

ΤΜΗΜΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

**ΘΕΜΑ: ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΙΚΗ
ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ**



ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ: Μαρινάκης Χαράλαμπος (ΜΧΡΗ 0623)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. Νικόλαος Τσαγκαράκης

ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: κ. Χριστίνα Χρίστου & κ. Δημήτριος Κυριαζής

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΙΟΥΛΙΟΣ 2008

“Για την εκπόνηση της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας απαιτήθηκε μεγάλη προσπάθεια και κόπος, καθώς και η πολύτιμη καθοδήγηση του επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Νικόλαου Τσαγκαράκη, τον οποίο θα ήθελα να ευχαριστήσω για την βοήθειά του. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση που μου παρέχει όλα αυτά τα χρόνια.”

Μαρινάκης Χαράλαμπος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

ΕΙΣΑΓΩΓΗ 6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. 9

2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χ.Α.Α. μέχρι το 2005 9

2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χ.Α.Α. μετά το 2005 15

2.3 Διαδικασία εισαγωγής 25

2.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εισαγωγής 38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ 42

3.1 Μετοχική σύνθεση και υποτιμολόγηση 42

3.2 Μετοχική σύνθεση και τρέχουσα αξία 50

3.3 Μετοχική σύνθεση και λειτουργική απόδοση 52

3.4 Μετοχική σύνθεση και εταιρική διακυβέρνηση 57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΑΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΣΤΗΝ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 73

6.1 Υπολογισμός υποτιμολόγησης 73

6.2 Τρόπος διάκρισης μετοχικής σύνθεσης 76

6.3 Συσχέτιση της υποτιμολόγησης με την μετοχική σύνθεση 78

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 79

7.1 Υπολογισμός υποτιμολόγησης 79

7.2 Μετοχική σύνθεση εταιρειών 90

7.3 Συσχέτιση υποτιμολόγησης και μετοχικής σύνθεσης 92

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8:

ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ 102

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 105

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 108

ΠΙΝΑΚΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Συνοπτική παρουσίαση μελετών για την μετοχική σύνθεση και την υποτιμολόγηση	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Συνοπτική παρουσίαση μελετών για την μετοχική σύνθεση και την τρέχουσα αξία	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Συνοπτική παρουσίαση μελετών για την μετοχική σύνθεση και την λειτουργική απόδοση	62
ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Συνοπτική παρουσίαση μελετών για την μετοχική σύνθεση και την εταιρική διακυβέρνηση	62
ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Συνοπτική παρουσίαση για τους τρόπους διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης στη βιβλιογραφία	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Εισαγωγές εταιρειών στο Χ.Α.Α. και αντληθέντα κεφάλαια για την περίοδο 2001-2007	69
ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Εισαγωγές εταιρειών στο Χ.Α.Α. ανά αγορά για την περίοδο 2001-2007	69
ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Εισαγωγές εταιρειών στο Χ.Α.Α. ανά κατηγορία για την περίοδο 2001-2007	70
ΠΙΝΑΚΑΣ 9: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. περιόδου 2001-2007	79
ΠΙΝΑΚΑΣ 10: Μέσες αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών από 39 χώρες	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 11: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2001	83
ΠΙΝΑΚΑΣ 12: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2002	84
ΠΙΝΑΚΑΣ 13: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2003	85
ΠΙΝΑΚΑΣ 14: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2004	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 15: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2005	87
ΠΙΝΑΚΑΣ 16: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2006	88

ΠΙΝΑΚΑΣ 17: Απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. έτους 2007 89

ΠΙΝΑΚΑΣ 18: Μετοχική σύνθεση νεοεισαχθέντων εταιρειών στο Χ.Α.Α. περιόδου 2001-2007 91

ΠΙΝΑΚΑΣ 19: Υποτιμολόγηση και ποσοστό ιδιοκτησίας εσωτερικών μετόχων για την περίοδο 2001-2007 93

ΠΙΝΑΚΑΣ 20: Υποτιμολόγηση και ποσοστό ιδιοκτησίας μεγαλύτερου μετόχου για την περίοδο 2001-2007 95

ΠΙΝΑΚΑΣ 20: Υποτιμολόγηση και ποσοστό ιδιοκτησίας νέων μετόχων για την περίοδο 2001-2007 97

ΠΙΝΑΚΑΣ 21: Υποτιμολόγηση και ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομετόχου για την περίοδο 2001-2007 99

ΠΙΝΑΚΑΣ 21: Υποτιμολόγηση και ύπαρξη εταιρικού μεγαλομετόχου για την περίοδο 2001-2007 101

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Αντληθέντα κεφάλαια αρχικών δημόσιων εγγραφών δεκαετίας 1998-2007 70

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Εισαγωγές εταιρειών και μέσες ετήσιες τιμές Γ.Δ.Χ.Α.Α. δεκαετίας 1998-2007 71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διαδικασία μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής χαρακτηρίζεται από την επέκταση της μετοχικής σύνθεσης, η οποία αρχικά είναι συγκεντρωμένη στα χέρια λίγων ιδιοκτητών και έπειτα περιλαμβάνει ένα μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών. Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί τα τελευταία χρόνια εκτενώς με το θέμα της μετοχικής σύνθεσης (ownership structure) εταιρειών που εισέρχονται στο χρηματιστήριο με αρχική δημόσια εγγραφή (initial public offers, IPO's).

Στις μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας η μετοχική σύνθεση παρουσιάζεται σε συνδυασμό με την λειτουργική απόδοση, την τρέχουσα αξία και την εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή. Οι Mello & Parsons (1998) αναπτύσσουν ένα πλαίσιο για τις εναλλακτικές μεθόδους πώλησης και δείχνουν ότι η διάκριση υπέρ των ενεργών επενδυτών μπορεί να αυξήσει τη τρέχουσα αξία της εταιρείας προς όφελος όλων των μετόχων. Οι Roosenboom & Van der Goot (2005) εξέτασαν τον τρόπο με τον οποίο οι διάφορες μεταβλητές ελέγχου και ιδιοκτησίας επηρεάζουν την αποτίμηση μιας εταιρείας κατά την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Οι Jain & Kini (1994) μελετούν την αλλαγή στη λειτουργική απόδοση (operating performance) των εταιρειών καθώς πραγματοποιούν τη μετάβαση από την ιδιωτική στη δημόσια ιδιοκτησία μέσω αρχικής δημόσιας εγγραφής, ενώ οι Mikkelson, Partch & Shah (1997) εξετάζουν αν η λειτουργική απόδοση (operating performance) μιας εταιρείας που εισέρχεται στο χρηματιστήριο εξηγείται από την ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών (managers). Με την λειτουργική απόδοση και την μετοχική σύνθεση ασχολήθηκαν και οι Kutsuna, Okamura & Cowling (2002) στην Ιαπωνία, οι Kim, Kitsabunnarat & Nofsinger (2004) στην Ταϊλάνδη και οι Balatbat, Taylor & Walter (2004) στην Αυστραλία. Οι Ebrbardt & Nowak (2003) θέλησαν να παρουσιάσουν εμπειρικά στοιχεία που αφορούν την αλλαγή στην εταιρική διακυβέρνηση της επιχείρησης, όπως αυτή προκύπτει από την αλλαγή στην μετοχική της σύνθεση, μετά από μια αρχική δημόσια

εγγραφή και την επίδρασή της στην απόδοση των μετοχών στις οικογενειακές επιχειρήσεις της Γερμανίας.

