλη μερίδα επενδυτών θέλει να αγοράσει το *IPOs*.

Αρκετοί ακαδημαϊκοί υποστηρίζουν ότι ένας λόγος που τα *IPOs* υποτιμολογούνται είναι ότι εταιρίες με πολύ καλές προοπτικές ,υψηλών προδιαγραφών ,προσπαθούν να κάνουν αίσθηση στις χρηματαγορές για αυτό προκαλούν σκόπιμα αυτήν την υποτιμολόγηση.Ενώ αυτή είναι μια πιθανή εξήγηση για την υποτιμολόγηση,δεν έχει απαντηθεί το ερώτημα για τον λόγο

που η μερική προσαρμογή της τιμής γίνεται βάση δημοσιευμένων πληροφοριών.

Οι επενδυτικοί τραπεζίτες προτείνουν μια εναλλακτική υπόθεση για την υποτιμολόγηση. Αυτή η υπόθεση ονομάζεται *leaning against the wind*. Η υπόθεση αυτή περιγράφει την τάση που επικρατεί στην αγορά να αυξηθούν προσεκτικά τα επιτόκια, ακόμα και πάνω απ το επίπεδο που είναι αναγκαίο για να διατηρηθεί η σταθερότητα των τιμών βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα, όταν υφίσταται μια δυνητικά επιζήμια εκρηξη τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Η βασική υπόθεση που υποστηρίζεται είναι της μη γραμμικότητας, και μπορούμε να την περιγράψουμε ως μια ασύμμετρη επίδραση των αισθητών θετικών και αρνητικών μεταβολών των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Μια αρνητική μεταβολή μπορεί να έχει μεγαλύτερη επίδραση από μια θετική. Οι επενδυτές στην *IPO* αγορά έχουν την τάση να είναι υπερβολικοί στις αντιδράσεις τους. Όταν οι χρηματαγορές εμφανίζουν θετικά σημάδια, οι αγοραία τιμή διαπραγματεύεται πολύ ψηλά, πάνω απ την μακροπρόθεσμη αξία. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες τιμολογούν τις μετοχές με την μακροπρόθεσμη αξία. Το σκεπτικό είναι ότι θα υπάρχει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις αποδόσεις της πρώτης μέρας και τις μεταγενέστερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

Μια άλλη πιθανή εξήγηση είναι η εξής. Όταν σε μία μετοχή παρατηρηθεί μεγάλη άυξηση τιμής ο ανάδοχος του *IPO* θα ισχυριστεί στην εκδότρια εταιρία ότι αυτό οφείλεται καθαρά στις δικές του ενέργειες και το σωστό μάρκετινγκ. Οι εκδότες όμως γνωρίζουν ότι μετοχές που παρουσίασαν απότομα αύξηση στην τιμή τους, είναι πολύ πιθανο να πέσουν μέχρι να λήξει η *lock up period*. Υπάρχει επίσης και η ψυχολογική προσέγγιση σ αυτή την συμπεριφορά. Όταν η ζήτηση για μία μετοχή δεν είναι πολύ μεγάλη, οι επενδυτικοί τραπεζίτες για να διατηρήσουν το γόητρό τους, και τις σχέσεις συνεργασίας με την εκδότρια εταιρία δεν μειώνουν την τιμή όσο χρειάζεται για να διατηρήσουν ένα επίπεδο υποτιμολόγησης της τάξης του 10-15%. Όταν η τιμή προσφοράς παρουσιάζει τόσο χαμηλά επίπεδα ελλοχεύει ο κίνδυνος ολικής ακύρωσης της δημόσιας προσφοράς, και η εκδότρια εταιρία θα αναζητήσει άλλους τρόπους χρηματοδότησης.

HOT ISSUE MARKETS

Μια άλλη ιδιαιτερότητα στην αγορά των *IPOS* είναι η λεγόμενες *hot issue markets*. Όταν λέμε *hot issue* αναφερόμαστε σε μια μετοχή η οποία πουλιέται στο *premium* πάνω από την τιμή προσφοράς κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης. Ένα *hot issue* έχει να κάνει με μια αρχική δημόσια εγγραφή στην οποία οι μετοχές της νέας εταιρίας που εισέρχεται στον χώρο απολαμβάνουν μεγάλης ζήτησης με αποτέλεσμα η αρχική τιμή διαπραγμάτευσης να κυμαίνεται πάνω από την τιμή έκδοσης. Ο όρος *Hot issues* αναφέρεται σε συγκεκριμένες μετοχές εκδοτριών εταιριών οι οποίες με αφετηρία την αρχική τιμή προσφοράς παρουσίασαν αισθητή αύξηση της τιμής τους, μεγαλύτερη από τον μέσο όρο των *premium*, στην δευτερογενή αγορά. Η έννοια των *hot issue* αγορών έχει γίνει αντικείμενο μελέτης την τελευταία δεκαετία. Θα μπορούσαμε να την περιγράψουμε σαν μια περίοδο κατά την οποία οι μέσες αποδόσεις του πρώτου μήνα των νεοεκδοθείσων μετοχών είναι ασυνήθιστα ψηλές. Ακολουθώντας τον ορισμό που έδωσαν ο *Ibbotson* και ο *Jaffe* το 1975, *hot issue markets* είναι η περίοδος ενός μήνα κατά την οποία η μέσες αποδόσεις της πρώτης μέρας βρίσκονται πάνω από την διάμεσο των μέσων μηνιαίων αποδόσεων της πρώτης μέρας. Υπάρχει ισχυρή θετική συσχέτιση ανάμεσα στις μέσες μηνιαίες αποδόσεις της πρώτης μέρας.

Στην βιβλιογραφία μέχρι αυτό το χρονικό σημείο δεν υπάρχουν επαρκείς εξηγήσεις για το λόγο που ένας επενδυτής με ορθολογική συμπεριφορά εμφανίζει θετική αυτοσυσχέτιση. Όταν παρατηρείται άνηση στην αγορά, η εκτίμηση που δίνει η *prospect theory* είναι ότι θα υπάρξει μια αύξηση στην αναμενόμενη υποτιμολόγηση των *IPOs* κατά την διάρκεια της περιόδου πώλησης. Έτσι μπορεί να δοθεί κάποια εξήγηση για την αυτοσυσχέτιση των μέσων αποδόσεων της πρώτης μέρας.

Οι πληροφορίες απ την άλλη μεριά που δεν έχουν δημοσιοποιηθεί είναι ασυσχέτιστες και για αυτό τον λόγο δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στις αποδόσεις της πρώτης μέρας. Απο το πρίσμα τώρα της *prospect theory*, η

συγκεκριμένη θεωρία δεν κάνει διαχωρισμό στο είδος των πληροφοριών ,σαν λόγο για οποιαδήποτε αλλαγή του πλούτου.Οι αποδόσεις των *IPOs* την πρώτη μέρα θα είναι ψηλότερες αν προηγήθηκε οικονομική άνθηση στην αγορά,ανεξάρτητα αν η περίοδος πώλησης περιλαμβάνει και την περίοδο της οικονομικής άνθησης.Οι οικονομικές ανακάμψεις της αγοράς θα ακολουθούνται από μέσες υψηλές αποδόσεις της πρώτης μέρας για περίπου ένα με δύο μήνες,δεδομένου ότι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της επιλογής ενός εύρους τιμών που οι εκδότες πιθανολογούν και της ημερομηνίας που θα γίνει η δημόσια προσφορά,υπόκειται μέσα σ αυτό το εύρος.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας δώσαμε μια εξήγηση για τον λόγο που οι εκδότες των αρχικών δημόσιων εγγραφών δεν δείχνουν να λαμβάνουν σοβαρά υπόψιν τα ποσά των χρημάτων που χάνονται με τα *IPOs*.Μια μέση δημόσια εγγραφή εκτιμάται ότι χάνει περίπου \$9,1 εκατομ.Το ποσό αυτό είναι ισοδύναμο με λειτουργικά κέρδη πολλών χρόνων για τις εταιρίες που προχωρούν σε δημόσια προσφορά μετοχών ,και σχεδόν διπλάσιο από τις άμεσες αμοιβές που λαμβάνουν οι ανάδοχοι.Τα περισσότερα *IPOs* δεν οδηγούν στην απώλεια πολλών χρημάτων.Εκεί που πρέπει να εστιάσουμε και εκεί που εμφανίζονται οι μεγαλύτερες απώλειες είναι στα *IPOs* όπου η τιμή προσφοράς και η αγοραία τιμή είναι κατά πολύ μεγαλύτερη ,από αυτές που αρχικά αναμένονταν.Έτσι η μειοψηφία των εκδοτών *IPOs* ενώ αρχικά έχουν υποστεί αυτές τις αρχικές απώλειες,ο συνολικός συγκερασμός κερδών και ζημιών τους καθιστά συνολικά κερδισμένους.Η εξήγηση εστιάζεται στην συνδιακύμανση των χρημάτων που χάνονται και στις αλλαγές του πλούτου αυτών που λαμβάνουν τις αποφάσεις εκ μέρους της εκδότριας εταιρίας.

