



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

## Διπλωματική Εργασία

# Η Φήμη του Αναδόχου στις Δημόσιες Εγγραφές και η Υποτιμολόγηση των Μετοχών

Συντάκτης Διπλωματικής Εργασίας: Φράγκος Μάριος

Υπεύθυνος Καθηγητής: Κος Ν. Τσαγκαράκης

Μέλη Επιτροπής: Κα Χ. Χρίστου  
Κος Γ. Διακογιάννης

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	3
Εισαγωγή	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	7
2.1. Η Έννοια “Φήμη Αναδόχου”	7
2.2. Τρόποι Προσέγγισης και Μέτρησης της Φήμης του Αναδόχου	7
2.3. Η Υποτιμολόγηση και η Σχέση της με την Φήμη του Αναδόχου	9
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	12
Ανασκόπηση Προηγούμενων Μελετών	12
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b>	29
Συνοπτικά Στατιστικά Δεδομένα	29
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</b>	35
Μεθοδολογία	35
5.1. Τρόπος Προσδιορισμού της Φήμης του Αναδόχου	35
5.2. Υπόδειγμα Γραμμικής Παλινδρόμησης	36
5.3. Προσδιορισμός Υποτιμολόγησης	38
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6</b>	41
Εμπειρικά Αποτελέσματα	41
6.1. Περίοδος 1989-1999	41
6.2. Περίοδος 2000-2005	48
6.3. Αποτελέσματα Υποτιμολόγησης	51
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7</b>	58
Συμπεράσματα	58
Βιβλιογραφία	60
Παραρτήματα	62

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί τα τελευταία χρόνια εκτενώς με το θέμα της φήμης του αναδόχου και το πώς αυτή σχετίζεται με την αρχική απόδοση της τιμής της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο. Ως Δημόσια Εγγραφή (IPO) ορίζεται η πρώτη διάθεση μετοχών από μία επιχείρηση στο επενδυτικό κοινό. Την επιτυχία της διαδικασίας αυτής αναλαμβάνει ο Ανάδοχος (Underwriter). Μεταξύ άλλων ο Ανάδοχος έχει την ευθύνη της διασφάλισης της νομιμότητας της έκδοσης καθώς και την ορθή, πλήρη και αντικειμενική πληροφόρηση των επενδυτών. Οφείλει να διασφαλίζει τη σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου ως εντύπου σύμφωνα με τον νόμο και ιδίως ως προς την ακρίβεια, πληρότητα, σαφήνεια και επικαιρότητά του και να μεριμνά ώστε να είναι διαθέσιμο και προσιτό στο κοινό. Επιπλέον ο Ανάδοχος οφείλει να διασφαλίζει τον ορθό καθορισμό της τιμής διάθεσης των κινητών αξιών και την τήρηση της νόμιμης διαδικασίας καθορισμού και αναγγελίας της.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν διακρίσεις στην μορφή συμμετοχής ανάλογα με το μέγεθος της ευθύνης που αναλαμβάνει ο κάθε ανάδοχος στην αρχική δημόσια εγγραφή. Η κατάταξη με σειρά σπουδαιότητας είναι η εξής: Συντονιστής – Κύριος Ανάδοχος, Κύριος Ανάδοχος, Λοιποί Ανάδοχοι.

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει εάν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και της αρχικής απόδοσης της μετοχής της νεοεισαχθείσας στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείας. Ως απόδοση νοείται η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της μετοχής μεταξύ τιμής διάθεσης και της τιμής κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Μία διαπίστωση όπως η παραπάνω ενδεχομένως θα μας επέτρεπε να συμπεράνουμε, βάσει των συμπερασμάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας, ότι όταν πραγματοποιούνται αναδοχές από δημοφιλείς αναδόχους δεν θα πρέπει να περιμένουμε μεγάλες αποδόσεις την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς σε αυτή την περίπτωση ο δημοφιλής ανάδοχος έχει τιμολογήσει δίκαια την μετοχή (δεν την έχει υποτιμολογήσει). Αντίθετα, οι αναδοχές που πραγματοποιούνται από λιγότερο δημοφιλείς αναδόχους ακολουθούνται από

μεγαλύτερες αρχικές αποδόσεις της τιμής της μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Για την εξαγωγή συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν δύο δείγματα παρατηρήσεων για την περίοδο από το 1989 έως το 2005. Το πρώτο περιελάμβανε 92 εισαγωγές εταιρειών που πραγματοποίησαν την αρχική δημόσια εγγραφή τους την περίοδο από το 1989 έως και το 1999 και το δεύτερο 74 εταιρείες που πραγματοποίησαν την αρχική δημόσια εγγραφή τους από το 2000-2005.

Η εκτίμηση της σχέσης μεταξύ της φήμης του αναδόχου και της αρχικής απόδοσης της τιμής της μετοχής πραγματοποιήθηκε με απλή γραμμική παλινδρόμηση (OLS). Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για την πρώτη περίοδο (1989-1999) έδειξαν αντίστροφη και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% μεταξύ του φυσικού λογαρίθμου της ηλικίας της εκδότριας εταιρείας και της απόδοσης των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης τους, της απόδοσης μεταξύ τιμής εισαγωγής και τιμής κλεισίματος πέντε ημέρες μετά και της απόδοσης μεταξύ τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος τρία χρόνια μετά. Για τις πρώτες δύο παραπάνω παλινδρομήσεις η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου δεν εμφανίστηκε στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% παρά μόνο στην τελευταία παλινδρόμηση δείχνοντας ότι περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με μικρότερες αποδόσεις σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Οι υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν έδειξαν την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των διάφορων μεταβλητών. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για την δεύτερη περίοδο (2000-2005) δεν έδειξαν επίσης την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των διάφορων μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση των υποδειγμάτων.

Στη συνέχεια εξετάστηκε η ύπαρξη υποτιμολόγησης. Υπολογίστηκε η μέση απλή και προσαρμοσμένη στις αποδόσεις της αγοράς ποσοστιαία μεταβολή των τιμών των μετοχών για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος καθώς και η τυπική απόκλιση τους για χρονικό διάστημα 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2 και 3 χρόνων μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης προκειμένου να διαπιστωθεί το μέγεθος της υποτιμολόγησης των μετοχών τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Εξετάστηκαν οι μέσες αποδόσεις για το σύνολο των εταιρειών του

δείγματος αλλά και για κάθε κατηγορία αγοράς στην οποία αυτές εισήχθησαν (Κύρια Αγορά, Παράλληλη Αγορά, Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά).

Τα αποτελέσματα για το σύνολο και των τριών αγορών (Κύρια Αγορά, Παράλληλη Αγορά και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) με κριτήριο την απλή μέση απόδοση, έδειξαν την ύπαρξη υποτιμολόγησης των μετοχών για όλες τις εξετασθείσες περιόδους (με εξαίρεση την περίοδο των δύο ετών). Η ίδια παρατήρηση διαπιστώθηκε και για τις προσαρμοσμένες μέσες αποδόσεις μέχρι και την περίοδο τους ενός έτους. Για τις περιόδους των δύο και τριών χρόνων, η μέση προσαρμοσμένη απόδοση καταγράφηκε σημαντικά αρνητική.

Οι απλές μέσες αποδόσεις για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά, προέκυψαν και αυτές θετικές (με εξαίρεση την περίοδο των τριών χρόνων), επιβεβαιώνοντας και σε αυτή την περίπτωση την ύπαρξη υποτιμολόγησης. Οι προσαρμοσμένες μέσες αποδόσεις καταγράφηκαν θετικές με εξαίρεση και πάλι τις περιόδους των δύο και τριών χρόνων.

Από την εξέταση των μέσων απλών αποδόσεων για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών προέκυψε υποτιμολόγηση των τιμών των μετοχών τους για όλες τις εξετασθείσες περιόδους. Από την εξέταση των προσαρμοσμένων μέσων αποδόσεων παρατηρήθηκε υποτιμολόγηση μέχρι και την περίοδο του ενός έτους. Για τις περιόδους των δύο και τριών ετών οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις κατεγράφησαν αρνητικές.

Τέλος, για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά μόνο η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης εμφανίστηκε θετική. Οι αποδόσεις, απλές και προσαρμοσμένες, για τις υπόλοιπες εξετασθείσες περιόδους προέκυψαν αρνητικές.

Η μελέτη έχει την παρακάτω διάρθρωση: Στο Κεφάλαιο 2 περιγράφεται η έννοια της φήμης του αναδόχου, τα χαρακτηριστικά τα οποία την προσδιορίζουν και οι διάφοροι τρόποι μέτρησης της φήμης του αναδόχου όπως αυτοί παρουσιάζονται στην διεθνή βιβλιογραφία. Επίσης αναλύεται η έννοια της υποτιμολόγησης και το πώς αυτή συνδέεται με την φήμη του αναδόχου. Στο Κεφάλαιο 3 πραγματοποιείται μία

ανασκόπηση προηγούμενων μελετών σχετικών με την μέτρηση για την φήμη του αναδόχου. Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται διάφορα στατιστικά δεδομένα για το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία καθώς και οι πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν. Στο Κεφάλαιο 5 αναλύεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της ποιοτικής μεταβλητής της φήμης του αναδόχου καθώς και το θεωρητικό υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης για την εκτίμηση της σχέσης μεταξύ της φήμης του αναδόχου και των αποδόσεων των μετοχών. Τέλος παρουσιάζεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τον προσδιορισμό της ύπαρξης ή μη υποτιμολόγησης των νεοεισαγόμενων μετοχών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα όπως προέκυψαν από τις διάφορες παλινδρομήσεις καθώς και τα αποτελέσματα από τον υπολογισμό της υποτιμολόγησης των μετοχών τόσο για τις απλές όσο και για τις προσαρμοσμένες στην απόδοση της αγοράς αποδόσεις. Τέλος, στο Κεφάλαιο 7 συνοψίζονται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου περιγράφεται η έννοια της φήμης του αναδόχου και τα χαρακτηριστικά τα οποία την προσδιορίζουν. Στο δεύτερο μέρος αναλύονται διάφοροι τρόποι μέτρησης της φήμης του αναδόχου όπως αυτοί παρουσιάζονται στην διεθνή βιβλιογραφία. Τέλος, στο τρίτο μέρος, αναλύεται η έννοια της υποτιμολόγησης και το πώς αυτή συνδέεται με την φήμη του αναδόχου.

### 2.1. Η Έννοια “Φήμη Αναδόχου”

Η έννοια της φήμης του αναδόχου είναι μία σχετική έννοια και όσον αφορά την παρούσα εργασία είναι μία ποιοτική μεταβλητή. Ως δημοφιλής ανάδοχος θα μπορούσε να οριστεί ο ανάδοχος εκείνος ο οποίος θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι συγκεντρώνει μία σειρά από ορισμένα χαρακτηριστικά τα οποία τον καθιστούν προτιμητέο έναντι άλλων ανταγωνιστών του. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι μεταξύ άλλων το κύρος που κατέχει στην αγορά, η ποιότητα των υπηρεσιών που προσφέρει και η τιμή που χρεώνει για τις υπηρεσίες αναδοχής. Το σύνολο των χαρακτηριστικών κάθε αναδόχου αξιολογείται από τις υποψήφιες προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιρείες οι οποίες καταλήγουν να προτιμήσουν κάποιες εταιρείες που αναλαμβάνουν υπηρεσίες αναδοχής (συνήθως τράπεζες) έναντι κάποιων άλλων. Η συχνότητα με την οποία κάποιος ανάδοχος εμφανίζεται να αναλαμβάνει υπηρεσίες αναδοχής αποτελεί ένδειξη του πόσο δημοφιλής είναι μεταξύ των εταιρειών προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο. Ο ανάδοχος που εμφανίζεται περισσότερες φορές να αναλαμβάνει Κύριος Ανάδοχος είναι περισσότερο δημοφιλής. Αντίθετα ανάδοχοι με μικρότερη συχνότητα εμφάνισής τους ως Κύριοι Ανάδοχοι είναι λιγότερο δημοφιλείς.

### 2.2. Τρόποι Προσέγγισης και Μέτρησης της Φήμης του Αναδόχου

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει παρουσιάσει διάφορους τρόπους για την μέτρηση της φήμης του αναδόχου. Μία από αυτές είναι η μέθοδος των **Carter – Manaster (1998)** κατά την οποία, γίνεται χρήση των “Tombstone Announcements”. Αυτά είναι χωρισμένα σε διάφορα Sections (Section A, Section B, κ.ο.κ. ). Η φήμη κάθε αναδόχου αντανακλάται από την θέση την οποία κατέχει σε κάθε “Tombstone Announcement”. Στο Section A περιέχεται το όνομα του κύριου αναδόχου (Lead Underwriter) και δίπλα του τυχόν συν – ανάδοχοι (Co – Lead Underwriters). Οι υπόλοιποι ανάδοχοι που βρίσκονται στην κορυφή, αλλά κάτω από τους Lead και Co –

Lead Underwriters, είναι οι πιο δημοφιλείς και αναφέρονται με αλφαβητική σειρά στο Section B. Ακολουθούν οι λιγότερο δημοφιλείς ανάδοχοι στο Section C κ.ο.κ. Οι κατατάξεις καθορίζονται εξετάζοντας τα “Tombstone Announcements”, ένα κάθε φορά και αντιστοιχώντας έναν ακέραιο αριθμό, από το μηδέν έως το εννέα, για κάθε ανάδοχο στο “Tombstone Announcement” ανάλογα στο ποιο Section βρίσκεται. Αφού εξεταστεί το πρώτο “Tombstone Announcement” δίνονται κάποιες αρχικές κατατάξεις. Ακολούθως εξετάζεται ένα δεύτερο. Οι ανάδοχοι του πρώτου χρησιμοποιούνται ως σημείο αναφοράς. Εάν διαπιστωθεί από το δεύτερο “Tombstone Announcement” ότι κάποιοι νέοι ανάδοχοι κατατάσσονται πάνω από το Section B του πρώτου, αυτοί οι νέοι ανάδοχοι παίρνουν την βαθμολογία εννέα και το αρχικό group αναβαθμολογείται με την κλίμακα οκτώ. Οι ανάδοχοι στα Sections C και D αναβαθμολογούνται με μία κλίμακα χαμηλότερη. Καθώς κάθε νέο “Tombstone Announcement” εξετάζεται, οποιοδήποτε νέοι ανάδοχοι παίρνουν βαθμολογία και κατάταξη. Εάν προκύψουν νέες κατατάξεις μεταξύ αναδόχων οι οποίοι ήδη βρίσκονται στην λίστα, γίνεται αναπροσαρμογή της με την ανάλογη υποβάθμιση στην κλίμακα. Αυτή η διαδικασία ακολουθείται έως ότου εξαντληθούν τα “Tombstone Announcements”. Το αποτέλεσμα είναι ένα μέτρο μέτρησης της φήμης του αναδόχου σε μία κλίμακα από το μηδέν (με λιγότερη φήμη), έως το εννέα (με περισσότερη φήμη).

Μία δεύτερη μέθοδος είναι αυτή των **Johnson – Miller (1988)** στην οποία χρησιμοποιείται μία 4βάθμια κλίμακα (0-3). Η βαθμολογία 3 δίνεται σε εκείνους τους αναδόχους, τους πιο δημοφιλείς, οι οποίοι περιλαμβάνονται στο πρώτο group από άποψης φήμης το λεγόμενο “Bulge Bracket”. Αντίστοιχα η βαθμολογία 2 δίνεται στους αναδόχους που περιλαμβάνονται στο δεύτερο group, το λεγόμενο “Major Bracket” και η βαθμολογία ένα αποδίδεται στους αναδόχους που περιλαμβάνονται στο επόμενο group το “Sub – Major Bracket”. Όλοι οι υπόλοιποι ανάδοχοι βαθμολογούνται με μηδέν. Το “Bulge Bracket” είναι ένα group επενδυτικών τραπεζών οι οποίες έχουν διαδραματίσει ηγετικό ρόλο σε αναδοχές χρεογράφων υψηλής ποιότητας μετά την Securities Act του 1993 στις Η.Π.Α. Τέτοιες επενδυτικές τράπεζες είναι για παράδειγμα οι Morgan Stanley και First Boston.



Μία άλλη μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε από τους **Meggison – Weiss (1991)** υπολογίζει το σχετικό μερίδιο αγοράς κάθε αναδόχου για όλες τις αναδοχές που έχει συμμετάσχει. Το σχετικό μερίδιο αγοράς κάθε αναδόχου προσδιορίζεται εάν διαιρεθεί η συμμετοχή κάθε αναδόχου με το άθροισμα των συμμετοχών όλων των αναδόχων.

Μία τελευταία μέθοδος είναι αυτή των **Kirkulak – Davis (2005)** κατά την οποία υπολογίζεται η σχετική συχνότητα με την οποία ένας ανάδοχος παίρνει διάφορες θέσεις σε ένα underwriting syndicate ώστε να υπολογιστεί η κατάταξη. Μετά την κατάταξη ο ανάδοχος με την υψηλότερη συχνότητα θα θεωρηθεί ότι αποτελεί τον κορυφαίο ανάδοχο και θα λάβει την βαθμολογία ένα. Αρχικά εξετάζεται το σχετικό μερίδιο συμμετοχής κάθε αναδόχου και δίνεται η κατάταξη για όλους με αύξουσα σειρά ξεκινώντας από αυτόν με το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής. Ένα για αυτόν με το μεγαλύτερο μερίδιο συμμετοχής, δύο για αυτόν με το μικρότερο κ.ο.κ. Οι τιμές αυτές δείχνουν την σχετική θέση κάθε αναδόχου σε κάθε Underwriting Syndicate. Ακολούθως υπολογίζεται η συχνότητα της θέσης που παίρνει κάθε ανάδοχος στα Underwriting Syndicates. Για εκδόσεις όπου υπάρχουν ανάδοχοι που παίρνουν την ίδια θέση, προστίθεται το ένα διαιρούμενο με τον αριθμό των αναδόχων στην θέση αυτή, στην στήλη της συχνότητας. Κορυφαίος ανάδοχος αναδεικνύεται εκείνος που εμφανίζεται περισσότερες φορές (με μεγαλύτερη συχνότητα) να αναλαμβάνει θέση Κύριου Αναδόχου. Οι υπόλοιποι ανάδοχοι παίρνουν την ανάλογη κατάταξη ανάλογα με την μεγαλύτερη συχνότητα που εμφανίζουν στην δεύτερη, τρίτη, τέταρτη κ.ο.κ θέση. Σε περιπτώσεις που η συχνότητα για κάποιους αναδόχους είναι ίδια για όλες τις θέσεις η κατάταξη θα είναι η ίδια για όλους.