Εντούτοις η πλειοψηφία των μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας για την μετοχική σύνθεση ασχολείται με την συσχέτισή της με την υποτιμολόγηση. Διάφορες θεωρίες υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής θα μπορούσε να είναι ένας καθοριστικός παράγοντας της ενδεχόμενης δομής ιδιοκτησίας της εταιρείας. Οι Brennan & Franks (1997) υποστηρίζουν ότι η διοίκηση της εταιρείας για να διατηρήσει τον έλεγχο, κοστολογεί υπερβολικά χαμηλά τις νέες μετοχές για να δημιουργήσει την υπερβολική ζήτηση. Αυτή η υπερβολική ζήτηση τους επιτρέπει για να διανείμουν τις νέες μετοχές σε πολλούς μικρούς επενδυτές και με αυτόν τον τρόπο αυξάνουν το κόστος συσσώρευσης μεγάλων κεφαλαίων με αποτέλεσμα ο έλεγχος να μειώνεται.

Σε αντίθεση με αυτήν την μειωμένη υπόθεση ελέγχου, οι Stoughton & Zechner (1998) υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες, που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή, κοστολογούν υπερβολικά χαμηλά τις μετοχές τους για να αυξήσουν τη δυνατότητα για τον έλεγχο. Υποστηρίζουν ότι οι διευθυντές θέλουν τους μεγάλους μετόχους προκειμένου να παρασχεθούν οι διαβεβαιώσεις στην αγορά ότι οι διευθυντές μεγιστοποιούν τη σταθερή αξία. Για να προτρέψουν αυτούς τους μεγάλους μετόχους να επιβαρυνθούν τις δαπάνες, οι μετοχές κοστολογούνται υπερβολικά χαμηλά κατά την διάρκεια της δημόσιας εγγραφής. Οι Field & Sheehan (2004) στην μελέτη τους ελέγχουν τις υποθέσεις για μειωμένο έλεγχο των Brennan & Franks (1997) και για αυξημένο έλεγχο των Stoughton & Zechner (1998) και καταλήγουν ότι η υποτιμολόγηση έχει μικρή έως και καθόλου επίδραση στην ύπαρξη ιδιοκτησίας από τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους, με την Hill (2006) να καταλήγει στο ίδιο συμπέρασμα.

Οι Booth & Chua (1996) υποστηρίζουν ότι οι δημόσιες εγγραφές κοστολογούνται υπερβολικά χαμηλά με σκοπό να επιτευχθεί μια διασκορπισμένη δομή ιδιοκτησίας μετά την εγγραφή οδηγώντας σε μια ρευστή δευτερογενή αγορά με τους Zheng & Li (2007) να συμφωνούν, ενώ και οι Pham, Kalev & Steen (2003) συμπεραίνουν ότι με την υποτιμολόγηση μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει μια πιο ευρεία και ισότιμη μετοχική σύνθεση

μετά την διαδικασία της διανομής, αποτελέσματα που συμφωνούν με την μελέτη των Brennan & Franks (1997).

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης σε σχέση με την μετοχική σύνθεση των εταιρειών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις στην βραχυχρόνια και την μακροχρόνια περίοδο σε σχέση με α) το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων, β) το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου, γ) το ποσοστό ιδιοκτησίας των νέων μετόχων, δ) την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομετόχου και ε) την ύπαρξη εταιρικού μεγαλομετόχου. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκε δείγμα 79 εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007.

Τέλος, η εργασία έχει την ακόλουθη δομή: το Κεφάλαιο 2 αναπτύσσει το θεσμικό πλαίσιο εισαγωγής των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το Κεφάλαιο 3 περιέχει ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, το Κεφάλαιο 4 περιγράφει τους τρόπους διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης στη βιβλιογραφία, το Κεφάλαιο 5 περιγράφει το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε, το Κεφάλαιο 6 αναπτύσσει την χρησιμοποιούμενη μεθοδολογία, το Κεφάλαιο 7 παρουσιάζει τα εμπειρικά αποτελέσματα και το Κεφάλαιο 8 συνοψίζει τα συμπεράσματα της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται α) οι προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μέχρι το 2005, β) οι προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετά το 2005, γ) η διαδικασία εισαγωγής και δ) τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της εισαγωγής.

2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χ.Α.Α. μέχρι το 2005

Μέχρι το 2005 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ήταν θεσμοθετημένες τρεις (3) επιμέρους αγορές :

- i) η Κύρια Αγορά
- ii) η Παράλληλη Αγορά
- iii) η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA)

Οι όροι και οι προϋποθέσεις για την εισαγωγή νέων εταιρειών στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. καθορίστηκαν αρχικά με το υπ' αριθμόν 350/24.5.1985 Προεδρικό Διάταγμα. Στη συνέχεια το Διάταγμα αυτό συμπληρώθηκε με τους Νόμους 1914/30.10.91, 2324/95 και τα Προεδρικά Διατάγματα 50,52/14.2.92. Επίσης με το άρθρο 320 του Ν.1806/88 επετράπη η λειτουργία της παράλληλης αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Σε εφαρμογή του άρθρου αυτού και με την υπ' αριθμόν 119 ΕΚ 50454/89 (ΦΕΚ 924/29.12.89) Υπουργική Απόφαση ορισθήκαν οι προϋποθέσεις εισαγωγής Ανωνύμων Εταιρειών στην παράλληλη αγορά. Η πλήρωση των κριτηρίων αυτών ελέγχεται από κοινού από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

2.1.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Χρηματιστηριακή Αγορά

Συνοπτικά, οι βασικές προϋποθέσεις για να εισαχθούν μετοχές μίας εταιρείας στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. έχουν ως ακολούθως :

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον €11.738.811,45 κατά την ημερομηνία της υποβολής της αίτησης εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες τρεις (3) οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις χρήσεις στις οποίες καταρτίζονταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (2.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε εταιρείες μεγάλου μεγέθους ή με μεγάλο αριθμό μετοχών της ίδιας κατηγορίας η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο ποσοστό διασποράς που δε μπορεί να είναι κατώτερο του 5%.