Μια άλλη οπτική γωνία είναι η εξής.Επειδή υπάρχει μερική προσαρμοστικότητα στις τιμες προσφοράς βάση δημοσιευμένων πληροφοριών,οι αποδόσεις της πρώτης μέρας εκτιμώνται βάση των

αποδόσεων το χρηματαγορών στο παρελθόν.Επειδή οι αποδόσεις των χρηματαγορών με χρονική υστέρηση συσχετίζονται με τα *IPOs* ,όπου η πρό πώλησης περίοδος τους επικαλύπτεται ,αυτό δημιουργεί αυτοσυσχέτιση στις αποδόσεις της πρώτης μέρας.

Επίσης παραθέτονται εξηγήσεις για το φαινόμενο υποτιμολόγησης των *IPOs*.Τα αρχικά χρήματα που χάνονται είναι ένα είδος έμμεσης αποζημίωσης για τους επενδυτικούς τραπεζίτες,για τον λόγο ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να κάνουν παραχωρήσεις στους αναδόχους, ουτοσώστε να αποκτήσουν ένα μερίδιο αγοράς από καλές μετοχές.Η υποτιμολόγηση αποτελεί ένα είδος έμμεσου κόστους για τις εκδότριες εταιρίες,και υποτιμολογήσεις μεγάλου μεγέθους γίνονται ανεκτές μόνο στην περίπτωση που αντισταθμίζονται από απροσδόκητες αυξήσεις πλούτου.Σε γενικές γραμμές επειδή οι εκδότες δεν αντιμετωπίζουν το κόστος ευκαιρίας της υποτιμολόγησης ,ισοδύναμα με τα ίδια άμεσα κόστη,οι επενδυτικοί τραπεζίτες έχουν την δυνατότητα να επιτύχουν μεγαλύτερες απολαβές.

Η ανάλυση που προηγήθηκε μπορεί να χαρακτηριστεί σαν μια θεωρία διαπραγμάτευσης για τα *IPOs*.Η ανάλυση που παρέχει η *prospect theory* δίνει μια εξήγηση για τον λόγο που οι εκδότες διαπραγματεύονται σκληρά την τιμή προσφοράς της μετοχής σε αγορές λιμνάζουσες,και γιατί είναι πιο ήπιοι και προσαρμοστικοί σε αγορές που χαρακτηρίζονται από άνηση.Αυτή η διαφοροποιήσιμη διαπραγμάτευση έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα την μεγαλύτερη υποτιμολόγηση όταν η ζήτηση για ένα *IPO* είναι μεγάλη,ανεξάρτητα αν αυτό οφείλεται σε δημοσιοποιημένες αποδόσεις της αγοράς κατά την διάρκεια της *road show period*.Όταν αναφερόμαστε στον όρο *road show period* εννοούμε το χρονικό διάστημα εκείνο κατά το οποίο γίνεται η παρουσίαση από τον εκδότη ,των μετοχών στους δυνητικούς αγοραστές.Η διοίκηση της εκδότριας εταιρίας αναλαμβάνει να κάνει μια εκτενή ανάλυση των μετοχών σε αναλυτές,διαχειριστές κεφαλαίων και σε πιθανούς επενδυτές.Απώτερος σκοπός είναι να δημιουργηθεί ενθουσιασμός και να παρακινηθεί το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα *IPOs*,καθώς το εγχείρημα αυτό είναι κρίσιμο για την επιτυχία της προσφοράς.

Συνοψίζοντας μπορούμε να αναφέρουμε ότι το πλαίσιο που κινείται η *prospect theory* μπορεί να δώσει κάποιες απαντήσεις όσον αφορά την αινιγματική συμπεριφορά των *IPOs*, αλλά παραμένουν αναπάντητα ακόμα αρκετά ερωτήματα. Μπορεί να αξιοποιηθεί σαν ένα είδος συμπληρωματικού βοηθήματος. Όσον αφορά τώρα τους *venture capitalists* η πολυετής και εξειδικευμένη εμπειρία τους όσον αφορά τις εταιρίες που αναλαμβάνουν, καθώς και οι αναμφισβήτητες ικανότητές τους διαπραγμάτευσης, δεν επηρεάζονται από ψυχολογικούς παράγοντες. *Venture capitalists* είναι επενδυτές οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να παρέχουν το κεφάλαιο εκκίνησης νεοσύστατων εταιριών, ή την υποστήριξη σε μικρομεσαίες στο χώρο επιχειρήσεων οι οποίες δεν έχουν άλλες δυνατότητες χρηματοδότησης. Οι *venture capitals* ευελπίστουν στην καλή πορεία της επιχείρησης που έχουν αναλάβει καθώς έτσι θα επιτύχουν μεγάλη απόδοση των χρημάτων που έχουν τοποθετήσει. Δεν απουσιάζουν βέβαια και οι περιπτώσεις των κακών επενδυτικών επιλογών οι οποίες τους στοιχίζουν μεγάλα χρηματικά ποσά, όμως το ισχυρό τους οικονομικό υπόβαθρο και η εξειδικευμένη διαχειριστική τους ομάδα που τους συνδράμει μετριάζει τις απώλειες. Επίσης δεν υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία ότι τα *Venture Capital Backed IPOs* είναι λιγότερο εκτεθειμένα σε ψυχολογικούς παράγοντες απ' ό,τι τα υπόλοιπα *IPOs*. Αξίζει να αναφέρουμε ότι αίσθηση προκαλεί και το γεγονός ότι οι εκδότριες εταιρίες συνεχίζουν να απολαμβάνουν τις υπηρεσίες εγκεκριμένων επενδυτικών τραπεζιτών με μεγάλες απώλειες χρηματικών ποσών στο παθητικό τους.

Ένα αξιοσημείωτο γεγονός που αξίζει να παραθέσουμε έλαβε χώρα το 1999, και έχει να κάνει με ένα αρκετά μεγάλο ποσό χρημάτων που χάθηκε και ανέρχεται στο ύψος των 37\$ δις. 117 *IPOs* διπλασίασαν την τιμή τους την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσης. Η πλειοψηφία των περιπτώσεων είχε να κάνει με νεοιδρυθείσες επιχειρήσεις που η χρηματοδότησή τους γινόταν με *venture capital*. Τα 466 *IPOs* που πληρούν τα κριτήρια του δείγματός μας, αύξησαν στα 65\$ δις τα ακαθάριστα έσοδα και πλήρωσαν 4 δις δε *gross spreads*. Εν αντιθέσει κατά την διάρκεια της περιόδου 1975-1994 μόνο 10 *IPOs* με τιμή προσφοράς 5 \$ η μετοχή, διπλασιάστηκε η τιμή τους την πρώτη μέρα. Κατά την διάρκεια της περιόδου 1995-1998 29 *IPOS* διπλασίασαν την

τιμή τους. Αν κοιτάξουμε τις μηνιαίες αποδόσεις από τον Νοέμβρη του 1998 μέχρι τον Μάρτιο του 2000 θα διαπιστώσουμε ότι οι μέσες αποδόσεις της πρώτης μέρας υπερβαίνουν σε ποσοστό το 30%, αποδεικνύοντας σε κάθε σκεπτικιστή ότι η hot issue markets εξακολουθούν να υφίστανται. Το 2000 άλλα 27 \$ δις χάθηκαν καθώς 77 IPOs διπλασίασαν την τιμή τους την πρώτη μέρα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Έχει παρατηρηθεί από εμπειρικές έρευνες και στατιστικές μελέτες στην ελληνική χρηματαγορά,ότι οι μετοχές των νεοεισηγμένων στον χώρο επιχειρήσεων,παρουσιάζουν μια ανοδική τάση κατά την πρώτη μέρα εισαγωγής και διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.Η αγορά νέων μετοχών κατά την διάρκεια των αρχικών δημοσίων εγγραφών,αποτελεί ιδιαίτερα ελκυστική επιλογή για τους επενδυτές.Αυτό οφείλεται στις υψηλές αποδόσεις που προσφέρουν την πρώτη μέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο,περίοδος που επεκτείνεται εως και 3 έτη μετά την αρχική είσοδο στο χρηματιστήριο.