### **2.3. Η Υποτιμολόγηση και η Σχέση της με την Φήμη του Αναδόχου**

Η εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών αποτελεί μία σημαντική στιγμή στην πορεία της. Η επιτυχία της εισαγωγής εξαρτάται πέραν διάφορων άλλων παραγόντων, κυρίως από την τιμή εισαγωγής της μετοχής η οποία οφείλει να προσεγγίζει την εσωτερική της αξία. Ο καθορισμός αυτός της τιμής εισαγωγής δεν είναι μία απλή και εύκολη διαδικασία. Σε περίπτωση υπερτίμησης οι μετοχές ή δεν θα διατεθούν καθόλου ή αν διατεθούν θα δημιουργήσουν μετακύλιση πλούτου από τους νέους μετόχους στους παλαιούς. Σε περίπτωση υποτίμησης οι παλαιοί μέτοχοι μεταβιβάζουν στους νέους μετόχους μέρος του διαχειριστικού ελέγχου της εταιρείας

σε τιμή χαμηλότερη της εσωτερικής αξίας της μετοχής. Για τους παραπάνω λόγους κρίνεται επιβεβλημένη η χρησιμοποίηση του ρόλου της αναδοχής.

Οι **Beatty-Ritter (1986)** έκαναν την παραδοχή ότι οι εκδότριες εταιρείες έχουν πληρέστερες πληροφορίες για την αξία των νέων τίτλων σε σύγκριση με τους επενδυτές. Στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές αδυνατούν να διαπιστώσουν ποιες αρχικές εισαγωγές τιμολογούνται δίκαια. Επομένως κρίνεται επιβεβλημένη η χρησιμοποίηση Αναδόχων οι οποίοι και θα προσδιορίσουν την σωστή τιμή των μετοχών. Οι ανάδοχοι θα προσπαθήσουν να τιμολογήσουν σωστά γιατί σε διαφορετική περίπτωση θα κλονισθεί η αξιοπιστία τους και δεν θα είναι σε θέση να αναλάβουν άλλες αναδοχές στο μέλλον. Σύμφωνα με την υπόθεση των Beatty-Ritter οι ανάδοχοι δεν έχουν πλήρεις πληροφορίες για τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας των τίτλων. Επομένως είναι αναγκασμένοι να υποτιμήσουν την αξία των μετοχών προκειμένου να προστατεύσουν την φήμη τους. Προσπάθεια υπερτίμησης ή συστηματικής υποτίμησης θα βλάψει την φήμη τους στην αγορά. Οι ερευνητές συμπέραναν βάσει των παραπάνω ότι υπάρχει ένα σημείο ισορροπίας το οποίο χαρακτηρίζει την υποτίμηση των νέων τίτλων. Αποκλίσεις από το σημείο αυτό θα έχει επιπτώσεις για τους αναδόχους στις μελλοντικές εισαγωγές νέων τίτλων στο Χρηματιστήριο.

Οι **Booth- Smith (1986)** υπέθεσαν ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα στους εκδότες και τους επενδυτές, με τους εκδότες να διαθέτουν μεγαλύτερη πληρότητα και ποιότητα πληροφοριών. Στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές κινδυνεύουν να πραγματοποιήσουν επενδυτικές επιλογές οι οποίες ενδέχεται να αποδειχθούν ότι έχουν χαρακτηριστικά αντίθετα από εκείνα που τις υπαγόρευαν. Επειδή οι εκδότριες εταιρείες δεν έχουν την αξιοπιστία να τιμολογήσουν σωστά την τιμή διάθεσης της μετοχής, χρησιμοποιούν τους αναδόχους ως αντικειμενικούς κριτές. Ο ανάδοχος εκμισθώνει την φήμη του και τις ικανότητές του προκειμένου να επιτευχθεί η σωστή τιμολόγηση της μετοχής. Προκειμένου να επιτύχει κάτι τέτοιο προσπαθεί να λάβει πλήρη γνώση όλων των εσωτερικών πληροφοριών της εκδότριας εταιρείας κόστος το οποίο επωμίζεται η τελευταία. Επιπλέον οι ανάδοχοι προστατεύουν την φήμη τους αν δεν αναλαμβάνουν αναδοχές οι οποίες αποδεικνύονται υπερτιμημένες. Αυτό δημιουργεί κίνητρο για τον ανάδοχο να υποτιμά τους νέους τίτλους.

Οι **Carter-Manaster (1990)** υπέθεσαν ότι οι αναγνωρισμένοι ανάδοχοι έχουν την ικανότητα να διακρίνουν ποιες εκδότριες εταιρείες έχουν υψηλή ποιότητα και ποιες χαμηλή. Προκειμένου να προστατέψουν το γόητρο και την θέση τους στον κλάδο των αναδοχών οι αναγνωρισμένοι ανάδοχοι τείνουν να αποφεύγουν τις αρχικές εισαγωγές χαμηλής ποιότητας. Σε μία αναδοχή η οποία αναλαμβάνεται από αναγνωρισμένους αναδόχους η μετοχή υποτιμάται λιγότερο καθώς χαίρουν μεγαλύτερης εκτίμησης και γοήτρου ανάμεσα στους επενδυτές.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιείται μία ανασκόπηση προηγούμενων μελετών σχετικών με την μέτρηση για την φήμη του αναδόχου. Καταγράφονται οι υποθέσεις που εξετάστηκαν από τους συγγραφείς, η περίοδος και τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαν, ο τρόπος εκτίμησης των υποθέσεων (μεθοδολογία) και τα τελικά συμπεράσματα που προέκυψαν.

Οι **Beatty-Ritter (1986)** εξέτασαν και επιβεβαίωσαν δύο υποθέσεις. Η πρώτη έδειξε ότι υπάρχει μονότονη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης υποτιμολόγησης μίας αρχικής δημόσιας προσφοράς και της αβεβαιότητας των επενδυτών όσον αφορά την αξία της. Η δεύτερη υπόθεση έδειξε ότι η τελική υποτιμολόγηση ενισχύεται από τις επενδυτικές τράπεζες οι οποίες διακινδυνεύουν την φήμη τους. Μία επενδυτική τράπεζα ενδέχεται να χάσει επενδυτές εάν τιμολογεί σχετικά ακριβά ή να χάσει ενδιαφερόμενες εταιρείες εάν τελικά τιμολογεί σχετικά φθηνά.

Ως δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν το σύνολο των αρχικών δημόσιων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν στην αμερικανική κεφαλαιαγορά από το 1977-1982 και περιελάμβανε συνολικά 1028 εταιρείες.

Για την εκτίμηση των υποθέσεων χρησιμοποιήθηκε γραμμική παλινδρόμηση με την μέθοδο WLS (Weighted Least Squares). Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκαν οι αρχικές αποδόσεις και ως εξαρτημένες μεταβλητές ο λογάριθμος του ένα συν του πλήθους των χρήσεων των προσόδων από την αναδοχή και ο αντίστροφος των καθαρών προσόδων εκφρασμένων σε όρους αγοραστικής δύναμης του 1982.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της *ex ante* αβεβαιότητας σχετικά με την αξία μίας αρχικής δημόσιας εγγραφής και της αναμενόμενης αρχικής απόδοσης.

Οι **Johnson-Miller (1988)** ανέπτυξαν και εξέτασαν τρεις υποθέσεις σχετικά με την ερμηνεία του γιατί εκδόσεις αναδοχής από δημοφιλείς αναδόχους σχετίζονται με χαμηλότερες αρχικές αποδόσεις και γιατί αυτό το αποτέλεσμα δεν θεωρείται ανώμαλο. Όσον αφορά την πρώτη υπόθεση πέντε προηγούμενες μελέτες επανεκτιμώνται και όλες καταλήγουν ότι οι περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι υποτιμολογούν λιγότερο από τους μη δημοφιλείς αναδόχους. Η δεύτερη υπόθεση δηλώνει ότι οι χαμηλότερες αρχικές αποδόσεις οι οποίες πραγματοποιούνται από δημοφιλείς αναδόχους δημιουργούνται μόνο από τις διαφορές του κινδύνου και ότι η φήμη των τραπεζών δεν έχει επεξηγηματική δύναμη από μόνη της. Η τρίτη υπόθεση δηλώνει ότι οι χαμηλές αρχικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται από τους δημοφιλείς αναδόχους δημιουργούνται από την τάση που έχουν να σχετίζονται πιο συχνά με αναδοχές που εμπεριέχουν λιγότερο κίνδυνο σε σχέση με τους μη δημοφιλείς αναδόχους.

Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν ως δεδομένα όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές με κοινές μετοχές (962 εταιρείες) οι οποίες πραγματοποιήθηκαν στις Η.Π.Α. την περίοδο από το 1981 έως και το 1983.

Για την εκτίμηση των παραπάνω υποθέσεων εκτιμήθηκαν δύο υποδείγματα γραμμικής παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή στην πρώτη τις αρχικές αποδόσεις της μετοχής και στην δεύτερη τα κόστη αναδοχής. Ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η μεταβλητή μέτρησης της φήμης του αναδόχου και η ημερήσια τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Για την μέτρηση της φήμης του αναδόχου εξετάζονται δύο τρόποι. Ο πρώτος ομαδοποιεί του αναδόχους σε τέσσερις ομάδες – όσοι ανάδοχοι περιλαμβάνονται στην πρώτη ομάδα βαθμολογούνται με τρία, όσοι ανήκουν στην δεύτερη βαθμολογούνται με δύο, οι επόμενες με ένα και οι τελευταίες δεν παίρνουν κανένα βαθμό. Ο δεύτερος εξετάζει την σχετική θέση του κάθε αναδόχου σε ένα Tombstone Announcement ο οποίος λαμβάνει ανάλογη βαθμολογία από το ένα έως το εννέα.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι εκδόσεις που έγιναν από δημοφιλείς αναδόχους ήταν λιγότερο επικίνδυνες σε όλες τις περιπτώσεις, χρησιμοποιώντας προσεγγίσεις για την ex ante αβεβαιότητα. Έγιναν επιπλέον μία σειρά από tests ώστε να καθοριστεί εάν η πρακτική του pegging είχε μεροληψία στα αποτελέσματα. Δεν βρέθηκαν ενδείξεις που να υποστηρίζουν ότι το pegging επηρέασε τις αρχικές δημόσιες εγγραφές του δείγματος. Για τον ίδιο λόγο κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αγορά των αρχικών δημόσιων εγγραφών είναι αποτελεσματική με την έννοια ότι οι τιμές δεν καθορίζονται τεχνητά με pegging κατά την διάρκεια των δεκαπέντε πρώτων ημερών της διαπραγμάτευσης. Επιπλέον διαπιστώθηκε ότι η αγορά των αρχικών δημόσιων εγγραφών είναι αποτελεσματική κατά την μέση διακύμανση καθώς και ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και του βαθμού υποτιμολόγησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Αυτή η σχέση όμως εξαφανίζεται μόλις οι αρχικές αποδόσεις προσαρμόζονται στον κίνδυνο. Για αυτό οι επενδυτές δεν έχουν λόγο να προτιμούν τις αναδοχές που σχετίζονται με λιγότερο δημοφιλείς αναδόχους παρά μόνο για λόγους χρησιμότητας. Από την πλευρά του εκδότη υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του επιπέδου της φήμης του αναδόχου και των συνολικών κόστων της αναδοχής. Η σχέση αυτή αποκαλύπτεται όταν τα κόστη αναδοχής προσαρμόζονται στον κίνδυνο. Οι εκδότες αντίστοιχα δεν έχουν κανένα κίνητρο να αναζητήσουν δημοφιλείς αναδόχους, αφού η επιλογή του αναδόχου δεν φαίνεται να επηρεάζει τα συνολικά κόστη αναδοχής του εκδότη.

Οι **Carter – Manaster (1990)** έδειξαν ότι αρχικές δημόσιες εγγραφές με περισσότερο πληροφορημένους επενδυτές, οδηγούν σε μεγαλύτερες αποδόσεις. Επιπλέον, περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με προσφορές μετοχών χαμηλότερου κινδύνου. Με λιγότερο κίνδυνο υπάρχει μικρότερο κίνητρο για την συλλογή πληροφοριών αλλά και λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές. Επομένως, οι περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες έχουν μικρότερες αποδόσεις.

Χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 501 συνολικά IPO, μεταξύ 01/01/1979 και 17/08/1983 για την αμερικανική αγορά.

Τα στοιχεία που εκτιμήθηκαν στην παλινδρόμηση αντλήθηκαν από reports που περιείχαν όλα τα απαραίτητα στοιχεία. Μεταξύ άλλων το όνομα της εκδότριας εταιρείας, η ημερομηνία προσφοράς (offering date), η τιμή της μετοχής στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά (offering and secondary market prices), ο όγκος της έκδοσης (share volume), η ηλικία της εκδότριας εταιρείας και οι ανάδοχοι – υποανάδοχοι που πήραν μέρος.

Η μέτρηση της φήμης του αναδόχου πραγματοποιήθηκε με μία μέθοδο που εφάρμοσαν οι Carter και Manaster με την βοήθεια των “Tombstone Announcements”. Η φήμη κάθε αναδόχου προσδιορίστηκε ανάλογα με την θέση που καταλάμβανε ο καθένας στα διάφορα sections κάθε αναδοχής, για το σύνολο των αναδοχών του δείγματος.

Στην γραμμική παλινδρόμηση ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε η τυπική απόκλιση της μεταβολής της τιμής της μετοχής μεταξύ τιμής διάθεσης και τιμής κλεισίματος δύο εβδομάδες μετά, για κάθε έναν από τους αναδόχους του δείγματος. Ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν: η μεταβλητή μέτρησης της φήμης του αναδόχου (Underwriters Reputation), το μέσο κλάσμα των συνολικών χρηματικών μονάδων που προσφέρονται και το οποίο αναπαρίσταται από μετοχές οι οποίες πωλούνται από στελέχη της εκδότριας εταιρείας και άλλους ιδιώτες μετόχους για κάθε IPO του αναδόχου (Insider Shares), ο φυσικός λογάριθμος των μέσων καθαρών προσόδων μίας έκδοσης του αναδόχου (Offering Size) και ο μέσος όρος των χρόνων ύπαρξης των εταιρειών που αναλαμβάνουν οι ανάδοχοι (Average Age). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές είχαν αρνητικό πρόσημο και ήταν στατιστικά σημαντικές.

Οι **Carter-Dark (1992)** εξέτασαν την επεξηγηματική δύναμη των μέτρων μέτρησης της φήμης των επενδυτικών τραπεζών. Εξέτασαν το μέτρο των Carter-Manaster το οποίο προσδιορίζεται από την σχετική θέση που κατέχει ο εκάστοτε ανάδοχος σε ένα Tombstone Announcement. Ένα άλλο μέτρο είναι αυτό των Johnson-Miller το οποίο αποδίδει μέσω μίας 4βάθμιας κλίμακας βαθμούς σε κάθε ανάδοχο ανάλογα σε ποια ομάδα (bracket) συμπεριλαμβάνεται το οποίο και αποτελεί μία παραλλαγή του πρώτου μέτρου. Οι ερευνητές εφάρμοσαν και τα δύο αυτά μέτρα σε όμοια εμπειρικά

υποδείγματα αρχικών δημόσιων εγγραφών και αξιολόγησαν την σχετική απόδοσή τους.

Χρησιμοποίησαν δεδομένα 1267 αρχικών δημόσιων εγγραφών από το 1979 έως και το 1983 με καθαρές προσόδους άνω των \$2.000.000 στις Η.Π.Α.

Τα μέτρα κατασκευάστηκαν σύμφωνα με τις προδιαγραφές των δημιουργών τους. Οι Carter-Manaster ανέπτυξαν το μέτρο τους εξετάζοντας την σχετική θέση των αναδόχων σε ένα Tombstone Announcement. Απέδιδαν την βαθμολογία εννέα σε αυτούς που είχαν την υψηλότερη θέση σε αυτό, οκτώ σε αυτούς με την αμέσως μεγαλύτερη κ.ο.κ. Καθώς νέα Tombstone Announcements εξετάζονταν οποιοδήποτε ανάδοχοι βρίσκονταν σε χαμηλότερη θέση από τους νέους αναδόχους υποβιβάζονταν σε βαθμολογία αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα έδωσε διακριτή βαθμολογία από μηδέν έως εννέα με βήμα 0,5. Το τελικό μέτρο φήμης για κάθε IPO ήταν ο μέσος όρος των κατατάξεων των αναδόχων.

Το μέτρο των Johnson-Miller, απέδιδε την βαθμολογία τρία σε εκείνους τους αναδόχους που βρίσκονταν στο υψηλότερη ομάδα από άποψης φήμης (bulge bracket), δύο σε εκείνους που βρίσκονταν στην αμέσως προηγούμενη ομάδα (major bracket) και ένα σε εκείνους τους αναδόχους που βρίσκονταν στην τελευταία ομάδα (sub-major bracket). Όσοι ανάδοχοι δεν βρίσκονταν σε κάποιο από αυτά τα bracket δεν έπαιρναν βαθμό.

Οι ερευνητές εφάρμοσαν και τα δύο αυτά μέτρα σε ένα βασικό υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης αλλά και παραλλαγές του. Το βασικό υπόδειγμα είχε ως εξαρτημένη μεταβλητή την αρχική απόδοση της μετοχής και ως ανεξάρτητες το ποσοστό των μετοχών που προσφέρουν οι υπάρχοντες μέτοχοι, τον φυσικό λογάριθμο των καθαρών προσόδων της αναδοχής και την ηλικία της εταιρείας όπως αυτή προσδιορίζεται από την χρονολογία ίδρυσής της έως και την χρονολογία εισαγωγής της στο χρηματιστήριο.

Από όλα τα υποδείγματα που εξετάστηκαν αυτό των Carter-Manaster εμφανίστηκε να υπερέχει. Επιπλέον το εν λόγω μέτρο εμφανίστηκε να σχετίζεται σημαντικά με τις αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών.



Οι **Carter-Dark (1993)** εξέτασαν την σχέση μεταξύ της φήμης των επενδυτικών τραπεζών και του επενδυτή πελάτη τους για τον οποίο πρόσφεραν υπηρεσίες αναδοχής. Υπέθεσαν ότι οι περισσότερο δημοφιλείς επενδυτικές τράπεζες έχουν περισσότερο υπολογίσιμη δύναμη διανομής των μετοχών αλλά επικεντρώνουν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές σε επενδυτές με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε μία προσπάθεια να διατηρήσουν την αίγλη τους.

Ως δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν 1088 αρχικές δημόσιες εγγραφές από το 1979 έως το 1983 των οποίων το μέγεθος ξεπερνούσε τα \$2.000.000. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκαν η ημερομηνία προσφοράς, η τιμή διάθεσης και το πλήθος των μετοχών που προσφέρθηκαν στην δευτερογενή αγορά.

Για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε γραμμική παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε ο φυσικός λογάριθμος του όγκου ανά μετοχή και ως ανεξάρτητες η φήμη του αναδόχου, ο φυσικός λογάριθμος των καθαρών προσόδων της αναδοχής και η τυπική απόκλιση, το ποσοστό των μετοχών που προσφέρθηκαν από τους μετόχους, η αρχική απόδοση την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης και το πηλίκο της διαίρεσης του όγκου των συναλλαγών της μετοχής κατά τις πρώτες τέσσερις εβδομάδες με τον αριθμό των μετοχών της δημόσιας προσφοράς.