- Να έχει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).
- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει τη κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).
- Να έχει μετοχές ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες.

2.1.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Παράλληλη Χρηματιστηριακή Αγορά

Συνοπτικά, οι βασικές προϋποθέσεις για να εισαχθούν μετοχές μίας εταιρείας στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. έχουν ως ακολούθως :

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον €2.934.702,86 κατά την ημερομηνία της υποβολής της αιτήσεως εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες δύο (2) οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει

ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση.

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

- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (1.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

- Να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή ομάδα αναδόχων.

- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση, δια δημόσιας εγγραφής, κεφαλαίου της εταιρείας. Ο ανάδοχος επίσης εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της ενάρξεως της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

- Να έχει, πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα Δ.Σ. του Χ.Α.Α. και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό της παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).

2.1.3 Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Συνοπτικά, οι βασικές προϋποθέσεις για να εισαχθούν μετοχές μίας εταιρείας στην Νέα Αγορά του Χ.Α.Α. έχουν ως ακολούθως :

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον €586.940,57 για την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- Να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρεία, για δυο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο Χ.Α.Α. για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση.
- Να διαθέτει με δημόσια εγγραφή στο κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές, αξίας τουλάχιστον €733.675,72. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% προέρχεται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
- Να έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών στο κοινό, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για την εισαγωγή της. Η διασπορά των μετοχών της εταιρείας θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές για τις οποίες έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής, είναι κατανομημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό 20% τουλάχιστον του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε 150 φυσικά και νομικά πρόσωπα

τουλάχιστον, καθένα από τα οποία δεν μπορεί να κατέχει ποσοστό πάνω από 2% του αριθμού των μετοχών προς εισαγωγή.

- Να υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο, το οποίο συντάσσεται με ευθύνη του αναδόχου.

- Να συντάσσει και δημοσιεύει ενημερωτικό δελτίο, σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ.348/85, στο οποίο περιέχονται επιπροσθέτως πληροφορίες για τις οικονομικές προοπτικές της εταιρείας για χρονικό διάστημα πέραν της τρέχουσας χρήσης, τα βασικά στοιχεία του επενδυτικού σχεδίου και ειδική αναφορά στους παράγοντες κινδύνου οι οποίοι είναι δυνατόν να επιδράσουν δυσμενώς τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας ή να επηρεάσουν αρνητικά την ανάπτυξή της και τέλος, οποιαδήποτε άλλα στοιχεία ορισθούν με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

- Να ορίζει έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή, ο οποίος είναι μέλος του Χ.Α.Α., συνάπτει χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός κύκλου στο όνομά του και για ίδιο λογαριασμό και συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας αγοράς των μετοχών της εταιρείας.

- Να ορίζει ανάδοχο έκδοσης (πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ με μετοχικό κεφάλαιο €2.934.702,86) με τον οποίο υπογράφει μια σύμβαση, στην οποία περιλαμβάνεται και η χρονική της διάρκεια, που δεν μπορεί να είναι μικρότερη των τριών (3) ετών, από την εγκριτική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α. για την εισαγωγή των μετοχών στη ΝΕΧΑ. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της ενάρξεως της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο, η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 15%. Η τιμή προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building). Στη σύμβαση ορίζονται επίσης οι ευθύνες του Κυρίου Αναδόχου οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

- ✓ Ο κύριος ανάδοχος εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση σε δημόσια εγγραφή, κεφαλαίου της εταιρείας.
- ✓ Ο κύριος ανάδοχος υποβάλλει έκθεση αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής κατάστασης και των προοπτικών της εταιρείας για χρονικό διάστημα τριών (3) ετών από την εισαγωγή της στη NEXA.
- ✓ Ο Ανάδοχος βεβαιώνει ότι οφείλει να παρακολουθεί και να ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και την χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Επίσης ο Ανάδοχος φέρει την ευθύνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των στοιχείων που παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο.

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

- ✓ το 80% των μετοχών για χρονικό διάστημα ενός έτους από την εισαγωγή τους στην NEXA και
- ✓ το 50% των μετοχών του για το δεύτερο και τρίτο έτος από την εισαγωγή τους στην NEXA.

Σε κάθε περίπτωση, πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής πρέπει να έχει δεσμευθεί τουλάχιστον το 80% του συνόλου των μετοχών της εταιρείας.

2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χ.Α.Α. μετά το 2005

Το 2005 έγιναν μια σειρά από ενέργειες προκειμένου να αναδιαρθρωθεί και να ολοκληρωθεί το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει τον τρόπο λειτουργίας του Χ.Α.Α. υπό το πρίσμα των εξελίξεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση με σκοπό την ενίσχυση της θέσης της ελληνικής αγοράς. Έτσι, με τη θέσπιση του Ν.3371/05, διαμορφώθηκε ένα νέο βασικό θεσμικό πλαίσιο μέσω του οποίου το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σαν διαχειριστής

οργανωμένης αγοράς, απέκτησε πλήρη ελευθερία στη διάρθρωση των αγορών που εξυπηρετεί.

Με την εκ νέου σύνταξη του κανονισμού του, που άλλαξε την κατηγοριοποίηση των εταιρειών, το ωράριο λειτουργίας και τους κανόνες διαπραγμάτευσης, το Χ.Α.Α. εισήγαγε μία σειρά από νέα χαρακτηριστικά σχετικά με τη βελτίωση των συνθηκών λειτουργίας της Χρηματιστηριακής Αγοράς σε επίπεδο προϊόντων, υπηρεσιών, νομικού πλαισίου, τιμολογιακής πολιτικής και επενδυτικής δραστηριότητας.

Σύμφωνα με τον νέο κανονισμό στο Χ.Α.Α. λειτουργούν δύο αγορές, η Αγορά Αξιών και η Αγορά Παραγώγων. Με την κατάργηση των υφιστάμενων αγορών (Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά), όλες οι εισηγμένες μετοχές στην Αγορά Αξιών διαπραγματεύονται πλέον σε μία ενιαία αγορά, η οποία διακρίνεται σε πέντε κατηγορίες.