Η διαμόρφωση της τιμής των μετοχών των νεοεισηγμένων εταιριών,σε επίπεδα ψηλότερα της τιμής εισαγωγής τους,είναι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών και είναι ένα φαινόμενο το οποίο έχει απασχολήσει την ευρύτερη ακαδημαϊκή κοινότητα.Νεοεισαχθήσες στο χρηματιστήριο εταιρίες,πάντα σε αγαστή συνεργασία με τους επενδυτικούς τραπεζίτες,επιδιώκουν οι προς διάθεση μετοχές τους να είναι υποτιμολογημένες για να επιτύχουν την όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αποδοχή τους από το επενδυτικό κοινό.

Η μεγάλη ζήτηση και η αποδοχή των μετοχών από τους επενδυτές,εκπέμπει θετικά σήματα στην αγορά για την αξία και το κύρος της εκδότριας εταιρίας,με άμεσο αποτέλεσμα την ακόμα μεγαλύτερη ζήτηση για μετοχές στην δευτερογενή αγορά,και την αύξηση των αποδόσεων.

Θεωρίες Υποτιμολόγησης και IPOs Ελλάδος

Οι θεωρίες που θα αξιοποιήσουμε στο εμπειρικό κομμάτι είναι οι εξής:

- Μετά από μία ανάκαμψη στις χρηματαγορές τα *IPOs* θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις κατά μέσο όρο,ενώ τα *IPOs* που λαμβάνουν χώρα μετά από κάποια ύφεση θα έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις.

- Με βάση το μοντέλο υποτιμολόγησης των IPOs των Benveniste και Spindt, οι επενδυτές για να αποκαλύψουν τις πραγματικές επενδυτικές τους βλέψεις και την ζήτησή τους σε μετοχές στους επενδυτικούς τραπεζίτες, θα πρέπει να λάβουν ως ανταμοιβή μεγαλύτερη υποτιμολόγηση για τις μετοχές που έχουν μεγαλύτερη ζήτηση.
- Με βάση το μοντέλο της prospect theory όταν προκύψει αναπάντεχη υψηλή ζήτηση μετοχών κατά την διάρκεια της προώλησης περιόδου, οι εκδότριες εταιρίες θα συνεναίσουν στο να χάσουν κάποια χρήματα στην αρχική προσφορά. Όταν η ζήτηση είναι σχετικά χαμηλή οι εκδότριες εταιρίες θα διαπραγματευτούν πιο επιθετικά και δεν θα είναι διατεθειμένες να χάσουν χρήματα.

ΔΕΙΓΜΑ

Το δείγμα μου αποτελείται από 160 ελληνικές εταιρίες οι οποίες εξέδωσαν αρχικές δημόσιες εγγραφές από την περίοδο 1995 έως και 2008. Στην πρώτη στήλη αναφέρεται η ημερομηνία που έγινε η αρχική δημόσια εγγραφή. Στην δεύτερη στήλη αναφέρεται το όνομα της εκδότριας εταιρίας. Στην τρίτη στήλη είναι η τιμή προσφοράς της μετοχής. Στην τέταρτη στήλη είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής στο τέλος της ημέρας που έγινε η αρχική δημόσια εγγραφή. Στην Πέμπτη στήλη αναφέρεται ο όγκος συναλλαγών. Στην έκτη στήλη υπολογίζεται η απόδοση ως (Τιμή κλεισίματος-τιμή προσφοράς)/τιμή προσφοράς και στην έβδομη στήλη είναι τα λεφτά που χάνονται και υπολογίζεται ως (Τιμή κλεισίματος-Τιμή προσφοράς)*Όγκο συναλλαγών. Επειδή η τιμή προσφοράς των μετοχών μέχρι το 1999 ήταν σε δραχμές, έγινε η απαραίτητη μετατροπή σε ευρώ. Η κατάταξη των εταιριών γίνεται ανά χρονιά με αύξουσα ημερομηνία έκδοσης.

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 1995

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
29/3/1995	Nireus Aquaculture SA	3,37	3,37	1038470000	0	0,00
20/4/1995	Minerva KnitWear SA	2,79	2,79	812250000	0	0,00
26/4/1995	Alpha Finance	6,6	6,60	3093750	0	0,00
12/5/1995	Attica Holdings SA	2,64	2,64	15830900	0	0,00
31/5/1995	Maxim Knitwear Factory	4,26	0,00	725725000	-1	3091588500,00
31/7/1995	Mytilineos Holdings SA Altec Holdings S.A. IT &	3,52	3,52	409944000	0	0,00
2/8/1995	Commu	4,7	4,70	400000000	0	0,00
28/8/1995	Maritime Co of Lesvos	3,23	3,23	26582000	0	0,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 1995: -3.091.588.500 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 1996

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
8/1/1996	RIO Pesca	3,52	3,80	3333630	0,08	933416,40
31/3/1996	Flexopack SA	3,52	3,52	638400000	0,00	0,00
31/3/1996	Atemke SA Hellenic Telecommunications	5,28	5,28	2521800000	0,00	0,00
19/4/1996	Or	11,74	12,68	319981000	0,08	300782140,00
10/6/1996	Vepal Aluminum Processing	2,05	2,22	9459060	0,08	1608040,20
10/6/1996	Elval - Hellenic Aluminium Ind	2,05	2,05	2823800000	0,00	0,00
24/7/1996	Notos Com Holdings SA	4,26	4,60	5340090	0,08	1815630,60
28/12/1996	Piraeus Leasing	8,8	5,59	42712500	-0,36	137107125,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 1996: 168.032.102,20 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 1997

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
10/2/1997	Alco Hellas SA	3,67	4,40	1688280000	0,20	1232444400,00
27/5/1997	Xios Bank SA	7,78	9,33	14197500	0,20	22006125,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 1997: 1.254.450.525 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 1998

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
30/3/1998	Folli Follie Group	9,39	5,79	119814000	-0,38	-431330400,00
12/6/1998	Hellenic Petroleum SA	5,58	7,29	262728000	0,31	449264880,00
2/7/1998	Corinth Pipeworks SA	14,67	14,67	36321300	0,00	0,00
16/10/1998	Lambrakis Press SA FHL Manufacturing - Trading	10,27	7,89	90968600	-0,23	-216505268,00
5/11/1998	Co	3,52	3,52	781920000	0,00	0,00
16/11/1998	Vodafone-Panafon SA	14,97	18,86	591784000	0,26	2302039760,00
23/11/1998	Intersonic SA	3,67	3,67	562500000	0,00	0,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 1998: 2.103.468.972 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 1999

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
21/1/1999	Anek Lines SA	8,8	12,56	58980000	0,43	221764800,00
1/3/1999	Mevaco SA	4,7	9,34	2355330	0,99	10928731,20
15/3/1999	Plaisio Computers SA	9,54	19,01	6071650	0,99	57498525,50
5/4/1999	Kleemann Hellas SA	6,75	11,20	6996470	0,66	31134291,50
5/4/1999	Alapis Holding Industrial and	4,99	8,06	9807280	0,62	30108349,60
14/4/1999	Eurobank Ergasias SA	24,94	53,43	310892000	1,14	8857313080,00
22/4/1999	Sciens International Investmen	4,84	4,84	2585180	0,00	0,00
7/6/1999	Delta Ice Cream SA	4,7	9,34	2801310	0,99	12998078,40
18/8/1999	Unifon Commercial SA	19,08	37,96	79705300	0,99	1504836064,00
30/8/1999	Autohellas SA Dionic Societe SA Commercial	7,63	15,18	36047400	0,99	272157870,00
12/9/1999	A	7,92	15,77	2743130	0,99	21533570,50
27/9/1999	Regency Entertainment SA	20,54	40,88	21424600	0,99	435776364,00
29/9/1999	J&P-Avax SA	4,7	35,10	43903900	6,47	1334678560,00
29/9/1999	Computer Logic SA	16,14	32,12	13454100	0,99	214996518,00
4/10/1999	Intralot SA-Integrated Lottery	23,48	46,72	29437100	0,99	684118204,00
7/10/1999	Euromedica SA	9,98	19,86	8803840	0,99	86981939,20
8/11/1999	Petropoulos	9,68	55,44	29618300	4,73	1355333408,00
29/11/1999	Kotsovolos SA	24,94	29,36	125351000	0,18	554051420,00
1/12/1999	Frigoglass SA	8,8	5,18	149639000	-0,41	-541693180,00
2/12/1999	Haidemenos SA Varvaressos SA European	12,33	35,17	23300800	1,85	532190272,00
3/12/1999	Spinni	4,4	15,54	11757600	2,53	130979664,00
28/12/1999	Spider Metal Industry N Petsio	14,67	30,23	15103800	1,06	235015128,00
29/12/1999	Elektroniki Athinon SA	22,01	35,47	156630000	0,61	2108239800,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 1999: 18.150.941.457,9 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2000