Το μέτρο της φήμης του αναδόχου δημιουργήθηκε με την μέθοδο που πρότειναν οι Carter-Manaster.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το επίπεδο των αναδόχων με βραχυπρόθεσμους ορίζοντες εμφανίζεται να αυξάνεται καθώς μεγαλώνει η φήμη του αναδόχου μέχρι περίπου το μεσαίο επίπεδο κατάταξης των αναδόχων. Μετά από αυτό το κρίσιμο επίπεδο παρατηρήθηκε ότι αυτά τα επίπεδα φθίνουν καθώς αυξάνεται η φήμη. Επιπρόσθετα οι αποδόσεις μετά την αρχική δημόσια εγγραφή δείχνουν να σχετίζονται αρνητικά με τους σχετικούς όγκους των συναλλαγών της μετοχής. Αυτά τα ευρήματα υποστηρίζουν την άποψη ότι η φήμη του αναδόχου εξαρτάται εν μέρει από τον πελάτη-επενδυτή του οποίου τις μετοχές ο ανάδοχος εμπορεύεται.

Οι Παπαϊωάννου –Τραυλός (1995) διερεύνησαν την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών δίνοντας έμφαση στην συμπεριφορά των τιμών των νεοεισαγόμενων μετοχών για την χρονική περίοδο από την διάθεση τους μέχρι και τη λήξη του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης προσπαθώντας να διαπιστώσουν εάν αυτές τιμολογούνται δίκαια.

Στην μελέτη χρησιμοποιήθηκε δείγμα το οποίο περιελάμβανε όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την 1/1/1987 έως την 28/9/1994 (σύνολο 101 εταιρείες). Το δείγμα περιελάμβανε την εισαγωγή τόσο κοινών όσο και προνομιούχων μετοχών. Ως κύρια πηγή στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν τα ετήσια στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τα έτη 1987-1993, ενώ για το 1994 χρησιμοποιήθηκαν οι οικονομικές εφημερίδες και τα σχετικά επαγγελματικά περιοδικά. Οι τιμές των μετοχών αντλήθηκαν από τα Ημερήσια Δελτία του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε περιελάμβανε τον υπολογισμό των απλών αλλά και των προσαρμοσμένων στην απόδοση της αγοράς αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών. Οι απλές αποδόσεις υπολογίστηκαν με τον κλασικό τύπο της ποσοστιαίας απόδοσης για περίοδο κλεισίματος των τιμών των μετοχών την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ένα, δύο μήνες και ένα χρόνο μετά. Επιπλέον υπολογίστηκαν οι αντίστοιχες προσαρμοσμένες αποδόσεις. Για να επιτευχθεί αυτό αφαιρέθηκαν από τις απλές αποδόσεις οι αντίστοιχες αποδόσεις της αγοράς.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι νεοεισαχθείσες εταιρείες της περιόδου 1987-1994 εισήγαγαν τις μετοχές τους σε τιμές πολύ χαμηλότερες σε σχέση με τις χρηματιστηριακές τιμές που διαμορφώθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την έναρξη διαπραγμάτευσής τους. Για ολόκληρο το δείγμα τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον αποδόσεις δείχνουν ότι οι επενδυτές που αγόρασαν τις μετοχές τους στην τιμή εισαγωγής τους είχαν σημαντικές θετικές αποδόσεις τουλάχιστον ένα χρόνο μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής. Τα γενικά ευρήματα των ερευνητών ήταν συνεπή με τα αντίστοιχα ευρήματα από άλλες χώρες, τουλάχιστον όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιρειών.

Οι **Carter – Dark – Singh (1998)** διαπίστωσαν ότι αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες έχουν χειριστεί από περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους σχετίζονται με μικρότερη βραχυπρόθεσμη υποτιμολόγηση.

Επιπλέον στα πλαίσια της μέτρησης της φήμης του αναδόχου χρησιμοποιήθηκαν τρεις μέθοδοι. Johnson και Miller (1998), Carter και Manaster (1990) και Megginson και Weiss (1991).

Στην μελέτη χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 2.292 IPO από την 01/01/1979 έως την 31/12/1991 για την αγορά των Η.Π.Α. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τα εκάστοτε prospectus κάθε δημόσιας εγγραφής. Χρησιμοποιήθηκαν επίσης, ο αριθμός των μετοχών που προσφέρει η εταιρεία, ο αριθμός των μετοχών που πουλήθηκαν από τους μετόχους, οι ανάδοχοι που συμμετείχαν, η τιμή διάθεσης, οι αρχικές τιμές διαπραγμάτευσης, οι αρχικές αποδόσεις και οι αποδόσεις μετά από 3 έτη.

Ακολούθως εκτιμήθηκε ένα υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την Market Adjusted Initial Return (MAR0) για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης αλλά και για την απόδοση μετά από 3 έτη (MAR3). Ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές μέτρησης της φήμης του αναδόχου μέσα από τις τρεις προσεγγίσεις, ξεχωριστά αλλά και μαζί (Underwriters' Reputation Measures). Χρησιμοποιήθηκε επίσης ο φυσικός λογάριθμος των καθαρών προσόδων της αναδοχής (Size), ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας που κάνει την αρχική δημόσια εγγραφή προσαυξημένος κατά μία μονάδα (Age), το κλάσμα του ποσού που προσέφεραν οι μέτοχοι ως προς το συνολικό μέγεθος της προσφοράς (Second) και τέλος η τυπική απόκλιση των αρχικών αποδόσεων της IPO μέσω μίας χρονοσειράς ημερών διαπραγμάτευσης η οποία ξεκίνησε έξι ημέρες μετά την αρχική ημερομηνία προσφοράς (Std Return).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι κάθε μέτρο μέτρησης της φήμης του αναδόχου από μόνο του σχετίζεται σημαντικά με την αρχική απόδοση. Παρόλα αυτά, από τα τρία μέτρα μόνο αυτό των Carter – Manaster παρέμεινε στατιστικά σημαντικό όταν αξιολογήθηκε ταυτόχρονα με τα άλλα δύο. Διαπιστώθηκε περαιτέρω ότι κατά μέσο

όρο, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις ήταν λιγότερο αρνητικές για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που εισήχθησαν από περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους.

Οι **Loo-Lee-Hwan Yi (1999)** εξέτασαν εάν η φήμη του αναδόχου σχετίζεται με την κερδοφορία και την διακύμανση (volatility) των εταιρειών πριν και μετά την εισαγωγή των μετοχών τους στο χρηματιστήριο.

Για το σκοπό αυτό συγκέντρωσαν δεδομένα από 1032 εταιρείες για την περίοδο από το 1987 έως και το 1991 το οποίο αποτελούσε το αρχικό δείγμα. Παρόλα αυτά το τελικό δείγμα της μελέτης ξεκίνησε από το 1984 και τελείωσε το 1994. Τα τρία επιπλέον χρόνια πριν και μετά το αρχικό δείγμα χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της κερδοφορίας και της διακύμανσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Διέγραψαν εταιρείες οι οποίες δεν είχαν διαθέσιμη πληροφορία σχετικά με το ROA (Return on Assets) ή είχαν ακραίες τιμές π.χ. 5.000% ή μεγαλύτερο σε απόλυτες τιμές. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 540 εταιρείες οι οποίες προχώρησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή.

Για την εκτίμηση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν γραμμικές παλινδρομήσεις. Αυτές είχαν ως ερμηνευτικές μεταβλητές την μεταβλητή της φήμης του αναδόχου και την ηλικία της εταιρείας.

Η μέτρηση της φήμης του αναδόχου έγινε με δύο τρόπους. Ο ένας ήταν με την μέθοδο των Carter-Manaster και ο δεύτερος με την μέθοδο των Megginson-Weiss. Ως εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν οι διάμεσοι των τριμηνιαίων ROA για την τριετή περίοδο πριν και μετά την αρχική δημόσια εγγραφή κάθε εταιρείας. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκαν και οι διακυμάνσεις των τριμηνιαίων ROA για την αντίστοιχη περίοδο. Η ηλικία της εταιρείας υπολογίστηκε ως η διαφορά της χρονολογίας διάθεσης και της χρονολογίας ίδρυσής της.

Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες αναλαμβάνονται από περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους εμφανίζονται να έχουν υψηλότερη κερδοφορία και χαμηλότερη διακύμανση κατά την περίοδο μετά την αρχική προσφορά. Κατέληξαν επίσης στο συμπέρασμα ότι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες που προχωρούν σε δημόσια προσφορά των μετοχών τους τείνουν να έχουν

υψηλότερη κερδοφορία μετά από αυτήν. Παρόλα αυτά την περίοδο πριν την αρχική δημόσια εγγραφή, ο ρόλος της φήμης του αναδόχου είναι ασθενής στο να εξηγήσει την κερδοφορία και ασήμαντη στο να εξηγήσει την διακύμανση. Η ηλικία του εκδότη δεν φαίνεται να είναι σημαντικός παράγοντας στην εξήγηση της κερδοφορίας την περίοδο πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Τα αποτελέσματα συμβαδίζουν όταν χρησιμοποιούνται και τα δύο μέτρα μέτρησης φήμης του αναδόχου. Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι οι ανάδοχοι με υψηλή φήμη αναλαμβάνουν εταιρείες οι οποίες αναμένεται να είναι περισσότερο κερδοφόρες και λιγότερο ριψοκίνδυνες μετά την δημόσια προσφορά.

Οι **Bae-Klein- Bowyer (1999)** εξέτασαν το ζήτημα της ιδανικής συμμετοχής ενός αναδόχου σε μία αρχική δημόσια εγγραφή κοινών μετοχών. Θεώρησαν ότι αυτή είναι σημαντική για δύο λόγους. Πρώτον η απόφαση συμμετοχής επηρεάζει την ανταλλαγή μεταξύ του αναδόχου και του κινδύνου που αναλαμβάνει. Δεύτερον μπορεί να παράσχει πληροφόρηση στην αγορά σχετικά με τον εκδότη των μετοχών την προσφορά, τους αναδόχους και τις συνθήκες της αγοράς.

Οι ερευνητές εξέτασαν ένα υπόδειγμα ιδανικής συμμετοχής ενός αναδόχου και ανέπτυξαν εξετάσιμες υποθέσεις σχετικά με την επίδραση των μεταβλητών στον βαθμό συμμετοχής του κύριου αναδόχου στην αρχική δημόσια εγγραφή.

Ως δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν 225 αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από τον Ιανουάριο του 1997 έως τον Αύγουστο του 1987.

Για την εξαγωγή των συμπερασμάτων εκτιμήθηκε υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Εξαρτημένη μεταβλητή ήταν το μέγεθος της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Ανεξάρτητες ήταν ο φυσικός λογάριθμος του μεγέθους της αναδοχής, η διακύμανση των μετοχών μετά την διαπραγμάτευσή τους, ο βαθμός υποτιμολόγησης μίας νέας έκδοσης, οι συνθήκες της αγοράς, η ηλικία της εκδότριας εταιρείας, η διακύμανση της αγοράς, η κεφαλαιακή βάση της εταιρείας και η φήμη του αναδόχου με δύο τρόπους. Ο πρώτος έγινε με την βοήθεια μίας ψευδομεταβλητής η οποία έπαιρνε την τιμή ένα εάν ο ανάδοχος βρισκόταν στο bulge bracket και μηδέν εάν δεν βρισκόταν, βάσει του μέτρου που

δημιούργησαν οι Johnson-Miller. Ο δεύτερος έγινε βάσει του μέτρου των Carter-Manaster.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι παράγοντες όπως το μέγεθος της προσφοράς, ο κίνδυνος της προσφοράς, οι συνθήκες της αγοράς, η ηλικία της εκδότριας εταιρείας, η κεφαλαιακή βάση του αναδόχου επηρεάζουν σημαντικά την απόφαση του σχετικά με μία ενδεχόμενη συμμετοχή τους σε αναδοχή. Επιπλέον εξωτερικοί παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται με την εκδότρια εταιρεία, την αναδοχή, και οι συνθήκες της αγοράς είναι περισσότερο σημαντικοί για την εξήγηση την συμμετοχή των μη δημοφιλών αναδόχων από ότι των δημοφιλών αναδόχων. Από την άλλη μεριά ο βαθμός συμμετοχής από τους δημοφιλείς αναδόχους εξαρτάται περισσότερο από εσωτερικούς παράγοντες όπως για παράδειγμα η κεφαλαιακή τους βάση.

Οι **Beckman-Garner-Marshall-Okamura (2001)**, εξέτασαν την υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών στην Ιαπωνία μεταξύ του 1980 και του 1998.

Ως δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν το σύνολο των αρχικών δημόσιων εγγραφών στο Χρηματιστήριο του Τόκιο για την παραπάνω περίοδο (216 εταιρείες).

Εκτιμήθηκε υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης. Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκε η αρχική απόδοση της μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της (Misprice). Ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η φήμη του αναδόχου (Underwriter Reputation), ο λογάριθμος της λογιστικής αξίας του συνόλου του ενεργητικού (Size), μία ψευδομεταβλητή η οποία αναπαριστούσε την περίοδο σταθερής τιμολόγησης, τον λόγο των λειτουργικών ταμειακών ροών προς τα μακροπρόθεσμα δάνεια (Coverage), και δύο ακόμα ψευδομεταβλητές οι οποίες έπαιρναν την τιμή ένα εάν οι εταιρείες ανήκαν αντίστοιχα σε οριζόντιο ή κάθετο keiretsu (Horizontal), (Vertical). Επειδή στην Ιαπωνία οι αναδοχές κυριαρχούνται από τέσσερις κυρίως εταιρείες από άποψη κεφαλαιακού μεγέθους αλλά και πλήθους προσφορών και όγκου αξίας, οι ερευνητές έδιναν την τιμή ένα στην μεταβλητή της φήμης του αναδόχου εάν η αναδοχή γινόταν από μία εκ των τεσσάρων αυτών αναδόχων και μηδέν αν γινόταν από κάποια άλλη.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η φήμη του αναδόχου ασκεί επίδραση στο μέγεθος της λανθασμένης τιμολόγησης (mispricing).

Οι **Krigman-Shaw-Womack (2001)** εξέτασαν τους λόγους για τους οποίους στα μέσα του 1990 το 30% των εταιρειών στις Η.Π.Α. που προχώρησαν σε δεύτερη δημόσια εγγραφή προέβησαν σε αλλαγή κύριου αναδόχου.

Για την μελέτη χρησιμοποιήθηκαν 578 εταιρείες οι οποίες είχαν προβεί σε αρχική δημόσια εγγραφή από τον Ιανουάριο 1993 έως το Δεκέμβριο 1995 και προέβησαν σε δεύτερη δημόσια εγγραφή μέσα στα επόμενα τρία χρόνια. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν οι ημερομηνίες προσφοράς, ο αριθμός των προσφερόμενων μετοχών, οι τιμές διάθεσης, οι κύριοι ανάδοχοι και οι συνανάδοχοι στην αρχική αλλά και δευτερεύουσα δημόσια εγγραφή.

Επιπλέον στάλθηκαν ερωτηματολόγια στις εταιρείες από τους ερευνητές στα οποία ζητούσαν να μάθουν τους λόγους που τις οδήγησαν στην αλλαγή του κύριου αναδόχου. Από την επεξεργασία των απαντήσεων προέκυψε ότι η αλλαγή δεν προέκυψε από απογοήτευση από τις δράσεις του κύριου αναδόχου κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Οι μετοχές των εταιρειών που άλλαξαν κύριο ανάδοχο είχαν μικρότερη ζήτηση από εκείνες τις εταιρείες που δεν προέβησαν σε αλλαγή. Η χαμηλή τιμολόγηση της μετοχής και η μικρή διασπορά των μετοχών αναφέρθηκε από πολύ λίγους διευθύνοντες συμβούλους. Ένα άλλο εύρημα δείχνει ότι οι εκδότες όταν είναι δυνατό συναλλάσσονται με πιο δημοφιλείς αναδόχους κατά την πρώτη αναδοχή. Η έρευνα επιβεβαιώνει ότι η πλειοψηφία των CFOs αναγνωρίζει ότι η φήμη του αναδόχου είναι το σημείο κλειδί για την απόφασή τους σχετικά με την δημόσια προσφορά των μετοχών. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία των Carter-Manaster τα οποία δείχνουν ότι το 60% των εκδοτών βελτίωσαν στην θέση τους στην κατάταξη των αναδόχων και 10% διατήρησαν την ίδια θέση όταν έγινε η αλλαγή την χρονική στιγμή της δεύτερης δημόσιας προσφοράς.

Οι **Jelic-Saadouni-Briston (2001)** εξέτασαν την απόδοση των Μαλαισιανών αρχικών δημόσιων εγγραφών για την περίοδο 1980-1995. Επικεντρώθηκαν κυρίως στην σημασία των προβλέψεων για τα κέρδη και τον ρόλο των αναδόχων για την αξιολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

Χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 182 αρχικών δημόσιων εγγραφών και για τον έλεγχο της υπόθεσης εκτιμήθηκε υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την προσαρμοσμένη στην αγορά αρχική απόδοση κάθε εταιρείας. Ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν ο φυσικός λογάριθμος του μεγέθους της εταιρείας ( $\text{LnSize}$ ), μία ψευδομεταβλητή η οποία έπαιρνε την τιμή 1 εάν η αναδοχή γινόταν από ένα εκ των τεσσάρων “δημοφιλών” αναδόχων ( $\text{Amu}$ ), ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας ( $\text{LnAge}$ ), ο φυσικός λογάριθμος του πηλίκου της λογιστικής αξίας προς την αγοραία αξία της εταιρείας [ $\text{Ln}(\text{BV})/(\text{MV})$ ]. Χρησιμοποιήθηκαν επίσης οι μεταβλητές ( $\text{Optimists}$ ), ( $\text{Insiders}$ ), ( $\text{Market}$ ) και ( $\text{Dmultiple}$ ) οι οποίες αναπαριστούν αντίστοιχα την εκτίμηση για την πορεία της εταιρείας βάσει των προβλέψεων (αισιόδοξη – απαισιόδοξη), την διατηρούμενη από τους υπάρχοντες μετόχους ιδιοκτησία, την αξία της αγοράς πριν την έκδοση των νέων μετοχών και την πολλαπλότητα της ζήτησης.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, κατά μέσο όρο οι Μαλαισιανές αρχικές δημόσιες εγγραφές υποτιμολογούνται. Οι προσαρμοσμένες στην αγορά αρχικές αποδόσεις είναι, κατά μέσο όρο, υψηλότερες για τις εταιρείες με περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους και με συνετές προβλέψεις κερδών αντίθετα με τις εταιρείες που σχετίστηκαν με λιγότερο δημοφιλείς αναδόχους και ευοίωνες προβλέψεις.