Με κριτήρια την κεφαλαιοποίηση, την εμπορευσιμότητα, τη διασπορά και τη μεταβλητότητα των μετοχών τους η νέα κατηγοριοποίηση ισχύει και για τις ήδη εισηγμένες εταιρείες ως εξής:

➤ Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

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

➤ Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης

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

➤ Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών

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

➤ Κατηγορία Επιτήρησης

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

➤ Κατηγορία Αξιών Σταθερού Εισοδήματος

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

➤ Εταιρείες υπό Αναστολή Διαπραγμάτευσης

Όσες κινητές αξίες τελούσαν υπό Αναστολή Διαπραγμάτευσης παραμένουν σε διαπραγμάτευση (34 εισηγμένες εταιρείες και 40 μετοχές).

Παρατήρηση:

Οι προνομιούχες μετοχές μιας εταιρείας εντάσσονται στην κατηγορία στην οποία εντάσσονται οι κοινές μετοχές σύμφωνα με τα κριτήρια αξιολόγησης.

Οι κινητές αξίες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α. εντάσσονται σε μια από τις κατηγορίες:

- ✓ Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (Big Cap)
- ✓ Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης (Mid & Small Cap) και
- ✓ Αξιών Σταθερού Εισοδήματος

2.2.1 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

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

- Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €15.000.000, υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.
- Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης τουλάχιστον €100.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.
- Να έχει δημοσιεύσει για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει. Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που η εκδότη εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο επενδυτικό κοινό πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

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

- Η διασπορά των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά τον χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο από το ανωτέρω ποσοστό. Σε περίπτωση που δεν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής διασπορά των μετοχών, επιτρέπεται κατ' εξαίρεση η εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών, εφόσον έχει επιτευχθεί διασπορά σε ποσοστό όχι κατώτερο του 5% και εφόσον για την επίτευξη της διασποράς μετά την εισαγωγή χρησιμοποιηθεί συγκεκριμένη διαδικασία-μέθοδος διαπραγμάτευσης.

- Οι χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής μετοχών της, για τις οποίες έχουν δημοσιευτεί οι απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, να έχουν

ελεγχθεί φορολογικά. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά και οι αντίστοιχες χρήσεις των επιμέρους εταιρειών που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις.

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

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

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

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

Σύμφωνα με τα κριτήρια αναθεώρησης η εταιρεία πρέπει να έχει συνολική κεφαλαιοποίηση μεγαλύτερη από €100.000.000, διασπορά μεγαλύτερη του 20% και εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μεγαλύτερη του 15% ή εναλλακτικά του 10%, εφόσον έχει ετήσιο μέσο όρο του spread μικρότερο από 2%, να μην συμμετέχει στον Δείκτη Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας και να αποδέχεται τις αυξημένες υποχρεώσεις πληροφόρησης που προβλέπονται για αυτήν την κατηγορία.

2.2.2 Προϋποθέσεις εισαγωγής νέων εταιρειών στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης

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

- Να διαθέτει, κατά την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων €3.000.000 (ή τουλάχιστον €15.000.000 χωρίς Ειδικό Σύμβουλο), υπολογιζόμενα σε ενοποιημένη βάση. Σε περίπτωση μη ενοποίησης άλλων εταιρειών το κριτήριο αυτό θα πρέπει να πληρείται από την ίδια την αιτούσα εταιρεία.
- Να έχει ύψος συνολικής κεφαλαιοποίησης ακόμα και μικρότερη των €100.000.000, όπως διαμορφώνεται με βάση τη μικρότερη τιμή του εύρους τιμών της Δημόσιας Προσφοράς επί τον αριθμό των μετοχών προς εισαγωγή, κατά τον χρόνο υποβολής της αίτησης.
- Να έχει δημοσιεύσει για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις πριν την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εισαγωγής της, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει. Οι εν λόγω απολογιστικές οικονομικές καταστάσεις πρέπει να έχουν ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που συντάσσονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, θα πρέπει τόσο αυτές όσο και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να έχουν επίσης ελεγχθεί από Ορκωτό Ελεγκτή. Σε περίπτωση που η εκδότρια εταιρεία έχει βραχύτερο βίο, η

εισαγωγή της μπορεί να επιτραπεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έγκριση αυτή μπορεί να δοθεί εφόσον κριθεί ότι μια τέτοια παρέκκλιση προβλέπεται από ειδικό νόμο ή επιβάλλεται από ειδικούς λόγους που αφορούν στην εταιρεία, ενώ παρέχεται στο επενδυτικό κοινό πλήρης και επαρκής πληροφόρηση για να σχηματίσει σαφή γνώμη τόσο για την εταιρεία, όσο και για τους τίτλους προς διαπραγμάτευση, τους οποίους αφορά η αίτηση εισαγωγής.

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

- Η διασπορά των μετοχών της στο κοινό να είναι επαρκής, το αργότερο κατά το χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής της στην Αγορά Αξιών. Ως εκ τούτου, οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και σε τουλάχιστον 2.000 πρόσωπα, από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών αυτών. Επιπροσθέτως η διασπορά μπορεί να κριθεί από το Χ.Α.Α. επαρκής και όταν, λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της Κατηγορίας και της έκτασης διασποράς τους στο ευρύ κοινό, διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερα από το ανωτέρω ποσοστό. Σε περίπτωση που δεν έχει

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

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

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

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

συμπλήρωση δώδεκα μηνών διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α. και να προβεί σε δύο παρουσιάσεις της ετησίως σε επενδυτές στο Χρηματιστήριο.

