

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εύρεση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων και των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων, είναι ένα θέμα το οποίο απασχολεί ιδιαίτερα τις διοικήσεις των. Μεθόδους χρηματοδότησης αποτελούν ο άμεσος τραπεζικός δανεισμός, η έκδοση ομολογιακών δανείων και η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια μια ιδιαίτερα διαδεδομένη διαδικασία είναι η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή και εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Η επιτυχής εισαγωγή των εταιριών σε αυτό, είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός και αποτελεί για τις διοικήσεις τους αξιόλογο στόχο. Το αίσιο αποτέλεσμα της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ενώ ένας από τους σημαντικότερους είναι ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής σε επίπεδα τέτοια που να αντικατοπτρίζει την εσωτερική αξία της μετοχής της

Ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής είναι πολύπλοκος και συνεπάγεται σοβαρούς κινδύνους τόσο για την εκδότρια εταιρία όσο και για τον Ανάδοχο –ο οποίος είναι υπεύθυνος για όλες τις διαδικασίες που πρέπει να ακολουθηθούν για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α.-. Τέτοιοι κίνδυνοι μπορεί να προκύψουν, καθώς σε περίπτωση κατά την οποία η τιμή διάθεσης και εισαγωγής της μετοχής διαμορφωθεί σε επίπεδα πολύ υψηλότερα από την εσωτερική της αξία, η απορρόφηση της έκδοσης από το ευρύ επενδυτικό κοινό θα είναι αμφίβολη, ενώ στην αντίθετη περίπτωση κατά την οποία η τιμή διάθεσης διαμορφωθεί σε χαμηλότερα από την εσωτερική της αξία επίπεδα, τότε οι παλαιοί μέτοχοι παραχωρούν μέρος του διαχειριστικού ελέγχου της εταιρίας σε τιμή χαμηλότερη από την αξία της μετοχής και έτσι αυτοί που ωφελούνται είναι οι νέοι μέτοχοι (Papaioannou, Travlos, Tsagarakis (1997)).

Προκειμένου να εισαχθεί μια εταιρία στο Χ.Α.Α., θα πρέπει να ακολουθήσει μια διαδικασία κατά την οποία το ευρύ επενδυτικό κοινό συμμετέχει σε αυτή και ονομάζεται Αρχική Δημόσια Εγγραφή (Initial Public Offering ή IPO). Στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές για την εισαγωγή των Εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) μέχρι τα τέλη του 2000, εφαρμοζόταν κατά κύριο λόγο με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής ή Ανοιχτής Προσφοράς (Fixed Price ή Open Offer), ενώ ο Ανάδοχος είχε τη διακριτική ευχέρεια να ακολουθήσει τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών για την διάθεση και κατανομή των μετοχών στους Θεσμικούς επενδυτές. Όμως, από τους πρώτους μήνες του 2001, υπήρξε μια μεταστροφή στην μέθοδο που χρησιμοποιούταν κατά τη διαδικασία των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών. Συγκεκριμένα, σε αντίθεση με την πριν από τις αρχές του 2001 τακτική κατά την οποία η συντριπτική πλειοψηφία των Δημοσίων Εγγραφών πραγματοποιούταν με τη Μέθοδο

της Προκαθορισμένης Τιμής, η πλειοψηφία των Δ.Ε. μετά τις αρχές του 2001 πραγματοποιήθηκε με τη Μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών.

Οι δύο αυτές μέθοδοι, έχουν μια σημαντική διαφορά. Στην περίπτωση της μεθόδου της Προκαθορισμένης Τιμής, ο Ανάδοχος ο οποίος είναι και ο υπεύθυνος για τον καθορισμό της τιμής διάθεσης και εισαγωγής της μετοχής, ελάχιστη πληροφόρηση έχει για τα αποδεκτά από την αγορά επίπεδα τιμών, αφού ο κυριότερος όγκος πληροφοριών που έχει στη διάθεσή του, προέρχεται από την ίδια την εκδότρια εταιρία. Αντίθετα, η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών προσφέρει μεγαλύτερη πληροφόρηση στον Ανάδοχο, καθώς οι θεσμικοί επενδυτές μέσω των προσφορών (bids) που καταθέτουν στο Βιβλίο Προσφορών, δίνουν πληροφόρηση στον Ανάδοχο για τα αποδεκτά από την αγορά επίπεδα τιμών και έτσι ο τελευταίος μπορεί να διαμορφώσει ορθότερα την τιμή διάθεσης και εισαγωγής.

Όμως, οι επενδυτές θα πρέπει να αμειφθούν για τις χρήσιμες πληροφορίες τις οποίες προσέφεραν στον Ανάδοχο, αφού με αυτές ο κίνδυνος του τελευταίου για τη μη κάλυψη της έκδοσης, μειώνεται. Ο Ανάδοχος από τη στιγμή όπου σήμερα έχει τη δυνατότητα να διανείμει κατά τη βούλησή του τις μετοχές, έχει ακριβώς τη δυνατότητα της διανομής επιπλέον μετοχών στους επενδυτές εκείνους που έδωσαν χρήσιμες πληροφορίες, ενώ έχει επίσης τη δυνατότητα να προχωρήσει σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση της έκδοσης, προκειμένου και με τον τρόπο αυτό να ανταμείψει τους επενδυτές που του προσέφεραν πληροφόρηση (Benveniste και Spindt (1989) και Hanley, (1993)). Στο σχετικό κεφάλαιο της παρούσης μελέτης, γίνεται εκτενής αναφορά γύρω από τις θεωρίες που αναφέρονται τόσο στο φαινόμενο της υποτιμολόγησης, όσο και στις μεθόδους που ακολουθούνται στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές.

Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα τέλη του 2000, καταστήθηκε η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών υποχρεωτική στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Η παρούσα Μελέτη, σαν σκοπό έχει την εξέταση του εάν η αλλαγή στη μέθοδο προσδιορισμού της τιμής διάθεσης και εισαγωγής των μετοχών στο Χ.Α.Α., επηρέασε τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών των εταιριών και κατ' επέκταση το φαινόμενο της υποτιμολόγησης.

Κατά τη διεθνή βιβλιογραφία, ως υποτιμολόγηση νοείται η θετική απόδοση κατά την πρώτη ημέρα της διαπραγματεύσεως. Αναφορικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing), μελέτες που διεξήχθησαν σε πολλές χώρες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι είναι –κατά μέσο όρο– ένα σχεδόν καθολικό φαινόμενο. Στη χώρα μας σχετικές μελέτες (Papaioannou, Travlos, και Tsagarakis (1997) και Kazantis και Thomas (1996)) καταλήγουν

και αυτές σε μέση υποτιμολόγηση (underpricing) 34,5% και 51,7% αντίστοιχα, γεγονός το οποίο αποδεικνύει ότι η υποτιμολόγηση (underpricing) των Δημοσίων Εγγραφών είναι και ελληνικό φαινόμενο. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή με τα εξαγόμενα μελετών των Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 και 2000) και Ibbotson (1975) οι οποίες διεξήχθησαν σε ξένες κεφαλαιαγορές.

Στην παρούσα μελέτη η μέση υποτιμολόγηση διαμορφώνεται σε 21,46%, ποσοστό το οποίο το καθιστά συνεπές τους Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 και 2000) και Ibbotson (1975). Άλλωστε, τα αποτελέσματα της μελέτης είναι συνεπή και σε σχέση με την ανταμοιβή των επενδυτών με επιπλέον υποτιμολόγηση όπως υποστηρίζεται από στη θεωρία συγκέντρωσης πληροφορίας (information gathering theory) των Benveniste και Spindt (1989) και τη θεωρία της μερικής στάθμισης (partial adjustment theory) της Hanley (1993), καθώς, μετά την υποχρεωτική εφαρμογή της μεθόδου του Βιβλίου Προσφορών, η υποτιμολόγηση αυξήθηκε και μάλιστα σημαντικά. Κάποιοι από τους παράγοντες που αναφέρονται από τον Friedlan (1993) συσχετίζονται με την υποτιμολόγηση καθώς είναι στατιστικά σημαντικοί σύμφωνα με την οικονομετρική ανάλυση που παρουσιάζεται στο 6ο Κεφάλαιο.

Η Μελέτη αποτελείται από έξι (6) Κεφάλαια. Στο Κεφάλαιο 1 παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο το οποίο διέπει τις διαδικασίες αναφορικά με τις Δημόσιες Εγγραφές στην Ελλάδα. Στο Κεφάλαιο 2 παρουσιάζονται οι διαδικασίες που ακολουθούνται σήμερα στην ελληνική Κεφαλαιαγορά στις Δημόσιες Εγγραφές καθώς και οι ιδιαιτερότητες και οι παράγοντες που τις επηρεάζουν. Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται οι σχετικές μελέτες που αφορούν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing) καθώς και τις μεθόδους που ακολουθούνται κατά τη διαδικασία των Δημοσίων Εγγραφών, δηλαδή τη Μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής (Fixed Price) και της Μεθόδου του Βιβλίου Προσφορών (Book – Building), ενώ στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται το Δείγμα και η Μέθοδος Επεξεργασίας του για την εξαγωγή των Εμπειρικών Αποτελεσμάτων οποία παρουσιάζονται στο Κεφάλαιο 5. Τέλος, ακολουθούν το Κεφάλαιο 6 το οποίο περιγράφει τα αποτελέσματα της οικονομετρικής εξέτασης, ενώ ακολουθούν τα Συμπεράσματα και οι Παραπομπές στη Βιβλιογραφία που χρησιμοποιήθηκε για την εκπόνηση της παρούσας Μελέτης. Στο Παράρτημα παρατίθενται οι πίνακες με τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των δεδομένων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Θεσμικό Πλαίσιο

Προϋποθέσεις Εισαγωγής στο Χ.Α.Α.

Για να εισαχθεί μια εταιρία στο Χρηματιστήριο, θα πρέπει να ενταχθεί σε μια από τις αγορές του οι οποίες στην περίπτωση του Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αποτελείται από τρεις αγορές. Την Κύρια Αγορά, την Παράλληλη Αγορά και τη ΝΕα Χρηματιστηριακή Αγορά. Οι προϋποθέσεις εισαγωγής σε κάθε μια από τις παραπάνω αγορές είναι διαφορετικές, ενώ στις παρακάτω γραμμές αναφέρονται περιληπτικά οι βασικότερες προϋποθέσεις που απαιτούνται για την εισαγωγή στην αντίστοιχη Αγορά του Χ.Α.Α.

Για να εισαχθεί μια εταιρία στην *Κύρια Αγορά* θα πρέπει:

- Να έχει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστο €1,74 εκ. (4 δις. δρχ.)
- Να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τουλάχιστο τρεις (3) οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- Η κατανομή των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό (free float) θα πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστο στο 25% (τουλάχιστο 2.000 φυσικά πρόσωπα) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Από αυτούς, δεν μπορεί να υπάρξει μέτοχος που να κατέχει ποσοστό άνω του 2% του αριθμού των προς εισαγωγή μετοχών.
- Το ενημερωτικό δελτίο (prospectus) συντάσσεται και δημοσιεύεται με ευθύνη του Κύριου Αναδόχου αφού προηγουμένως έχει εγκριθεί από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής γίνεται με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών (Book Building), ενώ δεν υπάρχει δέσμευση μετόχων για την πώληση μετοχών που κατέχουν.

Για να εισαχθεί μια εταιρία στην *Παράλληλη Αγορά* θα πρέπει:

- Να έχει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστο €2,93 εκ. (1 δις. δρχ.)
- Να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τουλάχιστο δυο (2) οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- Η κατανομή των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό (free float) θα πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστο στο 20% (τουλάχιστο 1.000 πρόσωπα) του συνόλου των μετοχών της ίδιας

κατηγορίας. Από αυτούς, δεν μπορεί να υπάρξει μέτοχος που να κατέχει ποσοστό άνω του 2% του αριθμού των προς εισαγωγή μετοχών.

- Το ενημερωτικό δελτίο (prospectus) συντάσσεται και δημοσιεύεται με ευθύνη του Κύριου Αναδόχου αφού προηγουμένως έχει εγκριθεί από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής γίνεται με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών (Book Building), ενώ δεν υπάρχει δέσμευση μετόχων για την πώληση μετοχών που κατέχουν.

Τέλος, για να εισαχθεί μια εταιρία στη *ΝΕα Χρηματιστηριακή Αγορά* θα πρέπει:

- Να έχει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστο €0,59 εκ. (200 εκ. δρχ.)
- Να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τουλάχιστο δυο (2) οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- Η κατανομή των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό (free float) θα πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστο στο 20% (τουλάχιστο 150 πρόσωπα) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Από αυτούς, δεν μπορεί να υπάρξει μέτοχος που να κατέχει ποσοστό άνω του 2% του αριθμού των προς εισαγωγή μετοχών.
- Το ενημερωτικό δελτίο (prospectus) συντάσσεται και δημοσιεύεται με ευθύνη του Κύριου Αναδόχου αφού προηγουμένως έχει εγκριθεί από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ η εκδότρια υποχρεούται να υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο το οποίο συντάσσεται από τον Κύριο Ανάδοχο στο οποίο θα πρέπει να φαίνεται ξεκάθαρα η δυναμικότητα ή η καινοτομία της. Ο τρόπος προσδιορισμού της τιμής γίνεται με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών (Book Building), ενώ η εταιρία θα πρέπει να ορίσει έναν τουλάχιστο Ειδικό Διαπραγματευτή. Τέλος, μέτοχος της εταιρίας που κατέχει μετοχές των οποίων η ονομαστική αξία αντιστοιχεί στο 5% του μετοχικού κεφαλαίου, δεσμεύεται πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής ότι δεν θα διαθέσει με οποιοδήποτε τρόπο i) το 80% των μετοχών του για χρονικό διάστημα ενός (1) έτους και ii) το 50% των μετοχών του για το δεύτερο και τρίτο έτος από την εισαγωγή στη ΝΕ.ΧΑ.

Μέθοδοι Προσδιορισμού της Τιμής Διάθεσης

Κατά τη διαδικασία των Δημοσίων Εγγραφών για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο που προκύπτουν από Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, ακολουθώταν –στην Ελλάδα– δύο μέθοδοι. Η πρώτη ήταν η μέθοδος της Προκαθορισμένης Τιμής ή Ανοιχτής Προσφοράς (Fixed Price ή Open Offer) και η δεύτερη, η οποία και χρησιμοποιείται κατά αποκλειστικότητα σήμερα είναι η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών (Book – Building).

Στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (και ιδιαίτερα στις Η.Π.Α.) η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη και χρησιμοποιείται ως επί το πλείστον στις Δημόσιες Εγγραφές, ενώ επεκτείνεται με ταχύς ρυθμούς και σε αγορές που μέχρι πρόσφατα δεν ήταν η κύρια μέθοδος διενέργειας των Δημοσίων Εγγραφών (Ljudqvist, 2000). Στην Ευρώπη, χρησιμοποιούνται και οι δύο μέθοδοι, όπως άλλωστε και άλλες τύπου δημοπρασιών (Auctions), αλλά και στην περίπτωση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών (ιδιαίτερα στο Ηνωμένο Βασίλειο) η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών είναι δημοφιλής (Benveniste-Busaba 1999).

Στην ελληνική Κεφαλαιαγορά, μέχρι πρόσφατα η χρηματιστηριακή νομοθεσία έδινε τη δυνατότητα επιλογής της μεθόδου που θα ακολουθηθεί για τη Δημόσια Εγγραφή και την εισαγωγή των εταιριών σε κάποια από τις προαναφερθείσες Αγορές του Χ.Α.Α. σε σχέση με τη διανομή μετοχών σε θεσμικούς επενδυτές. Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή, μέχρι σχεδόν το τέλος του 2000, ακολουθώταν κατά κανόνα η μέθοδος της Προκαθορισμένης Τιμής (Fixed Price) από τους Αναδόχους, ενώ από το σημείο αυτό και μετά υπήρξε μεταστροφή στη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (Book– Building). Για τους λόγους για τους οποίους παρουσιάστηκε αυτή η μεταστροφή της μεθόδου κατά τη διαδικασία των Δημοσίων Εγγραφών, μπορούν να γίνουν πολλές υποθέσεις. Εξετάζοντας όμως το Θεσμικό Πλαίσιο το οποίο διέπει τις Δημόσιες Εγγραφές, όπως αυτό διαμορφώνεται από τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η μεταστροφή αυτή της μεθοδολογίας, οφείλεται σε Θεσμική αλλαγή. Οι πιο πρόσφατες Αποφάσεις που αναφέρονται στη διαδικασία των Δημοσίων Εγγραφών είναι οι 13/174/26.10.1999 και 201/10.10.2000 (ΦΕΚ 1419/22.11.2000) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι οποίες και αναφέρονται ιδιαίτερα στους όρους και προϋποθέσεις για την τήρηση Βιβλίου Προσφορών.

Τι Ίσχυε

Σύμφωνα με την απόφαση 13/174/26.10.1999 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με θέμα “Όροι και προϋποθέσεις τήρησης Βιβλίου Προσφορών και κατανομής μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών” ορίζονται στο Άρθρο 5 τα παρακάτω:

1. Για το τμήμα του 30% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών θεσμικών επενδυτών, μπορεί, κατά την κρίση του Κυρίου

Αναδόχου, να εφαρμόζεται η διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών σύμφωνα με τα οριζόμενα στην παραγρ.2 του άρθρ.4 του Π.Δ. 348/1985 όπως ισχύει. Η διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών εφαρμόζεται υποχρεωτικά για προσφορές ποσού άνω των είκοσι πέντε (25) δισεκατομμυρίων δραχμών.

2. Υπεύθυνος για την τήρηση του Βιβλίου Προσφορών είναι ο Κύριος Ανάδοχος ο οποίος, το αργότερο την προτεραία της ενάρξεως της Δημόσιας Εγγραφής ανακοινώνει σύμφωνα με το αρθρ.21 του Π.Δ. 348/1985 όπως ισχύει, ένα εύρος τιμών διάθεσης της μετοχής. Η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη τιμή κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 10%.

3. Η τελική τιμή διάθεσης καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο σύμφωνα με τα οριζόμενα στο αρθρ.4 παρ.4 του Π.Δ. 348/1985. Η τελική τιμή διάθεσης δεν μπορεί να προσδιοριστεί σε ύψος στο οποίο δεν καλύπτεται πλήρως η ζήτηση, εκτός εάν πρόκειται για το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.

4. Η κατανομή των μετοχών στους θεσμικούς επενδυτές που συμμετέχουν στο Βιβλίο Προσφορών γίνεται από τον Κύριο Ανάδοχο. Από την κατανομή των μετοχών εξαιρούνται οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι της συγκεκριμένης προσφοράς, καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των Αωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αωνύμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων εφόσον οι τελευταίες εγγράφονται για λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

5. Ο Κύριος Ανάδοχος καθορίζει τα κριτήρια, με βάση τα οποία θα κατανείμει τις μετοχές και τα οποία μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα. Τα κριτήρια πρέπει να αναφέρονται συνοπτικώς στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρίας. Ο Κύριος Ανάδοχος πρέπει να είναι σε θέση να παράσχει στις εποπτικές αρχές στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ο τρόπος με τον οποίο εφάρμοσε τα προαναγγελθέντα κριτήρια προκειμένου να κατανείμει τις μετοχές στους θεσμικούς επενδυτές.

6. Ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να τηρεί ως εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο Βιβλίο Προσφορών, μετά την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για το σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία του βιβλίου προσφορών της Δημόσιας Εγγραφής, τα οποία γνωστοποιεί στην Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη ημέρα του ανοίγματος του Βιβλίου Προσφορών.

7. Στις περιπτώσεις που δεν εφαρμόζεται διαδικασία Βιβλίου Προσφορών αλλά προαναγγέλλεται η τιμή διάθεσης των μετοχών, για την κατανομή των μετοχών στους θεσμικούς επενδυτές εφαρμόζονται οι παρ. 4 και 5 του παρόντος άρθρου.

Το άρθρο 6 της ίδιας απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (13/174/26.10.1999) αναφέρει τα κατωτέρω:

1. Στις περιπτώσεις τήρησης του Βιβλίου Προσφορών, για το τμήμα του 70% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, διενεργούνται εγγραφές κατά την ίδια χρονική διάρκεια τήρησης του Βιβλίου Προσφορών. Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους επενδυτές αυτούς καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο ταυτόχρονα με την τιμή διάθεσης των μετοχών στους συμμετέχοντες στο Βιβλίο Προσφορών και μπορεί να είναι η κατώτερη του αναγγελθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερη αυτής, δεν μπορεί όμως να υπερβαίνει την τελική τιμή που καθορίζεται για τους επενδυτές που συμμετείχαν στη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Ο τρόπος με τον οποίο ο Κύριος Ανάδοχος προτίθεται να καθορίσει την τιμή πρέπει να αναφέρεται στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρίας.

2. Για την κατανομή του 70% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται στα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:

α) Ο συνολικός αριθμός των προσφερομένων μετοχών στην κατηγορία αυτή των επενδυτών διαιρείται ως εξής

i) Με τον αριθμό 2.000 στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς ανέρχονται έως τα 5 δις. δραχμές

ii) Με τον αριθμό 5.000 στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς ανέρχονται μεταξύ 5 και 20 δις. δραχμών και

iii) Με τον αριθμό 5.000 ή με μεγαλύτερο αριθμό που καθορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο, στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπερβαίνουν τα 20 δις. δραχμές.

Στις περιπτώσεις τήρησης Βιβλίου Προσφορών, τα συνολικά έσοδα της έκδοσης υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.

β) Το πηλίκο της διαίρεσης στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης.

γ) Ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα οι εγγραφές για αριθμό μετοχών μέχρι το πηλίκο της παραπάνω διαιρέσεως, μετά την στρογγυλοποίηση.

δ) Εάν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα όλων των εγγραφών σύμφωνα με την παράγραφο 3γ του παρόντος άρθρου, οι μετοχές κατανέμονται από τον Κύριο Ανάδοχο με μέθοδο που περιγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο και που εξασφαλίζει τη διαφάνεια και την ίση μεταχείριση των επενδυτών (π.χ. αναλογική ή μη μείωση του ανά επενδυτή κατανομημένου αριθμού μετοχών, διενέργεια κλήρωσης, συνδυασμός των ανωτέρω κ.λ.π.)

ε) Εάν μετά την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα των εγγραφών σύμφωνα με την παράγραφο 3γ του παρόντος άρθρου παραμένουν αδιάθετες μετοχές, αυτές κατανέμονται στους επενδυτές που ενεγράφησαν για αριθμό μετοχών μεγαλύτερο του πηλίκου της διαίρεσης (μετά την στρογγυλοποίηση), αναλογικά, με βάση το μη ικανοποιηθέν τμήμα της εγγραφής τους.

Σε κάθε περίπτωση στους επενδυτές κατανέμεται αριθμός μετοχών που αντιστοιχεί σε ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης και τηρούνται οι ισχύουσες διατάξεις περί διασποράς.

Τι Ισχύει Σήμερα

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 201/10.10.2000 (ΦΕΚ Β1419/22.11.2000) τροποποιεί τα άρθρα 5 και 6 της απόφασης 13/174/26.10.1999 που αναφέρεται στους όρους και προϋποθέσεις τήρησης Βιβλίου Προσφορών. Όπως προκύπτει από την 201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η τήρηση του Βιβλίου Προσφορών από τον Κύριο Ανάδοχο καθίσταται πλέον υποχρεωτική καθώς ο Κύριος Ανάδοχος δεν έχει την επιλογή κατά την κρίση του να τηρήσει Βιβλίο Προσφορών. Παρακάτω παρατίθενται τα τροποποιημένα άρθρα 5 και 6.

Άρθρο 5 της απόφασης 201/10.10.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

1. Για το τμήμα του 30% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών θεσμικών επενδυτών εφαρμόζεται η διαδικασία Βιβλίου Προσφορών σύμφωνα με τα οριζόμενα στην παράγραφο 2 του άρθρου 4 του Π.Δ. 348/1985, όπως ισχύει.

Οι παράγραφοι 2,3,4,5, και 6 παραμένουν ως είχαν στην απόφαση 13/174/26.10.1999 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ η παράγραφος 7 που αναφέρεται στην περίπτωση που δεν εφαρμόζεται Βιβλίο Προσφορών, καταργείται.