Οι **Chen-Mohan (2002)** εξέτασαν και αυτοί το πρόβλημα της υποτιμολόγησης αναλύοντας την σχέση που έχει αυτή με το spread του αναδόχου καθώς αυτά τα δύο στοιχεία αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Επειδή και οι δύο αυτές μεταβλητές είναι μεταβλητές απόφασης η ανάλυση τους ξεχωριστά θα δημιουργούσε μεροληψία στην εκτίμηση. Για αυτό εφάρμοσαν ένα σύστημα ταυτόχρονων εξισώσεων (simultaneous equation system) στο οποίο το spread αναδόχου και η υποτιμολόγηση είναι ενδογενείς μεταβλητές στο σύστημα. Εξέτασαν επιπλέον τα δεδομένα για συγκέντρωση στην αγορά επενδυτικών τραπεζών.

Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν αφορούσαν ένα μέγεθος δείγματος 806 αναδοχών για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1990 έως τον Δεκέμβριο του 1992. Επιπλέον συνέλεξαν δεδομένα που αφορούσαν την εταιρεία και την αναδοχή όπως τιμή προσφοράς της μετοχής, μέγεθος αναδοχής, το spread του αναδόχου και άλλα έξοδα



της αναδοχής. Ως μέτρο μέτρησης της φήμης του αναδόχου χρησιμοποίησαν το μέτρο των Carter-Dark-Singh (1998).

Οι υποθέσεις οι οποίες εξετάστηκαν ήταν οι εξής δύο: 1). Το spread του αναδόχου αναπαριστά την τιμολόγηση της αναδοχής με ακρίβεια – για αυτό και περιέχει πληροφόρηση σημαντική για την ποιότητα του αναδόχου και 2). Το spread του αναδόχου και η υποτιμολόγηση καθορίζονται από κοινού. Το σύστημα των δύο εξισώσεων που πρότειναν για εκτίμηση ήταν το εξής:  $\text{Spread} = f(\text{μέγεθος αναδοχής, άλλα έξοδα αναδοχής, τιμή διάθεσης μετοχής, υποτιμολόγηση})$  και  $\text{Υποτιμολόγηση} = f(\text{τυπική απόκλιση φήμη αναδόχου, spread})$ . Το παραπάνω σύστημα αποτελεί ένα σύστημα ταυτόχρονων εξισώσεων όπου η πρώτη εξίσωση περιλαμβάνει την αρχική υποτιμολόγηση ως ερμηνευτική μεταβλητή. Για την εξαγωγή των εμπειρικών αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων σε δύο βήματα (2SLS).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η μεγαλύτερη υποτιμολόγηση συχνά συνοδεύεται από μεγαλύτερο spread του αναδόχου. Επιπλέον οι λιγότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σπάνια αναλαμβάνουν αναδοχές με μικρή διασπορά παρόλο που οι περισσότεροι δημοφιλείς ανάδοχοι μπορεί να αναλάβουν τόσο αναδοχές με χαμηλή όσο και με υψηλή διασπορά. Για τους μεσαίως φήμης αναδόχους το spread του αναδόχου επιδρά αρνητικά στην αρχική υποτιμολόγηση υποδεικνύοντας έτσι μία σχέση υποκατάστασης. Για τους χαμηλής και υψηλής φήμης αναδόχους η αρχική υποτιμολόγηση επιδρά στο spread του αναδόχου θετικά υποδεικνύοντας μία σχέση συμπληρωματική.

Οι **Kirkulak – Davis (2005)** ανέπτυξαν μία νέα μέθοδο μέτρησης της φήμης του αναδόχου. Τα αποτελέσματα του άρθρου έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και της υποτιμολόγησης εξαρτώνται από την τιμολόγηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, η οποία και αντανάκλα το επίπεδο ζήτησης για την έκδοση. Όταν υπάρχει υψηλή (χαμηλή) ζήτηση, υπάρχει θετική (αρνητική) και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ φήμης αναδόχου και του επιπέδου υποτιμολόγησης.

Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκε ένα σύνολο 687 IPO για την περίοδο 1998-2002 για την ιαπωνική αγορά. Για την μέτρηση της φήμης του αναδόχου χρησιμοποιήθηκε μία νέα

μέθοδος, η οποία βασίζεται στην σχετική συχνότητα με την οποία κάθε ανάδοχος παίρνει θέση σε κάθε αναδοχή έτσι ώστε να προκύψει μία κατάταξη. Ο ανάδοχος με την μεγαλύτερη συχνότητα θα πάρει την πρώτη θέση στην κατάταξη.

Για την διασταύρωση των αποτελεσμάτων της φήμης του αναδόχου με την νέα μέθοδο χρησιμοποιήθηκε και η μέθοδος των Megginson και Weiss (1991) η οποία υπολογίζει τις καθαρές προσόδους του αναδόχου σε κάθε αναδοχή ως προς τις συνολικές προσόδους του δείγματος. Στην γραμμική παλινδρόμηση ως ανεξάρτητη μεταβλητή τοποθετήθηκαν την πρώτη φορά το CIR (closing initial return) και την δεύτερη το OIR (opening initial return). Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν το μερίδιο κάθε αναδόχου σε κάθε δημόσια εγγραφή (Underwriters Lead Share), η απόδοση της αγοράς (Market Return), η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης τιμής διάθεσης και της τελικής τιμής διάθεσης (OP Position), το ποσοστό της έκδοσης το οποίο δημιουργείται από τις υπάρχουσες μετοχές οι οποίες προσφέρονται από τους μετόχους (Secondary Shares), ο φυσικός λογάριθμος των καθαρών προσόδων του αναδόχου (LogProceeds), ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας που διαθέτει τις μετοχές της (LogAge), ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας του CEO της εταιρείας που κάνει την IPO (LogCEO) και ψευδομεταβλητές ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο υπάγονται οι εταιρείες που πωλούν τις μετοχές τους στο κοινό (Communications, Services, Electronics). Τέλος, χρησιμοποιήθηκε μία ακόμα ψευδομεταβλητή (ονομάστηκε από τους συγγραφείς 1999) η οποία έκανε έλεγχο εάν οι αφύσικα μεγάλες αποδόσεις που παρατηρήθηκαν εκείνη την χρονιά άσκησαν επίδραση στις IPO. Εκτιμήθηκαν υποδείγματα παλινδρόμησης τόσο για το πλήρες δείγμα, όσο και για τρία υποσύνολα τα οποία περιελάμβαναν αρχικές δημόσιες εγγραφές χαμηλού, μεσαίου και υψηλού μεγέθους αντίστοιχα.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η νέα μέθοδος μέτρησης της φήμης του αναδόχου έχει μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη από την μέθοδο των Megginson και Weiss (1991). Επιπλέον οι περισσότεροι δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με υψηλότερο επίπεδο υποτιμολόγησης για το πλήρες δείγμα. Μία εγγύτερη θεώρηση των υποσυνόλων δείχνει ότι οι ανάδοχοι ικανοποιούν τους επενδυτές όταν τιμολογούν αρχικές δημόσιες εγγραφές. Επιπλέον οι ανάδοχοι δεν μπορούν να αναθεωρήσουν την τιμή διάθεσης έξω από το αρχικό εύρος προσφοράς. Αυτό αυξάνει τον βαθμό

υποτιμολόγησης όταν υπάρχει υψηλή επενδυτική ζήτηση για μία αρχική δημόσια εγγραφή. Από την άλλη πλευρά για τις χαμηλού μεγέθους δημόσιες εγγραφές οι πιο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με μικρότερα επίπεδα υποτιμολόγησης δείχνοντας έτσι ότι όταν υπάρχει χαμηλή ζήτηση για μία έκδοση, οι δημοφιλείς ανάδοχοι ενδιαφέρονται περισσότερο για τον ειδικό κίνδυνο της εταιρείας που πραγματοποιεί την αρχική δημόσια εγγραφή.

Στον **Πίνακα 1** παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα από ορισμένες από τις προηγούμενες μελέτες:

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1</b>			
<b>ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ</b>			
<b>Συγγραφείς</b>	<b>Περίοδος</b>	<b>Αγορά</b>	<b>Αποτελέσματα</b>
Beatty-Ritter (1986)	1977-1982 (1.028 εταιρείες)	Η.Π.Α.	Μονότονη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης υποτιμολόγησης μίας αρχικής δημόσιας προσφοράς και της αβεβαιότητας των επενδύτων για την αξία της.
Johnson-Miller (1988)	1981-1983 (962 εταιρείες)	Η.Π.Α.	Περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι υποτιμολογούν λιγότερο από τους μη δημοφιλείς αναδόχους. Χαμηλότερες αρχικές αποδόσεις οι οποίες πραγματοποιούνται από δημοφιλείς αναδόχους δημιουργούνται μόνο από τις διαφορές του κινδύνου και η φήμη των τραπεζών δεν έχει επεξηγηματική δύναμη από μόνη της. Χαμηλές αρχικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται από δημοφιλείς αναδόχους δημιουργούνται από την τάση που έχουν να σχετίζονται πιο συχνά με αναδόχους που εμπεριέχουν λιγότερο κίνδυνο σε σχέση με τους μη δημοφιλείς αναδόχους.
Carter-Manaster(1990)	1979-1983 (501 εταιρείες)	Η.Π.Α.	Αρχικές δημόσιες εγγραφές με περισσότερο πληροφορημένους επενδυτές συνεπάγονται υψηλότερες αποδόσεις. Περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με προσφορές μετοχών χαμηλότερου κινδύνου. Περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες έχουν μικρότερη απόδοση.
Carter-Dark(1992)	1979-1983 (1.267 εταιρείες)	Η.Π.Α.	Εξετάστηκε η αποτελεσματικότητα των μέτρων μέτρησης της φήμης του αναδόχου των Carter-Manaster και των Johnson-Miller. Το μέτρο των Carter-Manaster εμφανίστηκε να σχετίζεται περισσότερο σημαντικά με τις αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών.
Carter-Dark (1993)	1979-1983 (1.088 εταιρείες)	Η.Π.Α.	Το επίπεδο των αναδοχών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα εμφανίζεται να αυξάνεται καθώς μεγαλώνει η φήμη του αναδόχου μέχρι το μεσαίο επίπεδο κατάταξης των αναδοχών. Μετά το σημείο αυτό τα επίπεδα φθίνουν καθώς αυξάνεται η φήμη.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1 (Συνέχεια)</b>			
<b>ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ</b>			
<b>Συγγραφείς</b>	<b>Περίοδος</b>	<b>Αγορά</b>	<b>Αποτελέσματα</b>
Carter-Dark-Singh(1998)	1979-1991 (2.292 εταιρείες)	Η.Π.Α	Αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες έχουν χειριστεί από περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους σχετίζονται με μικρότερη βραχυπρόθεσμη υποτιμολόγηση. Στα πλαίσια της μέτρησης της φήμης του αναδόχου χρησιμοποιήθηκαν τρεις μέθοδοι. Johnson και Miller, Carter και Manaster και Megginson και Weiss. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι κάθε μέτρο μέτρησης της φήμης του αναδόχου από μόνο του σχετίζεται σημαντικά με την αρχική απόδοση. Παρόλα αυτά, από τα τρία μέτρα μόνο αυτό των Carter – Manaster παρέμεινε στατιστικά σημαντικό όταν αξιολογήθηκε ταυτόχρονα με τα άλλα δύο.
Beckman-Garner-Marshall-Okamura(2001)	1980-1998 (216 εταιρείες)	Ιαπωνία	Δεν υπάρχουν ενδείξεις ότι η φήμη του αναδόχου ασκεί επίδραση στο μέγεθος της λανθασμένης τιμολόγησης (mispricing).
Jelic-Saadouni-Briston(2001)	1980-1993 (182 εταιρείες)	Μαλαισία	Κατά μέσο όρο οι Μαλαισιανές αρχικές δημόσιες εγγραφές υποτιμολογούνται. Οι προσαρμοσμένες στην αγορά αρχικές αποδόσεις είναι, κατά μέσο όρο, υψηλότερες για τις εταιρείες με περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους και με συνετές προβλέψεις κερδών αντίθετα με τις εταιρείες που σχετίστηκαν με λιγότερο δημοφιλείς αναδόχους και ευοίωνες προβλέψεις.
Chen-Mohan(2002)	1990-1992 (806 εταιρείες)	Η.Π.Α	Μεγαλύτερη υποτιμολόγηση συχνά συνοδεύεται από μεγαλύτερο spread του αναδόχου. Επιπλέον λιγότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σπάνια αναλαμβάνουν αναδοχές με μικρή διασπορά παρόλο που οι περισσότεροι δημοφιλείς ανάδοχοι μπορεί να αναλάβουν τόσο αναδοχές με χαμηλή όσο και με υψηλή διασπορά.
Kirkulak-Davis (2005)	1998-2002 (687 εταιρείες)	Ιαπωνία	Η σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και της υποτιμολόγησης εξαρτώνται από την τιμολόγηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, η οποία και αντανακλά το επίπεδο ζήτησης για την έκδοση. Όταν υπάρχει υψηλή (χαμηλή) ζήτηση, υπάρχει θετική (αρνητική) και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ φήμης αναδόχου και του επιπέδου υποτιμολόγησης. Επιπλέον, η νέα μέθοδος μέτρησης της φήμης του αναδόχου των συγγραφέων έχει μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη από την μέθοδο των Megginson και Weiss

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται διάφορα στατιστικά δεδομένα για το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία καθώς και οι πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν. Στη συνέχεια περιγράφεται η κατανομή των εταιρειών ανά έτος στις διάφορες αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις οποίες εισήχθησαν καθώς και διάφορα στατιστικά μέτρα για το σύνολο του δείγματος αλλά και για τα δύο επί μέρους υπό-δείγματα.

Για τους σκοπούς της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα συνολικά 166 εταιρειών οι οποίες πραγματοποίησαν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1989 – 2005. Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει την κατανομή τους για την εξετασθείσα περίοδο. Στην πρώτη στήλη καταγράφεται το έτος εισαγωγής, στην δεύτερη το πλήθος των εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών συνολικά και στις επόμενες στήλες η κατανομή ανά αγορά. Το μεγαλύτερο πλήθος εισαγωγών βάσει του δείγματος πραγματοποιήθηκε το 1994 με την εισαγωγή 25 συνολικά εταιρειών και το μικρότερο πλήθος το 1989 και το 1999 όπου έχει καταγραφεί η εισαγωγή μίας εταιρείας για το κάθε έτος. Στην Κύρια Αγορά εισήχθησαν οι περισσότερες εταιρείες και πάλι το 1994 και οι λιγότερες το 1989 και το 2003. Οι περισσότερες εισαγωγές στην Παράλληλη Αγορά πραγματοποιήθηκαν το 2003 και οι λιγότερες το 1991, το 1999 και το 2005. Στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) το 2002 υπήρξαν οι περισσότερες εισαγωγές και το 2005 και 2001 οι λιγότερες.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2</b>				
<b>ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΟΙ ΟΠΟΙΕΣ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΑΝ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1989-2005</b>				
<b>ΕΤΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ</b>	<b>ΠΛΗΘΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ</b>	<b>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</b>	<b>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</b>	<b>ΝΕΧΑ</b>
2005	6	4	1	1
2004	9	4	3	2
2003	13	1	10	2
2002	20	7	9	4
2001	20	11	8	1
2000	6	2	4	0
1999	1	0	1	0
1998	14	7	7	0
1997	8	3	5	0
1996	10	3	7	0
1995	14	8	6	0
1994	25	20	5	0
1993	4	4	0	0
1992	0	0	0	0
1991	6	5	1	0
1990	9	9	0	0
1989	1	1	0	0
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>166</b>	<b>89</b>	<b>67</b>	<b>10</b>
Στο δείγμα συμπεριλήφθηκαν συνολικά 166 εταιρείες των οποίων η εισαγωγή πραγματοποιήθηκε την περίοδο από το 1989-2005. Συγκεκριμένα 89 από αυτές εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 67 στην Παράλληλη Αγορά και 10 στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.				

Τα περισσότερα από τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από τα αντίστοιχα Ενημερωτικά Δελτία που εκδόθηκαν κατά τον μήνα εισαγωγής των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα, καταγράφηκαν οι ανάδοχοι που έλαβαν μέρος σε κάθε διαδικασία εισαγωγής μετοχών της ενδιαφερόμενης εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και η θέση την οποία κατείχαν σε αυτή την διαδικασία (Συντονιστής – Κύριος Ανάδοχος, Κύριος Ανάδοχος ή Λοιποί Ανάδοχοι), το μέγεθος της αναδοχής (το ύψος των χρημάτων που επιχείρησε να αντλήσει από το κοινό η ενδιαφερόμενη προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρεία), ο αριθμός των μετοχών που εισήχθησαν στην αγορά του Χρηματιστηρίου, η τιμή διάθεσης των προσφερόμενων μετοχών, το πλήθος των μετοχών που είχε η εταιρεία πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, το έτος ίδρυσης της εταιρείας και το έτος εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο.

Επιπλέον, από τις εφαρμογές DATASTREAM και FIN32 του Πανεπιστημίου Πειραιώς, κατεγράφησαν για το σύνολο του δείγματος (1989-2005) οι τιμές κλεισίματος των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και οι τιμές κλεισίματος μετά από ένα, τρεις, έξι, εννέα μήνες, ένα, δύο και τρία χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής τους. Επιπλέον, για ένα μέρος του δείγματος από το 1989 έως το 1996 κατεγράφησαν οι τιμές κλεισίματος μετά από ένα 5νθήμερο και από το 1996 έως το 1999 οι τιμές κλεισίματος μετά από ένα 15νθήμερο. Η καταγραφή αυτή πραγματοποιήθηκε προκειμένου να διαπιστωθεί εάν το όριο μεταβολής του  $\pm 8\%$  στην τιμή της μετοχής κατά τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσής της που ίσχυε την περίοδο από το 1992 έως και το 1996 επηρέασε το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης. Αντίστοιχα για το δεύτερο υπό – δείγμα, για την περίοδο δηλαδή από το 1996 έως και το 1999, το όριο διακύμανσης ήταν  $\pm 99\%$ . Τα όρια αυτά στόχευαν στην μείωση της διακύμανσης της τιμής της μετοχής ώστε να προστατευτούν οι επενδυτές από υπερβολική αυξομείωσή της κάτι το οποίο θα προκαλούσε πανικό και θα επέτρεπε την χειραγώγησή της. Σημειώνεται ότι τα δεδομένα που μετρώνται σε χρηματικές μονάδες έχουν καταγραφεί σε Ευρώ. Για τα δεδομένα που κατεγράφησαν σε δραχμές, πριν δηλαδή την εισαγωγή του Ευρώ, πραγματοποιήθηκε μετατροπή σε Ευρώ με την ισοτιμία  $\text{€}1=340,75$  δραχμές.