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

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

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

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

Η μεταφορά μίας κινητής αξίας από την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης διενεργείται κατά την πρώτη αναθεώρηση κατά την οποία διαπιστώνεται ότι οι κινητές αξίες πληρούν τα κριτήρια της Κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης. Οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν χαμηλή διασπορά, μικρότερη από το 10% των εισηγμένων τίτλων, εμπορευσιμότητα σε ετήσια βάση μικρότερη από 5% ή spread μεγαλύτερο από 6%, τιμή

διαπραγμάτευσης μικρότερη από €0,30 και χαμηλή παραγωγική δραστηριότητα συνιστάμενη σε ετήσιο κύκλο εργασιών κάτω των €3.000.000, εντάσσονται στην Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών. Αντίστοιχα, στην Κατηγορία Επιτήρησης εντάσσονται οι κινητές αξίες που μετά την εισαγωγή τους στην Αγορά Αξιών έχουν συσσωρευμένες ζημιές μεγαλύτερες από τα ίδια κεφάλαια, ίδια κεφάλαια σε επίπεδο μικρότερο από το 50% του μετοχικού κεφαλαίου, αρνητικό EBITDA (κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών, αποτελεσμάτων και αποσβέσεων), σημαντικές ληξιπρόθεσμες οφειλές, κατάθεση αίτησης πτώχευσης, ασαφείς ή αρνητικές διατυπώσεις στο πιστοποιητικό του Ορκωτού Ελεγκτή εφόσον αυτό διαπιστωθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανακοίνωση ή εμφάνιση γεγονότων που δημιουργούν σοβαρές αμφιβολίες ή αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα της εταιρείας να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα και τέλος, διαπίστωση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελλείψεων στις περιοδικές ή ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις.

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

2.3 Διαδικασία εισαγωγής

Η έγκριση για την εισαγωγή κινητών αξιών μιας εταιρείας για πρώτη φορά στην Αγορά Αξιών με Δημόσια Εγγραφή, εφόσον πληροί τις βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής, λαμβάνεται με έγκριση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και προϋποθέτει μία διαδικασία η οποία ορίζεται από τον Κανονισμό και το θεσμικό πλαίσιο που διέπουν τη λειτουργία του.

Η διαδικασία αυτή αποτελείται από τρία στάδια όπως αναλύονται παρακάτω:

- ✓ Την αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής από το Χρηματιστήριο
- ✓ Την έγκριση εισαγωγής
- ✓ Την έναρξη διαπραγμάτευσης

2.3.1 Προετοιμασία Φακέλου Αίτησης Εισαγωγής

Η εταιρεία, μετά την απόφαση της Γενικής της Συνέλευσης για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, επιλέγει και απευθύνεται σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα το οποίο και ορίζει, με την υπογραφή σύμβασης, ως Σύμβουλο Έκδοσης (Issue Advisor). Ο ρόλος του είναι κυρίως να συμβουλέψει την εταιρεία σε θέματα άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά και να αναλάβει εργασίες που αφορούν στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο και συγκεκριμένα την προετοιμασία του προγράμματος, την αποτίμηση, την οργάνωση και τα διαδικαστικά ζητήματα της εισαγωγής.

Ο Σύμβουλος Έκδοσης μπορεί να είναι ταυτόχρονα και Ανάδοχος της Έκδοσης, αφού η εταιρεία υποχρεούται να υπογράψει σύμβαση αναδοχής και με ένα πιστωτικό ίδρυμα ή με Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.), η οποία και θα αναλάβει ως Κύριος Ανάδοχος (Issue Underwriter). Ο Σύμβουλος Έκδοσης από κοινού με τον Κύριο Ανάδοχο, οφείλουν να ενημερώσουν για την πρόθεση διεξαγωγής της Δημόσιας Προσφοράς και να διαπραγματευτούν με τους ομίλους τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιρειών που ενδιαφέρονται για την ανάληψη αναδοχής. Η εταιρεία μπορεί να ορίσει περισσότερους του ενός Αναδόχους Έκδοσης, οι οποίοι είτε ευθύνονται εξ' ολοκλήρου και αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν οι ίδιοι στην τιμή έκδοσης, οποιαδήποτε ποσότητα μετοχών παραμένει αδιάθετη, οπότε και εγγυώνται την πώληση των χρεογράφων και κατά κανόνα επωμίζονται τους σχετικούς κινδύνους (hard underwriting), είτε αναλαμβάνουν μόνο τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό κατά την περίοδο διεξαγωγής της Δημόσιας Προσφοράς (soft underwriting). Με την

υπογραφή των συμβάσεων αναδοχής του Σχήματος Αναδόχων καθορίζεται και ο αριθμός των μετοχών για τον οποίο θα εγγυηθεί-αναλάβει κάθε Ανάδοχος.

Μέσα σε τρεις ημέρες από την υπογραφή των συμβάσεων Αναδοχής και ως τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς, οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος Έκδοσης οφείλουν να ενημερώσουν τον Κύριο Ανάδοχο και αυτός με τη σειρά του να κοινοποιήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατάλογο με τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που συμμετέχουν με οποιαδήποτε ιδιότητα στη διαδικασία έκδοσης, διάθεσης και εισαγωγής. Τον κατάλογο αυτό οφείλουν να κρατούν συνεχώς ενήμερο.

- **Ενημερωτικό Δελτίο**

Ο Κύριος Ανάδοχος σε συνεργασία με τον Σύμβουλο Έκδοσης αναθέτει τη διενέργεια νομικού και οικονομικού-λογιστικού ελέγχου της εταιρείας, σε ανεξάρτητους ελεγκτές και τους καθοδηγεί όσον αφορά στην έκταση και το περιεχόμενο των ελέγχων. Κατόπιν ο Σύμβουλος Έκδοσης, υπό την επίβλεψη του Κυρίου Ανάδοχου, συντάσσει Ενημερωτικό Δελτίο (prospectus) το οποίο περιέχει όλες τις πληροφορίες για τον εκδότη και τις κινητές αξίες που πρόκειται να αποτελέσουν το αντικείμενο της Δημόσιας Προσφοράς και της εισαγωγής στο Χ.Α.Α., προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με εμπειριστατωμένο τρόπο να αξιολογήσουν τα οικονομικά στοιχεία, τις υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, τους λόγους πραγματοποίησης της προσφοράς, τον τρόπο διάθεσης των κεφαλαίων που πρόκειται να αντληθούν, τους παράγοντες κινδύνου και τις προοπτικές του εκδότη.