Στο άρθρο 6 της απόφασης 201/10.10.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τροποποιείται η παράγραφος 1, ενώ οι υπόλοιπες παράγραφοι παραμένουν ως είχαν. Συγκεκριμένα, η παράγραφος 1 διαμορφώνεται ως ακολούθως:

1. Για το τμήμα του 70% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, διενεργούνται εγγραφές κατά την ίδια χρονική διάρκεια τήρησης του Βιβλίου Προσφορών. Η τιμή διάθεσης των μετοχών στους επενδυτές αυτούς καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο ταυτόχρονα με την τιμή διάθεσης των μετοχών στους συμμετέχοντες στο Βιβλίο Προσφορών και μπορεί να είναι η κατώτερη του αναγγελθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερη αυτής, δεν μπορεί όμως να υπερβαίνει την τελική τιμή που καθορίζεται για τους επενδυτές που συμμετείχαν στη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Ο τρόπος με τον οποίο ο Κύριος Ανάδοχος προτίθεται να καθορίσει την τιμή πρέπει να αναφέρεται στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρίας.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι μετά την απόφαση 201/10.10.2000 η διαδικασία τήρησης του Βιβλίου Προσφορών είναι υποχρεωτική και όχι προαιρετική όπως ίσχυε μέχρι τότε. Συνεπώς, η αλλαγή που παρατηρήθηκε στις διαδικασίες προσδιορισμού της τιμής διάθεσης και εισαγωγής (Βιβλίο Προσφορών αντί Προκαθορισμένη Τιμή) στις Δημόσιες Εγγραφές, οφείλεται σε **Θεσμική Αλλαγή**. Τα αποτελέσματα της παρούσης Μελέτης θα αναδείξουν κατά πόσο το φαινόμενο της Υπερτίμησης ή Υποτίμησης (Overpricing ή Underpricing) οξύνθηκε ή αμβλύθηκε με την εφαρμογή του Βιβλίου Προσφορών. Αξίζει να αναφερθεί ότι σύμφωνα με το άρθρο 9 της 201/10.10.2000 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Δημόσιες Εγγραφές που έχουν λάβει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μέχρι και την 10.10.2000 εξαιρούνται και για αυτές εφαρμόζονται τα ισχύοντα από την προηγούμενη απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (13/174/26.10.1999).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Διαδικασίες γύρω από τις Δ.Ε. στην Ελλάδα

Για την Δημόσια Εγγραφή υπάρχουν μια σειρά διαδικασιών και προϋποθέσεων για τη διεξαγωγή της και την μετέπειτα εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Στο παρόν Κεφάλαιο αναφέρονται οι βασικές διαδικασίες και προϋποθέσεις γύρω από τις Δημόσιες Εγγραφές σήμερα στην Ελλάδα, όπως αυτές προκύπτουν από τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, του Χ.Α.Α. και τα πλέον πρόσφατα Ενημερωτικά Δελτία (Prospectuses).

Ο Κύριος Ανάδοχος και η Εκδότρια Εταιρεία πραγματοποιούν παρουσιάσεις σε υποψήφιους αναδόχους και θεσμικούς επενδυτές (pre marketing), με στόχο τον αντικειμενικότερο προσδιορισμό του εύρους της τιμής διάθεσης των μετοχών καθώς μετά την 9/201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ακολουθείται αποκλειστικά η διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Η παραπάνω διαδικασία έχει άμεση σχέση με όσα σε προηγούμενα τμήματα της μελέτης αναφέρθηκαν σχετικά με το πλεονέκτημα που έχει η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών αναφορικά με την πληροφόρηση που μπορεί να αποκτήσει ο Ανάδοχος για την αντικειμενικότερη τιμολόγηση της έκδοσης. Οι βασικές ενέργειες του Κυρίου Αναδόχου στις οποίες προβαίνει κατά τις Δημόσιες Εγγραφές παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω στο παρών μέρος της μελέτης.

α. Διαμόρφωση της τιμής Διάθεσης

Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή καθορίζεται το διήμερο μετά το πέρας της περιόδου των εγγραφών και ανακοινώνεται μέσω των Μ.Μ.Ε.. Η τιμή διάθεσης είναι κοινή για όλους τους επενδυτές (θεσμικοί, ιδιώτες – μη θεσμικοί) που συμμετέχουν στις Δημόσιες Εγγραφές.

Η τιμή διάθεσης καθορίζεται με βάση τις προσφορές που υποβάλουν οι θεσμικοί επενδυτές στο Βιβλίο Υποβολής Προσφορών. Η εν λόγω διαδικασία υποβολής προσφορών ακολουθείται για το μέρος της Δημόσιας Εγγραφής που αφορά τους θεσμικούς επενδυτές και πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών.

Οι θεσμικοί επενδυτές υποβάλλουν τις προσφορές τους μέσω των Αναδόχων για μετοχές της Εκδότριας Εταιρείας εντός ενός δεσμευτικού εύρους τιμών το οποίο ορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο, το αργότερο την προτεραία της έναρξης της περιόδου εγγραφών και γνωστοποιείται μέσω των Μ.Μ.Ε.. Η ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από 10% από την κατώτατη τιμή του εύρους, ενώ η διαδικασία υποβολής των προσφορών διαρκεί από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της Δημόσιας Εγγραφής.

Η προσφορές των θεσμικών επενδυτών μπορεί να περιλαμβάνουν:

- Τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ο επενδυτής, στην τιμή έκδοσης ανά μετοχή, που θα προκύψει από την διαδικασία.
- Τη συνολική αξία των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει, ανεξαρτήτως τιμής έκδοσης ανά μετοχή που θα προκύψει από την διαδικασία.
- Τον αριθμό των μετοχών ή την συνολική αξία και την ανώτατη τιμή που επιθυμεί να καταβάλει ανά μετοχή.
- Μέχρι τρεις εναλλακτικούς αριθμούς μετοχών, με δύο (κατ' ελάχιστο) ή τρεις (το μέγιστο) ανώτατες τιμές ανά μετοχή, μια για κάθε αριθμό μετοχών.

Οι προσφορές που υποβάλουν οι θεσμικοί επενδυτές συγκεντρώνονται κατά την διάρκεια της διαδικασίας στο Βιβλίο Προσφορών που διαχειρίζεται ο Κύριος Ανάδοχος για το σκοπό του προσδιορισμού της ζητούμενης ποσότητας σε εναλλακτικές τιμές, καθώς και του συνολικού αριθμού των ζητούμενων μετοχών.

Καθ' όλη την διάρκεια της λειτουργίας του Βιβλίου Προσφορών οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να τροποποιούν τις προσφορές τους. Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να πάρουν σχετικές πληροφορίες για την διαδικασία υποβολής και τροποποίησης των προσφορών από τους Αναδόχους.

Το Βιβλίο Προσφορών κλείνει την τελευταία ημέρα της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής (ώρα 16:00), οπότε όλες οι προσφορές όπως ισχύουν εκείνη την στιγμή, θεωρούνται οριστικές. Την επόμενη ημέρα της λήξης της Δημόσιας Εγγραφής γίνεται ο προσδιορισμός της τιμής πώλησης των μετοχών, που είναι κοινή για όλους τους συμμετέχοντες στη διαδικασία, καθώς και η κατανομή των μετοχών στους επενδυτές. Πάντως, σε κάθε περίπτωση η Τιμή Διάθεσης

των προσφερόμενων με Δημόσια Εγγραφή μετοχών ορίζεται μεταξύ του ανώτατου και του κατώτατου ορίου του προαναγγελθέντος εύρους τιμών.

β. Δημόσια Εγγραφή

Για να είναι επιτυχής η ευρεία διασπορά των νέων μετοχών, οι οποίες διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή, η διαδικασία που ακολουθείται ορίζεται από στην 9/201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, και είναι η ακόλουθη:

- Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο θα αποτελούν οι δέκα (10) ή πολλαπλάσιος αριθμός μετοχών και ο κάθε επενδυτής μπορεί να εγγράφεται για μία (1) τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης ή για ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 20, 30, 40 κλπ μετοχές).
- Ανώτατο όριο εγγραφής ανά επενδυτή αποτελεί το σύνολο της αξίας της Έκδοσης με Δημόσια Εγγραφή.
- Ο Κύριος Ανάδοχος βεβαιώνει ότι το σχήμα που θα δημιουργήσει και οι όροι αναδοχής που θα το διέπουν, θα εξασφαλίζουν στην περίπτωση που θα υπάρξουν αδιάθετες μετοχές ότι δεν θα υπάρξει ανάδοχος που θα αναλάβει αριθμό μετοχών που θα υπερβαίνει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.
- Σε περίπτωση στην οποία δεν καλυφθεί ή έκδοση, ο ανάδοχος μπορεί να περιορίσει το ποσοστό που θα κατανεμηθεί ανά επενδυτή (θεσμικό και μη θεσμικό) ώστε να μην ξεπερνά το 2% του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας μετά την Δημόσια Εγγραφή.
- Οι επενδυτές για να συμμετέχουν στη Δημόσια Εγγραφή πρέπει να τηρούν ενεργή Μεριδα Επενδυτή και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων, προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν. Ο κωδικός αριθμός της Μεριδας Επενδυτή και ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών θα αναγράφονται στην Αίτηση Εγγραφής. Επίσης, οι επενδυτές πρέπει να ορίζουν τον Χειριστή που επιθυμούν, για τις μετοχές που θα τους κατανεμηθούν, συμπληρώνοντας τον κωδικό του αριθμό στην Αίτηση Εγγραφής. Στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής δεν επιθυμεί να ορίσει Χειριστή, στην Αίτηση Εγγραφής πρέπει να αναγράφεται ο κωδικός αριθμός του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (999), προκειμένου οι μετοχές του να μεταφερθούν στον Ειδικό Λογαριασμό της Μεριδας του, του οποίου Χειριστής είναι το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Συνιστάται πάντως στους επενδυτές να ορίζουν Χειριστή στην Αίτηση Εγγραφής και να αποφεύγουν την μεταφορά των μετοχών τους στον Ειδικό Λογαριασμό, προκειμένου να μπορούν αμέσως μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης να διενεργούν πράξεις επί των μετοχών που θα τους κατανεμηθούν. Εφιστάται η προσοχή στους επενδυτές ότι, αν δεν αναγράφονται στην

Αίτηση Εγγραφής ο κωδικός αριθμός Μεριδας Επενδυτή, ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών και ο κωδικός αριθμός του Χειριστή ή, αν ο αναγραφόμενος αριθμός είναι λανθασμένος, ο επενδυτής θα αποκλείεται από την κατανομή των μετοχών.

- Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές θα εγγράφονται υποβάλλοντας αιτήσεις συμμετοχής στο Βιβλίο Προσφορών μέσω των Αναδόχων, εντός εύρους τιμών που θα καθοριστεί από τον Κύριο Ανάδοχο το αργότερο μέχρι την προτεραία της ενάρξεως της περιόδου εγγραφών και θα γνωστοποιηθεί μέσω των Μ.Μ.Ε. Η διαδικασία υποβολής προσφορών θα διαρκέσει από την πρώτη έως και την τελευταία ημέρα της Δημόσιας Εγγραφής.
- Οι ιδιώτες επενδυτές εγγράφονται στην ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους τιμών.
- Οι εγγραφές για την αγορά των νέων μετοχών θα γίνουν με την υποβολή της σχετικής Αίτησης Εγγραφής στα καταστήματα των Αναδόχων. Από τα ίδια καταστήματα καθώς και από τα γραφεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών θα γίνεται και η διάθεση του Ενημερωτικού Δελτίου. Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των εγγραφών καθώς και τα συγκεκριμένα καταστήματα των Αναδόχων που θα δέχονται αιτήσεις θα ανακοινωθούν έγκαιρα στον Τύπο.
- Αιτήσεις Εγγραφής γίνονται δεκτές εφόσον, είτε έχει καταβληθεί στους αναδόχους με μετρητά ή με τραπεζική επιταγή το ισόποσο της εγγραφής, είτε έχει δεσμευθεί το ισόποσο της εγγραφής σε πάσης φύσεως τραπεζικούς λογαριασμούς καταθέσεων του επενδυτή ή σε λογαριασμούς των άυλων τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων κεντρικών κυβερνήσεων χωρών της Ζώνης Α, όπως αυτή ορίζεται στην Π.Δ.Τ.Ε./2054/1992 (εφεξής Ζώνη Α), είτε, τέλος, έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναγοράς φυσικών τίτλων (Reverse Repo) κεντρικών κυβερνήσεων της Ζώνης Α. Η συμμετοχή στην Δημόσια Εγγραφή δεν μπορεί να γίνει με προσωπική επιταγή, ή με την δέσμευση άλλων αξιογράφων ή αξιών, όπως μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ή με την παροχή οποιασδήποτε άλλης μορφής εξασφάλισης, όπως εγγυητικής επιστολής, ενεχύρου επί αξιογράφων, εκχωρήσεως απαιτήσεων κλπ. Οι αιτήσεις εγγραφής θα γίνονται δεκτές μόνο εφόσον οι επενδυτές είναι δικαιούχοι ή συνδικαιούχοι των λογαριασμών, βάσει των οποίων εγγράφονται.
- Μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των μετοχών που δικαιούται να αποκτήσει ο κάθε επενδυτής, θα αποδίδεται στον δικαιούχο το τυχόν καταβληθέν επιπλέον ποσό μετρητών και θα αποδεσμεύονται τα ποσά καταθέσεων ή οι άυλοι τίτλοι με ταυτόχρονη χρέωση του λογαριασμού καταθέσεων ή με ταυτόχρονη καταβολή του ισόποσου της αξίας των μετοχών που κατανεμήθηκαν στον επενδυτή κατά περίπτωση από τα ίδια καταστήματα των τραπεζών ή των Α.Χ.Ε. στα οποία είχε υποβληθεί η Αίτηση Εγγραφής. Τα δεσμευμένα ποσά καταθέσεων, υπόκεινται στους όρους της αρχικής κατάθεσης (προθεσμία, επιτόκιο κλπ) καθώς επίσης και η επιστροφή του τυχόν καταβληθέντος επιπλέον ποσού μετρητών

- Θα γίνεται εντόκως (σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια ανά τράπεζα και κατηγορία καταθέσεων).
- Σε περίπτωση όπου μετά το πέρας της Δημόσιας Εγγραφής διαπιστώνονται περισσότερες της μιας εγγραφές των ιδίων φυσικών ή νομικών προσώπων, το σύνολο των εγγραφών αυτών θα αντιμετωπίζεται, με ευθύνη του Κυρίου Αναδόχου, ως ενιαία εγγραφή και θα ισχύουν οι σχετικοί, με την κατά προτεραιότητα ικανοποίηση των εγγραφών, περιορισμοί.

γ. Γενικά Στοιχεία Κατανομής της Δημόσιας Εγγραφής.

Η κατανομή των μετοχών στους εγγραφόμενους επενδυτές πραγματοποιείται σύμφωνα με την ισχύουσα απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 833/β/9-11-1994), τηρουμένων σε κάθε περίπτωση των ισχυουσών διατάξεων περί διασποράς, δηλαδή:

- Ποσοστό 30% των μετοχών της Δημόσιας Εγγραφής διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών των θεσμικών επενδυτών, όπως αυτοί ορίζονται από την ανωτέρω απόφαση.
- Ποσοστό 70% των μετοχών της Δημόσιας Εγγραφής διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών των φυσικών και νομικών προσώπων, εκτός των προαναφερθέντων θεσμικών.

Αν μετά την ολοκλήρωση της διαδικασίας κατανομής των μετοχών προκύψει αδιάθετο υπόλοιπο μετοχών σε μια από τις δυο κατηγορίες επενδυτών και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται σε αυτή με την ανικανοποίητη ζήτηση κατανεμόμενες σύμφωνα με τα προηγούμενα. Τα όρια 70% και 30% σε αυτή την περίπτωση παύουν να ισχύουν.

Η παράδοση των μετοχών συντελείται με την οριστική καταχώρησή τους στο Λογαριασμό Αξιών των δικαιούχων. Η καταχώρηση των μετοχών στους Λογαριασμούς Αξιών των δικαιούχων θα γίνει με την ολοκλήρωση των σχετικών διαδικασιών και ανακοινώνεται έγκαιρα με δημοσίευση στον Τύπο. Ο αριθμός των μετοχών που θα κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτή θα αντιστοιχεί σε ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης.

Σε περίπτωση που ο αριθμός των μετοχών της έκδοσης που προσφέρονται με Δημόσια Εγγραφή δεν καλυφθεί πλήρως, οι Ανάδοχοι υποχρεούνται να αναλάβουν τις αδιάθετες μετοχές στην τιμή διάθεσης, ενώ σε περίπτωση που δεν καλυφθεί η έκδοση, ο Κύριος Ανάδοχος ενημερώνει το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου για τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί ώστε να επιτευχθεί (σύμφωνα με τα όσα ορίζονται από τον Ν. 2651/98) η

απαιτούμενη διασπορά εφόσον αυτό είναι εφικτό. Η ακριβής διαδικασία καθορίζεται κατά περίπτωση και κοινοποιείται στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. σε εύλογο χρονικό διάστημα.

γ1. Κατανομή των μετοχών σε Θεσμικούς Επενδυτές.

Η τιμολόγηση και η κατανομή των μετοχών αποφασίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο σε συνεννόηση με το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας, συνεκτιμώντας διάφορους παράγοντες, οι κυριότεροι των οποίων είναι το μέγεθος της ζήτησης των μετοχών και η επιθυμία για ικανοποιητική χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της Εταιρείας.

Κατά την κατανομή των μετοχών στους θεσμικούς επενδυτές που συμμετέχουν στην διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών, πραγματοποιείται αξιολόγηση των υποβληθείσων προσφορών, κατά την οποία συνεκτιμούνται τα εξής ενδεικτικά κριτήρια:

- Το είδος του θεσμικού επενδυτή.
- Ο χρόνος υποβολής της προσφοράς.
- Το μέγεθος της προσφοράς.
- Η προσφερόμενη τιμή και ειδικότερα η συμβολή των προσφορών ενός θεσμικού επενδυτή στη διαμόρφωση ελκυστικής τιμής.
- Η χρηματιστηριακή συμπεριφορά σε προηγούμενες περιπτώσεις διάθεσης μετοχών και η εκτιμώμενη συμπεριφορά μετά την διάθεση.

Επισημαίνεται ότι δεν υπάρχει καμία υποχρέωση αναλογική ή άλλου είδους ικανοποίησης των υποβληθείσων προσφορών, ενώ από την κατανομή των μετοχών εξαιρούνται οι Ανάδοχοι και οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι, καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των Αωνύμων Εταιρειών επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αωνύμων Εταιρειών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εφ' όσον οι τελευταίες εγγράφονται για λογαριασμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

γ2. Κατανομή των μετοχών σε μη Θεσμικούς Επενδυτές.

Αν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση όλων των αιτήσεων εγγραφής, σύμφωνα με τα παραπάνω, η ικανοποίηση των αιτήσεων γίνεται αναλογικά με βάση το συντελεστή ικανοποίησης για ακέραιες μονάδες διαπραγμάτευσης, παραλειπομένου του τυχόν κλάσματος της μονάδας διαπραγμάτευσης. Ο συντελεστής ικανοποίησης θα υπολογίζεται με βάση τη ζήτηση που προκύπτει μετά τον περιορισμό των αιτήσεων εγγραφής.

Στην περίπτωση που μετά την πρώτη, κατά τα προαναφερθέντα, κατανομή απομείνουν αδιάθετες μετοχές, κατανέμεται από μία (1) μονάδα διαπραγμάτευσης στους επενδυτές που είχαν τα μεγαλύτερα παραληφθέντα κλάσματα μονάδας διαπραγμάτευσης, αν δε οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση όλων των αιτήσεων εγγραφής που είχαν το ίδιο κλάσμα μονάδας διαπραγμάτευσης διενεργείται κλήρωση, προκειμένου να κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτή που θα κληρωθεί μία (1) μονάδα διαπραγμάτευσης. Αν μετά την ικανοποίηση των αιτήσεων εγγραφής, παραμένουν αδιάθετες μετοχές, αυτές θα κατανεμηθούν στους επενδυτές που ενεγράφησαν για μεγαλύτερο αριθμό μετοχών αναλογικά με βάση το μη ικανοποιηθέν τμήμα της εγγραφής τους.

δ. Ενέργειες του Κυρίου Αναδόχου για τις Δημόσιες Εγγραφές

Οι διαδικασίες που ακολουθούνται από τον Κύριο Ανάδοχο πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από μια Δημόσια Εγγραφή ποικίλουν ανάλογα με τον Ανάδοχο. Όμως, μπορεί να περιγραφεί ένα γενικό πλαίσιο το οποίο μπορεί να δώσει μια ιδέα για τις ενέργειες του Κυρίου Αναδόχου από την αρχή μέχρι το τέλος μιας Δημόσιας Εγγραφής.

Αρχικά υπογράφεται σύμβαση μεταξύ του Αναδόχου και της Εκδότριας Εταιρίας. Έπειτα ανατίθενται από τον Ανάδοχο σε ανεξάρτητες ελεγκτικές εταιρίες οι διαδικασίες του οικονομικού και του νομικού ελέγχου. Αφού ολοκληρωθούν οι έλεγχοι και διαμορφωθεί το Ενημερωτικό Δελτίο (prospectus) αλλά και το σύνολο του φακέλου από τον Κύριο Ανάδοχο σε συνεργασία με το Σύμβουλο Έκδοσης, αυτός (ο φάκελος για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α.) κατατίθεται προς έγκριση τόσο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών όσο και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Αφού ο φάκελος εξετασθεί από το Χ.Α.Α. και γίνουν οι σχετικές παρατηρήσεις, τότε γίνονται οι απαραίτητες διορθώσεις στο Ενημερωτικό Δελτίο του οποίου το περιεχόμενο εγκρίνεται από το Χ.Α.Α. το οποίο και ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έγκρισή του. Έπειτα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει και αυτή με τη σειρά της το φάκελο και εάν δεν υπάρχουν ουσιώδεις παρατηρήσεις δίνει την άδεια για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α. (σε περίπτωση που υπάρχουν ουσιώδεις μεταβολές και παρατηρήσεις, κατατίθεται εκ νέου προς έγκριση ο φάκελος στο Χ.Α.Α.).

Μετά τη λήψη της άδειας εισαγωγής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ο Κύριος Ανάδοχος δηλώνει τις επιθυμητές ημερομηνίες για τη Δημόσια Εγγραφή στο Χ.Α.Α. και

σχηματίζει των Όμιλο των Αναδόχων. Έπειτα ξεκινά η διαδικασία του premarketing και ο καθορισμός του εύρους τιμών μέσα στο οποίο θα γίνουν οι προσφορές των Θεσμικών Επενδυτών που θα συμμετέχουν στη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών.

Το εύρος τιμών θα πρέπει να έχει οριστικοποιηθεί τουλάχιστο μια ημέρα πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής το οποίο ανακοινώνεται σε Χ.Α.Α., Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Τύπο και το οποίο περιλαμβάνει πρόσκληση προς το ευρύ επενδυτικό κοινό για να συμμετέχει σε αυτήν. Μόλις ολοκληρωθεί η Δημόσια Εγγραφή καθορίζεται η τιμή διάθεσης βάσει της προσφοράς και της ζήτησης των Θεσμικών Επενδυτών που ενεγράφησαν στο Βιβλίο Προσφορών.

Αφού ολοκληρωθούν όλα τα διαδικαστικά με το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών, υπολογίζονται και εκκαθαρίζονται οι προμήθειες τόσο του Κυρίου όσο και των λοιπών Αναδόχων και αποδίδεται το καθαρό ποσό της Δημόσιας Εγγραφής στην Εκδότρια Εταιρία. Εντός πέντε (5) εργασίμων ημερών κατατίθενται τα δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο Χ.Α.Α. και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο Κύριος Ανάδοχος στέλνει το τελικό μετοχολόγιο (παλιοί και νέοι μέτοχοι και πιθανή ιδιωτική τοποθέτηση) στο Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών και γίνονται οι απαραίτητες ενέργειες ώστε να ενταχθούν στο Σύστημα Άυλων Τίτλων και να είναι οι μερίδες των επενδυτών για την έναρξη της διαπραγμάτευσης.

Τελικά, αφού το μετοχολόγιο εγκριθεί και από το Χ.Α.Α. κατατίθενται από την Εκδότρια Εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο τα δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών. Η ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης ανακοινώνεται τουλάχιστο μια ημέρα πριν από αυτή στον Τύπο, οπότε όλα είναι έτοιμα για να γίνει η έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών της Εκδότριας στο Χ.Α.Α.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Σχετικές Μελέτες και Αρθρογραφία

Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing) στις Δημόσιες Εγγραφές είναι ευρέως γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία (Ibbotson (1975)). Ως υποτιμολόγηση (underpricing), νοείται η θετική απόδοση της τιμής της μετοχής, κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο. Αντιθέτως, στην περίπτωση κατά την οποία η απόδοση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α. είναι αρνητική, τότε έχουμε υπερτιμολόγηση (overpricing). Μάλιστα, σύμφωνα με τη μελέτη των Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 και επικαιροποιημένη το 2000) είναι ένα φαινόμενο το οποίο είναι κοινό χαρακτηριστικό στις περισσότερες διεθνείς αγορές, όπως άλλωστε φαίνεται και στον Πίνακα 1 στο τέλος του παρόντος Κεφαλαίου. Το ίδιο συμπέρασμα αυτό προκύπτει και από άλλες μελέτες.