Στον **Πίνακα 3** παρουσιάζονται ορισμένα στατιστικά αποτελέσματα για το σύνολο των 166 εταιρειών του δείγματος για την περίοδο 1989-2005. Βρέθηκε ότι ο μέσος όρος του μεγέθους της αναδοχής ήταν  $\text{€}16.992.697$  και η διάμεσος  $\text{€}4.412.027$ . Ο μέσος όρος ηλικίας των εταιρειών οι οποίες προχώρησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή προσδιορίστηκε στα 16 χρόνια και η αντίστοιχη διάμεσος στα 15 χρόνια. Το πλήθος των μετοχών των εταιρειών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή ήταν κατά μέσο όρο 26.025.105 μετοχές και η αντίστοιχη διάμεσος 4.100.565 μετοχές.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 3</b>	
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ</b>	
<b>166 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1989-2005</b>	
Μ. Ο. Μεγέθους Αναδοχής <sup>1</sup>	€16.992.697,50
Διάμεσος Μεγέθους Αναδοχής	€4.412.027,15
Μ.Ο. Ηλικίας Εταιρειών <sup>2</sup>	16 χρόνια
Διάμεσος Ηλικίας Εταιρειών	15 χρόνια
Μ.Ο. Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών <sup>3</sup>	26.025.105 μετοχές
Διάμεσος Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών	4.100.565 μετοχές
<p>1. Ως μέγεθος αναδοχής καταγράφηκε το αρχικό ύψος της έκδοσης της εταιρείας και όχι τυχόν μέγεθος υπερκάλυψης.</p> <p>2. Ως ηλικία της εταιρείας θεωρήθηκε το διάστημα που μεσολαβεί από την ίδρυση της εταιρείας έως την χρονιά εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο. Προκειμένου για εταιρείες οι οποίες ιδρύθηκαν με άλλη νομική μορφή (Ατομική Επιχείρηση, Ο.Ε., Ε.Ε. ή Ε.Π.Ε.) ως έτος ίδρυσης ελήφθη υπόψη η χρονιά κατά την οποία αυτές έγιναν ανώνυμες εταιρείες.</p> <p>3. Ως προηγούμενο πλήθος μετοχών καταγράφηκε το σύνολο των μετοχών που διέθετε η εταιρεία πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.</p>	

Σημειώνεται ότι ως ηλικία της εταιρείας θεωρήθηκε το διάστημα που μεσολαβεί από την ίδρυση της εταιρείας και αυτή είχε την νομική μορφή ανώνυμης εταιρείας έως την χρονιά εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο. Προκειμένου για εταιρείες οι οποίες ιδρύθηκαν με άλλη νομική μορφή (Ατομική Επιχείρηση, Ο.Ε., Ε.Ε. ή Ε.Π.Ε.) ως έτος ίδρυσης ελήφθη υπόψη η χρονιά κατά την οποία αυτές έγιναν ανώνυμες εταιρείες.

Στον **Πίνακα 4** παρουσιάζονται τα αντίστοιχα στατιστικά αποτελέσματα για το πρώτο υπό – δείγμα το οποίο περιλαμβάνει 92 εταιρείες για την περίοδο 1989-1999. Βρέθηκε ότι ο μέσος όρος του μεγέθους της αναδοχής ήταν €10.293.821 και η διάμεσος €3.783.735. Ο μέσος όρος ηλικίας των εταιρειών οι οποίες προχώρησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή σε αυτή την υπό – περίοδο ήταν 16,8 χρόνια και η αντίστοιχη διάμεσος 15 χρόνια. Το πλήθος των μετοχών των εταιρειών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή ήταν κατά μέσο όρο 29.027.999 μετοχές και η αντίστοιχη διάμεσος 4.100.565 μετοχές.



<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 4</b>	
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΥΠΟ – ΔΕΙΓΜΑ 1</b>	
<b>92 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	
<b>1989-1999</b>	
Μ. Ο. Μεγέθους Αναδοχής <sup>1</sup>	€10.293.821,48
Διάμεσος Μεγέθους Αναδοχής	€3.783.735,14
Μ.Ο. Ηλικίας Εταιρειών <sup>2</sup>	16,8 χρόνια
Διάμεσος Ηλικίας Εταιρειών	15 χρόνια
Μ.Ο. Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών <sup>3</sup>	29.027.999 μετοχές
Διάμεσος Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών	4.100.565 μετοχές
<p>1. Ως μέγεθος αναδοχής καταγράφηκε το αρχικό ύψος της έκδοσης της εταιρείας και όχι τυχόν μέγεθος υπερκάλυψης.</p> <p>2. Ως ηλικία της εταιρείας θεωρήθηκε το διάστημα που μεσολαβεί από την ίδρυση της εταιρείας έως την χρονιά εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο. Προκειμένου για εταιρείες οι οποίες ιδρύθηκαν με άλλη νομική μορφή (Ατομική Επιχείρηση, Ο.Ε., Ε.Ε. ή Ε.Π.Ε.) ως έτος ίδρυσης ελήφθη υπόψη η χρονιά κατά την οποία αυτές έγιναν ανώνυμες εταιρείες.</p> <p>3. Ως προηγούμενο πλήθος μετοχών καταγράφηκε το σύνολο των μετοχών που διέθετε η εταιρεία πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.</p>	

Στον **Πίνακα 5** παρουσιάζονται τα αντίστοιχα στατιστικά αποτελέσματα για το δεύτερο υπό – δείγμα το οποίο περιλαμβάνει 74 εταιρείες για την περίοδο 2000-2005. Βρέθηκε ότι ο μέσος όρος του μεγέθους της αναδοχής ήταν €25.321.029 και η διάμεσος €6.025.377. Ο μέσος όρος ηλικίας των εταιρειών οι οποίες προχώρησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή σε αυτή την υπό – περίοδο ήταν 13 χρόνια και η αντίστοιχη διάμεσος 9 χρόνια. Το πλήθος των μετοχών των εταιρειών πριν την αρχική δημόσια εγγραφή ήταν κατά μέσο όρο 22.291.776 μετοχές και η αντίστοιχη διάμεσος 5.534.000 μετοχές.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 5</b>	
<b>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΥΠΟ – ΔΕΙΓΜΑ 2</b>	
<b>74 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ</b>	
<b>2000-2005</b>	
Μ. Ο. Μεγέθους Αναδοχής <sup>1</sup>	€25.321.029,28
Διάμεσος Μεγέθους Αναδοχής	€6.025.377
Μ.Ο. Ηλικίας Εταιρειών <sup>2</sup>	13 χρόνια
Διάμεσος Ηλικίας Εταιρειών	9 χρόνια
Μ.Ο. Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών <sup>3</sup>	22.291.776 μετοχές
Διάμεσος Προηγούμενου Πλήθους Μετοχών	5.534.000 μετοχές
<p>1. Ως μέγεθος αναδοχής καταγράφηκε το αρχικό ύψος της έκδοσης της εταιρείας και όχι τυχόν μέγεθος υπερκάλυψης.</p> <p>2. Ως ηλικία της εταιρείας θεωρήθηκε το διάστημα που μεσολαβεί από την ίδρυση της εταιρείας έως την χρονιά εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο. Προκειμένου για εταιρείες οι οποίες ιδρύθηκαν με άλλη νομική μορφή (Ατομική Επιχείρηση, Ο.Ε., Ε.Ε. ή Ε.Π.Ε.) ως έτος ίδρυσης ελήφθη υπόψη η χρονιά κατά την οποία αυτές έγιναν ανώνυμες εταιρείες.</p> <p>3. Ως προηγούμενο πλήθος μετοχών καταγράφηκε το σύνολο των μετοχών που διέθετε η εταιρεία πριν την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών.</p>	

Την μεγαλύτερη αναδοχή για τις εταιρείες όλης της εξετασθείσας περιόδου (1989-2005) πραγματοποίησε η Cosmote Mobile Telecom το 2000 η οποία ήταν €457.762.500. Αντίστοιχα την μικρότερη αναδοχή πραγματοποίησε η Interinvest το 1991 το μέγεθος της οποίας ήταν €529.714.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται αρχικά ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίστηκε η ποιοτική μεταβλητή της φήμης του αναδόχου με την χρήση των Ενημερωτικών Δελτίων. Στη συνέχεια παρατίθεται το υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση της σχέσης μεταξύ της φήμης του αναδόχου και της ύπαρξης υποτιμολόγησης καθώς και οι μεταβλητές οι οποίες συμπεριλήφθηκαν. Τέλος παρουσιάζεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τον προσδιορισμό της ύπαρξης ή μη υποτιμολόγησης των νεοεισαγόμενων μετοχών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

#### 5.1. Τρόπος Προσδιορισμού της Φήμης του Αναδόχου

Για τον προσδιορισμό της φήμης του αναδόχου χρησιμοποιήθηκαν τα Ενημερωτικά Δελτία για την περίπτωση κάθε αναδοχής. Από αυτά κατεγράφησαν οι εταιρείες οι οποίες ανέλαβαν υπηρεσίες αναδοχής καθώς και σύμβουλοι έκδοσης. Στη συνέχεια δημιουργήθηκαν τρεις ομάδες αναδόχων. Η πρώτη περιελάμβανε τους Συντονιστές – Κύριους Αναδόχους, η δεύτερη τους Κύριους Αναδόχους και η τρίτη όσες εταιρείες συμμετείχαν ως Λοιποί Ανάδοχοι. Σε κάθε ενημερωτικό δελτίο εξεταζόταν ποια θέση κατείχε κάθε ανάδοχος ο οποίος και βαθμολογείτο ανάλογα. Αν συμμετείχε στην πρώτη κατηγορία, δηλαδή ως Συντονιστής – Κύριος Ανάδοχος, έπαιρνε 3 βαθμούς για αυτή την συμμετοχή του. Αντίστοιχα, αν συμμετείχε ως Κύριος Ανάδοχος έπαιρνε 2 βαθμούς και τέλος αν συμμετείχε στην ομάδα των Λοιπών Αναδόχων έπαιρνε 1 βαθμό. Σε περίπτωση που κατείχε θέση Συμβούλου Έκδοσης δεν έπαιρνε κανένα βαθμό. Με αυτό τον τρόπο, από την εξέταση όλων των Ενημερωτικών Δελτίων, προέκυψε μία συνολική βαθμολογία για κάθε ανάδοχο. Ακολούθως πραγματοποιήθηκε κατάταξή τους με πρώτο τον ανάδοχο που συγκέντρωσε την υψηλότερη βαθμολογία και τελευταίο εκείνο που συγκέντρωσε την χαμηλότερη. Στη συνέχεια για τον πρώτο στην κατάταξη ανάδοχο δόθηκε η σειρά κατάταξης 1, για τον δεύτερο σειρά κατάταξης 2 κ.ο.κ. Σε περίπτωση που δύο ανάδοχοι συγκέντρωναν την ίδια βαθμολογία έπαιρναν την ίδια σειρά κατάταξης. (Παράρτημα 1 και 2)

Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιήθηκε αυτό το μέτρο μέτρησης της φήμης του αναδόχου είναι ότι μόνο για αυτό το μέτρο υπήρχε διαθέσιμη πληροφόρηση. Για το μέτρο της φήμης του αναδόχου όπως αυτό μετράται με την μέθοδο των Carter – Manaster, το οποίο όπως αποδεικνύει η διεθνής βιβλιογραφία, **Carter – Dark – Singh (1998)**, είναι και το αποτελεσματικότερο, δεν υπάρχουν στην Ελλάδα ανακοινώσεις που να ακολουθούν την δομή πληροφόρησης ενός Tombstone Announcement. Ακόμα και στα Ενημερωτικά Δελτία η σειρά παρουσίασης των εταιρειών δεν εμφανίζεται να έχει σχέση με την φήμη τους ή το κύρος τους. Επιπλέον για το μέτρο των Megginson – Weiss απαραίτητη προϋπόθεση ήταν η γνώση του σχετικού μεριδίου κάθε αναδόχου στην εκάστοτε δημόσια εγγραφή στην οποία συμμετείχε.

## 5.2. Υπόδειγμα Γραμμικής Παλινδρόμησης

Για την εκτίμηση της ύπαρξης στατιστικής σχέσης μεταξύ της φήμης του αναδόχου και των αποδόσεων της τιμής της μετοχής χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές:

**INRET:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET2:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος 5 ή 15 ημέρες μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης της στο Χρηματιστήριο. Για τις εταιρείες που εισήχθησαν από το 1989 έως και το 1996 ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του 5<sup>ου</sup> ημερομηνίου ενώ για τις εταιρείες που εισήχθησαν από το 1997 έως και το 1999 ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του 15<sup>ου</sup> ημερομηνίου.

**INRET1M:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος ένα μήνα μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET3M:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος τρεις μήνες μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET6M:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος έξι μήνες μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET9M:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος εννέα μήνες μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET1Y:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος ένα χρόνο μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET2Y:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος δύο χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**INRET3Y:** Αναπαριστά την απόδοση της τιμής της μετοχής μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος τρία χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο.

**REP:** Το μέτρο της φήμης του αναδόχου

**LNAGE:** Ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας η οποία εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο. Ως ηλικία της εταιρείας θεωρήθηκε το διάστημα που μεσολαβεί από την ίδρυση της εταιρείας και αυτή είχε την νομική μορφή ανώνυμης εταιρείας έως την χρονιά εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο. Προκειμένου για εταιρείες οι οποίες ιδρύθηκαν με άλλη νομική μορφή (Ατομική Επιχείρηση, Ο.Ε., Ε.Ε. ή Ε.Π.Ε.) ως έτος ίδρυσης ελήφθη υπόψη η χρονιά κατά την οποία αυτές έγιναν ανώνυμες εταιρείες.

**LNSIZE:** Ο φυσικός λογάριθμος του μεγέθους της αναδοχής.

**SECOND:** Το ποσοστό των μετοχών που προσφέρουν οι μέτοχοι το οποίο υπολογίζεται ως το ηλίκο του πλήθους των νέων προσφερόμενων μετοχών προς το πλήθος των παλαιών.

**Σημείωση:** Η απόδοση της μετοχής υπολογίζεται βάσει του τύπου:

$$[\text{INRET}(X) - \text{Τιμή Διάθεσης Μετοχής}] / (\text{Τιμή Διάθεσης Μετοχής})$$

Το υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης που εκτιμήθηκε με την μέθοδο OLS (Ordinary Least Square) ήταν στην βασική του μορφή το εξής:

$$\text{INRET}_t = \beta_t + \beta_{1t}\text{REP}_t + \beta_{2t}\text{LNAGE}_t + \beta_{3t}\text{LNSIZE}_t + \beta_{4t}\text{SECOND}_t + \varepsilon_t$$

Επιπλέον εκτιμήθηκαν παραλλαγές του παραπάνω υποδείγματος.

Η εκτίμηση του υποδείγματος πραγματοποιήθηκε ξεχωριστά για δύο υπό – δείγματα του συνολικού δείγματος. Αρχικά πραγματοποιήθηκε εκτίμηση για την περίοδο από το 1989 – 1999 και ακολούθησε εκτίμηση για την περίοδο από το 2000-2005. Ακολουθήθηκε αυτή η προσέγγιση προκειμένου να γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ των δύο περιόδων.

### 5.3. Υπολογισμός Υποτιμολόγησης

Για τον προσδιορισμό της ύπαρξης και κατά επέκταση του μεγέθους της υποτιμολόγησης υπολογίστηκαν οι μέσες χρηματιστηριακές αποδόσεις για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος για 1, 3, 6, 9 μήνες και 1, 2, 3 χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο. Προς τούτο χρησιμοποιήθηκαν οι αντίστοιχες τιμές κλεισίματος των μετοχών καθώς και η τιμή διάθεσης τους για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.

Για τον υπολογισμό της χρηματιστηριακής απόδοσης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο χρησιμοποιήθηκε το μέτρο των απλών αποδόσεων (raw returns), βάσει του εξής τύπου:

$$\{[(\text{Τιμή Κλεισίματος την Πρώτη Ημέρα Διαπραγμάτευσης})/(\text{Τιμή Εισαγωγής})-1\} * 100$$

Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων των υπολοίπων περιόδων χρησιμοποιήθηκε ο εξής τύπος:

$$\{[(\text{Τιμή Κλεισίματος την } N \text{ Περίοδο})/(\text{Τιμή Μετοχής την Πρώτη Ημέρα})]-1\} * 100$$

όπου N η τιμή κλεισίματος της μετοχής μετά από 1, 3, 6, 9 μήνες και 1, 2, 3 χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο.

Εκτός από τις απλές αποδόσεις, υπολογίζονται και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις προκειμένου στις αποδόσεις των μετοχών να ληφθεί υπόψη και η διακύμανση της αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται απαραίτητη δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο Χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους αλλά επηρεάζονται και από τις κινήσεις (ανοδικές ή καθοδικές) ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται αναγκαία όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μίας ημέρας.

Για τον υπολογισμό των επιπλέον αποδόσεων αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης.

Ως απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ο υπολογισμός των χρηματιστηριακών αποδόσεων γίνεται βάσει του κάτωθι τύπου:

$$[(\Gamma\Delta\text{T}\chi\alpha_1 - \Gamma\Delta\text{T}\chi\alpha_0) / (\Gamma\Delta\text{T}\chi\alpha_0)] * 100$$

όπου  $\Gamma\Delta\text{T}\chi\alpha$  είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Η επιπλέον απόδοση υπολογίζεται βάσει του τύπου:

**Απλή Απόδοση<sub>N</sub>-Απόδοση Χρηματιστηριακής Αγοράς<sub>N</sub>**

όπου  $N$  η περίοδος 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων από την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο.

Σημειώνεται ότι η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής θεωρεί πως οι νεοεισαγόμενες μετοχές έχουν μέσο κίνδυνο αγοράς (ο συντελεστής βήτα είναι 1).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στα δύο πρώτα μέρη του κεφαλαίου παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα όπως προέκυψαν από τις διάφορες παλινδρομήσεις οι οποίες έγιναν για τα δύο επί μέρους δείγματα (1989-1999 και 2000-2005). Στο τρίτο μέρος περιλαμβάνονται τα αποτελέσματα από τον υπολογισμό της υποτιμολόγησης των μετοχών τόσο για το σύνολο των εταιρειών του δείγματος όσο και για τις επιμέρους αγορές στις οποίες εισήχθησαν (Κύρια Αγορά, Παράλληλη Αγορά, Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά). Τα αποτελέσματα αναφέρονται στις απλές αλλά και στις προσαρμοσμένες στην απόδοση της αγοράς αποδόσεις.