Συγκεκριμένα το Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να παρέχει χρηματοοικονομικές πληροφορίες για τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις και τη χρηματοοικονομική θέση και τα αποτελέσματα της εκδότριας εταιρείας, επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας και του κλάδου και τους παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με την εταιρεία, τον κλάδο και την προσφορά. Παράλληλα πρέπει να παρέχει πληροφορίες για τα διοικητικά, διαχειριστικά, εποπτικά όργανα και τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, το προσωπικό και τη μετοχική της σύνθεση και τη μερισματική πολιτική της εταιρείας. Επίσης πρέπει να πληροφορεί για τις

τάσεις και προοπτικές της εταιρείας, το επενδυτικό πρόγραμμα, για τη διάθεση και τον προορισμό των αντληθέντων κεφαλαίων από τη Δημόσια Προσφορά. Συνάμα το Ενημερωτικό Δελτίο μεταξύ άλλων, πρέπει να αναφέρει στοιχεία για την προσφορά και την εισαγωγή, όπως τη διαδικασία διάθεσης των μετοχών με Δημόσια Προσφορά, τον αριθμό και το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται, την τελική τιμή διάθεσης, τον τρόπο κατανομής τους στους επενδυτές, τη διασπορά, το προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα, την κατηγορία αγοράς στην οποία πρόκειται να εισαχθούν, τους αναδόχους και συμβούλους, τα έξοδα έκδοσης καθώς και τους τελικούς όρους της προσφοράς και τα δικαιώματα των μετόχων. Αν η τελική τιμή διάθεσης και ο αριθμός των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό δεν μπορούν να περιληφθούν στο Ενημερωτικό Δελτίο, περιλαμβάνονται σε αυτό τα κριτήρια και οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες θα καθοριστούν και οι τρόποι προσδιορισμού της τελικής τιμής διάθεσης, το εύρος τιμών, η ανώτατη τιμή διάθεσης και οι κατηγορίες επενδυτών που μπορούν να συμμετέχουν στη διαδικασία διαμόρφωσής της.

Η σύνταξη του Ενημερωτικού Δελτίου γίνεται βασιζόμενη σε συγκεκριμένο ερωτηματολόγιο που έχει απαντήσει η εταιρεία, ενώ την ευθύνη για την ακρίβεια και την πληρότητα των περιεχομένων του την έχουν η εκδότρια εταιρεία και ο Κύριος Ανάδοχος, οι οποίοι και το καταθέτουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μαζί με άλλα απαιτούμενα δικαιολογητικά για έγκριση. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί την απόφασή της σχετικά με την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου εντός είκοσι (20) εργάσιμων ημερών από την υποβολή του φακέλου. Σε περίπτωση που κρίνει ότι τα υποβληθέντα έγγραφα δεν είναι πλήρη ή ότι απαιτούνται συμπληρωματικές πληροφορίες ενημερώνει σχετικά τον Κύριο Ανάδοχο εντός δέκα (10) εργάσιμων ημερών από την υποβολή της αίτησης. Το Ενημερωτικό Δελτίο δημοσιεύεται μόνο μετά από την έγκρισή του, οπότε και καθίσταται διαθέσιμο στο κοινό το αργότερο 6 ημέρες πριν τη λήξη της προσφοράς ενώ ο τρόπος και τόπος διάθεσής του ανακοινώνεται στον ημερήσιο τύπο και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α.Α. Ισχύει για 12 μήνες από τη δημοσίευσή του, υπό την προϋπόθεση ότι συμπληρώνεται ανελλιπώς, εφόσον απαιτείται.

Στη φάση αυτή η εταιρεία, μέσω του Κύριου Ανάδοχου, υποβάλλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της σε συγκεκριμένη Κατηγορία στην Αγορά

Αξιών του Χ.Α.Α. , η οποία συνοδεύεται από συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο καταλληλότητας, από το υπογεγραμμένο από την ίδια και τον Κύριο Ανάδοχο έντυπο εταιρικού προφίλ και από επιπλέον απαιτούμενα δικαιολογητικά, τα οποία καθορίζονται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.. Σε περίπτωση που ο φάκελος εισαγωγής δεν είναι πλήρης, δεν γίνεται δεκτός και η συμπλήρωσή του απαιτεί νέα αίτηση.

2.3.2 Αξιολόγηση Αίτησης Εισαγωγής

Αρχικά, το Χ.Α.Α. ελέγχει το φάκελο και την τήρηση των προϋποθέσεων που απαιτούνται και στη συνέχεια ελέγχει και εκτιμά τις βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής και αξιολόγησης της καταλληλότητας της εταιρείας. Ως εκ τούτου ενημερώνει εγγράφως την εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο για τυχόν επιπρόσθετες προϋποθέσεις που τίθενται από το Χ.Α.Α. προκειμένου να γίνει αποδεκτή η αίτηση εισαγωγής και λαμβάνει έγγραφη απάντηση από τον Κύριο Ανάδοχο. Ειδική μνεία γίνεται για την προϋπόθεση της επαρκούς διασποράς, η οποία μπορεί να επιτευχθεί μετά τη Δημόσια Προσφορά. Η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου μπορεί να απορρίψει την αίτηση εισαγωγής των μετοχών στην Αγορά Αξιών, αν κατά τη γνώμη της η κατάσταση του εκδότη είναι τέτοια ώστε η εισαγωγή να είναι αντίθετη προς το συμφέρον των επενδυτών.

Μετά από τη θετική αξιολόγηση της αίτησης εισαγωγής, το Χ.Α.Α. ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να προχωρήσει στον έλεγχο του Ενημερωτικού Δελτίου και στην έγκριση χορήγησης άδειας διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς, αίτηση την οποία έχει υποβάλλει ήδη η εταιρεία μέσω του Κύριου Αναδόχου της. Στη συνέχεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κοινοποιεί την απόφασή της στο Χ.Α.Α. και χορηγεί στον Κύριο Ανάδοχο και στην εταιρεία, την άδεια για τη διενέργεια της Δημόσιας Προσφοράς.

Η απόφαση του χρηματιστηρίου σχετικά με την αίτηση εισαγωγής κοινοποιείται στον αιτούντα μέσα σε έξι μήνες από την υποβολή της. Αν ζητηθούν μέσα σε αυτή την προθεσμία συμπληρωματικές πληροφορίες ή αποφασιστεί και γνωστοποιηθεί στον αιτούντα η αναβολή της έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου, τότε η προθεσμία των έξι μηνών της κοινοποίησης της

απόφασης από το Χ.Α.Α. υπολογίζεται από την ημέρα που θα τακτοποιηθούν αυτές οι εκκρεμότητες. Αν παρά ταύτα δεν εκδοθεί απόφαση εντός αυτών των προθεσμιών, αυτό θεωρείται σιωπηρή απόφαση απόρριψης της αίτησης από τη Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α.Α.