Οι θεωρίες οι οποίες αναφέρονται στην υποτιμολόγηση (underpricing) θα μπορούσαν να χωρισθούν σε πέντε (5) κατηγορίες: α) θεωρίες που αναφέρονται στην υπερβάλλουσα ποσότητα πληροφόρησης που έχουν κάποιοι επενδυτές σε σχέση με άλλους, β) θεωρίες αναφορικά με ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επενδυτών και εκδοτριών εταιριών, γ) θεωρίες αναφορικά με ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και του Αναδόχου, δ) θεωρίες αναφορικά με το κόστος διαμεσολάβησης (agency cost) και τέλος ε) θεωρίες αναφορικά με την αναποτελεσματικότητα των αγορών.

Θεωρίες Υπερβάλλουσας Πληροφόρησης

Στην πρώτη κατηγορία το πιο γνωστό μοντέλο είναι αυτό του Rock (1986) το οποίο κατηγοριοποιεί τους επενδυτές σε δυο κατηγορίες: πληροφορημένους και απληροφόρητους. Οι πληροφορημένοι επενδυτές θα προσπαθήσουν να αγοράσουν μόνο υποτιμολογημένες μετοχές, ενώ οι απληροφόρητοι δεν μπορούν να διαχωρίσουν τις μετοχές με αποτέλεσμα να λαμβάνουν μια μικρή μόνο ποσότητα από τις ‘ελκυστικές μετοχές’ και μεγάλες ποσότητες από λιγότερο ελκυστικές μετοχές. Αυτό είναι και το γνωστό πρόβλημα του ‘winner’s curse’ το οποίο αντιμετωπίζουν οι απληροφόρητοι επενδυτές. Δηλαδή σε περιπτώσεις όπου υπάρχει αυστηρή ποσόστωση και οι μετοχές είναι υποτιμημένες, οι απληροφόρητοι επενδυτές βλάπτονται ενώ οι πληροφορημένοι ωφελούνται. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, να αποσύρονται οι απληροφόρητοι επενδυτές από την αγορά νέων τίτλων καθιστώντας την άντληση των νέων κεφαλαίων

αβέβαιη. Για το λόγο αυτό, οι Ανάδοχοι θα έπρεπε να υποτιμούν τους νέους τίτλους ώστε να καθίσταται δυνατή η συμμετοχή των απληροφόρητων επενδυτών στην έκδοση. Η υποτιμολόγηση θα πρέπει να είναι τόση, όση θα επιτρέπει στους απληροφόρητους επενδυτές να απολαμβάνουν μέση αρχική απόδοση που να αντιστοιχεί στην απόδοση των επενδύσεων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate). Οι Koh και Walter (1989) δοκίμασαν το μοντέλο του Rock σε Δημόσιες Εγγραφές που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης και βρήκαν στοιχεία τα οποία υποστηρίζουν τη θεωρία του Rock.

Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Στη δεύτερη κατηγορία θεωριών, δηλαδή θεωρίες αναφορικά με ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επενδυτών και εκδοτριών εταιριών, μπορούμε να αναφέρουμε την θεωρία της συγκέντρωσης των πληροφοριών (Information Gathering Theory) των Benveniste και Spindt (1989) στην οποία υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση είναι ένα κίνητρο για τους επενδυτές για να δώσουν στους Αναδόχους ιδιωτική πληροφόρηση για τα επίπεδα της ζήτησης, βοηθώντας τους να προσδιορίσουν αρτιότερα την τιμή της έκδοσης. Η αποκάλυψη των πληροφοριών αυτών είναι εφικτή καθώς (όπως ισχύει και στην Ελλάδα) οι Ανάδοχοι έχουν τον έλεγχο όχι μόνο σχετικά με τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής, αλλά και με την κατανομή των τίτλων στους επενδυτές που έχουν υποβάλλει εντολές αγοράς. Ο έλεγχος είναι σημαντικός καθώς η προσφορά των τίτλων είναι δεδομένη και επομένως κάθε επενδυτής εξαρτάται από τη διάκριση του Αναδόχου ως προς το ποσό των τίτλων που θα του διατεθεί. Έτσι, ο Ανάδοχος μπορεί να χρησιμοποιήσει τόσο την τιμή όσο και την ποσότητα των τίτλων για να ανταμείψει τους επενδυτές για τις πληροφορίες που του παρείχαν. Η θεωρία προβλέπει ότι όσο πιο ευνοϊκές είναι οι πληροφορίες, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτίμηση. Εμπειρικές μελέτες από τους Weiss και Hanley (1993), Barry και Jennings (1993) και Welch (1991) υποστηρίζουν τις υποθέσεις των Benveniste και Spindt. Άλλωστε, μελέτη των Hanley και Wilhelm (1995) δείχνει ότι θεσμικοί επενδυτές (οπότε και πληροφορημένοι) λαμβάνουν σχεδόν τις ίδιες ποσότητες μετοχών τόσο σε υπερτιμήμενες όσο σε υποτιμημένες εκδόσεις, δίνοντας στήριξη στη θεωρία των Benveniste και Spindt.

Οι Chemmanur (1993), Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993), και Spiess και Pettway (1997) δείχνουν ότι η υποτιμολόγηση μπορεί να δημιουργήσει χρήσιμη πληροφόρηση για την εταιρία, προκειμένου να προγραμματίσει μελλοντικές προσφορές (Market Feedback Hypothesis). Οι Allen και Faulhaber (1989) και Welch (1989) αντίθετα προσδιορίζουν τους

διοικούντες της εκδότριας εταιρίας σαν το πληροφορημένο μέρος και ερμηνεύουν την υποτιμολόγηση σαν ένα 'σημάδι' της καλής ποιότητας της εκδότριας (Signaling Hypothesis).

Τα παραπάνω, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η υποχρεωτική εφαρμογή του Βιβλίου Προσφορών με την 201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς θα αυξήσει κατά μέσο όρο τις αρχικές αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών άρα και την υποτιμολόγηση, καθώς σύμφωνα με τους Benveniste και Spindt (1989) και Hanley (1993), ο Ανάδοχος θα προχωρήσει σε υποτιμολόγηση προκειμένου να ανταμείψει τους επενδυτές που συμμετείχαν στο Βιβλίο Προσφορών και του προσέφεραν πληροφόρηση, ενώ όπως φαίνεται και στο οικονομετρικό μέρος της μελέτης, η τελική επανάληψη (Revision, δηλαδή η σχετική απόσταση της τελικής τιμής διάθεσης από το μεσοδιάστημα του εύρους τιμών) είναι στατιστικά σημαντική και κατά μέσο όρο θετική. Παρότι η υποτιμολόγηση είναι μεγαλύτερη, ο Ανάδοχος είναι σε θέση να διαμορφώσει ορθότερα την τιμή διάθεσης και πιο κοντά στην εσωτερική αξία της μετοχής.

Αναφορικά με τις θεωρίες που αναφέρονται στην ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και των Αναδόχων, ο Baron (1982) υποθέτει ότι οι Ανάδοχοι λαμβάνουν υπέρμετρη πληροφόρηση σχετικά με τη ζήτηση της έκδοσης και έτσι ενθαρρύνονται να προσφέρουν υποτιμολογημένες μετοχές. Παρόμοια θεωρία των Mandelker και Raviv (1977) αποδίδει την υποτιμολόγηση στην αποστροφή των Αναδόχων στον κίνδυνο, ενώ οι Tinic (1988), Hughes και Thakor (1992) και Drake και Vetsuypens (1993) υποθέτουν ότι η αποστροφή του κινδύνου προκύπτει και από την πρόθεση των Αναδόχων να αποφύγουν ενδεχόμενες αντιδικίες. Συγκεκριμένα, ο Tinic (1988) θεωρεί ότι το underpricing στις Δημόσιες Εγγραφές αντιπροσωπεύει ένα περιθώριο (premium) σαν ασφάλεια από ενδεχόμενες επίδικες αποζημιώσεις που πιθανώς να διεκδικήσουν επενδυτές από τη συμμετοχή –και αγορά μετοχών- στη Δημόσια Εγγραφή. Πάντως, οι Drake και Vetsuypens (1993) δεν βρήκαν αποδείξεις που να υποστηρίζουν την υπόθεση του Tinic.

Θεωρίες Κόστους Διαμεσολάβησης

Στην τέταρτη κατηγορία θεωριών αναφορικά με το κόστος διαμεσολάβησης (agency cost) και το φαινόμενο της υποτιμολόγησης μπορεί να αναφερθεί η θεωρία του Ibbotson (1975) ο οποίος υποστηρίζει ότι η υποτιμολόγηση είναι μια μέθοδος που ακολουθούν οι Ανάδοχοι, ούτως ώστε αυτοί να προτιμηθούν από τους επενδυτές σε μελλοντικές εκδόσεις που πιθανώς θα καλύψουν. Ο Ritter (1984) υποστηρίζει ότι η υποτιμολόγηση γίνεται απαιτητή από τους επενδυτές, από τη στιγμή που συνειδητοποιούν ότι μετά την Δημόσια Εγγραφή οι Κύριοι

Μέτοχοι της εταιρίας πιθανώς να καταγράψουν προσωπικά κέρδη από αυτήν. Οι Su και Fleiser (1999) δέχονται ότι η διαφθορά και ο χρηματισμός πιθανώς να εξηγεί την υψηλή υποτιμολόγηση των αρχικών Δημοσίων Εγγραφών.

Θεωρίες Αναποτελεσματικότητας της Αγοράς

Στην τελευταία κατηγορία που αναφέρεται στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς και στο φαινόμενο της υποτιμολόγησης, η θεωρία των Mauer και Senbet (1992) εκφράζει μια εξήγηση η οποία βασίζεται στην τιμολόγηση των μετοχών σε ‘τεμαχισμένες’ αγορές (segmented markets) στις οποίες υπάρχει πρόβλημα πρόσβασης και βάθους και στις οποίες υπάρχει αξιοσημείωτο επίπεδο κινδύνου για τους επενδυτές.

Από τα ανωτέρω, μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι οι περισσότερες θεωρίες αναφορικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης περιστρέφονται γύρω από την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επενδυτών, αναδόχων και εκδοτριών εταιριών. Οι Beatty και Ritter (1986) στην προσπάθειά τους να παράσχουν εμπειρικές αποδείξεις, προσδιορίζουν την εκ των προτέρων αβεβαιότητα σαν αποτέλεσμα ασύμμετρης πληροφόρησης η οποία κατ’ επέκταση σχετίζεται με παράγοντες όπως η ‘ήλικία’ της εταιρίας, το μέγεθός της καθώς και το εύρος τιμών. Ο Friedlan (1993) υποστηρίζει ότι όσο μικρότερη είναι η υποτιμολόγηση, τόσο πιο πλήρες είναι το ενημερωτικό δελτίο (prospectus), πιο παλιά είναι η εκδότρια εταιρία, μεγαλύτερα τα στοιχεία του ενεργητικού της και τα κέρδη της. Στο Κεφάλαιο 6 γίνεται οικονομετρική ανάλυση των παραγόντων που κατά τον Friedlan (1993) επηρεάζουν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης.

Η μελέτη των Benveniste και Wilhelm (1990) η οποία αποτελεί προέκταση της θεωρίας των Benveniste και Spindt (1989) υποστηρίζει ότι όταν ο Ανάδοχος δεν έχει τη δυνατότητα να κατανέμει κατά τη βούλησή του τους τίτλους –όπως συνέβαινε παλαιότερα στην Ελλάδα-, αυτός αδυνατεί να ανταμείψει τους επενδυτές που του έδωσαν πληροφορίες μέσω των προσφορών τους κατά τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Συνεπώς, οι επενδυτές οι οποίοι συμμετέχουν συχνά σε Δημόσιες Εγγραφές, δεν έχουν κίνητρο να αποκαλύψουν πληροφορίες που τυχόν κατέχουν, καθώς όπως αναφέρθηκε ο Ανάδοχος δεν θα μπορεί να τους ανταμείψει με τη διάθεση επιπλέον τίτλων. Επειδή όμως η έκδοση πρέπει να απορροφηθεί και από επενδυτές που δεν συμμετέχουν στη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών (μη Θεσμικοί επενδυτές), ο ανάδοχος θα πρέπει να υποτιμολογήσει αισθητά την έκδοση ώστε να μειώσει των κίνδυνο που διαθέτουν οι ιδιώτες επενδυτές και τελικώς να συμμετάσχουν σε αυτήν. Τελικά, οι

ερευνητές καταλήγουν στο ότι σε περιπτώσεις κατά τις οποίες οι Ανάδοχοι μπορούν να ελέγχουν την διάθεση των μετοχών η υποτιμολόγηση είναι μικρότερη και αντίστροφα. (πηγή: Παπαϊωάννου και Τραυλός, 1995).

Λοιπές Θεωρίες και Υποδείγματα

Στη συνέχεια ακολουθούν θεωρίες και συμπεράσματα γύρω από την υποτιμολόγηση (underpricing) αλλά και των μεθόδων που ακολουθούνται κατά τις διαδικασίες των Δημοσίων Εγγραφών. Ως επί των πλείστον, ακολουθούνται τρεις μέθοδοι κατά τις Δημόσιες Εγγραφές. Η μέθοδος της Προκαθορισμένης Τιμής ή Ανοιχτής Προσφοράς (Fixed Price ή Open Offer) κατά την οποία ο Ανάδοχος αφού λάβει υπόψη του διάφορες παραμέτρους καθορίζει μια και μοναδική τιμή διάθεσης της προσφοράς. Η μέθοδος αυτή, ακολουθώταν μέχρι πρόσφατα και στο ελληνικό Χρηματιστήριο, όπως άλλωστε και σε άλλες ευρωπαϊκές αγορές. Η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών (Book-Building) κατά την οποία ο Ανάδοχος ορίζει ένα εύρος τιμών στο ποίο καλούνται θεσμικοί επενδυτές να καταβάλουν τις προσφορές τους και έπειτα ο Ανάδοχος καθορίζει την τελική τιμή διάθεσης η οποία είναι κοινή για θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται κατά κύριο λόγο στις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά η διάδοσή της τα τελευταία χρόνια και σε άλλες αγορές είναι εντυπωσιακή (Ljudqvist, 2000). Παρακάτω αναπτύσσονται διάφορες θεωρίες αναφορικά με τις μεθόδους που ακολουθούνται κατά τις Δημόσιες Εγγραφές, αλλά και το φαινόμενο της υποτιμολόγησης.

Οι Benveniste και Busaba (1997) συνέκριναν τις μεθόδους του Book Building και του Fixed Price. Η έρευνά τους στηρίχθηκε όσον αφορά το Book Building σε μελέτη των Benveniste και Spindt (1989) και με το Fixed Price σε μελέτη του Welch (1992). Το μοντέλο του Welch (1992) εφαρμόζεται σε επενδυτές που έχουν την ίδια ποσότητα και ποιότητα πληροφόρησης σχετικά με μια Δημόσια Εγγραφή, για την πραγματική after market τιμή της μετοχή. Καθώς η πώληση είναι διαδοχική (sequential) οι αποφάσεις των επενδυτών που πήραν μετοχές στην αρχή της Δημόσιας Εγγραφής, επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών που συμμετέχουν αργότερα από αυτούς. Συνεπώς, αυτοί που μετείχαν πρώτοι στη διαδικασία διάθεσης των μετοχών έχουν μεγαλύτερη αγοραία δύναμη (market power) και μπορούν να δημιουργήσουν προσόδους από τις επενδυτικές αποφάσεις τους. Η μέθοδος της Προκαθορισμένης Τιμής (Fixed Price) παρέχει τη δυνατότητα να γίνει η δομή αυτή της αγοράς αντικείμενο εκμετάλλευσης, τιμολογώντας την έκδοση ιδιαίτερα χαμηλά ούτως ώστε να δημιουργηθεί μεγάλο και άμεσο αγοραστικό ενδιαφέρον. Η διαδοχική (sequential) αυτή πώληση είναι κατά τον Welch ένας τρόπος να αποφευχθεί το πρόβλημα του winner's curse το

οποίο επισημάνθηκε από τον Rock (1986) το οποίο οι απληροφόρητοι επενδυτές αντιμετωπίζουν όταν η προεγγραφή είναι άμεση και η διάθεση των μετοχών είναι ένα πηλίκιο της αθροίζουσας συνεισφοράς. Οι Benveniste και Busaba (1997) εφαρμόζουν τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (Book –Building) στους “ίδιους” επενδυτές με αυτούς του Welch (1992) όπως αναφέρθηκαν ανωτέρω. Σύμφωνα με αυτό, ο Ανάδοχος συλλέγοντας και δημοσιοποιώντας την πληροφόρηση που λαμβάνει από τους Θεσμικούς Επενδυτές, κάνει ευρέως γνωστές τις πιθανότητες για μεγάλες προσόδους για την εκδότρια εταιρία. Όμως, ο Ανάδοχος πρέπει να πληρώσει ένα τίμημα έτσι ώστε οι πληροφορίες που θα λάβει από τους Θεσμικούς να είναι αληθινές (Benveniste και Spindt(1989)). Η ανάλυση των Benveniste και Busaba (1997) δείχνει ότι η απαιτούμενη υποτιμολόγηση (underpricing) για να δημιουργηθούν μεγάλες πρόσοδοι κατά τη Δημόσια Εγγραφή για την εκδότρια, είναι μεγαλύτερη από το κόστος που απαιτείται για να αποσπασθεί η πληροφόρηση αυτή από τους επενδυτές. Οι Benveniste και Busaba (1997) συμπεραίνουν ότι η εκδότρια εταιρία έχει κάποιο έλεγχο για τα αποτελέσματα της Δημόσιας Εγγραφής επιλέγοντας τη μέθοδο (Book-Building ή Fixed Price), ενώ καταλήγουν στο ότι, το Βιβλίο Προσφορών δημιουργεί μεγαλύτερες προσόδους για την εκδότρια εταιρία καθώς επίσης και της δίνει τη δυνατότητα να πουλήσει περισσότερες μετοχές σε full τιμή (χωρίς discount). Όμως, σύμφωνα πάντα με τους Benveniste και Busaba (1997), κατά τη διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής εκθέτει τον εκδότη σε μεγαλύτερο κίνδυνο. Συγκριτικά, η Προκαθορισμένη Τιμή εγγυάται τα έσοδα της εκδότριας, κάτι όμως για το οποίο δεν γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη διεθνή βιβλιογραφία καθώς το κύριο βάρος της έρευνας περιστρέφεται μάλλον γύρω από το ύψος των προσόδων παρά για την ασφάλεια. Οι Benveniste και Busaba (1997) καταλήγουν ότι και οι δυο μέθοδοι μπορούν να είναι ιδανικές για τις εκδότριες εταιρίες, ενώ υποστηρίζουν ότι το υποχρεωτικό κανονιστικό πλαίσιο για την εφαρμογή της μιας ή της άλλης μεθόδου (όπως συμβαίνει στην Ελλάδα όπου πλέον το Book-Building είναι υποχρεωτικό με βάση την 201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) μπορεί να δημιουργήσει αναποτελεσματικότητες (inefficiencies) στις αγορές.

Σε περιβάλλοντα διαφορετικά από αυτά που αναφέρονται ανωτέρω, οι Spatt και Srivastava (1991) και Benveniste και Wilhelm (1990) δείχνουν ότι το Βιβλίο Προσφορών δημιουργεί μεγαλύτερες αναμενόμενες προσόδους από αυτές της Προκαθορισμένης Τιμής, ενώ συμφωνούν ότι το Βιβλίο Προσφορών υπερτερεί σε γενικές γραμμές της Προκαθορισμένης Τιμής. Το αποτέλεσμα των Benveniste και Wilhelm (1990) είναι ίδιο και σε περιβάλλον στο οποίο ισχύει το πρόβλημα του winner’s curse όταν υπάρχουν τόσο πληροφορημένοι όσο και απληροφόρητοι επενδυτές (όπως και στον Rock (1986)).

Οι Affleck, Graves και Miller (1989) υποστηρίζουν ότι πιθανώς το κανονιστικό πλαίσιο γύρω από τις Δημόσιες Εγγραφές, δεν αφήνει τους Αναδόχους να χρεώσουν το πλήρες flotation cost, οπότε χρησιμοποιούν το underpricing ώστε η αποζημίωσή τους να είναι στα επίπεδα του flotation cost που έχουν.

Οι περισσότερες θεωρίες γύρω από το underpricing στις Δημόσιες Εγγραφές υποθέτουν ότι η εκδότρια εταιρία, οι ανάδοχοι και οι επενδυτές έχουν διαφορετική ποσότητα και ποιότητα πληροφόρησης για την αληθινή αξία της Δημόσιας Εγγραφής και αυτό ακριβώς δημιουργεί ένα κίνητρο για underpricing. Οι Allen και Faulhaber (1989), οι Grinblatt και Hwang (1989) και ο Welch (1989) ανέπτυξαν αξιόλογες υποθέσεις για να εξηγήσουν το φαινόμενο αυτό του underpricing στις Δημόσιες Εγγραφές. Σύμφωνα με τις θεωρίες αυτές, η εκδότρια εταιρία κατέχει πολύ περισσότερη πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές που θα έχει σε σχέση με τους επενδυτές, οπότε οι τελευταίοι δεν μπορούν εύκολα να διακρίνουν τις εταιρίες ‘καλής ή κακής ποιότητας’. Οι εταιρίες υψηλής ποιότητας αναμένουν να εισπράξουν θετικές αντιδράσεις στην τιμή της μετοχής τους σε μετέπειτα ανακοινώσεις των για τα κέρδη, τις αποφάσεις ή τις μελλοντικές Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας.

Ο Welch (1989) σχετικά με το underpricing στις Δημόσιες εγγραφές αναφέρει ότι το φαινόμενο αυτό θα αυξήσει τη “δεκτικότητά” σου σε μελλοντικές εκδόσεις μετοχών, αλλά εμπειρικές μελέτες των Jagadeesh, Weinstein και Welch (1993) όπως άλλωστε και ο Garfinkel (1993) δεν υποστηρίζουν την αρχική αυτή υπόθεση του Welch.

Η ‘Reputation Effect Hypothesis’ των Beatty και Ritter (1986) και η ‘certification hypothesis’ των Booth και Smith (1986) προβλέπουν ότι οι ανάδοχοι χρησιμοποιούν τη φήμη τους ή την αναγνωρισιμότητά τους για να μετριάσουν την αποστροφή των επενδυτών που έχουν μειονέκτημα πληροφόρησης σε σχέση με την εκδότρια εταιρία. Έτσι, οι ανάδοχοι για να προστατεύσουν την αξία τους σαν μεσάζοντες, προχωρούν σε underpricing. Οι Beatty και Ritter όπως και οι Booth και Smith βρήκαν εμπειρικά στοιχεία που υποστηρίζουν τις θεωρίες τους.

Οι Carter και Manaster (1990) υποστηρίζουν ότι οι ανάδοχοι με καλή φήμη είναι σε θέση να διαχωρίζουν μεταξύ καλών και κακών εκδοτριών εταιριών. Έτσι, για να προστατεύσουν τη φήμη τους αποφεύγουν τις χαμηλής ποιότητας εταιρίες και χρεώνουν λιγότερο από τους αναδόχους που δεν θα έχουν την ίδια φήμη, ενώ έχουν και αποδείξεις για τις θέσεις τους. Αναφορικά με τη φήμη του αναδόχου οι Carter, Dark και Singh (1998) βρήκαν ότι

κατά μέσο όρο οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι λιγότερο αρνητικές για τις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν από αναδόχους με μεγάλη φήμη και κύρος.

Ο Ritter (1984) εφάρμοσε το μοντέλο του στο 'hot issue market' το 1980 και συμπέρανε ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα σχετικά με την πραγματική τιμή της μετοχής, τόσο μεγαλύτερο είναι το πλεονέκτημα των πληροφορημένων επενδυτών και τόσο μεγαλύτερο το discount που πρέπει να προσφέρει η εκδότρια εταιρία (με τον ανάδοχο) για να δελιάσει τους απληροφόρητους επενδυτές και αυτοί να συμμετέχουν στη Δημόσια Εγγραφή.