#### 6.1. Περίοδος 1989-1999

Για την παραπάνω περίοδο εκτιμήθηκαν το βασικό υπόδειγμα καθώς και διάφορες παραλλαγές του με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Στην αρχή παρουσιάζονται και σχολιάζονται τα αποτελέσματα για εκείνες τις παλινδρομήσεις οι οποίες έδωσαν κάποιο σημαντικό αποτέλεσμα (Παλινδρομήσεις 1, 2 και 3). Στη συνέχεια παρατίθενται παλινδρομήσεις για τις οποίες δεν προέκυψε κάποιο συμπέρασμα (Παλινδρομήσεις 4-10). Σημειώνεται ότι για τις παλινδρομήσεις 2-10 ως ανεξάρτητη μεταβλητή χρησιμοποιήθηκαν μόνο η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου ( $REP_i$ ) και ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας ( $LNAGE_i$ ) καθώς μόνο αυτή η μεταβλητή εμφανίστηκε να είναι στατιστικά σημαντική από την εκτίμηση του βασικού υποδείγματος.

$$1) \text{INRET}_t = \beta_t + \beta_{1t} \text{REP}_t + \beta_{2t} \text{LNAGE}_t + \beta_{3t} \text{LNSIZE}_t + \beta_{4t} \text{SECOND}_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: INRET  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:07  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.227061	0.802820	0.282829	0.7780
REP	-0.011609	0.010355	-1.121131	0.2653
<b>LNAGE</b>	<b>-0.167929</b>	<b>0.079545</b>	<b>-2.111111</b>	<b>0.0376</b>
LNSIZE	0.037453	0.055154	0.679073	0.4989
SECOND	0.002031	0.004169	0.487276	0.6273
R-squared	0.055854	Mean dependent var		0.281745
Adjusted R-squared	0.012445	S.D. dependent var		0.497937
S.E. of regression	0.494829	Akaike info criterion		1.483605
Sum squared resid	21.30243	Schwarz criterion		1.620659
Log likelihood	-63.24585	F-statistic		1.286692
Durbin-Watson stat	0.853084	Prob(F-statistic)		0.281483

Αρχικά εκτιμήθηκε το βασικό υπόδειγμα παλινδρόμησης για την μέτρηση της φήμης του Αναδόχου για την πρώτη περίοδο (1989-1999) και για μέγεθος δείγματος 92 εταιρειών, το οποίο περιελάμβανε ως εξαρτημένη μεταβλητή την απόδοση της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών (INRET<sub>t</sub>) και ως ανεξάρτητες την μεταβλητή μέτρησης της φήμης του Αναδόχου (REP<sub>t</sub>), τον φυσικό λογάριθμο της ηλικίας της εταιρείας (LNAGE<sub>t</sub>), τον φυσικό λογάριθμο του μεγέθους της αναδοχής (LNSIZE<sub>t</sub>) και τέλος το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών από τους ήδη υπάρχοντες μετόχους (SECOND<sub>t</sub>). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το R<sup>2</sup> είναι σχεδόν μηδενικό (R<sup>2</sup>= 0,055%) και μόνο μία ερμηνευτική μεταβλητή από τις τέσσερις συνολικά, αυτή του φυσικού λογάριθμου της ηλικίας της εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ( $|t_s| = 2,11$ ). Αξίζει να σημειωθεί ότι το πρόσημό της είναι αρνητικό δείχνοντας ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ηλικία της νεοεισαχθείσας εταιρείας, τόσο μικρότερη είναι απόδοση της μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της. Οι υπόλοιπες τρεις μεταβλητές εμφανίζονται να μην σχετίζονται στατιστικά σημαντικά με την αρχική απόδοση της μετοχής. Επομένως μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η απόδοση των μετοχών την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν επηρεάζεται από την φήμη του αναδόχου, δείχνει όμως να επηρεάζεται από την ηλικία της εταιρείας.

## 2) $INRET_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:29  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>0.750435</b>	<b>0.226521</b>	<b>3.312870</b>	<b>0.0013</b>
REP	-0.012861	0.010162	-1.265642	0.2089
<b>LNAGE</b>	<b>-0.144230</b>	<b>0.072024</b>	<b>-2.002525</b>	<b>0.0483</b>
R-squared	0.048251	Mean dependent var	0.281745	
Adjusted R-squared	0.026863	S.D. dependent var	0.497937	
S.E. of regression	0.491203	Akaike info criterion	1.448148	
Sum squared resid	21.47398	Schwarz criterion	1.530380	
Log likelihood	-63.61481	F-statistic	2.256010	
Durbin-Watson stat	0.797151	Prob(F-statistic)	0.110727	

Για την εκτίμηση της δεύτερης παλινδρόμησης για την ίδια πάλι περίοδο (1989-1999) και για το ίδιο πλήθος εταιρειών, χρησιμοποιήθηκε ως εξαρτημένη μεταβλητή η απόδοση της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών ( $INRET_t$ ) και ως ανεξάρτητες η μεταβλητή μέτρησης της φήμης του Αναδόχου ( $REP_t$ ) καθώς και ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας ( $LNAGE_t$ ). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το  $R^2$  είναι επίσης σχεδόν μηδενικό ( $R^2 = 0,048\%$ ) και μόνο η ερμηνευτική μεταβλητή του φυσικού λογάριθμου της ηλικίας της εταιρείας είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ( $|t_s| = 2$ ) με πρόσημο και σε αυτή την περίπτωση αρνητικό. Η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου εμφανίζεται και πάλι να μην είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ( $|t_s| = 1,26$ ). Επομένως μπορούμε να ισχυριστούμε και σε αυτή την περίπτωση ότι η απόδοση των μετοχών την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν επηρεάζεται από την φήμη του αναδόχου, δείχνει όμως να επηρεάζεται αντίστροφα από την ηλικία της εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι η σταθερά της παλινδρόμησης εμφανίζεται να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ( $|t_s| = 3,31$ ), γεγονός το οποίο σημαίνει ότι υπάρχουν άλλοι παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται με τις αποδόσεις των μετοχών και ενδεχομένως τις επηρεάζουν ή/και διαμορφώνουν.

### 3) $INRET3Y_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET3Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:44  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>2.044052</b>	<b>0.646262</b>	<b>3.162882</b>	<b>0.0021</b>
<b>REP</b>	<b>-0.059493</b>	<b>0.028992</b>	<b>-2.052061</b>	<b>0.0431</b>
<b>LNAGE</b>	<b>-0.433577</b>	<b>0.205483</b>	<b>-2.110035</b>	<b>0.0377</b>
R-squared	0.069978	Mean dependent var	0.481158	
Adjusted R-squared	0.049079	S.D. dependent var	1.437108	
S.E. of regression	1.401398	Akaike info criterion	3.544883	
Sum squared resid	174.7886	Schwarz criterion	3.627115	
Log likelihood	-160.0646	F-statistic	3.348352	
Durbin-Watson stat	1.238789	Prob(F-statistic)	0.039622	

Για την εκτίμηση της παραπάνω παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκαν ως εξαρτημένη μεταβλητή η απόδοση της μετοχής τρία χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών ( $INRET3Y_t$ ) και ως ανεξάρτητες μεταβλητές η μεταβλητή μέτρησης της φήμης του Αναδόχου ( $REP_t$ ) και ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας ( $LNAGE_t$ ). Τα αποτελέσματα δίνουν και σε αυτή την περίπτωση ένα  $R^2$  σχεδόν μηδενικό ( $R^2 = 0,069\%$ ). Το σημαντικό είναι ότι η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου εμφανίζεται σε αυτή την περίπτωση να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ( $|t_s| = 2,05$ ) όπως και η μεταβλητή του φυσικού λογάριθμου της ηλικίας της εταιρείας ( $|t_s| = 2,11$ ). Και οι δύο αυτές μεταβλητές εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο. Η αντίστροφη σχέση μεταξύ ηλικίας της νεοεισαχθείσας εταιρείας και των αποδόσεων μετά τα τρία χρόνια σημαίνει ότι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες σχετίζονται με μικρότερες μακροχρόνιες αποδόσεις. Τέλος η αντίστροφη σχέση μεταξύ φήμης αναδόχου και αποδόσεων μετά τα τρία χρόνια σημαίνει ότι αναδοχές που αναλαμβάνονται από περισσότερο δημοφιλείς αναδόχους σχετίζονται με μικρότερες μακροχρόνιες αποδόσεις.

Εκτιμήθηκαν και άλλες παραλλαγές του βασικού υποδείγματος, οι οποίες περιελάμβαναν ως εξαρτημένες μεταβλητές τις αποδόσεις κατά το πρώτο 5νθήμερο από την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης (INRET2<sub>t</sub>) καθώς και ένα (INRET1M<sub>t</sub>), τρεις (INRET3M<sub>t</sub>), έξι (INRET6M<sub>t</sub>), εννέα (INRET9M<sub>t</sub>) μήνες, ένα (INRET1Y<sub>t</sub>) και δύο (INRET2Y<sub>t</sub>) χρόνια μετά. Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου (REP<sub>t</sub>) και ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της εταιρείας (LNAGE<sub>t</sub>). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι δύο αυτές μεταβλητές δεν ήταν στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

#### 4) $INRET2_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET2

Method: Least Squares

Date: 05/20/06 Time: 19:30

Sample: 1 92

Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>0.823768</b>	<b>0.278739</b>	<b>2.955342</b>	<b>0.0040</b>
REP	-0.008290	0.012504	-0.662962	0.5091
LNAGE	-0.119844	0.088627	-1.352234	0.1797
R-squared	0.020964	Mean dependent var		0.452035
Adjusted R-squared	-0.001037	S.D. dependent var		0.604122
S.E. of regression	0.604435	Akaike info criterion		1.863021
Sum squared resid	32.51543	Schwarz criterion		1.945253
Log likelihood	-82.69895	F-statistic		0.952873
Durbin-Watson stat	1.242443	Prob(F-statistic)		0.389530

#### 5) $INRET1M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET1M

Method: Least Squares

Date: 05/20/06 Time: 19:32

Sample: 1 92

Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.503740	0.405159	1.243314	0.2170
REP	-0.001186	0.018176	-0.065260	0.9481
LNAGE	0.024919	0.128823	0.193433	0.8471
R-squared	0.000603	Mean dependent var		0.559528
Adjusted R-squared	-0.021855	S.D. dependent var		0.869128
S.E. of regression	0.878574	Akaike info criterion		2.611032
Sum squared resid	68.69839	Schwarz criterion		2.693264
Log likelihood	-117.1075	F-statistic		0.026867
Durbin-Watson stat	1.283818	Prob(F-statistic)		0.973498

6)  $INRET3M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET3M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:34  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>0.933408</b>	<b>0.376508</b>	<b>2.479123</b>	<b>0.0151</b>
REP	-0.025207	0.016890	-1.492415	0.1391
LNAGE	-0.095244	0.119713	-0.795601	0.4284
R-squared	0.025905	Mean dependent var	0.500379	
Adjusted R-squared	0.004015	S.D. dependent var	0.818088	
S.E. of regression	0.816444	Akaike info criterion	2.464348	
Sum squared resid	59.32565	Schwarz criterion	2.546580	
Log likelihood	-110.3600	F-statistic	1.183414	
Durbin-Watson stat	1.332218	Prob(F-statistic)	0.311003	

7)  $INRET6M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET6M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:36  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>1.275161</b>	<b>0.520730</b>	<b>2.448794</b>	<b>0.0163</b>
REP	-0.043430	0.023360	-1.859153	0.0663
LNAGE	-0.108891	0.165569	-0.657675	0.5124
R-squared	0.037526	Mean dependent var	0.672104	
Adjusted R-squared	0.015897	S.D. dependent var	1.138270	
S.E. of regression	1.129186	Akaike info criterion	3.112936	
Sum squared resid	113.4804	Schwarz criterion	3.195168	
Log likelihood	-140.1951	F-statistic	1.735010	
Durbin-Watson stat	1.352249	Prob(F-statistic)	0.182311	

8)  $INRET9M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \varepsilon_t$

Dependent Variable: INRET9M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:38  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>1.578435</b>	<b>0.816824</b>	<b>1.932406</b>	<b>0.0565</b>
REP	-0.061745	0.036643	-1.685026	0.0955
LNAGE	-0.091940	0.259714	-0.354004	0.7242
R-squared	0.031146	Mean dependent var	0.883941	
Adjusted R-squared	0.009374	S.D. dependent var	1.779615	
S.E. of regression	1.771254	Akaike info criterion	4.013318	
Sum squared resid	279.2234	Schwarz criterion	4.095550	
Log likelihood	-181.6126	F-statistic	1.430561	
Durbin-Watson stat	0.933790	Prob(F-statistic)	0.244620	

$$9) \text{INRET1Y}_t = \beta_t + \beta_{1t} \text{REP}_t + \beta_{2t} \text{LNAGE}_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: INRET1Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:40  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>2.090925</b>	<b>0.998742</b>	<b>2.093558</b>	<b>0.0391</b>
REP	-0.047042	0.044804	-1.049946	0.2966
LNAGE	-0.255907	0.317556	-0.805864	0.4225
R-squared	0.015194	Mean dependent var	1.080316	
Adjusted R-squared	-0.006937	S.D. dependent var	2.158265	
S.E. of regression	2.165738	Akaike info criterion	4.415465	
Sum squared resid	417.4475	Schwarz criterion	4.497697	
Log likelihood	-200.1114	F-statistic	0.686549	
Durbin-Watson stat	0.762856	Prob(F-statistic)	0.505955	

$$10) \text{INRET2Y}_t = \beta_t + \beta_{1t} \text{REP}_t + \beta_{2t} \text{LNAGE}_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: INRET2Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 19:43  
 Sample: 1 92  
 Included observations: 92

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>1.803869</b>	<b>0.606590</b>	<b>2.973784</b>	<b>0.0038</b>
REP	-0.042200	0.027212	-1.550794	0.1245
LNAGE	-0.368139	0.192869	-1.908749	0.0595
R-squared	0.050320	Mean dependent var	0.538295	
Adjusted R-squared	0.028979	S.D. dependent var	1.334854	
S.E. of regression	1.315371	Akaike info criterion	3.418179	
Sum squared resid	153.9878	Schwarz criterion	3.500412	
Log likelihood	-154.2362	F-statistic	2.357908	
Durbin-Watson stat	1.345497	Prob(F-statistic)	0.100504	

## 6.2. Περίοδος 2000-2005

Για την παραπάνω περίοδο εκτιμήθηκαν το βασικό υπόδειγμα (Παλινδρόμηση 1) καθώς και διάφορες παραλλαγές του με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Για τις παλινδρομήσεις 2-9 χρησιμοποιήθηκαν ως εξαρτημένες μεταβλητές οι διάφορες αποδόσεις  $(INRET_t)$ ,  $(INRET1M_t)$ ,  $(INRET3M_t)$ ,  $(INRET6M_t)$ ,  $(INRET9M_t)$ ,  $(INRET1Y_t)$ ,  $(INRET2Y_t)$ ,  $(INRET3Y_t)$  και ως ανεξάρτητη μόνο η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου  $(REP_t)$  καθώς οι υπόλοιπες μεταβλητές  $(LNAGE_t)$ ,  $(LNSIZE_t)$  και  $(SECOND_t)$  από το βασικό υπόδειγμα δεν εμφανίστηκαν να είναι στατιστικά σημαντικές.

$$1) INRET_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t + \beta_{2t}LNAGE_t + \beta_{3t}LNSIZE_t + \beta_{4t}SECOND_t + \varepsilon_t$$

Dependent Variable: INRET  
Method: Least Squares  
Date: 05/20/06 Time: 20:09  
Sample: 1 74  
Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.794465	0.774089	1.026323	0.3083
REP	0.011812	0.008676	1.361521	0.1778
LNAGE	0.022818	0.037665	0.605813	0.5466
LNSIZE	-0.052286	0.048704	-1.073550	0.2868
SECOND	0.121787	0.340976	0.357173	0.7221
R-squared	0.061047	Mean dependent var		0.165796
Adjusted R-squared	0.006615	S.D. dependent var		0.495281
S.E. of regression	0.493640	Akaike info criterion		1.491157
Sum squared resid	16.81396	Schwarz criterion		1.646837
Log likelihood	-50.17281	F-statistic		1.121530
Durbin-Watson stat	2.036229	Prob(F-statistic)		0.353532

$$2) INRET_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t$$

Dependent Variable: INRET  
Method: Least Squares  
Date: 05/20/06 Time: 20:22  
Sample: 1 74  
Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.027037	0.096000	0.281635	0.7790
REP	0.014571	0.008133	1.791614	0.0774
R-squared	0.042679	Mean dependent var		0.165796
Adjusted R-squared	0.029383	S.D. dependent var		0.495281
S.E. of regression	0.487950	Akaike info criterion		1.429449
Sum squared resid	17.14289	Schwarz criterion		1.491721
Log likelihood	-50.88963	F-statistic		3.209880
Durbin-Watson stat	2.048018	Prob(F-statistic)		0.077397



### 3) $INRET1M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t$

Dependent Variable: INRET1M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:17  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.218787	0.120399	-1.817184	0.0734
REP	0.014777	0.010200	1.448693	0.1518
R-squared	0.028323	Mean dependent var	-0.078069	
Adjusted R-squared	0.014828	S.D. dependent var	0.616556	
S.E. of regression	0.611968	Akaike info criterion	1.882380	
Sum squared resid	26.96431	Schwarz criterion	1.944652	
Log likelihood	-67.64806	F-statistic	2.098710	
Durbin-Watson stat	2.167801	Prob(F-statistic)	0.151765	

### 4) $INRET3M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t$

Dependent Variable: INRET3M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:19  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.328825</b>	<b>0.147317</b>	<b>-2.232091</b>	<b>0.0287</b>
REP	0.022467	0.012480	1.800163	0.0760
R-squared	0.043070	Mean dependent var	-0.114874	
Adjusted R-squared	0.029779	S.D. dependent var	0.760194	
S.E. of regression	0.748789	Akaike info criterion	2.285936	
Sum squared resid	40.36933	Schwarz criterion	2.348209	
Log likelihood	-82.57965	F-statistic	3.240587	
Durbin-Watson stat	2.267889	Prob(F-statistic)	0.076024	

### 5) $INRET6M_t = \beta_t + \beta_{1t}REP_t$

Dependent Variable: INRET6M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:20  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.288456</b>	<b>0.096150</b>	<b>-3.000076</b>	<b>0.0037</b>
REP	0.011908	0.008146	1.461906	0.1481
R-squared	0.028827	Mean dependent var	-0.175055	
Adjusted R-squared	0.015339	S.D. dependent var	0.492505	
S.E. of regression	0.488713	Akaike info criterion	1.432574	
Sum squared resid	17.19653	Schwarz criterion	1.494846	
Log likelihood	-51.00522	F-statistic	2.137170	
Durbin-Watson stat	2.512792	Prob(F-statistic)	0.148118	