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
4/1/2000	UniSystems Information Systems	28,76	67,63	89435900	1,35	3476373433,00
14/1/2000	Technical Publications SA	10,27	45,52	4714140	3,43	166173435,00
14/1/2000	Ktima Kostas Lazaridis SA	8,22	40,40	4246130	3,91	136640463,40
21/1/2000	Astir Palace Hotel SA	8,07	8,35	44432400	0,03	12441072,00
24/1/2000	Athens Water Supply & Sewage C	7,34	7,34	49107800	0,00	0,00
24/1/2000	Germanos SA	27,88	27,88	213642000	0,00	0,00
9/2/2000	Liberis Publications SA	22,01	61,95	20003600	1,81	798943784,00
11/2/2000	Informatics SA	12,62	54,17	6748320	3,29	280392696,00
23/2/2000	Byte Computer SA	13,79	51,36	10270900	2,72	385877713,00
7/3/2000	Kathimerini Publishing SA	17,02	24,46	73922800	0,44	549985632,00
8/3/2000	Naytemporiki Publishing SA	12,62	24,17	10561200	0,92	121981860,00
15/3/2000	Iktinos Hellas SA	8,8	13,43	4338430	0,53	20086930,90
17/3/2000	Mathios SA	10,27	22,80	5434750	1,22	68097417,50
21/3/2000	Imako Media SA	17,61	36,49	13798600	1,07	260517568,00
27/3/2000	Pegasus Publishing SA	8,22	9,10	62869600	0,11	55325248,00
3/4/2000	Creta Farm SA	18,49	24,31	16674700	0,31	97046754,00
7/4/2000	Akritas SA	12,33	12,97	41223600	0,05	26383104,00
12/4/2000	Agricultural Life	14,09	17,73	57401300	0,26	208940732,00
17/4/2000	N Varveris-Moda Bagno SA	12,03	13,35	10560700	0,11	13940124,00
20/4/2000	Daios Plastics SA	27,88	31,36	11893400	0,12	41389032,00
27/4/2000	Kego SA	9,98	11,93	8006950	0,20	15613552,50
2/5/2000	Informer SA	20,54	29,42	22075500	0,43	196030440,00
11/5/2000	IKONA-IHOS SA	17,61	21,31	12832000	0,21	47478400,00
26/5/2000	Kordellos Ch. Bros. SA	8,8	11,40	7311770	0,30	19010602,00
9/6/2000	Iaso SA	15,26	15,96	108343000	0,05	75840100,00
12/6/2000	Evrofarma SA	6,46	10,27	6131000	0,59	23359110,00

13/6/2000	Gregorys Mikrogeumata	11,74	17,83	13187400	0,52	80311266,00
6/7/2000	Eleftheri Tileorasi SA	23,48	23,48	47571100	0,00	0,00
7/7/2000	Hellenic Exchanges SA Holding	15,41	14,29	77990300	-0,07	-87349136,00
12/7/2000	Philippos Nakas SA	11,15	12,50	14457000	0,12	19516950,00
26/7/2000	Sex Form	14,67	17,92	22366500	0,22	72691125,00
3/8/2000	Douros SA	9,39	17,23	7890830	0,83	61864107,20
4/8/2000	Elton Chemicals	14,09	19,75	8356650	0,40	47298639,00
11/8/2000	Quality & Reliability SA	33,75	35,19	15853600	0,04	22829184,00
18/8/2000	Hellenic Fish Farming SA	22,6	19,06	24364200	-0,16	-86249268,00
18/8/2000	XI Kalogritsas SA	26,41	26,41	32829800	0,00	0,00
1/9/2000	GEKE SA	11,74	9,89	19942900	-0,16	-36894365,00
4/9/2000	Karatzis SA	10,27	8,70	19123200	-0,15	-30023424,00
8/9/2000	Eurodrip SA	16,73	15,11	25022200	-0,10	-40535964,00
11/9/2000	Dur Escape Land	9,39	9,39	7510540	0,00	0,00
11/9/2000	Helinoil	0,73	0,73	2369850	0,00	0,00
29/9/2000	Space Hellas SA	18,34	20,34	16727100	0,11	33454200,00
6/10/2000	Forthnet SA	12,91	13,15	48333200	0,02	11599968,00
12/10/2000	Cosmote Mobile Telecommunicati	9,39	8,97	466065000	-0,04	-195747300,00
13/10/2000	AS Co	11,74	9,60	7108750	-0,18	-15212725,00
19/10/2000	Paperpack Tsoukaridis SA	16,14	14,77	9060020	-0,08	-12412227,40
3/11/2000	Rainbow Computer SA	6	15,60	2250000	1,60	21600000,00
24/11/2000	Dromeas	11,45	10,08	24921900	-0,12	-34143003,00
11/12/2000	CPI SA	4,99	6,66	4536640	0,33	7576188,80

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2000: 6.938.043.418,9 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2001

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
11/1/2001	Atlantic Supermarkets SA	3,22	3,18	14354800	-0,01	-574193,84
19/1/2001	Agricultural Bank of Greece	9,39	9,20	201913000	-0,02	-38363485,55
15/3/2001	Petrola Hellas SA	6,16	6,24	132656000	0,01	10612469,39
23/4/2001	Vardas SA	5,7	7,00	4674000	0,23	6076195,33
24/4/2001	Fitco	2,94	5,10	2205000	0,73	4762800,79
24/4/2001	Hellas Online SA	6,5	6,50	5200000	0,00	0,00
25/4/2001	OPAP SA	5,5	5,64	94339200	0,03	13207464,42
	Babis Vovos International					
30/5/2001	Cons	9,62	9,54	70033600	-0,01	-5602682,40
31/5/2001	Nestos SA	3,52	8,24	6670400	1,34	31484309,35
13/6/2001	MLS Multimedia SA	15,82	21,10	4920020	0,33	25977725,77
11/7/2001	Medicon Hellas SA	8,8	9,62	5315200	0,09	4358463,15
12/7/2001	Betanet SA	3,86	3,52	8723600	-0,09	-2966023,95
						-
6/8/2001	Motor Oil Hellas Corinth Refin	10,3	9,60	184744000	-0,07	129320866,51
27/8/2001	Thessaloniki Port Authority SA	6,74	6,54	16984800	-0,03	-3396961,09
	Thessaloniki Water Supply & Se					
21/9/2001		3,94	3,70	16548000	-0,06	-3971519,64
30/11/2001	Intracom SA Technical & Steel	3,3	5,56	23100000	0,68	52205963,04
						-
12/12/2001	Public Power Corp SA	12,7	12,06	353568000	-0,05	226283516,46

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2001: -261.793.858,20 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2002

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
7/1/2002	Euroconsultants SA	4,2	11,90	2646000	1,83	20374162,96
8/1/2002	Flour Mills Kependos SA	3,3	6,46	4422000	0,96	13973523,54
9/1/2002	Promota Hellas AE	5,28	6,20	8606400	0,17	7917868,72
18/2/2002	Dias Aquaculture SA	5,2	12,82	3541200	1,47	26983859,01
14/3/2002	Galaxidi Fish Farming SA	3,72	3,72	3920840	0,00	-0,11
14/3/2002	Alsenco SA	2,53	5,28	2593250	1,09	7131460,32
	Compucon Computer					
2/4/2002	Applications	9,6	12,16	6144000	0,27	15728659,66
7/6/2002	Diagnostic & Therapeutic Cente	4,82	4,40	18776300	-0,09	-7886052,38
26/7/2002	Livanis Publishing Organizatio	4,84	3,66	7163700	-0,24	-8453178,04
2/8/2002	Centric Multimedia SA	4,8	5,42	3189600	0,13	1977557,10
4/9/2002	Hitech SNT S.A.	5,98	8,28	3425580	0,38	7878826,12
25/9/2002	Dynamic Life SA	4,2	4,82	7980000	0,15	4947598,40
10/10/2002	Lantec Communications SA	5,5	6,82	7507500	0,24	9909900,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2002: 100.484.185,31 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2003