Στο underpricing αναφέρονται και παλιότερες εργασίες όπως των Ibbotson και Ritter (1977), Reilly (1977), Logue (1973), Mc Donald και Fisher (1972) και Reilly και Hatfield (1969). Ο Baron (1980) υποστηρίζει ότι το discount αυτό στην τιμή διάθεσης της μετοχής οφείλεται στη μεγάλη πληροφόρηση που έχει ο ανάδοχος ο οποίος καθορίζει και διαθέτει τις μετοχές της κάθε έκδοσης, ενώ οι Later, Parson και Ravin (1985) υποστηρίζουν ότι το discount αυτό είναι αποτέλεσμα ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information) μεταξύ των επενδυτών. Το μοντέλο του Baron δοκιμάστηκε από τους Muscarella και Vetsuypens (1989) εξετάζοντας το underpricing από 38 Δημόσιες Εγγραφές επενδυτικών τραπεζών οι οποίες διαχειρίστηκαν οι ίδιες τη Δημόσια Εγγραφή τους. Είναι αυτονόητο ότι στην προκειμένη περίπτωση εκδότης και ανάδοχος είναι το ίδιο 'πρόσωπο' οπότε, δεν θα έπρεπε να υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση άρα και το underpricing θα έπρεπε να είναι μικρότερο. Αντίθετα όμως με τη θεωρία του Baron, οι Muscarella και Vetsuypens έδειξαν ότι το underpricing σε αυτή την περίπτωση είναι άμεσα συγκρίσιμο με το underpricing άλλων κοινών Δημοσίων Εγγραφών (όπου εκδότης και ανάδοχος δεν είναι το ίδιο 'πρόσωπο').

Η Hanley (1993) εξετάζοντας το 'Partial Adjustment Phenomenon' καταλήγει στο ότι εκδόσεις που έχουν θετικές επαναθεωρήσεις (revisions) και καλή πληροφόρηση, έχουν σημαντικά μεγαλύτερο underpricing σε σχέση με άλλες εκδόσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας υπαγορεύουν ότι οι ανάδοχοι και οι εκδότριες εταιρίες προτιμούν να υποκαθιστούν το underpricing με αυξημένη διάθεση (allocation). Εάν η έκδοση έχει διατεθεί (rationed) η αύξηση του αριθμού των μετοχών για να ικανοποιηθεί η ζήτηση θα 'χαλαρώσει' (dilute) την απαίτηση των αρχικών μετόχων για την άσκηση του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχή στα κέρδη της εταιρίας.

Οι Hanley και Wilhelm (1995) υποστηρίζουν ότι η συμπεριφορά των πληροφορημένων επενδυτών θα διαφέρει σε σημαντικά σημεία μεταξύ των 'winner's curse' και των 'information

gathering' μοντέλων. Ωστόσο, προσπάθησαν να δοκιμάσουν τις εξηγήσεις αυτές σχετικά με την υποτιμολόγηση στις Δημόσιες Εγγραφές εξετάζοντας αποτελέσματα πληροφορημένων επενδυτών. Έτσι έδειξαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές (άρα και πληροφορημένοι) λαμβάνουν σχεδόν τις ίδιες αναλογίες μετοχών τόσο στις underpriced όσο και στις overpriced εκδόσεις. Ερμηνεύοντας το αποτέλεσμα αυτό οι Hanley και Wilhelm δίνουν υποστήριξη στην εξήγηση των Benveniste και Spindt (1989) για το underpricing των Δημοσίων Εγγραφών, ενώ απορρίπτουν την εξήγηση του 'winner's curse' από τον Rock (1986).

Ο Field (1997) σημειώνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές ίσως να είναι περισσότερο πληροφορημένοι για την αξία της κάθε Δημόσιας Εγγραφής, ενώ το ίδιο έτος (1997) ο Veloharju χρησιμοποιώντας στοιχεία για 28 φινλανδικές Δημόσιες Εγγραφές, δείχνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές τοποθετούνται πολύ περισσότερο από τους απλούς επενδυτές. Για το μέγεθος της τοποθέτησης στις Δημόσιες Εγγραφές οι Chrowdly και Sherman (1996) υποστηρίζουν ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές τοποθετούνται περισσότερο από τους μη πληροφορημένους ακόμα και αν οι δυο (πληροφορημένοι και μη) έχουν τον ίδιο πλούτο. Το 1994 οι Loughram, Ritter και Rydqvist συγκρίνοντας εμπειρικές αποδείξεις από διάφορες χώρες, υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα μεταξύ Δημόσιας Εγγραφής και εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το μέγεθος του underpricing.

Οι Ellis, Michaely και O' Hara (2000) βρήκαν ότι για διάστημα 3 μηνών ο ανάδοχος γίνεται και market maker και πραγματοποιεί το μεγαλύτερο μέρος της συναλλακτικής δραστηριότητας. Ο λόγος για τον οποίο βλέπουμε στο after market πολλούς market makers είναι διότι κατά τους Ellis, Michaely και O' Hara γίνονται από τον ανάδοχο ενέργειες για την σταθεροποίηση της τιμής, οπότε μειώνεται ο κίνδυνος για τους market makers της μετοχής αυτής. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους υποδεικνύουν ότι οι ανάδοχοι υποστηρίζουν ενεργά τις νέες εκδόσεις ενώ βρήκαν ότι σε μετοχές οι οποίες γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης κάτω από την τιμή εισαγωγής/ διάθεσης, ο ανάδοχος κτίζει θέση στη μετοχή αυτή. Τέλος, υποδεικνύουν ότι τα κέρδη από τις αγοραπωλησίες είναι μεγαλύτερα όσο μεγαλύτερο είναι το underpricing στη Δημόσια Εγγραφή.

Οι Mok και Hui (1998) βρήκαν ότι το underpricing στις κινέζικες Δημόσιες Εγγραφές είναι πολύ μεγαλύτερο από άλλες χώρες, ενώ οι Lee, Taylor και Walter (1996) ανέλυσαν τόσο τις αρχικές αποδόσεις (initial returns) όσο και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις (long-run returns) των Δημοσίων Εγγραφών στην Αυστραλία. Συγκεκριμένα, βρίσκουν underpricing στις Δημόσιες Εγγραφές και underperform για αυτές σε διάστημα 3 χρόνων. Σε περισσότερη

έρευνα που έκαναν για το μακροπρόθεσμο underperform κατέληξαν στην απόρριψη του ‘speculative bubble hypothesis’ καθώς βρήκαν μια καμπυλόγραμμη σχέση μεταξύ αρχικών και μακροπρόθεσμων αποδόσεων παρότι η οικονομική σημαντικότητα της σχέσης είναι μικρή.

Οι Chowdhry και Sherman (1996) υποστηρίζουν ότι όταν η τιμή διάθεσης μιας Δημόσιας Εγγραφής διαμορφώνεται πολλές ημέρες πριν από το κλείσιμο των προσφορών από τους επενδυτές, υπάρχει πιθανότητα η πληροφόρηση σχετικά με την αθροιζόμενη ζήτηση των επενδυτών να διαρρεύσει και να γίνει γνωστή πριν ακόμα οι επενδυτές να ολοκληρώσουν τις προσφορές τους. Κατά συνέπεια, μπορεί να υπάρξουν περιπτώσεις όπου όλοι οι επενδυτές να ξέρουν εκ των προτέρων (ex ante) ότι η τιμή διάθεσης είναι πολύ χαμηλή οπότε θα έχουμε υπερκάλυψη της έκδοσης. Αντίθετα, θα υπάρξουν περιπτώσεις κατά τις οποίες οι επενδυτές θα αντιλαμβάνονται ότι η τιμή διάθεσης θα είναι υψηλή με συνέπεια την αποτυχία της έκδοσης. Αν η αποτυχία αυτή έχει κόστος, και προκειμένου να μειωθεί η πιθανότητα τέτοιου ενδεχόμενου, το underpricing θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από αυτό που θα υπήρχε σε περίπτωση μη διαρροής πληροφοριών.

Οι Chowdhry και Nanda (1996) αναφορικά με τις μεθόδους σταθεροποίησης της τιμής από τους αναδόχους, υποστηρίζουν ότι η σταθεροποίηση της τιμής από το συνδικάτο (syndicate) των αναδόχων και των επενδυτικών τραπεζών είναι ένας μηχανισμός με τον οποίο οι απληροφόρητοι επενδυτές αποζημιώνονται εκ των υστέρων (ex post) για τη δυσμενή απόφαση κόστους που αντιμετωπίζουν. Από τη στιγμή που το syndicate εγκαταλείπει τις δραστηριότητες σταθεροποίησης και ενώ έχει εγγράψει ζημιές από τις δραστηριότητες αυτές, θα πρέπει η έκδοση να υποτιμολογηθεί. Έτσι έδειξαν ότι με το ex ante underpricing οφελούνται τόσο οι απληροφόρητοι όσο και οι πληροφορημένοι επενδυτές από τη χαμηλότερη τιμή διάθεσης. Σύμφωνα με τους ίδιους, ο ανάδοχος δεν χρειάζεται να κατέχει ιδιαίτερα μεγάλη πληροφόρηση σχετικά με την εκδότρια εταιρία. Ο ρόλος του αναδόχου είναι να βρει κεφάλαια για να υποστηρίξει τη σταθεροποίηση της τιμής αν αυτό είναι απαραίτητο. Από τη στιγμή που η αποζημίωση των επενδυτών γίνεται ex post μέσω της σταθεροποίησης, αυτό θα έχει αξία μόνο εάν δίνεται από κάποια επενδυτική τράπεζα που έχει καλή φήμη. Το μοντέλο τους προβλέπει, ceteris paribus, ότι μεγάλες εκδόσεις συνδέονται με μεγαλύτερο underpricing και με syndicates που έχουν τη δυνατότητα να εγγράψουν ζημιές.

Οι Booth και Chua (1996) υποστηρίζουν ότι οι εκδότες ψάχνουν για ένα ευρύ φάσμα προσφορών σε μια προσπάθεια να εξασφαλίσουν τη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα των μετοχών τους μετά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Η εξασφάλιση της συμμετοχής

μεγάλου αριθμού επενδυτών προϋποθέτει ότι οι προσφορές θα είναι αρκετά underpriced για να δελεάσουν τους επενδυτές που συμμετέχουν στην προσφορά. Εάν στο πλαίσιο των Booth και Chua επιτρεπόταν η απόσυρση της έκδοσης, το απαιτούμενο underpricing θα ήταν μεγαλύτερο όσο μεγαλύτερη θα ήταν και η ex ante πιθανότητα να αποσυρθεί η έκδοση.

Το τελευταίο αυτό σημείο είναι σε πλήρη αντίθεση με τους Benveniste, Busaba και Guo (2001) οι οποίοι υποστηρίζουν, σε ένα πλαίσιο βασισμένο στο Βιβλίο Προσφορών, ότι το underpricing είναι ένα κίνητρο το οποίο εξασφαλίζει την αποκάλυψη πληροφοριών (information revelation). Επιπλέον, τα αποτελέσματα της έρευνας των Benveniste, Busaba και Guo δεν είναι συνεπή με τις υποθέσεις της 'prospect theory' όπως αυτή διατυπώθηκε από τους Loughran και Ritter (1999) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι το underpricing είναι επιθυμητό από τους αναδόχους και ανεχτό από τους εκδότες όταν αυτό (το underpricing) συνοδεύεται από 'καλά νέα'.

Ο Leite (2000) δημιούργησε ένα μοντέλο το οποίο δείχνει ότι οι Δημόσιες Εγγραφές μπορεί να είναι τόσο underpriced όσο και overpriced σε συνθήκες ισορροπίας. Το μοντέλο του συνδέει το overpricing με το winner's curse του Rock (1986) και δείχνει ότι εάν οι λιγότερο ενημερωμένοι επενδυτές λάβουν σήματα για την έκδοση και το μέγεθος της προσφοράς, τότε μπορεί να συμβεί μάλλον overpricing παρά underpricing και ενώ υπάρχει η επιλογή της αποστροφής (adverse selection). Ο Rock δείχνει ότι το underpricing προκύπτει από το adverse selection στη διάθεση των μετοχών, ενώ ο Leite στη μελέτη του δείχνει ότι μια γενικότερη εξειδίκευση των Δημοσίων Εγγραφών μπορεί να αντιστρέψει την κατάσταση και να έχουμε overpricing αντί για underpricing. Γενικότερα, οι επενδυτές αποκομίζουν ανεξάρτητα σημάδια και θα αποχωρήσουν από την προσφορά εάν δουν αρνητικές για αυτούς πληροφορίες. Η συμμετοχή των επενδυτών στην προσφορά, τους δίνει κατ' επέκταση ένα πολύτιμο δικαίωμα. Σε μια ανταγωνιστική αγορά, η αξία του δικαιώματος αυτού κατέχεται από τους εκδότες και έχει σαν αποτέλεσμα το overpricing μέχρι της έκτασης που εκτείνεται το κόστος του adverse selection. Κατά τον τρόπο αυτό, το overpricing αντιπροσωπεύει ένα κέρδος της Δημόσιας Εγγραφής και αντικατοπτρίζει την ικανότητα του εκδότη να εξάγει πληροφορίες από τους επενδυτές, ενώ το underpricing αντικατοπτρίζει το κόστος της Δημόσιας Εγγραφής λόγω του adverse selection.

Όπως είναι γνωστό ο μεγάλος κίνδυνος αυξάνει το adverse selection το οποίο αντιμετωπίζουν οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές και το γεγονός αυτό οδηγεί σε underpricing. Στην μελέτη του Leite το μεγάλο ρίσκο αυξάνει επίσης την αξία του δικαιώματος

που αναφέρθηκε ανωτέρω, άρα και το ενδεχόμενο overpricing. Συνεπώς κατά το Leite το overpricing ή το underpricing μιας Δημόσιας Εγγραφής δεν θα υπαγορευθεί από διαφορές στο ρίσκο αλλά από άλλους παράγοντες όπως ο βαθμός της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών και το κλάσμα των καλά πληροφορημένων προς τους όχι καλά πληροφορημένους επενδυτές στην αγορά.

Αντίθετα οι Purnanandam και Swaminathan (2001) υποστηρίζουν ότι οι Δημόσιες Εγγραφές είναι τελικά overpriced σε σχέση με την αποτίμηση άλλων ισάξιων εταιριών του ίδιου κλάδου, ενώ οι εταιρίες αυτές συνεχίζουν να είναι overvalued και στο after market. Ειδικότερα θεωρούν ότι μια άλλη όψη του underpricing (σε μια αναποτελεσματική αγορά) είναι το ότι οι εκδότες υποτιμολογούν τις Δημόσιες Εγγραφές σε σχέση με τη μέγιστη τιμή που θα μπορούσαν να χρεώσουν έχοντας υπόψη τους τη ζήτηση που θα έχει η μετοχή στα after market και όχι σε σχέση με τη μακροπρόθεσμη πραγματική αξία της μετοχής (fair value). Συνεπώς, οι Δημόσιες Εγγραφές μπορεί να είναι underpriced όχι όμως και undervalued. Έτσι, οι Purnanandam και Swaminathan συμπεραίνουν ότι η απόδοση της πρώτης ημέρας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί σαν underpricing, υπό το πρίσμα όμως του τι είναι διαθέσιμοι πραγματικά οι επενδυτές και η αγορά να πληρώσουν για τη μετοχή αυτή. Οι παραπάνω απόψεις πιθανώς, κατά τους ίδιους, να δίνει απάντηση στη μακροχρόνια υποαπόδοση (underperformance) των Δημοσίων Εγγραφών.

Στο μοντέλο της Sherman (2000) οι Δημόσιες Εγγραφές είναι underpriced για να αποζημιώσουν τους επενδυτές για το κόστος της αξιολόγησης της έκδοσης. Επειδή όμως υπάρχει μια τιμή διάθεσης, οι απληροφόρητοι επενδυτές (οι οποίοι όπως είναι φυσικό δεν έχουν το κόστος αξιολόγησης που αναφέρεται ανωτέρω) εισπράττουν υπερβολικές αποδόσεις (excess returns). Πάραυτα, σε μια επαναλαμβανόμενη διαδικασία καθορισμού της τιμής διάθεσης (repeated setting) ο ανάδοχος ελαττώνει τις υπερβολικές αυτές αποδόσεις με το να απαιτεί από τους απληροφόρητους επενδυτές να αποδέχονται το overpricing σε 'κρύες' εκδόσεις (cold issues) προκειμένου να παραμείνουν στην ομάδα των επενδυτών η οποία θα συμμετέχει σε νέες μελλοντικές εκδόσεις. Καθώς στις ομάδες των επενδυτών ο ανάδοχος τοποθετεί τόσο πληροφορημένους όσο και απληροφόρητους επενδυτές, όσες περισσότερες Δημόσιες Εγγραφές προσδοκά να διαχειριστεί μελλοντικά ο ανάδοχος, τόσο περισσότερο μπορεί να μειώσει το underpricing της τρέχουσας έκδοσης.

Η μελέτη της Sherman επεκτείνει τη μελέτη των Benveniste και Spindt αναφορικά με τη σημαντικότητα της επαναλαμβανόμενης διαδικασίας προσδιορισμού της τιμής εισαγωγής

(repeated setting) κατά την ανάλυση του Βιβλίου Προσφορών στις Δημόσιες Εγγραφές. Αυτή η αντιμετώπιση δίνει στους αναδόχους, κατά τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών, τη δυνατότητα να δημιουργήσουν συμμετρικές ομάδες επενδυτών που θα συμμετέχουν σε κάθε προσφορά. Συνεπώς, αυτές οι μακροχρόνιες σχέσεις (long-term relationships) δίνουν τη δυνατότητα στους αναδόχους ένα μέσο χαμηλότερο underpricing στις εκδόσεις, ενώ ταυτόχρονα δίνουν στους επενδυτές το κίνητρο να δώσουν τη μέγιστη πληροφόρηση.

Συγκρίνοντας τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών με άλλες μέθοδοι όπως οι Δημοπρασίες (Auctions) και η Προκαθορισμένη Τιμή ή Ανοιχτή Προσφορά (Fixed Price ή Open Offer) δεν δίνουν, κατά τη Sherman (2000), τη δυνατότητα για μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ αναδόχων και επενδυτών. Έτσι, το προαναφερθέν μοντέλο δίνει εξήγηση γιατί οι επενδυτικές τράπεζες δίνουν πρόσβαση και σε μικρούς και απληροφόρητους επενδυτές κατά τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Η Sherman κάνοντας κριτική στη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής αναφέρει ότι η μέθοδος αυτή δεν δίνει τη δυνατότητα που αναφέρθηκε ανωτέρω στους αναδόχους, με αποτέλεσμα το κόστος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω των Δημοσίων Εγγραφών να αυξάνει (αφού ο ανάδοχος δεν μπορεί να μειώσει μέσω της repeated setting το underpricing).

Συνοψίζοντας τα προαναφερθέντα υποδείγματα και θεωρίες αναφορικά με τις διαδικασίες αλλά και τα φαινόμενα που παρατηρούνται κατά τις Δημόσιες Εγγραφές, παρατηρείται ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing) παρουσιάζεται σε όλες τις περιπτώσεις (εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων). Επιπλέον, από τις μελέτες αυτές διαφαίνεται η υπεροχή της μεθόδου του Βιβλίου Προσφορών έναντι των άλλων μεθόδων προσδιορισμού της τιμής διάθεσης κατά τις Δημόσιες Εγγραφές αναφορικά με την αντικειμενικότητα της τιμολόγησης (λόγω της περισσότερης πληροφόρησης) η οποία όμως οδηγεί σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση (underpricing). Η παρούσα μελέτη θα επιβεβαιώσει ή μη το τελευταίο συμπέρασμα για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Κατά πόσο δηλαδή η εφαρμογή του Βιβλίου Προσφορών κατά τις Δημόσιες Εγγραφές οδήγησε σε ακριβέστερη τιμολόγηση των νέων εκδόσεων και σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση (underpricing).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Αποτελέσματα διεθνών μελετών σχετικά με την Υποτιμολόγηση των IPOs

Χώρα	Μελετητές	Περίοδος	Δείγμα	Μέση Υποτιμολόγηση
Αυστραλία	Lee (1999)	1976-1994	328	15.20%
Αυστρία	Aussenegg(2000)	1984-1999	76	6.50%
Βέλγιο	Rogiers,Manigart(1993)	1984-1999	69	15.70%
Βραζιλία	Leal (1998)	1979-1992	66	74.10%
Γαλλία	Derrien, Womack(1999)	1983-1998	448	9.50%
Γερμανία	Ljungqvist (1999)	1978-1999	407	27.70%
Δανία	Jakobsen, Sorensen(1999)	1984-1998	117	5.40%
Ελβετία	Ogna (1999)	1985-1994	55	34.60%
Ελλάδα	Kazantzis, Thomas(1996)	1987-1994	129	51.70%
	Papaiοannου,Travlos,Tsagarakis(1997)	1987-1994	101	34.50%
Εν. Βασίλειο	Loughran (2000)	1959-1999	2,802	13.90%
Η.Π.Α.	Ibbotson	1960-1999	14,376	17.40%
Ιαπωνία	Fukuda, Hamao	1970-1996	975	24%
Ινδία	Krishnamurti, Kumar (1999)	1992-1994	386	72.30%
Ινδονησία	Hanafi (1997)	1989-1994	106	15.10%
Ισπανία	Otero, Fernandez (2000)	1985-1997	58	12.80%
Ισραήλ	Kandel (1999)	1993-1994	28	4.50%
Ιταλία	Giudici, Paleary	1985-1998	135	20.30%
Καναδάς	Jog, Srivastava	1971-1992	258	5.40%
Κίνα	Datar, Mao	1990-1996	226(A-shares)	388.00%
	Su, Fleisher (1999)	1987-1995	57(B-shares)	37.10%
Κορέα	Dhatt, Choi, Heo	1980-1996	477	74.30%
Μαλαισία	Isa, Yong	1980-1998	401	104.10%
Μεξικό	Aggarwal (1993)	1987-1990	37	33%
Ν.Αφρική	Page, Reyneke (1997)	1980-1991	118	32.70%
Ν.Ζηλανδία	Vos, Cheung	1979-1999	201	23%
Νιγηρία	Ikoku	1989-1993	63	19.10%
Νορβηγία	Emilsen	1984-1996	68	12.50%
Ολλανδία	Wessels, Jenkinson	1982-1999	143	10.20%
Ουγγαρία	Jelic, Briston (1999)	1990-1998	25	44.00%
Πολωνία	Aussenegg(2000)	1991-1998	159	33.10%
Πορτογαλία	Almeida, Duque (2000)	1992-1998	21	10.50%
Σιγκαπούρη	Lee	1973-1992	128	31.40%
Σουηδία	Holmen, Hogfeldt (1999)	1979-1997	233	29.30%
Ταϊβάν	Lin, Sheu	1986-1995	241	34.60%
Ταϊλάνδη	Wetyavivorn, Koo-Smith	1987-1997	292	46.70%
Τουρκία	Kiyamaz (1997)	1990-1995	138	13.60%
Φιλιππίνες	Sullivan, Unite	1987-1997	104	22.70%
Φινλανδία	Keloharju(1993),Rimpi(1998)	1984-1997	102	9.90%
Χιλή	Aggarwal, Maturana	1982-1997	55	8.80%
Χονγκ-Κονγκ	Zhao, Wu	1980-1996	334	15.90%

Πηγή: Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 updated 2000) και άλλες μελέτες

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Δείγμα και Μεθοδολογία

α. Το Δείγμα

Το δείγμα αποτελείται από όλες τις Δημόσιες Εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο από Ιανουάριο του 2000 έως και τον Απρίλιο (15/04/2002) του 2002. Κατά την περίοδο αυτή, διενεργήθηκαν εβδομήντα επτά (77) Δημόσιες Εγγραφές. Από αυτές, σαράντα πέντε (45) διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Ανοιχτής Προσφοράς (Open Offer) ή Προκαθορισμένης Τιμής (Fixed Price), ενώ οι υπόλοιπες τριάντα δύο (32) διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (Book-Building). Τα στοιχεία των Δημοσίων Εγγραφών, όπως και τα ημερήσια κλεισίματα των μετοχών έχουν ληφθεί από την ιστοσελίδα του Χ.Α.Α., τα Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α., τις Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, την Capital Link, το Fundamental Analysis της Profile και το πρόγραμμα Metastock- DownLoader της Equis.