### 6) $INRET9M_t = \beta_0 + \beta_1 REP_t$

Dependent Variable: INRET9M  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:24  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.203977</b>	<b>0.085700</b>	<b>-2.380145</b>	<b>0.0200</b>
REP	0.000937	0.007260	0.129045	0.8977
R-squared	0.000231	Mean dependent var	-0.195055	
Adjusted R-squared	-0.013654	S.D. dependent var	0.432653	
S.E. of regression	0.435597	Akaike info criterion	1.202456	
Sum squared resid	13.66161	Schwarz criterion	1.264728	
Log likelihood	-42.49086	F-statistic	0.016653	
Durbin-Watson stat	2.289663	Prob(F-statistic)	0.897682	

### 7) $INRET1Y_t = \beta_0 + \beta_1 REP_t$

Dependent Variable: INRET1Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:25  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.231226</b>	<b>0.076939</b>	<b>-3.005296</b>	<b>0.0036</b>
REP	-0.000185	0.006518	-0.028405	0.9774
R-squared	0.000011	Mean dependent var	-0.232989	
Adjusted R-squared	-0.013878	S.D. dependent var	0.388385	
S.E. of regression	0.391071	Akaike info criterion	0.986798	
Sum squared resid	11.01141	Schwarz criterion	1.049070	
Log likelihood	-34.51154	F-statistic	0.000807	
Durbin-Watson stat	2.343889	Prob(F-statistic)	0.977418	

### 8) $INRET2Y_t = \beta_0 + \beta_1 REP_t$

Dependent Variable: INRET2Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:26  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.340556</b>	<b>0.072317</b>	<b>-4.709207</b>	<b>0.0000</b>
REP	0.002443	0.006127	0.398727	0.6913
R-squared	0.002203	Mean dependent var	-0.317293	
Adjusted R-squared	-0.011655	S.D. dependent var	0.365452	
S.E. of regression	0.367576	Akaike info criterion	0.862880	
Sum squared resid	9.728053	Schwarz criterion	0.925152	
Log likelihood	-29.92655	F-statistic	0.158983	
Durbin-Watson stat	2.331728	Prob(F-statistic)	0.691275	

### 9) $INRET3Y_t = \beta_t + \beta_{1t} REP_t$

Dependent Variable: INRET3Y  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/20/06 Time: 20:27  
 Sample: 1 74  
 Included observations: 74

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>C</b>	<b>-0.286194</b>	<b>0.084273</b>	<b>-3.396042</b>	<b>0.0011</b>
REP	0.001702	0.007139	0.238462	0.8122
R-squared	0.000789	Mean dependent var	-0.269981	
Adjusted R-squared	-0.013089	S.D. dependent var	0.425569	
S.E. of regression	0.428345	Akaike info criterion	1.168878	
Sum squared resid	13.21050	Schwarz criterion	1.231150	
Log likelihood	-41.24850	F-statistic	0.056864	
Durbin-Watson stat	2.126795	Prob(F-statistic)	0.812201	

Από την ανάγνωση των παλινδρομήσεων και για την περίοδο 2000-2005 μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι και αυτές επίσης δεν έχουν ερμηνευτική ικανότητα καθώς το  $R^2$  είναι μηδενικό. Επιπλέον σε όλες τις παλινδρομήσεις η ερμηνευτική μεταβλητή REP δεν εμφανίζεται να είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Παρατηρείται επίσης ότι η σταθερά της παλινδρόμησης είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% από την τέταρτη παλινδρόμηση και μετά δηλαδή για τις αποδόσεις 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης. Αυτό σημαίνει πάλι ότι και για αυτή την εξετασθείσα περίοδο υπάρχουν άλλοι παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται με τις αποδόσεις των μετοχών και ενδεχομένως τις επηρεάζουν ή/και διαμορφώνουν.

### 6.3. Αποτελέσματα Υποτιμολόγησης

Ο Πίνακας 6 παρουσιάζει τις απλές και τις προσαρμοσμένες αποδόσεις για το δείγμα των 166 εταιρειών που προέβησαν σε αρχική δημόσια εγγραφή την περίοδο από το 1989 έως το 2005. Ο πίνακας αποτελείται από έξι στήλες. Στην πρώτη στήλη παρουσιάζεται η περίοδος για την οποία υπολογίστηκαν οι απλές αποδόσεις, στην δεύτερη αναφέρεται η μέση απόδοση για την αντίστοιχη περίοδο, στην τρίτη η αντίστοιχη τυπική απόκλιση, στην τέταρτη η διάμεσος, στην πέμπτη η ελάχιστη απόδοση και στην έκτη η μέγιστη απόδοση. Όπως προκύπτει από τον πίνακα η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, η οποία υπολογίστηκε βάσει της τιμής εισαγωγής, ήταν 23,01%. Το αποτέλεσμα δείχνει ότι η απόδοση την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης ήταν θετική και σημαντική ως προς το μέγεθός της γεγονός το οποίο δείχνει να επιβεβαιώνει την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης

της αξίας των μετοχών που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο. Οι επενδυτές που συμμετείχαν στην δημόσια εγγραφή για την απόκτηση αυτών των μετοχών απέκμισαν σημαντικά κέρδη κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο. Για τις υπόλοιπες περιόδους παρατηρούμε ότι οι μέσες αποδόσεις εξακολουθούν να είναι θετικές, με εξαίρεση την περίοδο των 2 χρόνων, χωρίς ωστόσο να ξεπεράσουν την απόδοση της πρώτης ημέρας. Οι αποδόσεις που πλησίασαν την απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης εμφανίστηκαν εννέα μήνες και ένα χρόνο μεταγενέστερα. Έτσι φαίνεται ότι αποκόμισαν σημαντικά οφέλη και οι επενδυτές οι οποίοι προέβησαν σε αγορά των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο.

Από την εξέταση των προσαρμοσμένων αποδόσεων παρατηρούμε ότι μέχρι την περίοδο του ενός χρόνου οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις βαίνουν αυξανόμενες γεγονός το οποίο συνηγορεί στην υπόθεση ότι οι μετοχές είχαν υποτιμολογηθεί. Συγκεκριμένα, η μεγαλύτερη μέση απόδοση καταγράφεται ένα χρόνο μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης των νεοεισαχθέντων εταιρειών (12,33%) και ακολουθεί η περίοδος των εννέα μηνών με ποσοστό 9,31%. Η μικρότερη μέση απόδοση καταγράφεται τρία χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης (-64,32%).

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 6</b>					
<b>ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1989-2005 (ΔΕΙΓΜΑ 166 ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ)</b>					
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ</b>	<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>Πρώτη Ημέρα</b>	<b>23,01%</b>	<b>49,71%</b>	<b>8,00%</b>	<b>-66,06%</b>	<b>329,27%</b>
<b>1 Μήνας</b>	<b>6,99%</b>	<b>65,47%</b>	<b>-3,86%</b>	<b>-84,20%</b>	<b>408,93%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>2,77%</b>	<b>59,01%</b>	<b>-8,24%</b>	<b>-84,31%</b>	<b>270,98%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>9,26%</b>	<b>73,97%</b>	<b>-4,91%</b>	<b>-89,94%</b>	<b>400,80%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>15,45%</b>	<b>96,52%</b>	<b>-6,96%</b>	<b>-83,36%</b>	<b>638,87%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>22,66%</b>	<b>113,61%</b>	<b>-5,79%</b>	<b>-88,85%</b>	<b>704,11%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>-0,88%</b>	<b>84,18%</b>	<b>-25,81%</b>	<b>-94,88%</b>	<b>423,08%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>4,39%</b>	<b>111,29%</b>	<b>-29,95%</b>	<b>-95,97%</b>	<b>514,38%</b>
<b>ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>1 Μήνας</b>	<b>6,79%</b>	<b>64,78%</b>	<b>-2,65%</b>	<b>-83,80%</b>	<b>411,78%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>3,74%</b>	<b>58,26%</b>	<b>-5,53%</b>	<b>-84,01%</b>	<b>291,55%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>6,56%</b>	<b>65,03%</b>	<b>-8,99%</b>	<b>-95,03%</b>	<b>397,40%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>9,31%</b>	<b>82,18%</b>	<b>-9,29%</b>	<b>-116,17%</b>	<b>484,89%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>12,33%</b>	<b>96,45%</b>	<b>-9,94%</b>	<b>-110,56%</b>	<b>595,54%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>-31,81%</b>	<b>68,10%</b>	<b>-38,77%</b>	<b>-205,55%</b>	<b>245,20%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>-64,32%</b>	<b>81,60%</b>	<b>-66,15%</b>	<b>-262,24%</b>	<b>258,53%</b>
1. Σύνολο 166 εταιρειών του δείγματος για την περίοδο 1989-2005. 2. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. 3. Για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την αντίστοιχη εξετασθείσα περίοδο. 4. Η προσαρμοσμένη απόδοση υπολογίστηκε βάσει του τύπου Απλή Απόδοση <sub>N</sub> -Απόδοση Χρηματιστηριακής Αγοράς <sub>N</sub> , όπου N η περίοδος 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων από την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.					

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τις απλές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών οι οποίες εισήχθησαν την εξετασθείσα περίοδο (1989-2005) στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνολικά εισήχθησαν 89 εταιρείες. Όπως δείχνουν τα αποτελέσματα η μεγαλύτερη μέση απόδοση εμφανίστηκε την πρώτη ημέρα μετά την αρχική διαπραγμάτευση των μετοχών με ποσοστό 16,09% και η μικρότερη μετά από τρία χρόνια με ποσοστό -3,55%. Έτσι δείχνει να επιβεβαιώνεται και πάλι η ύπαρξη υποτιμολόγησης των μετοχών καθώς οι αποδόσεις και για τις επόμενες περιόδους είναι θετικές, με μόνη εξαίρεση την περίοδο των 3 χρόνων όπου κατεγράφησαν απώλειες -3,55%. Η μεγαλύτερη απόδοση καταγράφηκε από μετοχή εταιρείας 9 μήνες μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο και η μικρότερη από μετοχή εταιρείας 2 χρόνια μετά.

Από την εξέταση των προσαρμοσμένων αποδόσεων παρατηρούμε ότι μέχρι την περίοδο του ενός χρόνου και σε αυτή την περίπτωση οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις βαίνουν αυξανόμενες. Η μεγαλύτερη μέση απόδοση καταγράφεται ένα μήνα μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης των νεοεισαχθέντων εταιρειών (11,78%) και ακολουθεί και πάλι η περίοδος των εννέα μηνών με ποσοστό 10,65%. Η μικρότερη μέση απόδοση καταγράφεται τρία χρόνια μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης με ποσοστό -57,86%.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 7</b>					
<b>ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1989-2005 (89 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ)</b>					
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ</b>	<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>Πρώτη Ημέρα</b>	<b>16,09%</b>	<b>39,02%</b>	<b>7,98%</b>	<b>-37,50%</b>	<b>200,00%</b>
<b>1 Μήνας</b>	<b>11,97%</b>	<b>60,22%</b>	<b>-3,58%</b>	<b>-50,00%</b>	<b>383,83%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>5,26%</b>	<b>43,20%</b>	<b>-4,99%</b>	<b>-58,73%</b>	<b>201,12%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>8,53%</b>	<b>57,41%</b>	<b>-0,62%</b>	<b>-60,12%</b>	<b>366,70%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>10,96%</b>	<b>76,76%</b>	<b>-2,31%</b>	<b>-62,95%</b>	<b>535,46%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>12,77%</b>	<b>83,95%</b>	<b>-5,11%</b>	<b>-69,28%</b>	<b>473,60%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>2,24%</b>	<b>70,39%</b>	<b>-11,45%</b>	<b>-85,81%</b>	<b>404,39%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>-3,55%</b>	<b>65,06%</b>	<b>-17,97%</b>	<b>-85,31%</b>	<b>215,80%</b>
<b>ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>1 Μήνας</b>	<b>11,78%</b>	<b>59,01%</b>	<b>-1,12%</b>	<b>-50,20%</b>	<b>358,31%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>7,32%</b>	<b>41,50%</b>	<b>-2,97%</b>	<b>-56,09%</b>	<b>183,31%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>6,95%</b>	<b>38,90%</b>	<b>-3,11%</b>	<b>-58,11%</b>	<b>143,50%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>10,65%</b>	<b>65,47%</b>	<b>-3,33%</b>	<b>-73,95%</b>	<b>434,70%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>6,82%</b>	<b>67,84%</b>	<b>-9,62%</b>	<b>-86,27%</b>	<b>369,29%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>-16,78%</b>	<b>57,24%</b>	<b>-15,65%</b>	<b>-137,85%</b>	<b>114,52%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>-57,86%</b>	<b>81,36%</b>	<b>-49,61%</b>	<b>-262,24%</b>	<b>193,31%</b>
1. Σύνολο 89 εταιρειών του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά για την περίοδο 1989-2005. 2. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. 3. Για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την αντίστοιχη εξετασθείσα περίοδο. 4. Η προσαρμοσμένη απόδοση υπολογίστηκε βάσει του τύπου Απλή Απόδοση <sub>N</sub> -Απόδοση Χρηματιστηριακής Αγοράς <sub>N</sub> , όπου N η περίοδος 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων από την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.					

Στον **Πίνακα 8** μπορούμε να παρατηρήσουμε τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τις απλές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών οι οποίες εισήχθησαν την εξετασθείσα περίοδο (1989-2005) στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνολικά σε αυτή την αγορά εισήχθησαν 67 εταιρείες. Βάσει των αποτελεσμάτων η μεγαλύτερη μέση απόδοση εμφανίστηκε ένα χρόνο μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης των μετοχών με ποσοστό 45,06% και η μικρότερη μετά από δύο χρόνια με ποσοστό 5,26%. Την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης υπήρξε σημαντική μέση απόδοση της τάξης του 27,76% γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει και σε αυτή την περίπτωση την ύπαρξη υποτιμολόγησης. Η μεγαλύτερη απόδοση καταγράφηκε από μετοχή εταιρείας 1 χρόνο μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών με ποσοστό 704,11% και η μικρότερη από μετοχή εταιρείας 2 χρόνια μετά με ποσοστό -94,83%.

Η παρατήρηση των αποτελεσμάτων των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων για την Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών επιβεβαιώνει και σε αυτή την περίπτωση τα προηγούμενα συμπεράσματα. Οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις είναι θετικές μέχρι και ένα χρόνο μετά την αρχική ημερομηνία εισαγωγής με την μεγαλύτερη μέση προσαρμοσμένη απόδοση να εμφανίζεται ένα χρόνο μετά με ποσοστό 27,54% και την μικρότερη τρία χρόνια μετά με ποσοστό -67,47%.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 8</b>					
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1989-2005 (67 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ)</b>					
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ</b>	<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>Πρώτη Ημέρα</b>	27,76%	55,43%	8,00%	-66,06%	329,27%
<b>1 Μήνας</b>	7,90%	73,53%	-1,45%	-83,27%	408,93%
<b>3 Μήνες</b>	6,63%	76,02%	-12,19%	-84,31%	270,98%
<b>6 Μήνες</b>	19,00%	92,77%	-17,72%	-89,94%	400,80%
<b>9 Μήνες</b>	30,16%	121,01%	-4,01%	-83,36%	638,87%
<b>1 Χρόνος</b>	45,06%	145,25%	-3,53%	-88,85%	704,11%
<b>2 Χρόνια</b>	5,26%	101,10%	-33,10%	-94,83%	423,08%
<b>3 Χρόνια</b>	26,27%	156,17%	-42,26%	-93,65%	514,38%
<b>ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>1 Μήνας</b>	8,17%	72,40%	-2,88%	-79,93%	411,78%
<b>3 Μήνες</b>	6,76%	73,98%	-8,41%	-84,01%	291,55%
<b>6 Μήνες</b>	14,03%	86,96%	-15,17%	-93,84%	397,40%
<b>9 Μήνες</b>	16,20%	100,31%	-12,89%	-116,17%	484,89%
<b>1 Χρόνος</b>	27,54%	123,40%	-6,85%	-110,56%	595,54%
<b>2 Χρόνια</b>	-40,96%	77,02%	-48,12%	-205,55%	245,20%
<b>3 Χρόνια</b>	-67,47%	83,44%	-69,84%	-217,61%	258,53%
<p>1. Σύνολο 67 εταιρειών του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά για την περίοδο 1989-2005.</p> <p>2. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.</p> <p>3. Για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την αντίστοιχη εξετασθείσα περίοδο.</p> <p>4. Η προσαρμοσμένη απόδοση υπολογίστηκε βάσει του τύπου Απλή Απόδοση-Απόδοση Χρηματιστηριακής Αγοράς, όπου N η περίοδος 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων από την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.</p>					

Στον Πίνακα 9 έχουν καταγραφεί τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τις απλές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών οι οποίες εισήχθησαν την εξετασθείσα περίοδο (1989-2005) στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνολικά σε αυτή την αγορά εισήχθησαν 10 εταιρείες. Βάσει των αποτελεσμάτων η μεγαλύτερη μέση απόδοση εμφανίστηκε την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών με ποσοστό 52,65%. Ενδιαφέρον προκαλεί η παρατήρηση ότι για τις επόμενες περιόδους οι μέσες αποδόσεις ήταν όλες αρνητικές με μεγαλύτερη αυτή για την περίοδο 3 χρόνων μετά την αρχική ημερομηνία διαπραγμάτευσης με ποσοστό -90,00%. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι σε αυτήν την περίπτωση οι μετοχές δεν υποτιμολογήθηκαν αλλά αντίθετα υπερτιμολογήθηκαν. Η μεγαλύτερη απόδοση καταγράφηκε από μετοχή εταιρείας την πρώτη ημέρα εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών με ποσοστό 223,69% και η μικρότερη από μετοχή εταιρείας 3 χρόνια μετά με ποσοστό -95,97%.



Από την εξέταση των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων διαπιστώνουμε ότι αυτές βαίνουν μειούμενες για όλες τις εξετασθείσες περιόδους. Η μικρότερη μέση προσαρμοσμένη απόδοση παρατηρείται ένα μήνα μετά την αρχική διαπραγμάτευση της μετοχής με ποσοστό -42,35% και η μεγαλύτερη τρία χρόνια μετά με ποσοστό -120,12%.