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
3/1/2003	Fashion Box Hellas SA	4,7	5,14	3078500	0,09	1354541,14
27/1/2003	Newsphone Hellas SA	6,2	4,90	9060680	-0,21	-11778860,44
13/3/2003	Feedus SA	1,05	0,76	1387570	-0,28	-402394,61
14/3/2003	Logismos Information Systems Neochimiki Industrial and	1,82	1,19	1802180	-0,35	-1135373,90
20/5/2003	Comm	5,5	5,70	11990000	0,04	2397997,60
7/7/2003	Emphasis Systems SA	5,16	5,64	6897890	0,09	3310988,77
10/7/2003	Ipirotiki Software & Publicati	5,82	6,36	8502730	0,09	4591473,94
30/7/2003	Interfish Aquaculture SA	4,7	7,00	3525000	0,49	8107504,94
6/8/2003	Kri-Kri Milk Industry SA	6,3	9,04	5938250	0,43	16270818,66
8/8/2003	Piraeus Port Authority	8,8	11,54	56100000	0,31	153714179,52
14/10/2003	Marac Electronics SA	1,82	2,23	3123320	0,23	1280562,76

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2003: 177.711.438,38 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2004

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
7/1/2004	Revoil SA Sprider Stores	6,7	6,92	7839000	0,03	1724584,15
24/2/2004	SA	3,2	2,96	10004600	-0,07	2401104,00
26/2/2004	Ilyda SA	4	4,02	3200000	0,00	64000,00
8/4/2004	Eurobrokers SA	2,4	2,44	14400000	0,02	575997,70
27/5/2004	Delta Project SA	9,78	9,78	6112500	0,00	0,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2004: -36.522,15 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2005

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
12/4/2005	SIDMA SA Cars Motorcycles and Marine	5,3	4,90	12720000	-0,08	-5088000,13
30/6/2005	En	5,6	5,40	8960000	-0,04	-1792000,72
21/12/2005	Proton Bank SA	5	5,98	17500000	0,20	17150000,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2005: 10.269.999,16 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2006

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
27/5/2006	TT Hellenic Postbank SA	12,5	13,98	530350000	0,12	784918000,00

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2006: 784.918.000 €

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2007

Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
30/3/2007	Korres Natural Products	7,2	14,02	11520000	0,95	78566381,57
2/7/2007	Aegean Airlines SA	7,6	9,30	133641000	0,22	227189486,17
5/11/2007	Terna Energy SA	11	10,46	330729000	-0,05	178593626,93
6/12/2007	Pasal Real Estate Development	6	5,84	23400000	-0,03	-3744004,68

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2007: 123.418.236,14

Εταιρίες που εξέδωσαν IPO's το 2008

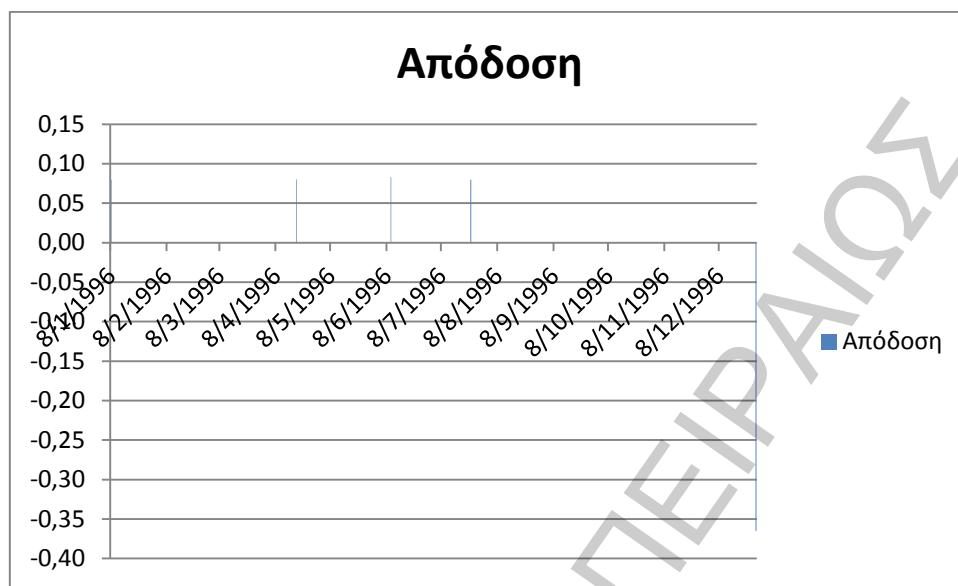
Έκδοση	Εταιρία	Τιμή προσφοράς	Τιμή κλεισίματος	Όγκος	Απόδοση	Απώλειες
21/2/2008	Epsilon Net SA	3	3,20	1680000	0,07	336000,17
28/2/2008	Mediterra SA	1,94	2,75	2114600	0,42	1712826,93
3/3/2008	Envitec SA	5,3	9,00	386322	0,70	1429390,98
7/5/2008	Doppler SA	2,52	3,12	2790660	0,24	1674394,33
12/5/2008	Euroxx Securities SA	1,45	2,00	1419550	0,38	780751,79
3/6/2008	Entersoft SA Software Development	2,52	2,95	922320	0,17	396597,78
4/8/2008	Alpha Trust Investment Service	1,4	1,45	1540	0,04	77,00
17/9/2008	Performance Technologies IT So	3	3,16	4200	0,05	672,00
8/12/2008	Optronics Technologies SA	3	2,99	1005000	0,00	-10049,99

✚ Συνολικά χρήματα που χάθηκαν το 2008: 6.320.660,98 €

Πιο πάνω είδαμε πως κινούνται οι αποδόσεις των μετοχών την πρώτη μέρα των διαπραγματεύσεων. Ας δούμε τώρα διαγραμματικά πως κυμαίνονται οι αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών ανά έτος.

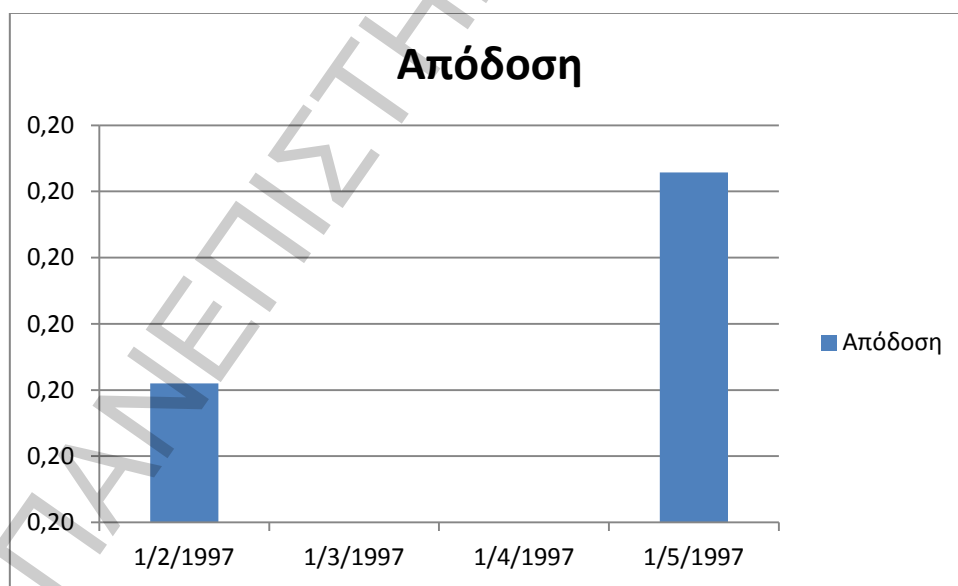
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ

Αποδόσεις 1996



- Σχεδόν όλες οι εταιρίες εμφανίζουν θετική απόδοση.
- Ισχυρή ζήτηση μεγαλύτερη υποτιμολόγηση.