Ο Πίνακας 2 δείχνει τον αριθμό των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών ανά εξάμηνο, τα αντίστοιχα μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη (υπολογιζόμενα ως μέσος όρος των τιμών κλεισίματός του κατά τις αντίστοιχες περιόδους) του Χ.Α.Α., τα Κεφάλαια που αντλήθηκαν καθώς και η μέση υπερκάλυψη των Δημοσίων Εγγραφών για τις περιόδους αυτές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. ανά εξάμηνο για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002, επίπεδα Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α., Αντληθέντα Κεφάλαια και Βαθμός Υπερκάλυψης

ΕΤΟΣ/ΕΞΑΜΗΝΟ	#ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣ. ΕΓΓΡΑΦΩΝ	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ**	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ(€κ.)	ΜΕΣΟΣ ΒΑΘΜΟΣ ΥΠΕΡΚΑΛΥΨΗΣ(x)
2000/α	29	4.787	775	185
2000/β	20	3.779	971	11
2001/α	10	3.101	384	7
2001/β	14	2.542	169	12
2002/α**	5	2.443	18	58
ΣΥΝΟΛΟ	77		2317	

*Μέσος Όρος από την αρχή μέχρι το τέλος του εξαμήνου

**Μέχρι 15/04/2002.

Παρατηρείται ότι οι περισσότερες Δημόσιες Εγγραφές έλαβαν χώρα το πρώτο εξάμηνο του 2000. Συγκεκριμένα, έγιναν είκοσι οκτώ (28) Δημόσιες Εγγραφές, με μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α. για την περίοδο 1/1/2000 έως 30/6/2000 τις 4.787 μονάδες. Με τις είκοσι οκτώ αυτές Δημόσιες Εγγραφές αντλήθηκαν περίπου €755 εκ. , ενώ η μέση υπερκάλυψη (oversubscription) διαμορφώθηκε στις 185 φορές. Αυτό σημαίνει ότι για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν στο πρώτο εξάμηνο του 2000, οι επενδυτές προσέφεραν κεφάλαια κατά μέσο όρο 185 φορές περισσότερα από αυτά τα οποία ζητούσαν οι προς εισαγωγή εταιρίες μέσω των Δημοσίων Εγγραφών.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2000 και με τα μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη στις 3.779 μονάδες (περίπου 21% χαμηλότερα από τα αντίστοιχα επίπεδα του πρώτου εξαμήνου του 2000) πραγματοποιήθηκαν είκοσι (20) Δημόσιες Εγγραφές και αντλήθηκαν €71 εκ.. Παρατηρείται ότι παρά το γεγονός ότι έγιναν κατά 28,5% λιγότερες Δημόσιες Εγγραφές (20 αντί 28 το α' εξάμηνο του 2000) τα κεφάλαια τα οποία συγκεντρώθηκαν είναι κατά περίπου 25% περισσότερα από αυτά τα οποία αντλήθηκαν κατά το προηγούμενο εξάμηνο. Όμως, το δεύτερο εξάμηνο του 2000 διενεργήθηκαν και δυο πολύ μεγάλες Δημόσιες Εγγραφές (διεθνείς), αυτές των Τράπεζας Κύπρου (1^η εταιρία ξένων συμφερόντων που εισάγεται στο Χ.Α.Α.) και της Cosmote οι οποίες συνεισέφεραν στη διαμόρφωση του ποσού αυτού. Αντίστοιχα, η μέση υπερκάλυψη ανήλθε σε μόλις 11 φορές από 185 το προηγούμενο εξάμηνο. Σε αυτό πιθανότατα να συνετέλεσε και η ιδιαίτερα άσχημη ψυχολογία και κλίμα μεταξύ των επενδυτών. Συνολικά το 2000 πραγματοποιήθηκαν σαράντα οκτώ (48) Δημόσιες Εγγραφές και αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά €1.746εκ.

Η πτωτική τάση αναφορικά με τον αριθμό διενέργειας Δημοσίων Εγγραφών συνεχίστηκε και κατά το πρώτο εξάμηνο του 2001 όπως άλλωστε και για το Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α. Συγκεκριμένα, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2001 διενεργήθηκαν δέκα (10) Δημόσιες Εγγραφές (65% λιγότερες από το α' εξάμηνο του 2000) με μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη για το διάστημα αυτό τις 3.101 μονάδες (35% χαμηλότερα από τα μέσα επίπεδα του α' εξαμήνου 2000). Για την περίοδο αυτή η μέση υπερκάλυψη διαμορφώθηκε στις 7 φορές, ενώ τα κεφάλαια που αντλήθηκαν ανήλθαν σε €384 εκ. (50% λιγότερα από το αντίστοιχο ποσό του α' εξαμήνου 2000).

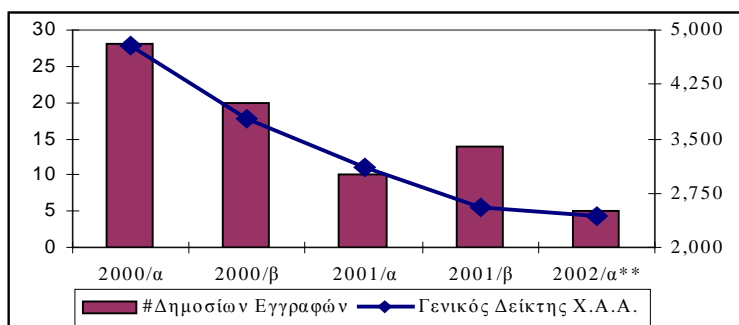
Παρά τη συνεχιζόμενη πτωτική τάση του Γενικού Δείκτη και κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2001 κατά το οποίο τα μέσα επίπεδά του διαμορφώθηκαν στις 2.542 μονάδες, οι Δημόσιες Εγγραφές αυξήθηκαν. Συγκεκριμένα διενεργήθηκαν δεκατέσσερις (14) Δημόσιες Εγγραφές

αντί για δέκα (10) το προηγούμενο εξάμηνο του ίδιου έτους. Κατά τις Δημόσιες αυτές εγγραφές αντλήθηκαν €169 εκ. (82% λιγότερα από το β' εξάμηνο 2000), ενώ ο μέσος βαθμός υπερκάλυψης διαμορφώθηκε στις 12 φορές. Συνολικά το 2001 διενεργήθηκαν εικοσιτέσσερις (24) Δημόσιες Εγγραφές (50% λιγότερες από το 2000) και αντλήθηκαν €553 εκ. (68% λιγότερα από το 2000).

Τέλος το πρώτο εξάμηνο του 2002 και μέχρι τις 15/4/2002 διενεργήθηκαν πέντε (5) Δημόσιες Εγγραφές κατά τις οποίες αντλήθηκαν €18εκ. με μέσο βαθμό υπερκάλυψης των εκδόσεων τις 58 φορές. Τα αντίστοιχα μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για το διάστημα αυτό διαμορφώθηκαν στις 2.443 μονάδες.

Παρατηρείται ότι όσο χαμηλότερα είναι τα επίπεδα του Γενικού Δείκτη, τόσο λιγότερες οι Δημόσιες Εγγραφές και κατ' επέκταση και τα αντληθέντα κεφάλαια. Με άλλα λόγια οι εταιρίες οι οποίες επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια από την αγορά μέσω της εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. θα προτιμούσαν να εισάγουν την εταιρία τους σε μια χρονική περίοδο όπου το αγοραστικό ενδιαφέρον από τους επενδυτές είναι μεγάλο και η πορεία της αγοράς είναι ανοδική, αφού υπό τέτοιες συνθήκες η πιθανότητα επιτυχούς πορείας στο Χ.Α.Α. θα ήταν πολλές. Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η εξαμηνιαία πορεία του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. (οι μονάδες του κάθε εξαμήνου υπολογίζονται με το μέσο όρο των τιμών κλεισίματος του Γενικού Δείκτη για τα εξάμηνα αυτά), όπως και ο αριθμός των Δημοσίων Εγγραφών που έλαβαν χώρα στις περιόδους αυτές.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1
Αριθμός Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών ανά εξάμηνο και
Μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α. (1/1/2000 έως 15/4/2002)



Ο Πίνακας 3 δείχνει τις Δημόσιες Εγγραφές που έλαβαν χώρα κατά το διάστημα Ιανουάριος 2000 έως και Απρίλιος 2002 ανά κλάδο καθώς και τα αντίστοιχα μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη (υπολογιζόμενα ως ο μέσος όρος των τιμών κλεισίματος του κατά τις

αντίστοιχες περιόδους) του Χ.Α.Α. για τις περιόδους αυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά την εισαγωγή των εταιριών στο Χ.Α.Α. και ιδιαίτερα αυτές που εισήχθησαν πριν το 2001, πιθανώς να είχαν περιληφθεί σε άλλο κλάδο από αυτόν στον οποίο φαίνεται στον Πίνακα 2 ο οποίος είναι επικαιροποιημένος με βάση την κατηγοριοποίηση του Χ.Α.Α. όπως ισχύει σήμερα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α. ανά εξάμηνο και ανά κλάδο για την περίοδο
1/1/2000 έως 15/4/2002

ΚΛΑΔΟΣ	2000α	2000β	2000(Συν.)	2001α	2001β	2001(Συν.)	2002α*	ΣΥΝΟΛΟ
ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	3	5	8	1	1	2	1	11
ΕΚΔΟΣΕΩΝ – ΕΚΤΥΠΩΣΕΩΝ	6		6			0		6
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	2	1	3	2		2	1	6
ΕΙΔΗ-ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	2	1	3		1	1		4
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ			0		5	5	1	6
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	2	1	3	1		1		4
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ		1	1			0	2	3
ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ	1		1	1	1	2		3
ΜΗ ΜΕΤΑΛ. ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ	2		2	1		1		3
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	2		2		1	1		3
ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ			0	1	1	2		2
ΕΛΑΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΠΛΑΣΤΙΚΑ	1	1	2			0		2
ΞΕΝΟΔ.&ΛΟΙΠΑ ΚΑΤΑΛΥΜΑΤΑ	1	1	2			0		2
ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ		1	1		1	1		2
ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ - ΨΥΧΑΓΩΓΙΑ	1		1	1		1		2
ΤΡΑΠΕΖΕΣ		2	2			0		2
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	1		1			0		1
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ			0	1		1		1
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΠΙΠΛΩΝ		1	1			0		1
ΒΟΗΘ. ΣΕ ΜΕΤΑΦ.ΔΡΑΣΤΗΡ.			0		1	1		1
ΔΙΑΔΥΚΤΙΟ		1	1			0		1
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝ. ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ			0	1		1		1
ΕΝΔΥΣΗ		1	1			0		1
ΕΝΕΡΓΕΙΑ			0		1	1		1
ΕΣΤΙΑΤΟΡΙΑ	1		1			0		1
ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ		1	1			0		1
ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΞΥΛΟΥ & ΦΕΛΛΟΥ	1		1			0		1
ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΧΑΡΤΟΥ		1	1			0		1
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ		1	1			0		1
ΥΔΑΤΩΝ			0		1	1		1
ΥΓΕΙΑ	1		1			0		1
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝ.ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ	1		1			0		1
ΣΥΝΟΛΟ	28	20	48	10	14	24	5	77
ΓΕΝ. ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α.(μονάδες)	4.787	3.779	4.279	3.101	2.542	2.817	2.443	

*Μέχρι 15/04/2002

Πηγή: Στατιστικά Δελτία Χ.Α.Α., Ετήσιες Εκθέσεις Επ.Κεφαλαιαγοράς, Capital Link, Profile Financial News

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000 εισήχθησαν τρεις (3) εταιρίες στον κλάδο του Χονδρικού Εμπορίου, έξι (6) στον κλάδο των Εκδόσεων – Εκτυπώσεων, δύο (2) στον κλάδο της Πληροφορικής, δύο (2) στον κλάδο των Ειδών – Λύσεων Πληροφορικής, δύο (2) στον κλάδο Λιανικού Εμπορίου, Μη Μεταλλικών Ορυκτών – Τσιμέντων και Τροφίμων & Ποτών

και από μία (1) στους κλάδους των Κατασκευαστικών, Ελαστικών & Πλαστικών, Ξενοδοχείων, Τηλεόρασης, Ασφαλειών, Εστιατορίων, Προϊόντων Ξύλου, Υγείας και τέλος Υπηρεσιών Κινητής Τηλεφωνίας. Συνολικά, όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω διενεργήθηκαν κατά το πρώτο εξάμηνο του 2000 εικοσιοκτώ (28) Δημόσιες Εγγραφές με μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. τις 4.787 μονάδες.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2000 διενεργήθηκαν είκοσι (20) Δημόσιες Εγγραφές με μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α. τις 3.779 μονάδες. Οι είκοσι αυτές εταιρίες πραγματοποίησαν τις Δημόσιες Εγγραφές τους και εισήχθησαν στους διάφορους κλάδους τους Χ.Α.Α. ως ακολούθως. Πέντε (5) στον κλάδο του Χονδρικού Εμπορίου, δύο (2) στον Τραπεζικό κλάδο και από μία (1) στους κλάδους Πληροφορικής, Ειδών- Λύσεων Πληροφορικής, Ιχθυοτροφείων, Ελαστικών & Πλαστικών, Ξενοδοχείων, Συμμετοχών, Βιομηχανίας Επίπλων, Διαδικτύου, Ένδυσης, Κλωστοϋφαντουργίας, Προϊόντων Χάρτου και τέλος Τηλεπικοινωνιών. Συνολικά το 2000 διενεργήθηκαν σαρανταοκτώ (48) Δημόσιες Εγγραφές.

Το πρώτο εξάμηνο του 2001 με μέσα επίπεδα Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α. τις 3.101 μονάδες, διενεργήθηκαν δέκα (10) Δημόσιες Εγγραφές. Συγκεκριμένα, δύο (2) στον κλάδο της Πληροφορικής και από μία (1) στους κλάδους Χονδρικού Εμπορίου, Λιανικού Εμπορίου, Κατασκευαστικών, Μη Μεταλλικών Ορυκτών- Τσιμέντων, Διυλιστηρίων, Τηλεόρασης, Βασικών Μετάλλων και τέλος Διαχείρισης Ακίνητης Περιουσίας.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2001 διενεργήθηκαν δεκατέσσερις (14) Δημόσιες Εγγραφές με μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για το διάστημα αυτό τις 2.542 μονάδες. Από αυτές πέντε (5) στον κλάδο των Επενδυτικών και από μία (1) στους κλάδους του Χονδρικού Εμπορίου, Ειδών- Λύσεων Πληροφορικής, Κατασκευαστικών, Τροφίμων & Ποτών, Διυλιστηρίων, Συμμετοχών, Βοηθητικών σε Μεταφορές Δραστηριοτήτων, Ενέργειας και τέλος Υδάτων.

Τέλος, το πρώτο εξάμηνο του 2002 μέχρι τις 15/4/2002 και με μέσα επίπεδα του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. τις 2.446 μονάδες, διενεργήθηκαν πέντε (5) Δημόσιες Εγγραφές. Από αυτές οι δύο (2) αφορούσαν τον κλάδο των Ιχθυοτροφείων, μία (1) των κλάδο των Επενδυτικών, μία (1) της Πληροφορικής και μία (1) του Χονδρικού Εμπορίου.

Στο Παράρτημα της παρούσης υπάρχει Πίνακας από όπου ο αναγνώστης μπορεί να λάβει πληροφορίες για κάθε μια Δημόσια Εγγραφή για την επωνυμία της εταιρίας, τον κλάδο

και την αγορά στην οποία εισήχθη, τη μέθοδο που ακολουθήθηκε κατά τη Δημόσια Εγγραφή (Book-Building ή Fixed Price), τις ημερομηνίες διεξαγωγής της Δημόσιας Εγγραφής, του εύρους τιμών (στην περίπτωση του Book-Building), την τιμή διάθεσης, την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, του χρονικού διαστήματος από τη λήξη της Δημόσιας Εγγραφής μέχρι την έναρξη της διαπραγμάτευσης, τα κεφάλαια που αντλήθηκαν, το βαθμό της υπερκάλυψης και άλλα.

Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται διάφορα ενδιαφέροντα στοιχεία για το υπό εξέταση δείγμα. Συγκεκριμένα, αναφέρονται ο μέσος, ο διάμεσος, ο αριθμός των παρατηρήσεων, το μέγιστο και το ελάχιστο παραγόντων οι οποίοι αφορούν τόσο την ίδια την εκδότρια εταιρία (ηλικία και σύνολο ενεργητικού κατά τη Δημόσια Εγγραφή, όσο και την Δημόσια Εγγραφή (βαθμός υπερκάλυψης, ημέρες μεταξύ Δ.Ε. και εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, μέγεθος έκδοσης και μέγεθος έκδοσης σαν ποσοστό του συνολικού ενεργητικού) και την αγορά (απόδοση Γενικού Δείκτη για 100 συνεδριακές ημέρες πριν τη Δημόσια Εγγραφή, μεταβλητότητα Γενικού Δείκτη για 60 συνεδριακές ημέρες πριν τη Δημόσια Εγγραφή και μεταβλητότητα μετοχής για 10 ημέρες μετά την εισαγωγή σαν μέσο μέτρησης του idiosyncratic risk). Στο δ μέρος του Ε' Κεφαλαίου, παρουσιάζεται οικονομετρική ανάλυση των παραπάνω παραμέτρων για να εξαχθούν συμπεράσματα για τη συσχέτισή τους με την απόδοση της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002.

Μερικά ενδιαφέροντα στοιχεία για το Δείγμα.

Παράμετρος	MEAN	MEDIAN	MAX	MIN	#OBSER.
Διάστημα Δ.Ε.-Εναρξη Διαπραγμάτευσης(ημέρες)	25	25	35	5	77
Κεφάλαια Αντληθέντα (εκ. ευρώ)	37,99	10,33	463,10	1,47	77
Βαθμός Υπερκάλυψης (x)	80	22	737	0,32	77
Ηλικία (Έτη)	18	15	101	1	77
Σύνολο Ενεργητικού κατά τη Δ.Ε.(εκ. ευρώ)	450,15	20,00	14.224,33	2,96	77
Κεφάλαια Αντληθέντα ως%Συν.Ενεργητικού	74,62%	45,22%	645,48%	0,89%	77
Απόδοση Αγοράς (100ημέρες πριν τη Δ.Ε.)	-9,82%	-11,08%	17,29%	-27,65%	77
Μεταβλητότητα Αγοράς(60ημέρες πριν τη Δ.Ε.)	1,92%	2,09%	2,49%	0,85%	77
Μεταβλ. Μετοχής(10ημέρες μετά την Εισαγωγή)	5,58%	4,63%	31,77%	0,43%	77
Τελική Επανάληψη (Final Revision)	1,52%	0,81%	14,79%	-8,74%	32

Όπως προκύπτει και από τον Πίνακα 4 που παρατίθεται ανωτέρω, κατά μέσο όρο μεσολαβεί διάστημα είκοσι πέντε (25) ημερολογιακών ημερών από τη λήξη της Δημόσιας Εγγραφής μέχρι την εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Για το συγκεκριμένο δείγμα, η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε είναι τριάντα πέντε (35) ημέρες ενώ η μικρότερη πέντε (5) ημέρες.

Κατά μέσο όρο, τα Κεφάλαια τα οποία αντλήθηκαν σε κάθε Δημόσια Εγγραφή ανέρχονται σε περίπου 38 εκ. ευρώ, ενώ δεν απαιτείται η χρησιμοποίηση αποπληθωριστή, καθώς το χρονικό διάστημα της έρευνας δεν είναι μεγάλο και ο μέσος πληθωρισμός για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002 δεν ανέρχεται σε υψηλά επίπεδα αφού η Ελλάδα ήταν στα πρόθυρα της εισαγωγής της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και για την εισαγωγή της αυτή θα έπρεπε να ικανοποιεί τους όρους της Συνθήκης του Μάαστριχτ που μεταξύ άλλων είναι και η ύπαρξη πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω του 3%.

Αναφορικά με την υπερκάλυψη των Δημοσίων Εγγραφών, δηλαδή τις φορές που τα προσφερόμενα από τους επενδυτές κεφάλαια υπερέβαιναν τα ζητούμενα από την εκδότρια εταιρία κεφάλαια, παρατηρούμε ότι κατά μέσο όρο διαμορφώθηκε περίπου σε ογδόντα (80) φορές, ενώ η μέση ηλικία των εταιριών που πραγματοποίησαν Δημόσια Εγγραφή στο υπό εξέταση διάστημα ανέρχεται σε δεκαοχτώ έτη, η οποία είναι πολύ κοντά στα δεκατέσσερα (14) έτη τα οποία προκύπτουν από έρευνα των Habib και Ljunqvist (1999) στις Η.Π.Α.

Κατά μέσο όρο το μέγεθος της κάθε εκδότριας εταιρίας κατά την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής, προσδιοριζόμενο από το Σύνολο του Ενεργητικού, ανέρχεται σε 450 εκ. ευρώ, ενώ το μέσο ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με το Σύνολο του Ενεργητικού διαμορφώνεται σε 74,62%

Σε σχέση με τους παράγοντες που αναφέρονται στην Αγορά, η μέση απόδοση του Γενικού Δείκτη για τις εκατό (100) συνεδριάσεις πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής διαμορφώνεται σε -9,82%, γεγονός το οποίο καταδεικνύει και την πτωτική τάση της αγοράς στο υπό εξέταση χρονικό διάστημα, ενώ η μέση μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για τις εξήντα (60) συνεδριάσεις που προηγούνται της Δημόσιας Εγγραφής (εκτιμώμενη ως η Τυπική Απόκλιση των ημερησίων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη), διαμορφώνεται σε 1,92%.

Αναφορικά με τον ιδιοσυγκρατικό κίνδυνο (Idiosyncratic Risk) της μετοχής όπως αυτός προσδιορίζεται από την Τυπική Απόκλιση των ημερησίων αποδόσεων των δέκα (10) πρώτων συνεδριάσεων, αυτός κατά μέσο όρο διαμορφώνεται σε 5,58%.

Τέλος, η τελική επανάληψη (Revision) δηλαδή η σχετική διαφορά της τελικής τιμής διάθεσης από το διάμεσο του εύρους τιμών διαμορφώνεται κατά μέσο όρο σε 1,52%. Αυτό μας δείχνει ότι κατά μέσο όρο, οι τελικές τιμές διάθεσης διαμορφώθηκαν πάνω από το

μεσοδιάστημα του εύρους τιμών, άρα και κοντά στο ανώτερο όριο του εύρους τιμών. Η Hanley (1993) στη μελέτη της υποστηρίζει ότι όσο υψηλότερη είναι η επανάληψη (Revision) τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση. Συνεπώς, πρέπει να αναμένουμε η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών να δώσει μεγαλύτερη υποτιμολόγηση από τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής αφενός λόγω της υπόθεσης της Hanley (1993) αλλά και αφετέρου λόγω της μελέτης των Benveniste και Spindt (1989) η οποία υποστηρίζει ότι ο Ανάδοχος προχωρά σε υποτιμολόγηση προκειμένου να ανταμείψει τους επενδυτές που συμμετείχαν στο Βιβλίο Προσφορών για τις πληροφορίες που του έδωσαν.

β. Η Μεθοδολογία

Το αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι να ερευνηθεί κατά πόσο η απόδοση των μετοχών που έχουν εισαχθεί μέσω Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. επηρεάστηκαν από τη θεσμική αλλαγή η οποία επέβαλε την υποχρεωτική εφαρμογή του Βιβλίου Προσφορών κατά τη διαδικασία προσδιορισμού της τιμής διάθεσης και εισαγωγής. Στην μελέτη θα υπολογισθεί τόσο το μέγεθος της υποτιμολόγησης (underpricing), δηλαδή την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, όσο και την απόδοση από την διακράτηση των μετοχών που αποκτούνται στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (διάστημα κατά το οποίο το όριο διαπραγμάτευσης είναι ελεύθερο σε αντίθεση με το παρελθόν όπου υπήρχαν περιορισμοί), για έναν μήνα (23 συνεδριακές ημέρες) και τέλος για τρεις μήνες (69 συνεδριακές ημέρες). Σε άλλες μελέτες με παρόμοιο αντικείμενο εξέτασης, υπολογίζεται και η ετήσια απόδοση. Όμως, καθώς το δείγμα περιλαμβάνει επιχειρήσεις οι οποίες εισήχθησαν πρόσφατα, δεν υπήρχαν αρκετές παρατηρήσεις και κατ' επέκταση ο υπολογισμός ετήσιας απόδοσης δεν ήταν εφικτός.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι τιμές διάθεσης των μετοχών, έχουν προσαρμοσθεί απόλυτα σε αλλαγές όπως Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου, splits κ.λ.π. ώστε τα δεδομένα να είναι απόλυτα συγκρίσιμα. Τέλος, έχουν υπολογισθεί τόσο οι απόλυτες αποδόσεις όσο και οι υπερβάλλουσες σε σχέση με την αγορά (αντιπροσωπευόμενη από τον Γενικό Δείκτη του) Χ.Α.Α. αποδόσεις.

β1. Απλές Αποδόσεις

Οι απλές αποδόσεις υπολογίζονται συγκρίνοντας την τιμή διάθεσης της μετοχής κατά τη Δημόσια Εγγραφή, με την τιμή κλεισίματος της συγκεκριμένης μετοχής κατά την πρώτη

ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α. Αυτές συμβολίζονται με R1 και ουσιαστικά δείχνουν την υποτιμολόγηση ή υπερτιμολόγηση της Δημόσιας Εγγραφής, ανάλογα με το πρόσημό τους. Συγκεκριμένα εάν οι μετοχές μιας εταιρίας σημειώσουν αρνητική απόδοση κατά την πρώτη ημέρα (δηλαδή $R1 = -x\%$) τότε, σύμφωνα και με τη διεθνή εμπειρία και βιβλιογραφία, τότε υπάρχει υπερτιμολόγηση της συγκεκριμένης έκδοσης. Στην αντίθετη περίπτωση ($R1 = x\%$) τότε υπάρχει υποτιμολόγηση της συγκεκριμένης έκδοσης. Η απλή απόδοση της πρώτης (1η) ημέρας υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$R1 = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\%$$

όπου P_1 είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης και P_0 είναι η τιμή διάθεσης της μετοχής.