- **Διαδικασίες Διενέργειας Δημόσιας Προσφοράς**

Οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος οφείλουν να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα, έτσι ώστε κάθε διαφήμιση και γενικότερα κάθε ανακοίνωση με στόχο την προβολή της συγκεκριμένης έκδοσης, να είναι σύμφωνη με την κείμενη νομοθεσία και να μην είναι αθέμιτη ούτε παραπλανητική αλλά αντικειμενική. Τέσσερις ημέρες πριν και κατά τη διάρκεια της Δημόσιας Εγγραφής απαγορεύονται οι διαφημίσεις και επιτρέπονται μόνο ανακοινώσεις που σκοπούν στην ενημέρωση που είναι απαραίτητη για τη δημοσιοποίηση και προβολή του γεγονότος της έκδοσης, της διάθεσης ή εισαγωγής και στη γνωστοποίηση των όρων και της διαδικασίας συμμετοχής του επενδυτικού κοινού.

Στις περιπτώσεις που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει ότι παραβιάζονται οι διατάξεις του κανονισμού, δύναται να παρέμβει άμεσα και να επιβάλλει στους Αναδόχους τη συμμόρφωση προς τις αρχές αυτές, ενώ μπορεί να επιβάλλει και χρηματικό πρόστιμο. Σε περίπτωση κατά την οποία η παραβίαση της νομοθεσίας ενδέχεται να προκαλέσει στρέβλωση στην τιμή της μετοχής της εκδότριας εταιρείας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να αναστείλει ή να διακόψει τις διαδικασίες αναδοχής.

Προκειμένου για τη διενέργεια της Δημόσιας Εγγραφής μία από τις βασικότερες υποχρεώσεις του Κύριου Ανάδοχου, είναι ο καθορισμός της τιμής διάθεσης των προσφερόμενων μετοχών. Σε κάθε περίπτωση η τιμή διάθεσης θα οριστεί μεταξύ ενός ανώτατου και κατώτατου ορίου εύρους τιμών. Για τον προσδιορισμό του δεσμευτικού αυτού εύρους τιμών ακολουθείται η διαδικασία Pre-Marketing, κατά την οποία ο Κύριος Ανάδοχος λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από επαρκή αριθμό Ειδικών Επενδυτών οι οποίοι καλύπτουν σημαντικό τμήμα της αγοράς, ώστε να προσδιορίσει, σύμφωνα με επαγγελματικά κριτήρια, την τιμή που ανταποκρίνεται καλύτερα στις συνθήκες ζήτησης της αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο ο Κύριος Ανάδοχος καθορίζει το

εύρος τιμής διάθεσης των μετοχών και το κοινοποιεί το αργότερο πριν από την έναρξη της Δημόσιας Προσφοράς. Η ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους σε σχέση με την κατώτατη τιμή, δεν μπορεί να υπερβαίνει το ανώτατο επιτρεπόμενο ποσοστό του 20%.

Στη Δημόσια Προσφορά μπορούν να συμμετέχουν δύο κατηγορίες επενδυτών, οι Ειδικόί Επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, Ε.Π.Ε.Υ., πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία), που εγγράφονται για ίδιο λογαριασμό και οι Μη Ειδικόί Επενδυτές (φυσικά και νομικά πρόσωπα). Οι εγγραφές για τις προσφερόμενες μετοχές των ενδιαφερομένων Μη Ειδικών Επενδυτών πραγματοποιούνται με την υποβολή της σχετικής αίτησης εγγραφής μέσω των Αναδόχων και του δικτύου τους. Η ημερομηνία υποβολής των αιτήσεων ανακοινώνεται από τον Κύριο Ανάδοχο και διαρκεί τρεις ημέρες. Για να συμμετάσχουν στη Δημόσια Προσφορά οι επενδυτές πρέπει να τηρούν Μεριδα Επενδυτή και λογαριασμό αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), που πρέπει να σημειώνονται στην αίτηση εγγραφής, προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν.

Οι αιτήσεις συμμετοχής των Μη Ειδικών Επενδυτών γίνονται δεκτές, εφόσον είτε έχει καταβληθεί στους Αναδόχους σε μετρητά ή με τραπεζική επιταγή το ισόποσο της συμμετοχής, είτε έχει δεσμευθεί το ισόποσο της συμμετοχής σε πάσης φύσεως τραπεζικούς λογαριασμούς καταθέσεων του επενδυτή ή σε λογαριασμούς του άυλων τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων, είτε τέλος, έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναγοράς φυσικών τίτλων. Οι αιτήσεις συμμετοχής θα γίνονται δεκτές μόνον εφόσον οι επενδυτές είναι δικαιούχοι ή συνδικαιούχοι των λογαριασμών βάσει των οποίων εγγράφονται. Οι Μη Ειδικόί Επενδυτές θα εγγράφονται στην ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους τιμών, και η αξία συμμετοχής τους ορίζεται ως ο αριθμός των απαιτούμενων προσφερόμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους. Προκειμένου να επιτευχθεί η επιθυμητή ευρεία διασπορά των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Προσφορά, κάθε επενδυτής μπορεί να εγγράφεται για μία (1) τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης, δηλαδή μία μετοχή, ή για ακέραιο αριθμό μετοχών. Εάν κατά τη διάρκεια της Δημόσιας Προσφοράς διαπιστωθούν περισσότερες της μίας εγγραφές των ίδιων φυσικών ή νομικών προσώπων το σύνολο των

εγγραφών αυτών θα αντιμετωπίζεται ως μία ενιαία εγγραφή, ενώ το ανώτατο όριο εγγραφής ανά επενδυτή δεν μπορεί να υπερβαίνει την αξία του συνολικού αριθμού των προσφερόμενων μετοχών.

- **Προσδιορισμός Τιμής Διάθεσης**

Οι προσφορές που θα υποβάλλουν οι Ειδικοί Επενδυτές θα συγκεντρώνονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας κατά την περίοδο που διενεργείται η Δημόσια Προσφορά στο Βιβλίο Προσφορών (Book Building) που θα διαχειρίζεται ο Κύριος Ανάδοχος. Καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας του Βιβλίου Προσφορών, οι Ειδικοί Επενδυτές θα μπορούν να τροποποιούν τις προσφορές τους και κάθε προσφορά θα ακυρώνει τις προηγούμενες. Οι προσφορές των Ειδικών Επενδυτών μπορεί να εξαρτώνται από τον αριθμό ή τη συνολική αξία των προσφερόμενων μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει, είτε από συνδυασμό και των δύο. Η αξία της συμμετοχής για τους Ειδικούς Επενδυτές εξαρτάται από το είδος της προσφοράς που υποβάλλουν στο Βιβλίο Προσφορών. Συγκεκριμένα σε προσφορές που περιέχουν αριθμό μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το γινόμενο των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος εύρους τιμών. Σε προσφορές που περιέχουν συνολική αξία μετοχών, με ή χωρίς ανώτατη τιμή, ως αξία συμμετοχής νοείται η συνολική αξία των μετοχών.