Αποδόσεις 1997



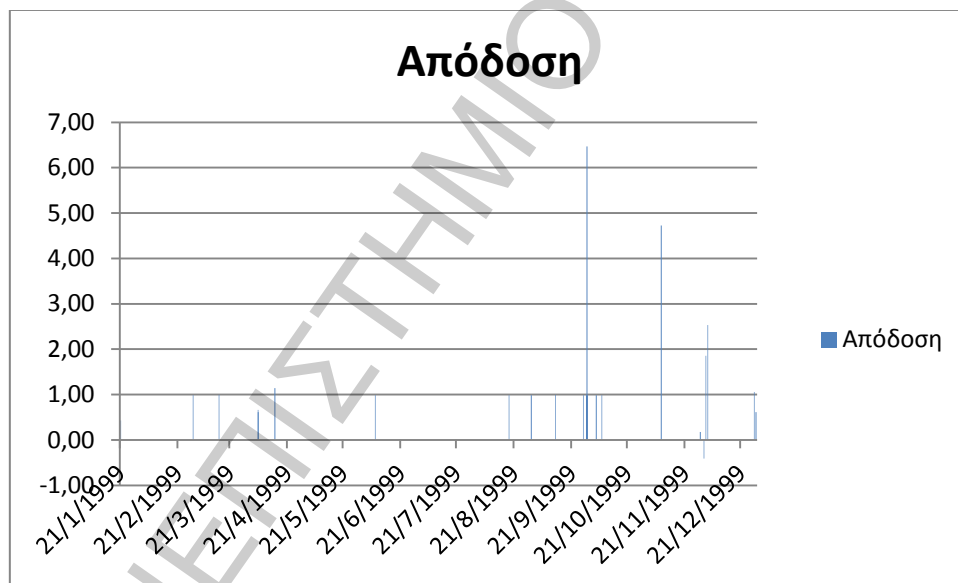
- Υψηλή απόδοση για τις 2 εταιρίες.

Αποδόσεις 1998



- Οι μισές εταιρίες εμφανίζουν θετική απόδοση και οι μισές αρνητική.

Αποδόσεις 1999



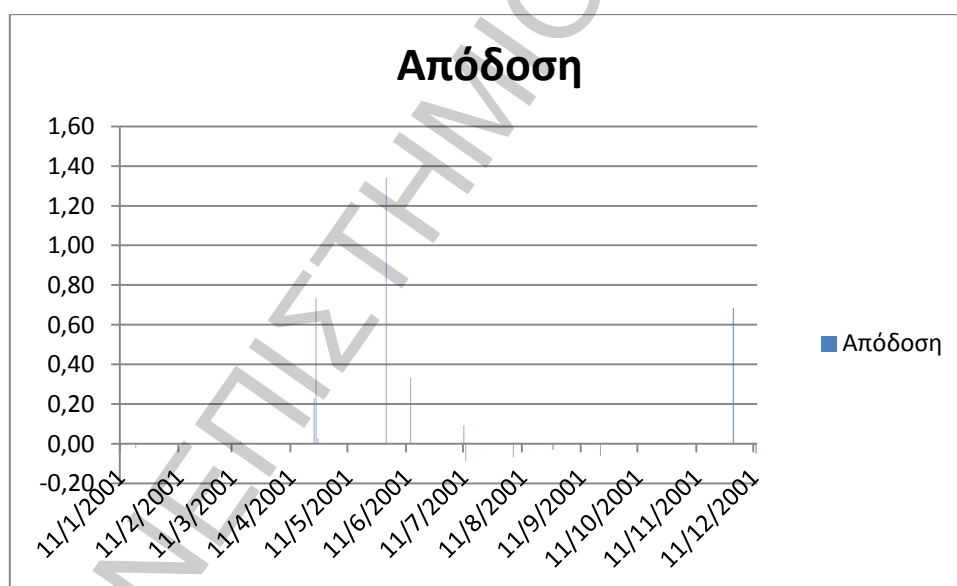
- Υψηλές αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος.
- Ισχυρή ζήτηση, μεγαλύτερη υποτιμολόγηση.

Αποδόσεις 2000



- Σχετικά ψηλές θετικές αποδόσεις.
- Σχετικά χαμηλές αρνητικές αποδόσεις.

Αποδόσεις 2001



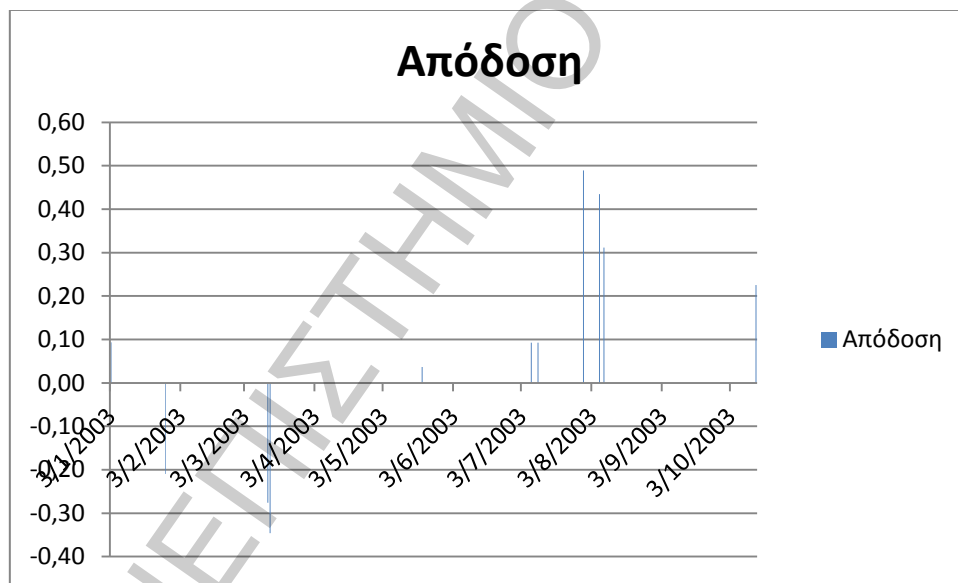
- Μισές αρνητικές και μισές θετικές αποδόσεις για το σύνολο των εταιριών.

Αποδόσεις 2002



- *Αρκετά υψηλές θετικές αποδόσεις.*

Αποδόσεις 2003



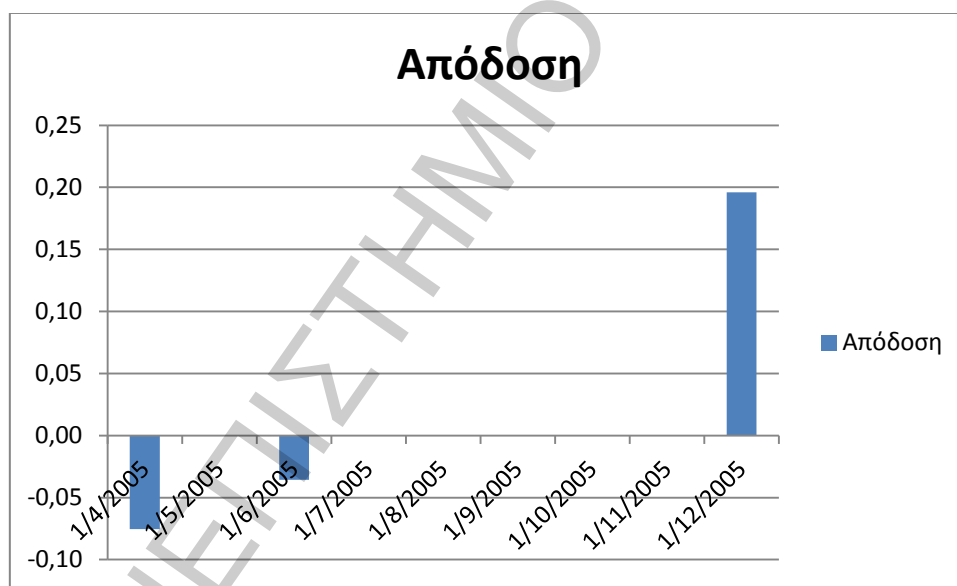
- *Υψηλές θετικές και υψηλές αρνητικές αποδόσεις.*