Οι αποδόσεις αυτές εκτός από την υπο/ υπερτιμολόγηση, μας δείχνουν τα σχετικά κέρδη (ή ζημιές) τα οποία ο επενδυτής θα απολάμβανε (επωμιζόταν) εάν συμμετείχε στη Δημόσια Εγγραφή και αγόραζε μετοχές στην τιμή διάθεσης και τις πωλούσε κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των στη δευτερογενή αγορά (Χ.Α.Α.)

Επιπλέον, υπολογίζονται οι αποδόσεις για την τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης (3 ημέρες ή R3), τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης (23 ημέρες διαπραγμάτευσης ή R23) και τέλος το πρώτο τρίμηνο διαπραγμάτευσης (69 ημέρες διαπραγμάτευσης ή R69).

Οι λόγοι για τους οποίους επιλέγονται οι παραπάνω περίοδοι αποδόσεων είναι το γεγονός ότι για το πρώτο τρίμηνο το εύρος διαπραγμάτευσης είναι ελεύθερο (δεν ισχύει δηλαδή το +/- 12% ή 18% κατά περίπτωση), ενώ για τον πρώτο μήνα και τρίμηνο για να διαπιστωθεί κατά πόσο υπάρχουν θετικές/ αρνητικές αποδόσεις μεσοπρόθεσμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι λόγω του δείγματος, δεν μπορούσε να πραγματοποιηθεί μελέτη για διάστημα ενός (1) έτους, καθώς οι Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών είναι σχετικά πρόσφατες και έτσι λόγω ελλিপών παρατηρήσεων τα αποτελέσματα δεν θα ήταν αντιπροσωπευτικά.

Η απλή απόδοση της τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης R3 υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$R3 = \frac{(P_3 - P_1)}{P_1} \times 100\%$$

όπου P_3 είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής την τρίτη (3η) ημέρα διαπραγμάτευσης και P_1 είναι η τιμή κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η απόδοση αυτή δείχνει κατά πόσο ένας επενδυτής ο οποίος δεν αγόρασε τίτλους στην τιμή διάθεσης μπορεί να έχει μια βραχυπρόθεσμη απόδοση ή εάν τα (πιθανά) κέρδη από τις Δημόσιες Εγγραφές εξαντλούνται κατά την πρώτη μόλις ημέρα διαπραγμάτευσης.

Αντίστοιχα, η απλή απόδοση της εικοστής τρίτης (23ης) ημέρας διαπραγμάτευσης R_{23} υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$R_{23} = \frac{(P_{23} - P_1)}{P_1} \times 100\%$$

όπου P_{23} είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής την εικοστή τρίτη (23η) ημέρα διαπραγμάτευσης και P_1 είναι η τιμή κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Όπως και στην περίπτωση της απόδοσης R_3 , έτσι και εδώ η απόδοση αυτή δείχνει κατά πόσο ένας επενδυτής ο οποίος δεν αγόρασε τίτλους στην τιμή διάθεσης αλλά στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας, μπορεί να έχει μια σχετικά βραχυπρόθεσμη απόδοση ενός μηνός ή εάν τα (πιθανά) κέρδη από τις Δημόσιες Εγγραφές εξαντλούνται κατά την πρώτη μόλις ημέρα διαπραγμάτευσης.

Τέλος, η απόδοση του πρώτου τριμήνου R_{69} υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$R_{69} = \frac{(P_{69} - P_1)}{P_1} \times 100\%$$

όπου P_{69} είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής την εξηκοστή ένατη (69η) ημέρα διαπραγμάτευσης και P_1 είναι η τιμή κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η απόδοση αυτή δίνει τη μεσοπρόθεσμη απόδοση για κάποιον επενδυτή ο οποίος αγόρασε τίτλους όχι στην τιμή διάθεσης αλλά στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

β2. Υπερβάλλουσες ως προς την Αγορά Αποδόσεις

Οι τιμές των μετοχών μπορούν να ακολουθούν το γενικό κλίμα και κατ' επέκταση την κατεύθυνση της Αγοράς. Συνεπώς, είναι χρήσιμο να υπολογισθούν και οι αποδόσεις οι οποίες θα σχετίζονται με την αγορά (Excess Returns) για τις ίδιες περιόδους για τις οποίες υπολογίσθηκαν οι απλές αποδόσεις.

Για να υπολογισθούν οι υπερβάλλουσες αυτές αποδόσεις, αφαιρούμε από την απόδοση της κάθε μιας μετοχής (R) την απόδοση της αγοράς (MR), για τις ίδιες όπως είναι φυσικό, περιόδους. Για την απόδοση της Αγοράς, λαμβάνεται υπόψη ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών όπως αυτός διαμορφώνεται στο τέλος κάθε συνεδριακής ημέρας. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συμβολίζονται για τις αντίστοιχες με τις απλές περιόδους αποδόσεις ως ER1, ER3, ER23 και ER69.

Έτσι, για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης η υπερβάλλουσα απόδοση ER1 υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$ER1 = R1 - MR1$$

όπου R1 η απλή απόδοση της πρώτης ημέρας ($R1 = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \times 100\%$) και MR1 είναι

$$MR1 = \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \times 100\%$$

όπου M_1 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της προς εξέταση μετοχής και M_0 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. κατά την προηγούμενη ημέρα της έναρξης διαπραγμάτευσης (listing) της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

Αντίστοιχα η υπερβάλλουσα απόδοση της τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης ER3 υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$ER3 = R3 - MR3$$

όπου R3 η απλή απόδοση της τρίτης ημέρας ($R3 = \frac{(P_3 - P_1)}{P_1} \times 100\%$) και MR3 είναι

$$MR3 = \frac{(M_3 - M_1)}{M_1} \times 100\%$$

όπου M_3 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης της προς εξέταση μετοχής και M_1 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (listing) της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

Η υπερβάλλουσα απόδοση της εικοστής τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης ER23 υπολογίζεται ως:

$$ER23 = R23 - MR23$$

όπου R23 η απλή απόδοση της εικοστής τρίτης ημέρας ($R23 = \frac{(P_{23} - P_1)}{P_1} \times 100\%$) και MR23 είναι

$$MR23 = \frac{(M_{23} - M_1)}{M_1} \times 100\%$$

όπου M_{23} η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης της προς εξέταση μετοχής και M_1 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (listing) της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

Τέλος, η υπερβάλλουσα απόδοση της εξηκοστής ένατης ημέρας διαπραγμάτευσης ER69 υπολογίζεται ως ακολούθως:

$$ER69 = R69 - MR69$$

όπου R69 η απλή απόδοση της εξηκοστής ένατης ημέρας ($R69 = \frac{(P_{69} - P_1)}{P_1} \times 100\%$) και MR69 είναι

$$MR69 = \frac{(M_{69} - M_1)}{M_1} \times 100\%$$

όπου M_{69} η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την εξηκοστή ένατη ημέρα διαπραγμάτευσης της προς εξέταση μετοχής και M_1 η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (listing) της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Αποτελέσματα

α. Συνολικό Δείγμα

α1. Απλές Αποδόσεις Συνολικού Δείγματος

Το συνολικό δείγμα (δηλαδή Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν τόσο με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής όσο και με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών) αποτελείται από εβδομήντα επτά (77) Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές οι οποίες έλαβαν χώρα στο διάστημα από 1/1/2000 έως και 15/4/2002. Από αυτές, σαράντα πέντε (45) διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Ανοιχτής Προσφοράς (Open Offer) ή Προκαθορισμένης Τιμής (Fixed Price), ενώ οι υπόλοιπες τριάντα δύο (32) διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (Book-Building). Παρακάτω παρουσιάζεται ο Πίνακας 3 ο οποίος παρουσιάζει τα αποτελέσματα της μελέτης για τις απλές αποδόσεις (Rs) και οι οποίες αφορούν το σύνολο του δείγματος, δηλαδή τις εβδομήντα επτά (77) αυτές Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
Απλές Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002
(Συνολικό Δείγμα)

	R1	R3	R23	R69
#OBSER	77	77	73	67
AVG	21.46%	-2.08%	-0.97%	1.84%
MEDIAN	3.46%	-3.96%	-5.12%	-11.50%
STDEV	53.01%	18.77%	33.44%	59.09%
VAR	0.28099	0.03523	0.11181	0.34921
MIN	-39.77%	-40.53%	-57.29%	-60.12%
MAX	223.69%	113.33%	154.12%	321.57%
OVERSUB(x)	80			

Ο Πίνακας 5 αποτελείται από τέσσερις (4) στήλες. Η πρώτη στήλη αντιστοιχεί στην αρχική απόδοση της Δημόσιας Εγγραφής. Σε περίπτωση κατά την οποία το R1 είναι θετικό, τότε υπάρχει ένδειξη υποτιμολόγησης κατά τη Δημόσια Εγγραφή, ενώ στην αντίθετη περίπτωση υπερτιμολόγηση. Η δεύτερη στήλη αντιστοιχεί στην απόδοση που απολαμβάνει ο επενδυτής ο οποίος αγοράζει τον νεοεισερχόμενο στην αγορά τίτλο στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και τον διακρατεί για περίοδο δύο ημερών, μέχρι δηλαδή και

την τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης, κατά την οποία τα όρια διακύμανσης της τιμής της μετοχής είναι ελεύθερα (δεν ισχύει δηλαδή το +/- 12% ή +/- 18% κατά περίπτωση). Αντίστοιχα, η τρίτη στήλη αντιστοιχεί στην απόδοση που απολαμβάνει ο επενδυτής ο οποίος αγοράζει τον νεοεισερχόμενο στην αγορά τίτλο στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και τον διακρατεί για περίοδο ενός μηνός (ή 23 συνεδριακών ημερών). Τέλος, η τέταρτη στήλη αντιστοιχεί στην απόδοση που απολαμβάνει ο επενδυτής ο οποίος αγοράζει τον νεοεισερχόμενο στην αγορά τίτλο στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και τον διακρατεί για περίοδο τριών μηνών (ή 69 συνεδριακών ημερών). Λόγω έλλειψης επαρκών παρατηρήσεων δεν υπολογίσθηκαν αποδόσεις για διακράτηση μετοχών για διάστημα ενός έτους. Ο μέσος βαθμός υπερκάλυψης (oversubscription) για το σύνολο των Δημοσίων Εγγραφών, διαμορφώθηκε στις ογδόντα (80) φορές. Αυτό σημαίνει ότι για τις εβδομήντα επτά (77) Δημόσιες Εγγραφές τα κεφάλαια τα οποία προσφέρθηκαν ήταν κατά μέσο όρο ογδόντα (80) φορές περισσότερα από τα κεφάλαια τα οποία ζητήθηκαν από τις εκδότριες εταιρίες.

Η πρώτη γραμμή παρουσιάζει τον αριθμό των παρατηρήσεων που ελήφθησαν υπόψη για την κάθε κατηγορία απλών αποδόσεων (δηλαδή R1, R3, R23 και R69). Έτσι, για την περίπτωση της αρχικής απόδοσης ελήφθησαν παρατηρήσεις για το σύνολο του δείγματος. Δηλαδή, έχουμε εβδομήντα επτά (77) παρατηρήσεις (observations). Στην περίπτωση των απλών αποδόσεων του πρώτου τριμήνου (R3) ελήφθησαν και πάλι εβδομήντα επτά παρατηρήσεις, ενώ για τον πρώτο μήνα απλών αποδόσεων (R23) ελήφθησαν εβδομήντα τρεις (73) παρατηρήσεις, καθώς το τελευταίο διάστημα της υπό εξέτασης περιόδου έγιναν κάποιες Δημόσιες Εγγραφές και εισαγωγές στο Χ.Α.Α. Τέλος, αναφορικά με το πρώτο τρίμηνο, ελήφθησαν εξήντα επτά (67) παρατηρήσεις.

Η δεύτερη γραμμή του Πίνακα 5, παρουσιάζει τις μέσες αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών για την κάθε περίπτωση εξέτασης, όπως προκύπτουν από τις αντίστοιχες στήλες. Έτσι, στην περίπτωση των απλών αρχικών αποδόσεων (R1) έχουμε μέση απόδοση για το σύνολο των Δημοσίων Εγγραφών ύψους 21,46%. Αυτό σημαίνει, ότι οι επενδυτές οι οποίοι συμμετέχουν στις Δημόσιες Εγγραφές και πληρώνουν την τιμή διάθεσης για την απόκτηση μετοχών, εγγράφουν κατά μέσο όρο κέρδη της τάξης του 21,46% κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Όπως πολλάκις έχει αναφερθεί σε άλλα σημεία της μελέτης, η θετική αυτή απόδοση είναι **ένδειξη υποτιμολόγησης**.

Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με αποτελέσματα διεθνών μελετών, καθώς το φαινόμενο της υποτιμολόγησης φαίνεται να εμφανίζεται σε όλες τις κεφαλαιαγορές. Άλλωστε

στη μελέτη των Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 και 2000) όπου έχουν συγκεντρωθεί αποτελέσματα ερευνών γύρω από το φαινόμενο της υποτιμολόγησης (underpricing), φαίνεται ξεκάθαρα ότι σε όλες τις αγορές υπάρχει (κατά μέσο όρο) αυτό το φαινόμενο. Συγκεκριμένα, η υποτιμολόγηση εκτείνεται από 4,5% στο Ισραήλ (περίοδος 1993-1994) μέχρι 388% στην Κίνα (A-Shares για περίοδο 1990-1996). Σε αντίστοιχη μελέτη των Papaioannou, Travlos και Tsagarakis (1997) για τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1987 έως 1994 (Σεπτέμβριος) σε ένα δείγμα 101 Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης διαμορφώνεται σε 34,5% με Τυπική Απόκλιση 52% η οποία είναι πολύ κοντά σε σχέση με την αντίστοιχη Τυπική Απόκλιση του δείγματος της παρούσης (53,01% όπως αναφέρεται και στην επόμενη παράγραφο).

Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 5, για την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγματεύσεως, ενώ ο μέσος όρος των αποδόσεων διαμορφώνεται σε 21,46% η διάμεσος διαμορφώνεται σε 3,46% ενώ η Τυπική Απόκλιση του δείγματος (77 παρατηρήσεις) διαμορφώνεται σε 53,01% με Διακύμανση κατ' επέκταση 0,28099. Από το σύνολο των εβδομήντα επτά (77) παρατηρήσεων, η μεγαλύτερη αρχική απόδοση ήταν 223,69% ενώ η μικρότερη η οποία ήταν και αρνητική ήταν -39,77%.

Εξετάζοντας την περίπτωση κατά την οποία ένας επενδυτής αποκτά μετοχές στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (όπου θεωρητικά η τιμή διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης στη fair price) και διακρατά τους τίτλους αυτούς μέχρι την 3^η ημέρα διαπραγμάτευσης όπου τα όρια διακύμανσης είναι ελεύθερα, αυτός κατά μέσο όρο θα εγγράψει ζημίες ύψους -2,08%. Το δείγμα και αυτή την περίπτωση αποτελείται από εβδομήντα επτά (77) παρατηρήσεις, με την Τυπική Απόκλιση να ανέρχεται σε 18,77% και η Διακύμανση σε 0,03523. Η υψηλότερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 113,33% και η χαμηλότερη -40,53%. Λαμβάνοντας υπόψη όχι το μέσο όρο αλλά τη Διάμεσο τότε η ζημίες που θα ενέγραφε ο επενδυτής θα ήταν της τάξης του -3,96%.

Αντίστοιχα, ένας επενδυτής ο οποίος αποκτά τίτλους στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και τους διακρατά για έναν μήνα (23 διαπραγματευτικές ημέρες), κατά μέσο όρο θα εγγράψει ζημίες η οποίες ανέρχονται σε μόλις -0,97% ενώ λαμβάνοντας υπόψη τη Διάμεσο, οι απώλειες θα έφθαναν το -5,12%. Η υψηλότερη απόδοση (R23) που παρατηρήθηκε ήταν 154,12% και η χαμηλότερη -57,29%. Το δείγμα σε αυτή την περίπτωση των απλών αποδόσεων 23 συνεδριακών ημερών ανέρχεται σε εβδομήντα τρεις (73) παρατηρήσεις με Τυπική Απόκλιση 33,44% και Διακύμανση 0,11181.

Το μεγαλύτερο διάστημα απλών αποδόσεων είναι αυτό των εξήντα εννιά (69) συνεδριακών ημερών ή ενός ημερολογιακού τριμήνου. Σε αυτή την περίπτωση, οι απλές αποδόσεις (R69) κατά μέσο όρο διαμορφώνονται σε 1,84% ενώ σύμφωνα με τη Διάμεσο σε -11,5% με Τυπική Απόκλιση 59,09% και Διακύμανση 0,34921. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 321,57% και η μικρότερη -60,12%. Το μέγεθος του δείγματος στην περίπτωση αυτή των 69 συνεδριακών ημερών αποτελείται από εξήντα επτά (67) παρατηρήσεις.

α2. Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Συνολικού Δείγματος

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (ERs) υπολογίζονται όταν από την απλή απόδοση αφαιρεθεί η απόδοση της αγοράς για την αντίστοιχη περίπτωση. Όπως περιγράφεται και στο τμήμα που περιγράφει τη μεθοδολογία είναι : $ER = R - MR$ όπου R η απλή απόδοση και MR η απόδοση της αγοράς. Στην παρούσα μελέτη σαν απόδοση της αγοράς λαμβάνεται υπόψη η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. Όπως είναι αναμενόμενο, το πλήθος των παρατηρήσεων στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων είναι το ίδιο για την κάθε περίοδο. Δηλαδή, αποτελείται από εβδομήντα επτά (77) παρατηρήσεις για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, εβδομήντα επτά (77) για την τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης, εβδομήντα τρεις (73) για τον πρώτο συνεδριακό μήνα και τέλος εξήντα επτά (67) για το πρώτο συνεδριακό τρίμηνο. Ο Πίνακας 6 που παρατίθεται παρακάτω δείχνει τα αντίστοιχα μεγέθη με τον Πίνακα 3 (Απλές Αποδόσεις Συνολικού Δείγματος) αλλά σε αυτήν την περίπτωση για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις του συνολικού δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002 (Συνολικό Δείγμα)

	ER1	ER3	ER23	ER69
#OBSER	77	77	73	67
AVG	21.47%	-1.08%	2.58%	12.59%
MEDIAN	2.64%	-2.58%	-1.25%	-0.78%
STDEV	53.33%	18.29%	31.87%	59.52%
VAR	0.28440	0.03345	0.10159	0.35431
MIN	-47.69%	-34.77%	-46.26%	-49.46%
MAX	223.01%	112.80%	154.37%	337.15%

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα των υπερβαλλουσών αποδόσεων, τα αποτελέσματα όπως προκύπτουν και από τον Πίνακα 6 είναι σχεδόν στα ίδια επίπεδα για την πρώτη, τρίτη και εξηκοστή ένατη ημέρα διαπραγμάτευσης όχι όμως και για την εικοστή τρίτη. Συγκεκριμένα, η

υπερβάλλουσα απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (ER1) του Συνολικού δείγματος, δίνει μέση υποτιμολόγηση της τάξης του 21,47% έναντι 21,46% στην περίπτωση των απλών αποδόσεων, με Τυπική Απόκλιση της τάξης του 53,33%. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 223,01%, ενώ η χαμηλότερη -47,69%. Βλέπουμε ότι και στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων, υπάρχει απόδειξη υποτιμολόγησης.

Στην περίπτωση των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων της τρίτης ημέρας (ER3) διαπραγμάτευσης του Συνολικού δείγματος έχουμε αρνητική απόδοση -1,08% με Τυπική Απόκλιση 18,29%, αρκετά κοντά στην απλή απόδοση της τρίτης ημέρας (R3) η οποία ήταν 2,08%. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 112,80% ενώ η χαμηλότερη -34,77%.

Διαφοροποίηση ως προς το πρόσημο της απόδοσης έχουμε στην περίπτωση των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων της εικοστής τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης (ER23) όπου σε αντίθεση με την μέση απλή απόδοση (R23) η οποία ήταν -0,97%, σε αυτήν την περίπτωση κινήθηκε θετικά και συγκεκριμένα διαμορφώθηκε σε 2,58%, με Τυπική Απόκλιση 31,87%. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 154,37% ενώ η χαμηλότερη -46,26%.

Τέλος, αναφορικά με τις Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού δείγματος για τις εξήντα εννιά πρώτες συνεδριάσεις (ER69), τα αποτελέσματα είναι αρκετά διαφοροποιημένα σε σχέση με αυτά των Απλών Αποδόσεων κυρίως λόγω της πτωτικής τάσης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά το υπό εξέταση διάστημα. Συγκεκριμένα, η μέση απόδοση για αυτό το διάστημα διαμορφώνεται σε 12,59% με Τυπική Απόκλιση 59,52%. Οι υψηλότερη τιμή που παρατηρήθηκε είναι 337,15%, ενώ η χαμηλότερη -49,46%.

Προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα για το κατά πόσο η μέθοδος που ακολουθείται κατά τις Δημόσιες Εγγραφές επηρεάζει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, το Συνολικό Δείγμα διαιρέθηκε σε δυο (2) επιμέρους δείγματα. Το πρώτο, περιλαμβάνει τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής και αποτελείται από σαράντα πέντε (45) Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, ενώ το δεύτερο περιλαμβάνει αυτές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών και αποτελείται από τριάντα δύο (32) Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Στις επόμενες παραγράφους, παρουσιάζονται τα αντίστοιχα αποτελέσματα της μελέτης με αυτά που εξήχθησαν για το συνολικό δείγμα αναφορικά με τα δυο αυτά υποδείγματα.

β. Δημόσιες Εγγραφές με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής

β1. Απλές Αποδόσεις Δ.Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή

Ο Πίνακας 7 περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της επεξεργασίας του υποδείγματος των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7
Απλές Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002
(Δ.Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή)

	R1	R3	R23	R69
#OBSER	45	45	45	45
AVG	14.89%	-0.43%	-1.85%	2.63%
MEDIAN	5.20%	-5.20%	-6.68%	-13.50%
STDEV	41.22%	23.41%	37.48%	68.89%
VAR	0.16990	0.05478	0.14045	0.47454
MIN	-39.77%	-40.53%	-57.29%	-60.12%
MAX	134.09%	113.33%	154.12%	321.57%
OVERSUB(x)	121			

Όπως προκύπτει και από τον Πίνακα 7 η μέση απόδοση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (R1) αναφορικά με τις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής (45 παρατηρήσεις) διαμορφώνεται σε 14,89%.

Συγκρίνοντας το μέγεθος αυτό με το αντίστοιχο του Συνολικού Δείγματος, παρατηρείται ότι διαμορφώνεται σε χαμηλότερα επίπεδα (21,46% για το Συνολικό Δείγμα). Η Τυπική Απόκλιση διαμορφώνεται σε 41,22% η οποία είναι χαμηλότερη σε σχέση με την αντίστοιχη του Συνολικού Δείγματος η οποία όπως αναφέρεται ανωτέρω είναι 53,01%. Η μεγαλύτερη απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για τις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής είναι 134,09%, ενώ η χαμηλότερη -39,77%. Μπορεί να παρατηρηθεί ότι η μεγαλύτερη τιμή δεν είναι αυτή του Συνολικού Δείγματος (οπότε η μεγαλύτερη παρουσιάστηκε σε Δημόσια Εγγραφή που διενεργήθηκε με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών), ενώ η χαμηλότερη τιμή είναι αυτή που παρατηρείται και στο Συνολικό Δείγμα. Συνεπώς, και στην περίπτωση των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν στο υπό εξέταση διάστημα, υπάρχει ένδειξη υποτιμολόγησης η οποία είναι συνεπής με μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε κεφαλαιαγορές του εξωτερικού. Εξάλλου, ο μέσος βαθμός υπερκάλυψης των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής είναι 121 φορές, έναντι 80 που είναι για το Συνολικό Δείγμα.

Η απόδοση της τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης (R3) διαμορφώνεται σε $-0,43\%$ η οποία είναι χαμηλότερη σε σχέση με το Συνολικό Δείγμα όπου το R3 διαμορφώνεται σε $-2,08\%$, ενώ η Τυπική Απόκλιση εκτιμήθηκε σε $23,41\%$, η οποία είναι υψηλότερη από το αντίστοιχο μέγεθος του Συνολικού Δείγματος. Η μεγαλύτερη απόδοση που παρατηρήθηκε ήταν $113,33\%$ και η χαμηλότερη $-40,53\%$ που είναι και τα μεγέθη τα οποία παρατηρήθηκαν στο Συνολικό Δείγμα.