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 9</b>					
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΝΕΧΑ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1989-2005 (10 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ)</b>					
<b>ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</b>	<b>ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ</b>	<b>ΔΙΑΜΕΣΟΣ</b>	<b>ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>	<b>ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ</b>
<b>Πρώτη Ημέρα</b>	<b>52,65%</b>	<b>80,86%</b>	<b>16,17%</b>	<b>0,50%</b>	<b>223,69%</b>
<b>1 Μήνας</b>	<b>-43,48%</b>	<b>29,57%</b>	<b>-46,93%</b>	<b>-84,20%</b>	<b>5,15%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>-45,27%</b>	<b>29,15%</b>	<b>-49,51%</b>	<b>-84,00%</b>	<b>8,25%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>-49,59%</b>	<b>27,74%</b>	<b>-51,77%</b>	<b>-83,55%</b>	<b>4,64%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>-42,16%</b>	<b>39,43%</b>	<b>-45,04%</b>	<b>-82,27%</b>	<b>30,93%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>-48,23%</b>	<b>43,30%</b>	<b>-49,75%</b>	<b>-86,68%</b>	<b>56,22%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>-70,01%</b>	<b>23,42%</b>	<b>-81,78%</b>	<b>-92,35%</b>	<b>-31,59%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>-90,00%</b>	<b>3,45%</b>	<b>-88,80%</b>	<b>-95,97%</b>	<b>-87,65%</b>
<b>ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</b>					
<b>1 Μήνας</b>	<b>-42,35%</b>	<b>28,40%</b>	<b>-43,65%</b>	<b>-83,80%</b>	<b>2,84%</b>
<b>3 Μήνες</b>	<b>-45,12%</b>	<b>27,35%</b>	<b>-43,51%</b>	<b>-81,96%</b>	<b>0,65%</b>
<b>6 Μήνες</b>	<b>-46,63%</b>	<b>26,60%</b>	<b>-41,33%</b>	<b>-95,03%</b>	<b>-13,59%</b>
<b>9 Μήνες</b>	<b>-47,41%</b>	<b>37,92%</b>	<b>-50,59%</b>	<b>-114,51%</b>	<b>12,94%</b>
<b>1 Χρόνος</b>	<b>-51,45%</b>	<b>44,40%</b>	<b>-53,25%</b>	<b>-108,84%</b>	<b>43,74%</b>
<b>2 Χρόνια</b>	<b>-89,93%</b>	<b>35,59%</b>	<b>-92,82%</b>	<b>-162,04%</b>	<b>-37,99%</b>
<b>3 Χρόνια</b>	<b>-120,12%</b>	<b>40,47%</b>	<b>-124,47%</b>	<b>-170,19%</b>	<b>-67,07%</b>

1. Σύνολο 10 εταιρειών του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά για την περίοδο 1989-2005.  
2. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.  
3. Για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις ελήφθη υπόψη η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την αντίστοιχη εξετασθείσα περίοδο.  
4. Η προσαρμοσμένη απόδοση υπολογίστηκε βάσει του τύπου Απλή Απόδοση<sub>N</sub>-Απόδοση Χρηματιστηριακής Αγορά<sub>N</sub>, όπου N η περίοδος 1, 3, 6, 9 μηνών και 1, 2, 3 χρόνων από την ημερομηνία εισαγωγής της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα εργασία εξετάστηκε εάν η φήμη και το κύρος των αναδόχων στις αρχικές δημόσιες εγγραφές (IPOs- Initial Public Offerings) σχετίζεται με τις αρχικές αποδόσεις της τιμής της μετοχής των νεοεισαχθέντων στο Χρηματιστήριο εταιρειών. Σύμφωνα με την διεθνή εμπειρία όταν την αναδοχή αναλαμβάνουν περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι οι αρχικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών των νεοεισαχθέντων εταιρειών είναι μικρότερες σε σχέση με τις αρχικές αποδόσεις τιμών μετοχών εταιρειών των οποίων την αναδοχή έχουν αναλάβει ανάδοχοι μικρότερου κύρους.

Για την εξέταση αυτής της υπόθεσης χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 166 εισαγωγών εταιρειών στο Χρηματιστήριο για την περίοδο από το 1989-2005. Το συνολικό δείγμα χωρίστηκε σε δύο επί μέρους δείγματα προκειμένου να γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ τους. Το πρώτο περιελάμβανε τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο από το 1989-1999 και το δεύτερο τις εταιρείες που εισήχθησαν από το 2000-2005.

Για να είναι συγκρίσιμα τα αποτελέσματα χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε σε παρόμοιες μελέτες (OLS – Ordinary Least Squares).

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για την πρώτη περίοδο (1989-1999) έδειξαν αντίστροφη και στατιστικά σημαντική σχέση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% μεταξύ του φυσικού λογαρίθμου της ηλικίας της εκδότριας εταιρείας και της απόδοσης των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης τους, της απόδοσης μεταξύ τιμής εισαγωγής και τιμής κλεισίματος πέντε ημέρες μετά και της απόδοσης μεταξύ τιμής εισαγωγής και της τιμής κλεισίματος τρία χρόνια μετά. Για τις πρώτες δύο παραπάνω παλινδρομήσεις η μεταβλητή της φήμης του αναδόχου δεν εμφανίστηκε στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% παρά μόνο στην τελευταία παλινδρόμηση δείχνοντας ότι περισσότερο δημοφιλείς ανάδοχοι σχετίζονται με μικρότερες αποδόσεις σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Οι υπόλοιπες παλινδρομήσεις δεν έδειξαν την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των διάφορων μεταβλητών. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων για την δεύτερη περίοδο (2000-2005) δεν

έδειξαν επίσης την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των διάφορων μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση των υποδειγμάτων.

Από την μελέτη για την ύπαρξη υποτιμολόγησης των μετοχών, με την βοήθεια των απλών και προσαρμοσμένων μέσων αποδόσεων, για την περίοδο από την αρχική ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, καθώς και 1, 3, 6, 9 μήνες και 1, 2, 3 χρόνια μεταγενέστερα διαπιστώθηκαν τα εξής:

Για το σύνολο και των τριών αγορών (Κύρια Αγορά, Παράλληλη Αγορά και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) με κριτήριο την απλή μέση απόδοση, παρατηρήθηκε υποτιμολόγηση των μετοχών για όλες τις εξετασθείσες περιόδους (με εξαίρεση την περίοδο των δύο ετών, ποσοστό -0,88%). Η ίδια παρατήρηση διαπιστώθηκε και για τις προσαρμοσμένες μέσες αποδόσεις μέχρι και την περίοδο τους ενός έτους. Για τις περιόδους των δύο και τριών χρόνων, η μέση προσαρμοσμένη απόδοση καταγράφηκε σημαντικά αρνητική (ποσοστό -31,81% και -64,32% αντίστοιχα).

Οι απλές μέσες αποδόσεις για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά, προέκυψαν και αυτές θετικές (με εξαίρεση την περίοδο των τριών χρόνων, ποσοστό -3,55%), επιβεβαιώνοντας και σε αυτή την περίπτωση την ύπαρξη υποτιμολόγησης. Οι προσαρμοσμένες μέσες αποδόσεις καταγράφηκαν θετικές με εξαίρεση και πάλι τις περιόδους των δύο και τριών χρόνων (ποσοστό -16,78% και -57,86% αντίστοιχα).

Από την εξέταση των μέσων απλών αποδόσεων για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών προέκυψε υποτιμολόγηση των τιμών των μετοχών τους για όλες τις εξετασθείσες περιόδους. Από την εξέταση των προσαρμοσμένων μέσων αποδόσεων παρατηρήθηκε υποτιμολόγηση μέχρι και την περίοδο του ενός έτους. Για τις περιόδους των δύο και τριών ετών οι μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις κατεγράφησαν αρνητικές (ποσοστό -40,96% και -67,47% αντίστοιχα).

Τέλος, για τις εταιρείες του δείγματος οι οποίες εισήχθησαν την Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά μόνο η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης εμφανίστηκε θετική (ποσοστό 52,65%). Οι αποδόσεις, απλές και προσαρμοσμένες, για τις υπόλοιπες εξετασθείσες περιόδους προέκυψαν αρνητικές.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Bae S.C., Klein D.P., Bowyer J.W., 1999, Determinants of Underwriter Participation in Initial Public Offerings of Common Stocks: An Empirical Study, *Journal Of Business Finance and Accounting*.
- Beatty R.P., Ritter J.R, 1986, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*.
- Beckman J., Garner J., Marshall B., Okamura H., 2001, The Influence of Underwriter Reputation, Keiretsu Affiliation and Financial Health on the Underpricing of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Booth J.R., Smith R.L., 1986, Capital Raising, Underwriting and Certification Hypothesis, *Journal of Financial Economics* 15.
- Carter R.B., Manaster S., 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*.
- Carter R.B., Dark F.H., 1992, An Empirical Examination of Investment Banking Reputation Measures, *The Financial Review*.
- Carter R.B., Dark F.H., 1993, Underwriter Reputation and Initial Public Offers: The Detrimental Effects of Flippers, *The Financial Review*.
- Carter R.B., Dark F.H., Singh A.K., 1998, Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long-Run Performance of IPO Stocks, *The Journal of Finance*.
- Chemmanur, T.J., Fulghieri P., 1994, Investment Bank Reputation, Information Production and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*.
- Chen C.R., Mohan N.J., 2002, Underwriter Spread, Underwriter Reputation and IPO Underpricing: A Simultaneous Equation Analysis, *Journal of Business & Accounting*.
- Fernando C.S., Gatchev V.A., Spindt P.A., 2006, Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other, *The Journal of Finance*.
- Jelic R., Saadouni B., Briston R., 2001, Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earning Forecasts, *Pacific-Basin Finance Journal*.
- Johnson J.M., Miller R.E., 1988, Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Financial Management* 17, 17-29.
- Kirkulak B., Davis C., 2005, Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence from the Japanese IPO Market, *Pacific-Basin Finance Journal*.

- Krigman L., Shaw W.H., Womack K.L., 2001, Why Do Firms Switch Underwriters?, Journal of Financial Economics.
- Loo J., Lee Dong-Woo, Yi Jong-Hwan, 1999, Profitability and Volatility of IPO Firms and Underwriter Reputation, International Journal of Business.
- Megginson W.L, Weiss K.A., 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, The Journal of Finance.
- Schadler F.P., Manuel T.L., 1994, Underwriter Choice and Announcement Effects for Seasoned Equity Offerings, Journal of Financial and Strategic Decisions.
- Tinic S.M., 1988, Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, The Journal of Finance.
- Τραυλός Ν.Γ., Παπαϊωάννου Γ.Ι., 1995, Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Τάσεις και Προοπτικές, (Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος), Ι.Ο.Β.Ε. – Alpha Τράπεζα Πίστεως, σελ. 215-262.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ**

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

## ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΑΝΑΔΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1989-1999

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ-ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΛΟΙΠΟΙ ΑΝΑΔΟΧΟΙ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΒΑΘΜΟΙ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ
1	ABN-AMRO BANK A.E.		3	18	2	24	10
2	ALPHA FINANCE A.E.			8	11	8	22
3	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ Α.Ε.		11	20		42	4
4	ALPHA ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			8		8	22
5	ARAB BANK			4		4	26
6	BANK OF AMERICA INTERNATIONAL LTD			1		1	29
7	BANQUE PARIBAS			1		1	29
8	BANQUE WORMS		1	2	2	4	26
9	BARCLAYS BANK PLC			11		11	19
10	BARCLAYS DE ZOEETE WEDD LIMITED		1	0		2	28
11	BAYERISCHE VEREINSBANK			6		6	24
12	CHASE INVESTMENT BANK LTD			1		1	29
13	CITIBANK INTERNATIONAL PLC			3		3	27
14	CITIBANK N.A.			0	1	0	30
15	CITIBANK ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.			1	1	1	29
16	CITICORP INVESTMENT BANK			1		1	29
17	CREDIT LYONNAIS GRECE S.A			1		1	29
18	CREDIT LYONNAIS SECURITIES			1		1	29
19	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON			1		1	29
20	ERGOFINANCE A.E.			0	3	0	30
21	EUROCORP			0	2	0	30
22	GLOBAL FINANCE			0	2	0	30
23	HSBC INVESTMENT BANK LIMITED		1	0		2	28
24	ING BANK			1		1	29
25	INTERBANK A.E.		1	11	1	13	18
26	INTERSEC-ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			6		6	24
27	MIDLAND BANK PLC		1	19	2	21	12
28	NUNTIUS ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			6		6	24
29	SALOMON BROTHERS INTERNATIONAL LIMITED		1	0		2	28
30	SCHRODERS			2		2	28
31	SOCIETE GENERALE	1	2	24		31	8
32	TELESIS CAPITAL A.E.			0	1	0	30
33	TELESIS ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.		2	16	2	20	13
34	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.			22		22	11
35	ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.		1	5	1	7	23
36	ΑΣΠΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			3		3	27
37	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		1	22		24	10
38	ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			9		9	21
39	ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.		1	12	1	14	17
40	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.			11		11	19
41	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	3	7	21	5	44	3
42	ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			17		17	15
43	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			8		8	22
44	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	1	10	40	1	63	1
45	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			7		7	23
46	ΕΤΒΑ Α.Ε.		3	22	2	28	9
47	ΕΤΕΒΑ Α.Ε.		3	40	13	46	2
48	ΕΥΡΩΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.		1	20	1	22	11
49	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.			11		11	19
50	ΙΟΝΙΚΗ FINANCE Α.Ε.			0	2	0	30
51	ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		2	24		28	9
52	ΙΟΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			1		1	29
53	ΚΟΝΤΑΛΕΞΗΣ FINANCIAL SERVICES			5		5	25
54	ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.			8		8	22
55	ΛΑΥΡΕΝΤΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			1		1	29
56	Ν. ΣΑΡΡΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.		1	6	1	8	22
57	Ν.Δ. ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			22	2	22	11
58	Π & Κ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			11		11	19
59	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FINANCE Α.Ε.			0	1	0	30
60	ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			18		18	14
61	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦG-EUROBANK Α.Ε.	1		11	1	14	17
62	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.			13		13	18
63	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.			6		6	24
64	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.			5	2	5	25
65	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.		6	20		32	7
66	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.			2		2	28
67	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.			6		6	24
68	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.			2		2	28
69	ΤΡΑΠΕΖΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ-ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.			10		10	20
70	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1	2	30	2	37	6
71	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ Α.Ε.		4	30	3	38	5
72	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ			1		1	29
73	ΩΜΕΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.			15		15	16

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

## ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΑΝΑΔΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2005

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ-ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΚΥΡΙΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ	ΛΟΙΠΟΙ ΑΝΑΔΟΧΟΙ	ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΒΑΘΜΟΙ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ
1	ABN-AMRO ROTHSCHILD		1	1		3	35
2	ALPHA FINANCE ΑΧΕΠΕΥ	2	9	17	7	41	9
3	ALPHA TRUST INVESTMENT SERVICES				2	0	38
4	ALPHA ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ		1	4		6	32
5	ARTION ΑΧΕΠΕΥ			44		44	6
6	AXON ΑΧΕ			5		5	33
7	BANK OF AMERICA			1	2	1	37
8	BARCLAYS BANK PLC			1		1	37
9	ΒΕΤΑ ΑΧΕΠΕΥ			3		3	35
10	BNP PARIBAS			1		1	37
11	CFS ΑΕΠΕΥ			1		1	37
12	CITIBANK INTERNATIONAL PLC		1	1		3	35
13	DF ΑΧΕ			2		2	36
14	EFG EUROBANK ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ		1	31		33	13
15	EFG TELESIS FINANCE ΑΕΠΕΥ		7	31	10	45	5
16	EUROCORP ΑΕΠΕΥ			10		10	28
17	EUROXX ΑΧΕΠΕΥ			24		24	18
18	G-TRADE ΑΧΕ			3		3	35
19	GUARDIAN TRUST ΑΧΕΠΕΥ			3		3	35
20	HSBC BANK PLC	1	1	6	2	11	27
21	HSBC ΠΑΝΤΕΛΑΚΗΣ ΑΧΕ			9		9	29
22	MAGNATRUST ΑΧΕΠΕΥ			20		20	21
23	MARFIN BANK			6	1	6	32
24	MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΧΕΠΕΥ			29	1	29	15
25	MARKET ΑΧΕΠΕΥ			5		5	33
26	MEGATRUST ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ		4	17	4	25	17
27	MERIT ΑΧΕΠΕΥ			21		21	20
28	NEXUS ΑΧΕ			7	1	7	31
29	NOVABANK ΑΕ			1		1	37
30	NUNTIVS ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			1		1	37
31	PROBANK A.E.			1		1	37
32	PROTON ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ			13		13	25
33	RATE CAPITAL ΑΧΕΠΕΥ			2		2	36
34	SOCIETE GENERALE		2	4	1	8	30
35	SOLIDUS SECURITIES ΑΧΕΠΕΥ			1		1	37
36	STANDARD ΑΧΕ			1		1	37
37	TELESIS ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		1	9	1	11	27
38	TELESIS ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ	1	4	17	7	28	16
39	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΧΕ			1		1	37
40	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	3	8	16	1	41	9
41	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕ			2		2	36
42	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ		1	18		20	21
43	ΑΣΠΙΣ ΑΧΕ			14		14	24
44	ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ			6		6	32
45	ΑΤΕ FINANCE				2	0	38
46	ΑΤΤΙΚΗΣ ΚΕΡΑΩΟΣ ΕΡΜΗΣ ΑΧΕΠΕΥ			6		6	32
47	ΒΟΡΕΙΟΕΛΛΑΔΙΚΗ ΑΧΕΠΕΥ			22		22	19
48	Γ.Α. ΠΕΡΒΑΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ			9		9	29
49	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ		2	43		47	4
50	ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			8		8	30
51	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΑΧΕΠΕΥ			4		4	34
52	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ			9		9	29
53	ΕΓΝΑΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ		1	54	3	56	3
54	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	4	9	46	1	76	2
55	ΕΘΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			12		12	26
56	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ			8		8	30
57	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			9		9	29
58	ΕΛΛΗΝΟΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΑΧΕ			1		1	37
59	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ	1	9	23	1	44	6
60	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			3		3	35
61	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ			6	1	6	32
62	ΕΤΒΑ BANK			6		6	32
63	ΕΤΕΒΑ ΑΕ		4	13	2	21	20
64	ΚΟΝΤΑΛΕΞΗΣ FINANCIAL SERVICES			9	1	9	29
65	ΚΥΚΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕΠΕΥ			42		42	8
66	ΛΑΪΚΗ ΑΤΤΑΛΟΣ ΑΧΕ			25		25	17
67	ΛΑΪΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ			18		18	22
68	ΛΑΥΡΕΝΤΑΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			5		5	33
69	N. ΣΑΡΡΟΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			10	1	10	28
70	N.Δ. ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			35	1	35	11
71	Π & Κ CAPITAL ΑΕΠΕΥ		2	25	2	29	15
72	ΠΕΙΡΑΙΩΣ PRIME BANK		1	3	2	5	33
73	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΣΙΓΜΑ-ΔΕΒΛΕΤΟΓΛΟΥ ΑΧΕΠΕΥ			1		1	37
74	ΠΕΝΤΕΔΕΚΑΣ ΑΧΕ			15		15	23
75	ΠΗΓΑΣΟΣ ΑΧΕΠΕΥ			20		20	21
76	ΣΙΓΜΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ			39	2	39	10
77	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG-EUROBANK-ERGASIAS ΑΕ	6	5	15	2	43	7
78	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ ΑΕ			34		34	12
79	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΕ	1	2	17		24	18
80	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΛΤΔ			12		12	26
81	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ	1	9	58	4	79	1
82	ΦΑΣΜΑ ΑΧΕΠΕΥ			31		31	14
83	ΩΜΕΓΑ ΤΡΑΠΕΖΑ		4	27	1	35	11
84	ΩΜΕΓΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΕ		1	22	6	24	18