Αποδόσεις 2004



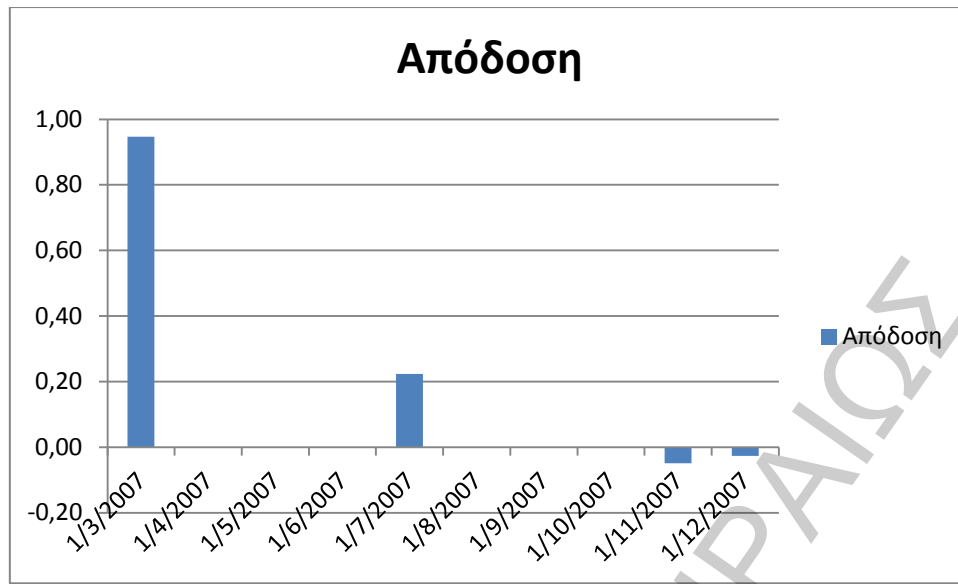
- Εμφανίζεται μια σχετικά μεγάλη αρνητική απόδοση.

Αποδόσεις 2005



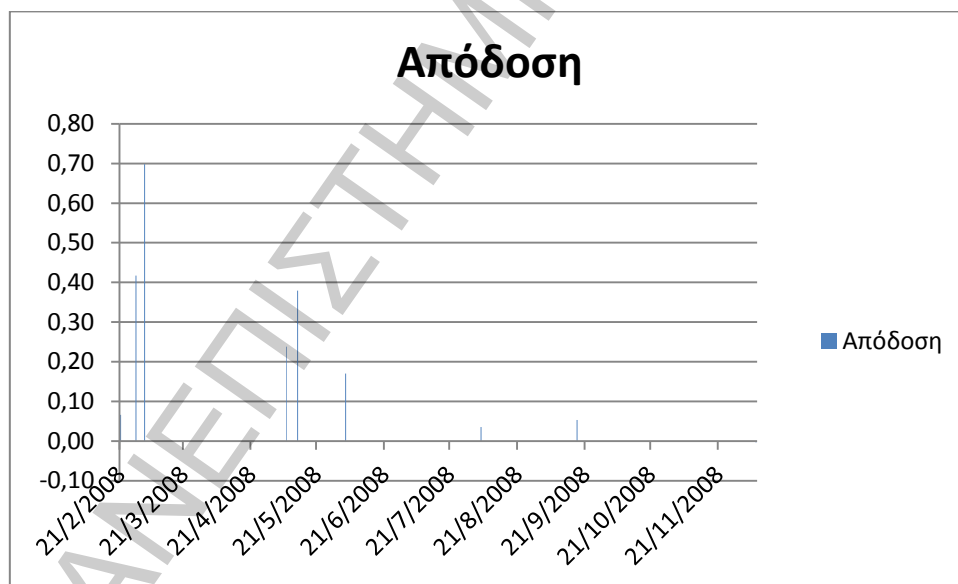
- Αρνητικές αποδόσεις για την πλειοψηφία των εταιριών την πρώτη μέρα.
- Μικρότερη υποτιμολόγηση για τις μετοχές που έχουν μικρότερη ζήτηση.

Αποδόσεις 2007



- Μια εταιρία πέτυχε πολύ υψηλή απόδοση την πρώτη μέρα.
- Οι εκδότριες εταιρίες συναινούν να χάσουν κάποια χρήματα όταν προκύψει ισχυρή ζήτηση μετοχών.

Αποδόσεις 2008



- Υψηλές θετικές αποδόσεις την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης.

Μεγαλύτερες απώλειες χρημάτων

Το έτος που εμφάνισε τις μεγαλύτερες απώλειες χρημάτων,την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης,για τις εκδότριες εταιρίες ήταν το 1999 με συνολικές απώλειες ύψους 18.150.941.458 €.

- Μεγαλύτερη υποτιμολόγηση για μετοχές που έχουν μεγαλύτερη ζήτηση.
- Όταν προκύψει ισχυρή ζήτηση οι εκδότες συναινούν να χάσουν χρήματα στην αρχική δημόσια προσφορά.
- Μετά από μια οικονομική ανάκαμψη τα IPOs που λαμβάνουν χώρα έχουν μεγαλύτερες μέσες αποδόσεις.

Γενικός Δείκτης 1999

Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης
4/1/1999	2921,28
21/1/1999	3005,21
15/2/1999	3466,95
1/3/1999	3394,47
15/3/1999	3625,2
5/4/1999	3218,06
14/4/1999	3732,64
22/4/1999	3281,96
17/5/1999	3936,59
7/6/1999	4098,96
15/7/1999	4308,91
18/8/1999	4958,82
30/8/1999	5220,28
27/9/1999	5283,42
29/9/1999	5596,84
4/10/1999	5654,65
7/10/1999	5911,47
8/11/1999	5753,6
29/11/1999	5806,33
1/12/1999	5653,94
2/12/1999	5577,46
3/12/1999	5560,14
28/12/1999	5230,61
29/12/1999	5359,11

Στον πίνακα είναι σκιασμένα οι ημερομηνίες και οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη για τις αντίστοιχες ημερομηνίες που πραγματοποιήθηκαν τα IPOs. Παρατηρούμε την συνεχή αύξηση του Γενικού Δείκτη, σημάδι οικονομικής ανάκαμψης. IPOs που λαμβάνουν χώρα μετά από οικονομική ανάκαμψη έχουν μεγαλύτερες μέσες αποδόσεις.

Μικρότερες απώλειες χρημάτων

Το έτος που εμφάνισε τις μικρότερες απώλειες χρημάτων για τις εκδότριες εταιρίες ήταν το 2001 με συνολικά κέρδη 261.793.858,2 €

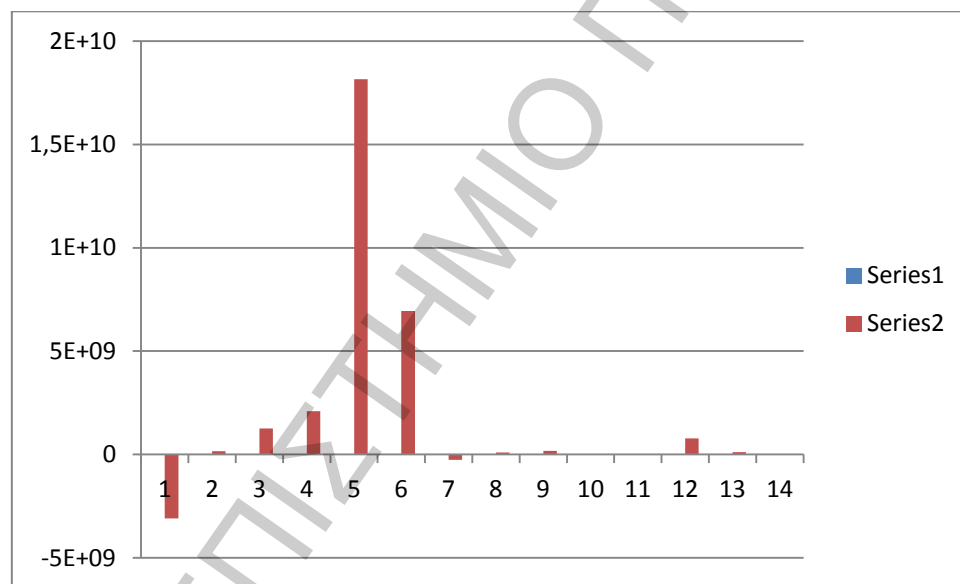
- Μικρότερη υποτιμολόγηση για μετοχές που έχουν μικρότερη ζήτηση
- Οι εκδότες δεν συναινούν να χάσουν χρήματα στην αρχική δημόσια προσφορά όταν υπάρχει ασθενής ζήτηση.
- Τα IPOs που λαμβάνουν χώρα μετά από οικονομική ύφεση έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις.