Οι αποδόσεις της εικοστής τρίτης (R23) και εξηκοστής ένατης (R69) ημέρας διαπραγμάτευσης διαμορφώθηκαν σε $-1,85\%$ και $2,63\%$ αντίστοιχα, ενώ οι Τυπικές Αποκλίσεις εκτιμήθηκαν σε $37,48\%$ και $68,89\%$. Το αποτέλεσμα της εξηκοστής ένατης ημέρας διαπραγμάτευσης θα μπορούσε να χαρακτηριστεί σαν μια ένδειξη για μια θετική –κατά μέσο όρο- απόδοση μεσοπρόθεσμα. Εξάλλου, η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε για αυτό το μέγεθος (R69) είναι $321,57\%$ και η μικρότερη $-60,12\%$.

β2.Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Δ.Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή

Στον Πίνακα 8 που παρατίθεται κατωτέρω, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τις Υπερβάλλουσες Αποδόσεις αναφορικά με τις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής. Το δείγμα και σε αυτή την περίπτωση αποτελείται από σαράντα πέντε (45) παρατηρήσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8
Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002
(Δ.Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή)

	ER1	ER3	ER23	ER69
#OBSER	45	45	45	45
AVG	14.77%	0.28%	2.20%	14.24%
MEDIAN	3.77%	-3.53%	-3.47%	-2.87%
STDEV	41.85%	22.87%	35.99%	69.44%
VAR	0.17516	0.05232	0.12953	0.48216
MIN	-47.69%	-34.77%	-44.23%	-49.46%
MAX	134.54%	112.80%	154.37%	337.15%

Σε επίπεδο Υπερβαλλουσών Αποδόσεων για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής, τα εξαγόμενα για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (ER1) δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερες διαφοροποιήσεις σε σχέση με τις Απλές

Αποδόσεις (R1), καθώς το ER1 κατά μέσο όρο διαμορφώθηκε σε 14,77% με Τυπική Απόκλιση 41,85% έναντι 14,89% και 41,22% αντίστοιχα για το R1. Αντίθετα, διαφοροποιήσεις παρουσιάζονται για τις αποδόσεις της τρίτης, εικοστής τρίτης και εξηκοστής ένατης ημέρας διαπραγμάτευσης όπου κατά μέσο όρο έχουμε θετικές αποδόσεις 0,28%, 2,2% και 14,24% αντίστοιχα.

γ. Δημόσιες Εγγραφές με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών

γ1. Απλές Αποδόσεις Δ.Ε. με Βιβλίο Προσφορών

Στον Πίνακα 7 παρατίθενται τα αντίστοιχα μεγέθη με αυτά των παραπάνω πινάκων, αλλά στην προκειμένη περίπτωση για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών. Το δείγμα αποτελείται από τριάντα δύο (32) παρατηρήσεις, ενώ ο μέσος βαθμός υπερκάλυψης ανέρχεται σε δεκαέξι φορές (16x) , έναντι εκατόν είκοσι έξι φορές (126x) για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής.

Από την ανάλυση της βιβλιογραφίας, θα περιμέναμε η υποτιμολόγηση να είναι μεγαλύτερη στις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών, όπως αναφέρεται και στην θεωρία συγκέντρωσης πληροφοριών (Information Gathering Theory) η οποία εκπονήθηκε από τους Benveniste και Spindt (1989), σύμφωνα με την οποία ο Ανάδοχος συλλέγει πληροφορίες από τους επενδυτές κατά τη διαδικασία κατάρτισης του Βιβλίου Προσφορών και έτσι είναι σε θέση να διαμορφώσει την τιμή διάθεσης σε επίπεδα τα οποία είναι κοντά στην εσωτερική αξία της εκδότριας εταιρίας. Για να ανταμείψει τους επενδυτές αυτούς για την πληροφόρηση που του έδωσαν ο Ανάδοχος προχωρά σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση, ενώ διανέμει στους επενδυτές αυτούς κατά την κρίση του περισσότερες μετοχές σαν έναν άλλο τρόπο αμοιβής. Μελέτη των Hanley και Wilhelm (1995) δείχνει ότι θεσμικοί επενδυτές (οπότε και πληροφορημένοι) λαμβάνουν σχεδόν τις ίδιες ποσότητες μετοχών τόσο σε υπερτιμημένες όσο σε υποτιμημένες εκδόσεις, δίνοντας στήριξη στη θεωρία των Benveniste και Spindt, περί μεγαλύτερης υποτιμολόγησης των εκδόσεων. Εξάλλου, η Hanley (1993) στην θεωρία της μερικής στάθμισης (partial adjustment theory) συμφωνεί με τους Benveniste και Spindt, ενώ προσθέτει ότι ο Ανάδοχος προχωρά σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση, για να ανταμείψει τους επενδυτές για τις αληθινές πληροφορίες τις οποίες του έδωσαν και υποστηρίζει ότι όσο πιο αισιόδοξη είναι η επανάληψη (revision, δηλαδή η 'απόσταση' της τιμής διάθεσης από τη μέση τιμή του εύρους διάθεσης όπως αυτό προκύπτει από το Ενημερωτικό Δελτίο) τόσο μεγαλύτερη η υποτιμολόγηση με στόχο να αποζημιώσει

τους επενδυτές. Με άλλα λόγια, η Hanley υποστηρίζει ότι όσο πιο θετικές είναι οι επαναλήψεις (revisions) τόσο μεγαλύτερη η υποτιμολόγηση σε σχέση με άλλες Δημόσιες Εγγραφές. Στο δείγμα της παρούσης, η μέση επανάληψη (revision) διαμορφώθηκε σε 1,52%, δηλαδή κατά μέσο όρο η τιμή διάθεσης διαμορφώθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από το μεσοδιάστημα του εύρους τιμών, ενώ σύμφωνα και με την οικονομετρική ανάλυση που ακολουθεί στο επόμενο μέρος (δ) η επανάληψη (revision) είναι ιδιαίτερα στατιστικά σημαντική για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών.

Ο Ljungqvist (2000) παρατηρεί μια διάχυση της μεθόδου αυτής στις Δημόσιες Εγγραφές παγκοσμίως –όπως άλλωστε και στην Ελλάδα με την 209/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς- καθώς αυτή δίνει τη δυνατότητα στους Αναδόχους να μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης. Εξάλλου, οι Chowdry και Sherman (1996) και Cornelli και Goldreich (1999) παρατηρούν ότι αυτοί που συμμετέχουν στη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών (bidders) και παρέχουν σημαντική πληροφόρηση στον Ανάδοχο, τελικά λαμβάνουν περισσότερες μετοχές από τους υπολοίπους. Οι Benveniste και Busaba (1997) υποστηρίζουν ότι η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών δημιουργεί μεγαλύτερες προσόδους από τις άλλες μεθόδους κατά τις Δημόσιες Εγγραφές, ενώ η Sherman (2000) υπογραμμίζει ότι το Βιβλίο Προσφορών δίνει τη δυνατότητα στον Ανάδοχο να καθορίσει τη διάθεση των μετοχών επιλεκτικά και να διαμορφώσει μακροχρόνιες σχέσεις με τους μεσάζοντες. Οι Sherman και Titman (2001) αναφέρουν ότι η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών γίνεται κάποιες φορές αντικείμενο κριτικής καθώς, σε αντίθεση με τις άλλες μεθόδους, στο Βιβλίο Προσφορών ο Ανάδοχος αποκλείει επενδυτές από τη διαδικασία κατάθεσης των προσφορών. Η πρακτική αυτή του αποκλεισμού, είναι ιδιαίτερα αμφιλεγόμενη καθώς κατά μέσο όρο η διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών αποτελεί έναν εύκολο μηχανισμό για τους Αναδόχους να ανταμοίβουν τους πελάτες τους με την υποτιμολόγηση της έκδοσης. Στην ίδια μελέτη οι Sherman και Titman υποστηρίζουν ότι όσο πιο ακριβής είναι η τιμολόγηση της έκδοσης, τόσο περισσότεροι επενδυτές συμμετέχουν στην προσφορά και τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση. Στις επόμενες γραμμές παρατίθεται ο Πίνακας 9 με τις Απλές Αποδόσεις των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Απλές Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002 (Δ.Ε. με Βιβλίο Προσφορών)

	R1	R3	R23	R69
#OBSER	32	32	28	22
AVG	30.69%	-4.41%	0.44%	0.23%
MEDIAN	1.92%	-2.81%	-4.67%	-3.07%
STDEV	65.78%	8.76%	26.26%	32.07%
VAR	0.43269	0.00766	0.06895	0.10283
MIN	-38.45%	-20.43%	-52.28%	-43.44%
MAX	223.69%	18.97%	92.44%	84.74%
OVERSUB(x)	16			

Πράγματι, για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών, η μέση Απλή Απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (R1) διαμορφώθηκε σε 30,69%, πράγμα το οποίο συνεπάγεται υποτιμολόγηση και μάλιστα ιδιαίτερα μεγαλύτερη τόσο από το Σύνολο του Δείγματος, όσο και από τις Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής.

Έτσι, μπορεί να εξαχθεί ότι το αποτέλεσμα είναι συνεπές με τη θεωρία των Benveniste και Spindt (1989), με τη θεωρία της μερικής στάθμισης (partial adjustment theory) της Hanley (1993), όπως άλλωστε και με τα συμπεράσματα άλλων εργασιών τα οποία παρουσιάζουν την υποτιμολόγηση σαν ένα καθολικό φαινόμενο όπως άλλωστε έχει αναφερθεί και σε άλλο μέρος της παρούσης. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε ήταν 223,69%, η χαμηλότερη -38,45%, με την Τυπική Απόκλιση να διαμορφώνεται σε 65,78%, αρκετά υψηλότερα από το αντίστοιχο μέγεθος των Δημοσίων Εγγραφών με Προκαθορισμένη Τιμή (41,22%).

Κατά μέσο όρο, η απόδοση ενός επενδυτή που θα αγόραζε μετοχές στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και θα τις πουλούσε στην τιμή κλεισίματος της τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης (R3) θα ήταν αρνητική και ίση με -4,41%, τη στιγμή που το αντίστοιχο μέγεθος για τις Δημόσιες Εγγραφές με Προκαθορισμένη Τιμή είναι μόλις -0,43%. Η Τυπική Απόκλιση εκτιμήθηκε σε μόλις 8,76%, τη στιγμή όπου το αντίστοιχο μέγεθος για τις Δημόσιες Εγγραφές με Προκαθορισμένη Τιμή διαμορφώθηκε σε 23,41%. Η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρήθηκε είναι 18,97%, ενώ η χαμηλότερη -20,43%.

Για την εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης, η μέση Απλή Απόδοση (R23) διαμορφώνεται σε 0,44%, με το αντίστοιχο μέγεθος των Δημοσίων Εγγραφών με

Προκαθορισμένη Τιμή να ανέρχεται σε $-1,85\%$. Η Τυπικά Απόκλιση εκτιμάται σε $26,26\%$, η μεγαλύτερη τιμή που παρατηρείται είναι $92,44\%$ και η χαμηλότερη $-52,28\%$.

Τέλος, για την εξηκοστή ένατη ημέρα διαπραγμάτευσης, η μέση Απλή Απόδοση (R69) διαμορφώνεται σε μόλις $0,23\%$ με Τυπική Απόκλιση $32,07\%$. Αν το διάστημα των εξήντα εννιά συνεδριακών ημερών (ή ημερολογιακού τριμήνου) θεωρηθεί ένα μεσοπρόθεσμο διάστημα, τότε συμπεραίνουμε ότι κατά μέσο όρο ένας επενδυτής ο οποίος θα αγόραζε μια μετοχή στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και την πωλούσε στην τιμή κλεισίματος της εξηκοστής ένατης ημέρας διαπραγμάτευσης, θα είχε απόδοση μόλις $0,23\%$ εάν η Δημόσια Εγγραφή της υπό εξέταση μετοχής είχε διενεργηθεί με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών και απόδοση $2,63\%$ εάν αυτή είχε πραγματοποιηθεί με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής.

γ2. Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Δ.Ε. με Βιβλίο Προσφορών

Όπως και με το Συνολικό Δείγμα και το δείγμα που αποτελείται από τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής, έτσι και στην περίπτωση του δείγματος που αναφέρεται στο Βιβλίο Προσφορών θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων, όπως αυτά προκύπτουν από τον Πίνακα 10 που παρατίθεται κατωτέρω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

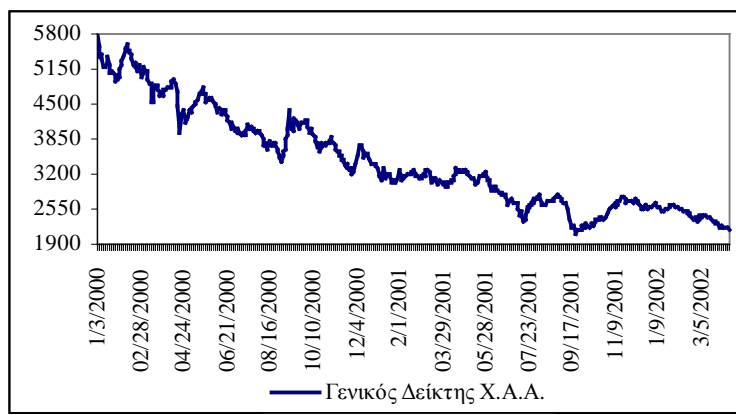
**Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002
(Δ.Ε. με Βιβλίο Προσφορών)**

	ER1	ER3	ER23	ER69
#OBSER	32	32	28	22
AVG	30,90%	-3,03%	3,19%	9,22%
MEDIAN	1,27%	-1,99%	0,59%	0,13%
STDEV	65,80%	8,44%	24,45%	31,86%
VAR	0,43293	0,00711	0,05976	0,10152
MIN	-38,20%	-19,89%	-46,26%	-28,37%
MAX	223,01%	18,71%	91,69%	99,36%

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων σε σχέση με τις Απλές (Πίνακας 9), μπορούμε να συμπεράνουμε ότι για τις περιόδους της πρώτης και τρίτης ημέρας διαπραγμάτευσης, οι αποδόσεις R1, R3 και ER1, ER23 αντίστοιχα δεν διαφέρουν ιδιαίτερα. Εξετάζοντας όμως την εξηκοστή ένατη ημέρα διαπραγμάτευσης η Υπερβάλλουσα

Απόδοση για αυτό το διάστημα είναι αισθητά υψηλότερη από την Απλή. Συγκεκριμένα η ER69 διαμορφώνεται σε 9,22% έναντι 0,23% της R23. Η πιο πιθανή εξήγηση είναι η επίδραση της αγοράς (Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α.) της οποίας η τάση ήταν σταθερά πτωτική και όπως είναι αναμενόμενο επηρεάζει τις αποδόσεις σε μεσοπρόθεσμο διάστημα. Το Διάγραμμα 2 εξάλλου που παρατίθεται στις επόμενες γραμμές δείχνει την πτωτική τάση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για το διάστημα από 1/1/2000 έως 15/4/2002.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2
Πορεία Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Παράγοντες που επηρεάζουν την υποτιμολόγηση

Για να υπολογισθεί ο βαθμός συσχέτισης του φαινομένου της υποτιμολόγησης με διάφορους παράγοντες οι οποίοι αναφέρονται στη διεθνή αρθρογραφία συλλέγησαν οι παρακάτω παράμετροι οι οποίοι πιθανά να το επηρεάζουν (Ritter 1984, Beatty και Ritter 1986, Friedlan 1993) και η οποία συσχέτιση εκτιμήθηκε με τη Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων χρησιμοποιώντας το λογισμικό Econometric- Views (σε επίπεδο σημαντικότητας 95%). Οι παράμετροι αυτοί μπορούν να χωρισθούν σε τρεις (3) κατηγορίες, ενώ αξίζει να σημειωθεί ότι τα κριτήρια επιλογής των προκύπτουν από σχετικές μελέτες σε δημοσιευμένα άρθρα με ιδιαίτερη βαρύτητα τόσο στη μεθοδολογία όσο και στους παράγοντες που χρησιμοποιήθηκαν, στην εμπειρική μελέτη για την υποτιμολόγηση και τη στήριξη της τιμής των μετοχών στην Ιταλία των Arosio R., Giudici G. και Paleari S., η οποία παρουσιάστηκε στο 2000 FMA Annual Meeting το οποίο διεξήχθη τον Οκτώβρη του 2000 στις Η.Π.Α.

Η πρώτη αναφέρεται στα χαρακτηριστικά της προς εισαγωγή εταιρίας (Firm Specific Variables) και θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν σαν παράγοντες ασύμμετρης πληροφόρησης. Σε αυτήν ανήκουν η ηλικία της εταιρίας, δηλαδή τα χρόνια από την ίδρυση της εταιρίας έως την εισαγωγή της στην οργανωμένη αγορά του Χρηματιστηρίου. Σε αυτή την περίπτωση, για να είναι τα αποτελέσματα συγκρίσιμα χρησιμοποιείται ο φυσικός λογάριθμος (ln) της ηλικίας. Στην πρώτη κατηγορία ανήκει επίσης το Σύνολο του Ενεργητικού της προς εισαγωγή εταιρίας κατά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Και στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται ο φυσικός λογάριθμος.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει παραμέτρους σχετικές με την Αρχική Δημόσια Εγγραφή (IPO Specific Variables). Σε αυτή περιλαμβάνονται το σύνολο των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από τη Δημόσια Εγγραφή (φυσικός λογάριθμος) όπως άλλωστε και το πηλίκο των αντληθέντων κεφαλαίων από τη Δημόσια Εγγραφή σε σχέση με το Σύνολο του Ενεργητικού της εκδότριας εταιρίας. Τέλος, στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνεται ο βαθμός υπερκάλυψης της εκάστης έκδοσης (φυσικός λογάριθμος). Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε αντίστοιχες μελέτες σε ξένες κεφαλαιαγορές, στην κατηγορία αυτή εξετάζεται και το ποσοστό των βασικών μετόχων στην εταιρία κατά την εισαγωγή, κάτι το οποίο αποτελεί ένδειξη για το κόστος

αντιπροσώπευσης. Δυστυχώς, δεν ήταν εφικτό να συλλεχθούν στοιχεία για την παράμετρο αυτή και έτσι δεν θα υπολογισθεί.

Τέλος, στην Τρίτη κατηγορία εξετάζονται παράμετροι σχετικοί με την αγορά στην οποία εισέρχεται η εκδότρια εταιρία –στην παρούσα το Χ.Α.Α.-. Σε αυτή περιλαμβάνονται η απόδοση του Γενικού Δείκτη για ένα διάστημα εκατό (100) συνεδριακών ημερών πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής, όπως άλλωστε και η μεταβλητότητα (Volatility) της αγοράς (Γενικού Δείκτη) για τις εξήντα (60) ημέρες πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής (λαμβάνοντας σαν μέσο υπολογισμού της μεταβλητότητας την Τυπική Απόκλιση των εξήντα ημερησίων αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α.). Επίσης, εκτιμάται η μεταβλητότητα της νεοεισερχόμενης στο Χρηματιστήριο μετοχής το διάστημα των δέκα (10) πρώτων συνεδριακών ημερών (υπολογιζόμενη ως η Τυπική Απόκλιση των δέκα πρώτων ημερησίων αποδόσεων της μετοχής) σαν ένδειξη του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου (Idiosyncratic Risk) της Δημόσιας Εγγραφής. Ειδικότερα για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών, ελήφθησαν υπόψη δυο ακόμα παράγοντες. Ο πρώτος είναι το εύρος του διαστήματος των τιμών προσφοράς, όπως αυτό προσδιορίζεται στο Ενημερωτικό Δελτίο (Prospectus) της εκδότριας εταιρίας, ενώ ο δεύτερος είναι η τελική επανάληψη (Final Revision) η οποία προσδιορίζεται σαν η σχετική διαφορά μεταξύ της τελικής τιμής διάθεσης και του μεσοδιαστήματος του εύρους τιμών.

Κατωτέρω ακολουθούν τα τμήματα α, β και γ στα οποία αναφέρονται τα αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης αναφορικά με τους παράγοντες που παρουσιάζονται ανωτέρω για το Συνολικό Δείγμα των Δημοσίων Εγγραφών, τις Δημόσιες Εγγραφές με Προκαθορισμένη Τιμή και τις Δημόσιες Εγγραφές με Βιβλίο Προσφορών αντίστοιχα.

α. Συνολικό Δείγμα

Ο Πίνακας 11 ο οποίος παρατίθεται στις παρακάτω γραμμές περιγράφει τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης για το Σύνολο του δείγματος (77 παρατηρήσεις). Συγκεκριμένα για την κάθε παράμετρο και αφού εφαρμόστηκε γραμμική παλινδρόμηση με τη Μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS), αναφέρονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την επεξεργασία των δεδομένων με τη βοήθεια του λογισμικού Econometric- Views σε επίπεδο σημαντικότητας 95% σχετικά με το Coefficient, το T- Statistic και το Probability of Rejection, όπως άλλωστε και τα R^2 και R^2 (Adjusted) για το σύνολο των παραγόντων αυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης για τους παράγοντες της υποτιμολόγησης.
Συνολικό Δείγμα: 77 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές από 1/1/2000 έως 15/4/2002**

Παράμετρος	Coefficient	T-Statistic	Probability of Rejection
Ηλικία Εταιρίας (AGE)	0,06523	1,147042	0,255
Σύνολο Ενεργητικού (ASSETS)	-0,092014	-2,656032	0,0097
Μέγεθος Έκδοσης (SIZE)	-0,124522	-2,816087	0,0062
Μέγεθος Έκδοσης ως% Ενεργητικού (SIZEPERC)	-0,047102	-0,750685	0,4552
Βαθμός Υπερκάλυψης (OVERSUB)	0,082493	2,636087	0,0102
Απόδοση Αγοράς (PERFORMANCE)	1,495306	2,522702	0,0138
Μεταβλητότητα Αγοράς (MKTVOLATILITY)	-9,866437	-0,692397	0,4908
Μεταβλητότητα Μετοχής (SHAREVOLATILITY)	3,766717	2,760527	0,0073
R²	25,56%		
R²(Adjusted)	16,80%		

*Σε επίπεδο σημαντικότητας 95%

Από την οικονομετρική ανάλυση στο Συνολικό Δείγμα προκύπτει ότι τα R² και R² (Adjusted) διαμορφώνονται σε 25,56% και 16,80% αντίστοιχα τα οποία δεν είναι ιδιαίτερα υψηλά συγκρινόμενα και με παρόμοιες μελέτες σε άλλες αγορές.

Οι παράμετροι της ηλικίας της εκδότριας εταιρίας, το μέγεθος της έκδοσης σαν ποσοστό του Συνόλου του Ενεργητικού της εκδότριας και η μεταβλητότητα (volatility) της αγοράς για διάστημα εξήντα (60) ημερών πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής, δεν είναι στατιστικά σημαντική και από το παρόν δείγμα δεν φαίνεται να επηρεάζουν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης.

Αντίθετα, για το Συνολικό Δείγμα, οι παράμετροι του μεγέθους της Δημόσιας Εγγραφής (προσδιοριζόμενο σαν τα προς άντληση κεφάλαια μέσω της Δ.Ε.) και της μεταβλητότητας της μετοχής για τις δέκα (10) πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (σαν μέτρηση του idiosyncratic risk) παρουσιάζονται ιδιαίτερα συσχετισμένα με την υποτιμολόγηση. Επιπλέον, συσχέτιση φαίνεται να παρουσιάζουν και οι παράμετροι του βαθμού υπερκάλυψης της έκδοσης, του ύψους του Συνόλου του Ενεργητικού της εκδότριας κατά τη διεξαγωγή της Δημόσιας Εγγραφής και τέλος η απόδοση της αγοράς για περίοδο εκατό (100) συνεδριακών ημερών πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής.

Όπως έχει αναφερθεί και σε άλλο σημείο της παρούσης, προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα για τις μεθόδους διεξαγωγής της Δημόσιας Εγγραφής, το Συνολικό Δείγμα (77 παρατηρήσεις) χωρίζεται σε δυο μικρότερα. Το πρώτο αποτελείται από τις Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής (45 παρατηρήσεις) και το δεύτερο από τις Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (32 παρατηρήσεις). Αμέσως στις επόμενες παραγράφους παρουσιάζονται ανάλογοι πίνακες με τον Πίνακα 9, αλλά για κάθε υπόδειγμα ξεχωριστά. Αξίζει να σημειωθεί ότι στην παλινδρόμηση στην περίπτωση των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν με Βιβλίο Προσφορών, λαμβάνονται υπόψη δύο ακόμα παράγοντες. Το εύρος τιμών, όπως αυτό προσδιορίζεται στο Ενημερωτικό Δελτίο, και η επανάληψη (Revision) η οποία ορίζεται ως η σχετική διαφορά της τελικής τιμής διάθεσης από το μεσοδιάστημα τους εύρους τιμών.