Γενικός Δείκτης 2001

Ημερομηνία	Γενικός Δείκτης
3/1/2001	3360,51
11/1/2001	3311,87
19/1/2001	3153,1
15/2/2001	3204,84
15/3/2001	3135,93
2/4/2001	3032,08
23/4/2001	3263,2
24/4/2001	3230,75
25/4/2001	3234,58
2/5/2001	3267,3
30/5/2001	3102,71
31/5/2001	3088,66
13/6/2001	2899,32
11/7/2001	2435,65
12/7/2001	2506,02
6/8/2001	2791,42
27/8/2001	2787,38
21/9/2001	2105,56
1/11/2001	2554,55
30/11/2001	2694,02
12/12/2001	2605,3

Στον πίνακα είναι σκιασμένα οι ημερομηνίες και οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη για τις αντίστοιχες ημερομηνίες που πραγματοποιήθηκαν τα IPOs. Παρατηρούμε την σταθερή πτώση του Γενικού Δείκτη, σημάδι οικονομικής ύφεσης. IPOs που λαμβάνουν χώρα μετά από οικονομική ύφεση έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις.

Διαγραμματική απεικόνιση των ποσών που χάνονται ανα έτος



- ✓ Το 1999 είναι το έτος που είχε τις μεγαλύτερες απώλειες για τους εκδότες την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης.
- ✓ Το 2000 είναι το έτος που εμφάνισε τις δεύτερες μεγαλύτερες απώλειες.
- ✓ Το 2001 εμφανισε τις μικρότερες απώλειες για τους εκδότες την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Έχει παρατηρηθεί από εμπειρικές μελέτες στην ελληνική χρηματαγορά, ότι οι μετοχές των νεοεισηγμένων στον χώρο επιχειρήσεων, παρουσιάζουν μια ανοδική πορεία κατά την πρώτη μέρα εισαγωγής και διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Όπως προαναφέραμε υποτιμολόγηση των αρχικών δημοσίων εγγραφών λαμβάνει χώρα όταν η τιμή των μετοχών των εισηγμένων εταιριών διαμορφώνεται σε επίπεδα ψηλότερα της τιμής εισαγωγής τους. Πραγματοποιήθηκε συλλογή στοιχείων για 160 ελληνικές εταιρίες, που εξέδωσαν IPOs και οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο ελληνικό χρηματιστήριο. Υπολογίσαμε την απόδοση των μετοχών και τις απώλειες χρημάτων για τους εκδότες την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, και καλύψαμε ένα χρονικό ευρος από το 1995 έως και το 2008. Για το σύνολο των ετών με εξαίρεση τα έτη 2001 και 2004, επιβεβαιώνεται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, και οι εκδότες φαίνεται να χάνουν σημαντικά ποσά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης. Όσον αφορά τα έτη 2001 και 2004 τα οποία δεν εμφάνισαν απώλειες για τους εκδότες την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους. Ένας λόγος είναι ότι τα δείγμα μας δεν ήταν αντιπροσωπευτικό του συνόλου. Ένας άλλος λόγος είναι ότι οι μετοχές των συγκεκριμένων εταιριών δεν είχαν σημαντική αποδοχή με αποτέλεσμα την χαμηλή υποτιμολόγηση. Η οικονομική ύφεση στις χρηματαγορές είναι ένας άλλος λόγος που θα πρέπει να ληφθεί υπόψιν. Πιο συγκεκριμένα το έτος 2001 οι τιμές του Γενικού Δείκτη παρουσιάζουν φθίνουσα πορεία κατά την διάρκεια του έτους συμπαρασύρωντας και τις τιμές των μετοχών. Όπως γνωρίζουμε IPOs που λαμβάνουν χώρα μετά από οικονομική ύφεση έχουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις. Τα υπόλοιπα έτη απολαμβάνουν μεγάλης υποτιμολόγησης και οι εκδότες φαίνεται να χάνουν αρκετά χρήματα κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσεων. Το έτος 1999 είναι αυτό που εμφανίζει τις μεγαλύτερες απώλειες χρημάτων κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης και την μεγαλύτερη υποτιμολόγηση. Με βάση το μοντέλο υποτιμολόγησης των IPOs των Benveniste και Spindt, οι επενδυτές για να αποκαλύψουν τις πραγματικές επενδυτικές τους βλέψεις και την ζήτησή τους σε μετοχές στους αναδόχους, θα πρέπει να λάβουν ως ανταμοιβή μεγαλύτερη

υποτιμολόγηση για τις μετοχές που έχουν μεγαλύτερη ζήτηση. Για την χρονιά 1999 οι μετοχές των συγκεκριμένων εταιριών, όπως φαίνεται και από τον πίνακα και τους αντίστοιχους όγκους συναλλαγών, φαίνεται να απολαμβάνουν μεγάλης ζήτησης. Με βάση το μοντέλο της prospect theory όταν προκύψει αναπάντεχη υψηλή ζήτηση μετοχών κατά την διάρκεια της περιόδου πριν την πώληση, οι εκδότριες εταιρίες θα συνενάισουν στο να χάσουν κάποια χρήματα στην αρχική προσφορά. Οι αρχικές απώλειες χρημάτων που έχουν υποστεί θα αντισταθμιστούν με τα ακόμα μεγαλύτερα κέρδη από την διαπραγμάτευση των μετοχών τους στην δευτερογενή αγορά και από την αύξηση της συναλλακτικής τους δραστηριότητας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γουνόπουλος Δ.: “Απόσπασμα από άρθρο που δημοσιεύθηκε στο Βήμα Οικονομία” ,Επίκουρος καθηγητής Πανεπιστημίου Surrey,εκλεγμένος επίκουρος καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς

Νούνης Π.Χρήστος: “Οι αρχικές αποδόσεις των ελληνικών δημοσιων εγγραφών κατά την περίοδο 1976-2003” σελ 1-13

Adams Michael: “Journal of Business & Economics Research”(2008) Vol.6 Num.4-Ipo Pricing Phenomena:Emprirical Evidence of Behavioral Biases pages 1-6

Baker Malkolm: “Behavioral Corporate Finance:A survey” (2004) pages 1-62,“Behavioral Corporate Finance:An updated survey” (2012) pages 1-106

Bradley J. Daniel: “Analyst Behaviour following IPO’S:The Bubble Period Evidence”(2005) pages 1-48

Curtis Gregory: “Modern Portfolio Theory and behavioral Finance”(2004) page16-22

Fama F.Eugene: “Journal of Financial Economics”(1998) pages 283-306

Hall George: “Journal of Business & Economics Research”(2008) Vol.6 Num.4-Ipo Pricing Phenomena:Emprirical Evidence of Behavioral Biases pages 1-6

Han Bing: “Prospect Theory and its Application in Finance” (2004) pages 1-28

Hsu Jason: “Prospect Theory and its Application in Finance” (2004) pages 1-28

Jordan D. Bradford: “Analyst Behaviour following IPO’S:The Bubble Period Evidence”(2005) pages 1-48

Ljungqvist P. Alexander: “Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior” (2004) pages 1-40

Loughran Tim: “The review of Financial Studies” (2002) Vol.15 Num.2-Why don't issuers get upset about leaving Money on the table In IPO'S page 1-32, “Financial Management” (2004) pages 5-37, “Why has IPO Underpricing changed over time”(2002) pages 1-55

Ritter R. Jay: “The review of Financial Studies” (2002) Vol.15 Num.2-Why don't issuers get upset about leaving Money on the table In IPO'S page 1-32, “Analyst Behaviour following IPO'S:The Bubble Period Evidence”(2005) pages 1-48, “Financial Management” (2004) pages 5-37, “Why has IPO Underpricing changed over time”(2002) pages 1-55

Ruback S.Richard: “Behavioral Corporate Finance:A survey” (2004) pages 1-62

Shiller J.Robert: “The journal of economics Perspectives”(2003)Vol.17 No.1 pages 83-104

Statman Meir: “What is Behavioral Finance” from Handbook of Finance,Vol.2,Chapter 9 (2008) pages 1-16

Thornton Barry: “Journal of Business & Economics Research”(2008) Vol.6 Num.4-Ipo Pricing Phenomena:Emprirical Evidence of Behavioral Biases pages 1-6

Wilhelm Jr J. William: “Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior” (2004) pages 1-40

Wurgler Jeffrey: “Behavioral Corporate Finance:A survey” (2004) pages 1-62, “Behavioral Corporate Finance:An updated survey” (2012) pages 1-106

Zhang Dayong: “Behavioral Finance:Lecture 13 ,IPO Underpricing”

www.ase.gr

www.bloomberg.com

www.capital.gr

www.investopedia.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