β. Δ.Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή

Στον Πίνακα 12 που παρουσιάζεται παρακάτω, αναγράφονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το δείγμα που αφορά τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής (45 παρατηρήσεις).

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης για τους παράγοντες της υποτιμολόγησης.
Δείγμα: 45 Αρχικές Δ. Ε. με Προκαθορισμένη Τιμή από 1/1/2000 έως 15/4/2002**

Παράμετρος	Coefficient	T-Statistic	Probability of Rejection
Ηλικία Εταιρίας (AGE)	0,178433	2,306946	0,0259
Σύνολο Ενεργητικού (ASSETS)	-0,01946	-0,31531	0,754
Μέγεθος Έκδοσης (SIZE)	-0,109566	-1,667956	0,1313
Μέγεθος Έκδοσης ως% Ενεργητικού (SIZEPERC)	-0,06923	-1,30216	0,1998
Βαθμός Υπερκάλυψης (OVERSUB)	0,072768	1,98513	0,0535
Απόδοση Αγοράς (PERFORMANCE)	0,803639	1,153161	0,2552
Μεταβλητότητα Αγοράς (MKTVOLATILITY)	22,14301	1,251527	0,2175
Μεταβλητότητα Μετοχής (SHAREVOLATILITY)	5,46582	2,82467	0,0071
R²	29,73%		
R²(Adjusted)	14,11%		

*Σε επίπεδο σημαντικότητας 95%

Εξετάζοντας την περίπτωση των Δημοσίων Εγγραφών με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής, παρατηρείται ότι μόνο δυο παράγοντες φαίνεται να συσχετίζονται με την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ενώ τα R² και R² (Adjusted)

διαμορφώνονται σε 29,73% και 14,11% τα οποία και στην περίπτωση αυτή- όπως και με το Συνολικό Δείγμα- δεν είναι ιδιαίτερα υψηλά. Συγκεκριμένα, η μεταβλητότητα της μετοχής για τις πρώτες δέκα (10) συνεδριακές ημέρες μετά την εισαγωγή (σαν μέσο μέτρησης του Idiosyncratic Risk) συσχετίζεται με την απόδοση, όπως άλλωστε και η ‘ηλικία’ της εκδότριας εταιρίας. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με συμπεράσματα μελετών που διεξήχθησαν σε κεφαλαιαγορές του εξωτερικού.

Από την άλλη πλευρά, πέραν των δυο αυτών παραγόντων, η παλινδρόμηση έδωσε αποτελέσματα τα οποία καθιστούν –για το συγκεκριμένο δείγμα- τους υπόλοιπους υπό εξέταση παράγοντες αδύναμους να επηρεάσουν τις αρχικές αποδόσεις και την υποτιμολόγηση κατ’ επέκταση. Και αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με άλλες μελέτες, με εξαίρεση την απόδοση της αγοράς και τη μεταβλητότητά της που φαίνονται να συσχετίζονται με τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

γ. Δ.Ε. με Βιβλίο Προσφορών

Ο Πίνακας 13 που στις παρακάτω γραμμές, περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (32 παρατηρήσεις). Στον Πίνακα αυτό περιλαμβάνονται επιπλέον τα Coefficients, T- Statistics και Probabilities of Rejection, δυο επιπλέον παραγόντων που είναι χαρακτηριστικοί για τις Δημόσιες Εγγραφές που διενεργούνται με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών. Οι παράγοντες αυτοί είναι αφενός το εύρος τιμών και αφετέρου η τελική επανάληψη (Revision) όπως έχουν προσδιοριστεί σε προτεταίο τμήμα της μελέτης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13

**Αποτελέσματα παλινδρόμησης για τους παράγοντες της υποτιμολόγησης.
Δείγμα: 32 Αρχικές Δ. Ε. με Βιβλίο Προσφορών από 1/1/2000 έως 15/4/2002**

Παράμετρος	Coefficient	T-Statistic	Probability of Rejection
Ηλικία Εταιρίας (AGE)	0,041099	0,463525	0,6463
Σύνολο Ενεργητικού (ASSETS)	-0,139159	-2,967868	0,0058
Μέγεθος Έκδοσης (SIZE)	-0,124367	-1,963381	0,0589
Μέγεθος Έκδοσης ως% Ενεργητικού (SIZEPERC)	0,543376	1,859695	0,0728
Βαθμός Υπερκάλυψης (OVERSUB)	0,263766	4,240473	0,0002
Απόδοση Αγοράς (PERFORMANCE)	1,998693	1,853128	0,0737
Μεταβλητότητα Αγοράς (MKTVOLATILITY)	-25,96107	-0,953317	0,348
Μεταβλητότητα Μετοχής (SHAREVOLATILITY)	3,095343	1,518273	0,1394
Εύρος Τιμών (RANGE)	0,835548	0,406811	0,687
Τελική Επανάληψη (REVISION)	6,543298	3,087766	0,0043
R²	47,86%		
R²(Adjusted)	23,03%		

*Σε επίπεδο σημαντικότητας 95%

Τα αποτελέσματα στην περίπτωση των Δημοσίων Εγγραφών με Βιβλίο Προσφορών εμφανίζουν ενδιαφέρον καθώς τα R^2 και R^2 (Adjusted) διαμορφώνονται σε 47,86% και 23,03% αντίστοιχα τα οποία θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν ικανοποιητικά ως προς την ‘ερμηνευτικότητα’ των παραγόντων που εξετάστηκαν σε σχέση με την αρχική απόδοση των Δημοσίων Εγγραφών, ενώ θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν και συνεπή σε σχέση με αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν για ξένες κεφαλαιαγορές.

Στους επιμέρους παράγοντες καταρχήν φαίνεται αυτό το οποίο αναφέρεται και σε προηγούμενο σημείο της μελέτης, σχετικά με την επανάληψη (Revision). Συγκεκριμένα, αναφέρθηκε ότι τα αποτελέσματα αναφορικά με τη μέση υποτιμολόγηση, είναι συνεπή με τη θεωρία της μερικής στάθμισης (Partial Adjustment Theory) της Hanley (1993), στην οποία υποστηρίζεται ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επανάληψη, τόσο πιο μεγάλη είναι η υποτιμολόγηση. Από την παλινδρόμηση προέκυψε t-statistic ύψους 3,088 το οποίο είναι σημαντικά υψηλό και επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, οπότε όσο μεγαλύτερη η επανάληψη (Revision) τόσο μεγαλύτερη η υποτιμολόγηση. Συνεπώς, η αιτιολόγηση αναφορικά με τη μεγαλύτερη μέση υποτιμολόγηση που προέκυψε σε προηγούμενο τμήμα της μελέτης, στηρίζεται θεωρητικά από τη Hanley και την ‘Partial

Adjustment Theory', ενώ το θεωρητικό αυτό υπόβαθρο υποστηρίζεται από τα εξαγόμενα της παλινδρόμησης αναφορικά με την επανάληψη (Revision).

Πέραν της επανάληψης (Revision) η οποία επηρεάζει και μάλιστα θετικά την υποτιμολόγηση, ιδιαίτερα ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ απόδοσης πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης παρουσιάζει ο βαθμός υπερκάλυψης της έκδοσης (Oversubscription) όπως άλλωστε και το μέγεθος της εκδότριας εκφρασμένο με το σύνολο του Ενεργητικού της πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής το οποίο εμφανίζει στατιστικά σημαντική και θετική συσχέτιση. Οι υπόλοιποι παράγοντες δεν είναι σημαντικοί (για επίπεδο σημαντικότητας 95%), ενώ οριακά θα μπορούσε να ειπωθεί ότι επηρεάζει το μέγεθος της έκδοσης. Αναφορικά με το εύρος τιμών, είναι λογικό το ότι δεν βρέθηκε να είναι στατιστικά σημαντικό καθώς δια αποφάσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να διαφέρει από την κατώτατη περισσότερο από δέκα τοις εκατό (10%).

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα μελέτη, εξετάσθηκαν εβδομήντα επτά (77) Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην περίοδο από 1/1/2000 έως και 15/4/2002. Ο αριθμός των Δημοσίων Εγγραφών που διενεργώταν ανά έτος, ακολούθησε την πτωτική τάση του Γενικού Δείκτη για το υπό εξέταση διάστημα, ενώ η αλλαγή στη μέθοδο που πάγια ακολουθώταν μέχρι το τέλος του 2000 (Προκαθορισμένη Τιμή) οφείλεται στην Απόφαση 201/ 10.10.2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία καθιστά την μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών υποχρεωτική κατά τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α.

Η μελέτη της απόδοσης των τιμών των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002 έδειξε ότι κατά μέσο όρο οι εταιρίες εισήγαγαν τις μετοχές τους σε αυτό, σε τιμές χαμηλότερες από αυτές που διαμορφώνονταν κατά το κλείσιμο της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και όπου το εύρος διακύμανσης είναι ελεύθερο. Αυτό είναι ένδειξη υποτιμολόγησης, πράγμα το οποίο καθιστά τα αποτελέσματα αυτά συνεπή με εκείνα μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε ξένες κεφαλαιαγορές (Ibbotson (1975), Loughran, Ritter και Rydqvist (1994 και 2000)).

Συγκεκριμένα, για το Συνολικό Δείγμα (77 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές) η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για την περίοδο 1/1/2000 έως 15/4/2002 διαμορφώνεται σε 21,46% με Τυπική Απόκλιση 53,01%, ενώ αποτελέσματα παλαιότερων σχετικών μελετών έδινε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση. Συγκεκριμένα η μελέτη των Papaioannou, Travlos και Tsagarakis (1997) σε ένα δείγμα 101 Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών για την περίοδο 1987 έως 1994 (Σεπτέμβριος) η μέση υποτιμολόγηση διαμορφώνεται σε 34,5%.

Επιπλέον, στη μελέτη δείχθηκε ότι η μέθοδος που ακολουθείται κατά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή επηρεάζει την υποτιμολόγηση. Συγκεκριμένα, αφού το δείγμα χωρίστηκε σε δυο μικρότερα στα οποία το ένα περιλάμβανε τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής (45 παρατηρήσεις) και το άλλο τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών (32 παρατηρήσεις) υπολογίσθηκαν οι αρχικές των αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Οι Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με Προκαθορισμένη Τιμή παρουσίασαν μέση υποτιμολόγηση 14,89% τη στιγμή που η μέση υποτιμολόγηση για τις

Δημόσιες Εγγραφές που διεξήχθησαν με Βιβλίο Προσφορών διαμορφώθηκε σε σχεδόν διπλάσια επίπεδα και συγκεκριμένα σε 30,69%.

Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με τους Benveniste και Spindt (1989) στον οποίον τη μελέτη η οποία είναι γνωστή σαν 'Information Gathering Theory', υποστηρίζεται ότι ο Ανάδοχος μπορεί να συλλέξει μέσω του Βιβλίου Προσφορών χρήσιμες πληροφορίες για την εξάλειψη των ασυμμετριών πληροφόρησης, για τις οποίες ο Ανάδοχος καλείται να ανταμείψει τους επενδυτές που συμμετείχαν στο Βιβλίο Προσφορών τόσο με την κατανομή σε αυτούς μεγαλύτερου αριθμού τίτλων (αφού σήμερα ο Ανάδοχος έχει αυτή τη δυνατότητα την οποία όμως δεν είχε στο παρελθόν), όσο και με μεγαλύτερη υποτιμολόγηση της έκδοσης. Εκ του αποτελέσματος, μπορεί να υποστηριχθεί ότι στην περίπτωση των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών που διεξάγονται στην Ελλάδα, οι Ανάδοχοι επιλέγουν να αποζημιώνουν τους θεσμικούς επενδυτές μάλλον με μεγαλύτερη υποτιμολόγηση παρά με μεγαλύτερη διάθεση μετοχών, αφού η μέση υποτιμολόγηση με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών είναι μεγαλύτερη από αυτή με τη μέθοδο της Προκαθορισμένης Τιμής η οποία ακολουθείται μέχρι την έκδοση της 201/ 10.10. 2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Εξετάζοντας τη μεσοπρόθεσμη διακράτηση των μετοχών που αποκτήθηκαν στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και πωλήθηκαν στην εξηκοστή ένατη συνεδριακή ημέρα (δηλαδή ένα ημερολογιακό τρίμηνο), συμπεραίνουμε ότι η μέση απόδοση την οποία απολαμβάνει ο επενδυτής διαμορφώνεται σε 1,84% για το Συνολικό Δείγμα, τη στιγμή που τα αντίστοιχα μεγέθη για τις Δημόσιες Εγγραφές με Προκαθορισμένη Τιμή και τις Δημόσιες Εγγραφές με Βιβλίο Προσφορών να διαμορφώνονται σε 2,63% και 0,23% αντίστοιχα. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η Υπερβάλλουσα Απόδοση της εξηκοστής ένατης ημέρας διαπραγμάτευσης (ER69) και η οποία διαμορφώνεται σε 12,59% για το Συνολικό Δείγμα. Αυτό αποδεικνύει την πρωτική τάση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για αυτό το διάστημα.

Μελετώντας παράγοντες που σύμφωνα με τη διεθνή αρθρογραφία σχετίζονται με τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας καταλήγουμε στα παρακάτω. Για το Σύνολο του Δείγματος, θετική συσχέτιση με τις αρχικές αποδόσεις, μετά την παλινδρόμηση, φαίνεται να έχουν η μεταβλητότητα της μετοχής για τις πρώτες δέκα (10) ημέρες διαπραγμάτευσης σαν μέγεθος μέτρησης του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου (Idiosyncratic Risk) της μετοχής, ο βαθμός υπερκάλυψης της έκδοσης και η απόδοση της αγοράς (εκφρασμένη μέσω του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α.). Επίσης, συσχέτιση αλλά αρνητική εμφανίζουν οι παράμετροι του μεγέθους της έκδοσης και του μεγέθους της εταιρίας (εκφρασμένο με το Σύνολο του Ενεργητικού της

εταιρίας κατά τη δημόσια Εγγραφή). Αντίθετα, παράγοντες όπως η ηλικία της εκδότριας εταιρίας, η μεταβλητότητα της αγοράς και το μέγεθος της έκδοσης σε σχέση με το Σύνολο του Ενεργητικού, δεν είναι στατιστικά σημαντικοί (σε επίπεδο σημαντικότητας 95%). Το R^2 (Adjusted) διαμορφώνεται σε 16,8% το οποίο δεν μπορεί να θεωρηθεί ιδιαίτερα υψηλό.

Εξετάζοντας το υπόδειγμα το οποίο περιλαμβάνει τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές που διενεργήθηκαν με Προκαθορισμένη Τιμή, παρατηρείται ότι στατιστικά σημαντική και θετική σχέση με τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης έχουν η μεταβλητότητα της μετοχής για τις δέκα (10) πρώτες συνεδριακές ημέρες καθώς και η ηλικία της εκδότριας εταιρίας. Οι υπόλοιποι παράγοντες οι οποίοι εξετάστηκαν δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντική για την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ενώ το R^2 (Adjusted) διαμορφώνεται σε αυτή την περίπτωση σε μόλις 14,11%.

Για το υπόδειγμα το οποίο περιλαμβάνει τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές οι οποίες διενεργήθηκαν με τη μέθοδο του Βιβλίου Προσφορών, συμπεραίνεται ότι ιδιαίτερα στατιστικά σημαντικός είναι ο παράγοντας της τελικής επανάληψης (Revision), δηλαδή της σχετικής απόστασης της τελικής τιμής διάθεσης από τη διάμεσο του εύρους τιμών. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές και με τη θεωρία της μερικής στάθμισης (Partial Adjustment Theory) της Hanley (1993) στην οποία υποστηρίζεται ότι όσο μεγαλύτερη είναι η τελική επανάληψη, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτιμολόγηση. Επιπλέον, στατιστικά σημαντικός παρουσιάζεται ο παράγοντας του βαθμού υπερκάλυψης της έκδοσης (δηλαδή πόσες φορές περισσότερα κεφάλαια συγκεντρώθηκαν κατά τη Δημόσια Εγγραφή σε σχέση με αυτά τα οποία αναζητούσε η εκδότρια εταιρία). Τέλος στατιστικά σημαντικός αλλά αρνητικά συσχετιζόμενος παρουσιάζεται ο παράγοντας του μεγέθους της εκδότριας εταιρίας, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρία τόσο μικρότερη είναι η υποτιμολόγηση. Αντίθετα, οι λοιποί παράγοντες δεν φαίνεται σύμφωνα με την παλινδρόμηση να επηρεάζουν τις αρχικές αποδόσεις και κατ' επέκταση την υποτιμολόγηση. Τέλος το R^2 (Adjusted) διαμορφώνεται σε 23,03% το οποίο μπορεί να θεωρηθεί ικανοποιητικό.

Συνοψίζοντας, από την επεξεργασία του δείγματος αυτού των εβδομήντα επτά (77) Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν από 1/1/2000 έως 15/4/2002, προκύπτει ότι η Θεσμική Αλλαγή που προέκυψε με την 201/10.10.2000 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οδήγησε σε μεγαλύτερη κατά μέσο όρο υποτιμολόγηση των εκδόσεων, παρότι σύμφωνα με τη διεθνή αρθρογραφία η μέθοδος του Βιβλίου Προσφορών οδηγεί σε ορθότερη

τιμολόγηση της κάθε έκδοσης. Τα αποτελέσματα της παρούσης, μπορούν να αποβούν χρήσιμα τόσο στον απλό επενδυτή ο οποίος με τη νέα μέθοδο προσδιορισμού της τιμής διάθεσης οι αρχικές αποδόσεις είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες, ενώ οι επενδυτικοί οίκοι οι οποίοι συμμετέχουν σε αναδοχές, θα πρέπει να εξετάσουν κατά πόσο η μεγαλύτερη αυτή υποτιμολόγηση προκύπτει λόγω ανταμοιβής των επενδυτών που συμμετέχουν στο Βιβλίο Προσφορών, ή εάν απλώς πρόκειται για κίνηση αποστροφής κινδύνου. Στο μέλλον, και με μεγαλύτερο δείγμα θα μπορούσε να εξετασθεί εκ νέου αυτό το συμπέρασμα, όπως άλλωστε και να εξετασθούν οι μακροπρόθεσμες Αποδόσεις των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών που διενεργήθηκαν με Βιβλίο Προσφορών.

ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

Affleck, Graves, Miller J., 1989, Regulatory and Procedural Effects on the Underpricing of IPOs, *Journal of Financial Research* 12, 193- 202

Aggarwal R., 2000, Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 3, 1075-1103

Aggarwal R., Rivoli P., 1990, Fads in the IPO Market?, *Financial Management* 19, 45-57

Allen F., Faulhaber G., 1989, Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics* 23, 303- 323

Arosio R., Giudici G., Paleari S., 2000, What Drives the Initial Market Performance of Italian IPOs? An Empirical Investigation on Underpricing and Price Support, *Presented at the 2000 FMA Annual Meeting*

Baron D., 1982, A Model of the Demand for the Investment Banking Advising and Distribution Services of New Issues, *Journal of Finance* 37, 955- 976

Beatty R., Ritter J., 1986, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of IPOs, *Journal of Financial Economics* 15, 213- 232

Benveniste L., Busaba W., 1997, Book- Building vs Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 32, 383- 403

Benveniste L., Busaba W., Guo R., 2001, The Option to Withdrawn IPOs during the Premarket: Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 60, 73- 102

Benveniste L., Spindt P., 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343- 361

Benveniste L., Wilhelm W., 1990, A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments, *Journal of Financial Economics* 28, 173- 207

Carter R., Dark F., Singh A., 1998, Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long- Run Performance of IPO Stocks, *Journal of Finance* 1, 285- 331

Chemmanur T., 1993, The Pricing of IPOs: A Dynamic Model with Information Production, *Journal of Finance* 48, 285- 304

Chowdry B., Nanda V., 1996, Stabilization, Syndication and Pricing of IPOs, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 31, 25- 42

Chowdry B., Sherman A., 1996, International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPOs, *Journal of Corporate Finance* 2, 359- 381

Chowdry B., Sherman A., 1996, The Winner's Curse and International Methods of Allocating IPOs, *Pacific- Basin Finance Journal* 4, 15- 30

Cornelli F., Goldreich D., 2001, Book- Building: How Informative is the Order Book?, *Working Paper*

Drake D., Vetsuypens M., 1993, IPO Underpricing and the Insurance Against Legal Liability, *Financial Management* 22, 64- 73

Ellis K., Michaely R., O' Hara M., 2000, When the Underwriter is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket, *Journal of Finance* 3, 1039- 1074

Friedlan M., 1993, Accounting Information and the Pricing of IPOs, *Working Paper*

Grinblatt M., Hwang C., 1989, Signaling and the Underpricing of New Issues, *Journal of Finance* 24, 13- 31

Hanley K., 1993, The Underpricing of IPOs and the Partial Adjustment Phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231- 250

Hanley K., Wilhelm W., Evidence on the Strategic Allocation of IPOs, *Journal of Financial Economics* 37, 239- 257

Hui Y., Mok M., 1998, Underpricing and the Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai- China, *Pacific- Basin Finance Journal* 6, 453- 474

Ibbotson R., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics* 2, 235- 272

Jegadeesh N., Weinstein M., Welch I., 1993, An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics* 34, 153- 176

Kazantzis C., Thomas D., 1996, The IPO Puzzle and Institutional Constraints: Evidence from the Athens Stock Exchange, *Levis' – Empirical Issues in Raising Equity Capital*, 81- 94

Koh F., Walter T., 1989, A Direct Test of Rock' s Model and the Pricing of Unseasoned Issues, *Journal of Financial Economics* 23, 251- 272

Kutsuna K., Smith R., 2000, How IPO Pricing Model Affects Underpricing and Issue Cost: Evidence on Japan' s Change from Auction Method Pricing to Book- Building, *Working Paper*

Lee P., Taylor S., Walter T., 1996, Australian IPO Pricing in the Short and the Long- Run, *Journal of Banking & Finance* 20, 1189- 1210

Lee P., Taylor S., Walter T., 1999, IPO Underpricing Explanations: Implication from Investor Application and Allocation Schedules, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 34, 425- 444

Ljungqvist A., 1993, Underpricing and the Long- Term Performance of German IPOs 1978- 1992, *Working Paper*

Ljungqvist A., Jenkinson T., Wilhelm W., 2000, Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International IPOs?, *Working Paper*

Leite T., 2000, Overpricing and Underpricing in IPOs. A Model of Excess Initial Returns, *Working Paper*

Loughran T., Ritter J., Rydqvist, 1994 updated 2000, IPOs: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal 2*, 165- 199

Lowry M., Schwert G., 2001, Biases in the IPO Pricing Process, *Bradley Policy Research Center Financial Research & Policy*

Muscarella C., Vetsuypens M., 1989, A Simple Test on Baron's Model of IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics 24*, 125- 136

Papaiouannou G., Travlos N., Tsagarakis N., 1997, The Price Performance of IPOs in Greece: Empirical Evidence, *Working Paper*

Purnanandan A., Swaminathan B., 2001, Are IPOs Underpriced?, *Working Paper*

Ritter J., 1984, The 'Hot Issue' Market of 1980, *Journal of Business 32*, 215- 240

Ritter J., 1991, The Long- Run Performance of IPOs, *Journal of Finance 46*, 3- 27

Ritter J., 2000, IPOs in 1999, *Working Paper*

Rock K., 1986, Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics 15*, 187- 212

Ruud J., 1993, Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, *Journal of Financial Economics 34*, 135- 151

Sherman A., 2000, IPOs and Long- Term Relationships: An Advantage of Book- Building, *Review of Financial Studies, Fall 2000*

Sherman A., Titman S., 2001, Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information, *Working Paper*

Spiess K., Pettway H., 1997, The IPO and First Seasoned Equity Sale: Issue Proceeds, Owner/ Manager's Wealth and the Underpricing Signal, *Journal of Banking & Finance 21*, 967- 988

Tinic M., 1988, Anatomy of IPOs and the Partial Adjustment Phenomenon, *Journal of Financial Economics 34*, 231- 250

Welch I., 1989, Seasoned Offering, Imitation Costs and the Underpricing of IPOs, *Journal of Finance 44*, 421- 449

Welch I., 1991, An Empirical Examination of Models of Contract Choice in IPOs, *Journal of Financial & Quantitative Analysis 26*, 497- 518

Weiss, Hanley K. (1993), The Underpricing of IPOs of Common Stock, *Financial Management 22*, 56- 63