Μέσω της διαδικασίας του Βιβλίου Προσφορών για τη Δημόσια Εγγραφή, η τιμή έκδοσης των μετοχών που είναι αντικείμενο της Δημόσιας Προσφοράς προκύπτει μέσω δημοπρασίας, ενσωματώνοντας έτσι τις τάσεις της αγοράς. Οι θεσμικοί επενδυτές λαμβάνοντας όλη τη δυνατή πληροφόρηση προτείνουν στον Κύριο Ανάδοχο μία δίκαιη τιμή που πρέπει να βρίσκεται εντός του προκαθορισμένου εύρους τιμής. Με αυτόν τον τρόπο ο Κύριος Ανάδοχος καθορίζει την τιμή διάθεσης-έκδοσης της μετοχής, την οποία θα γνωστοποιήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, και θα δημοσιεύσει το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της Δημόσιας Προσφοράς. Ταυτόχρονα με τον καθορισμό της τιμής διάθεσης θα αποφασιστεί και η οριστική κατανομή των προσφερόμενων μετοχών, αφού η τιμή διάθεσης θα είναι κοινή για όλους τους επενδυτές.

- **Διαδικασίες κατανομής μετοχών**

Η κατανομή των μετοχών πρέπει να ολοκληρωθεί εντός δύο ημερών από τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς και μπορεί να γίνει με τη διαδικασία του Βιβλίου Προσφορών. Τόσο το ποσοστό των μετοχών που αναλογεί στους Ειδικούς Επενδυτές, όσο και στους Μη Ειδικούς δεν μπορεί να είναι κατώτερο του 30% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών για κάθε κατηγορία επενδυτών. Εάν εν τω μεταξύ η ζήτηση σε μία από τις δύο κατηγορίες υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην Κατηγορία με τη ζήτηση που δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως.

Η κατανομή των μετοχών στους Ειδικούς Επενδυτές που συμμετέχουν στο Βιβλίο Προσφορών γίνεται από τον Κύριο Ανάδοχο. Από την κατανομή αυτή εξαιρούνται οι Ανάδοχοι και ο Σύμβουλος της συγκεκριμένης προσφοράς καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις. Τα κριτήρια κατανομής που έχουν προκαθοριστεί από τον Κύριο Ανάδοχο και έχουν εκτεθεί στο Ενημερωτικό Δελτίο μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα, ενώ το ποσοστό μετοχών που μπορεί να κατανεμηθεί σε κάθε Ειδικό Επενδυτή δεν μπορεί να υπερβεί το 4% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών και στο σύνολο των Ειδικών Επενδυτών από 30% έως 70% του συνόλου των προσφερομένων μετοχών. Επίσης ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να τηρεί εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο Βιβλίο Προσφορών, μέχρι την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για τον σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία του Βιβλίου Προσφορών και γνωστοποιεί τα στοιχεία τους στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη μέρα του ανοίγματος του Βιβλίου.

Σχετικά με την κατανομή των μετοχών στους Μη Ειδικούς Επενδυτές, ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών για τα συνολικά έσοδα της προσφοράς που ανέρχονται έως €5.000 διαιρείται με τον αριθμό 1.000, για συνολικά έσοδα μεταξύ €5.000 και €15.000 διαιρείται με τον αριθμό 2.000, για €15.000 έως €60.000 με τον αριθμό 5.000 και στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της Δημόσιας Προσφοράς υπερβαίνουν τις €60.000 ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών διαιρείται με τον αριθμό

5.000 ή μεγαλύτερο αριθμό, εάν το κρίνει ο Κύριος Ανάδοχος. Ας σημειωθεί εδώ, ότι τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμής και το πηλίκο της διαίρεσης στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης. Έτσι ικανοποιούνται με προτεραιότητα οι εγγραφές για τον αριθμό μετοχών μέχρι τα υπολογισθέντα πηλικά. Εάν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα όλων των εγγραφών, οι μετοχές κατανέμονται από τον Κύριο Ανάδοχο με τα κριτήρια που έχει προκαθορίσει στο Ενημερωτικό Δελτίο. Στην περίπτωση που υπάρξουν αδιάθετες μετοχές, κατανέμονται στους επενδυτές που ενεγράφησαν για μεγαλύτερο αριθμό μετοχών. Τέλος, δεν μπορεί να κατανεμηθεί ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών.

Ο Κύριος Ανάδοχος δεσμεύεται για την επιτήρηση και πληρότητα των προϋποθέσεων και υποχρεώσεων που αφορούν στην εκδότρια εταιρεία, στα εμπλεκόμενα μέρη και στην όλη διαδικασία της Δημόσια Προσφοράς, της κατανομής των μετοχών και της εισαγωγής της εταιρείας στο Χ.Α.Α.. Ανάλογα, με την ολοκλήρωση και την κατανομή των μετοχών στους επενδυτές ο Κύριος Ανάδοχος ευθύνεται να παραθέσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα ακριβή και πλήρη στοιχεία ως προς την έκβαση της Δημόσιας Προσφοράς, ιδιαίτερα ως προς το χρηματικό ποσό με το οποίο συμμετέχουν οι επενδυτές, τον αριθμό των επενδυτών και την κατηγορία τους, την τελική κατανομή των κινητών αξιών και την ποσοστιαία κατανομή των μετοχών σε κάθε κατηγορία επενδυτών.

Μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των προσφερόμενων μετοχών που δικαιούται να αποκτήσει κάθε επενδυτής και της τιμής διάθεσης, θα αποδίδεται στον δικαιούχο το τυχόν καταβληθέν επιπλέον ποσό μετρητών και θα αποδεσμεύονται τα ποσά καταθέσεων ή οι άυλοι τίτλοι με ταυτόχρονη χρέωση του λογαριασμού καταθέσεων ή με ταυτόχρονη καταβολή του ισόποσου της αξίας των προσφερόμενων μετοχών, που κατανεμήθηκαν στον επενδυτή κατά περίπτωση από τα ίδια τα καταστήματα των Αναδόχων, στα οποία είχε υποβληθεί η αίτηση εγγραφής.

Τα δεσμευθέντα ποσά καταθέσεων υπόκεινται στους όρους της αρχικής κατάθεσης (προθεσμία, επιτόκιο κ.λπ.) μέχρι την αποδέσμευσή τους καθώς επίσης και η επιστροφή του τυχόν καταβληθέντος επιπλέον ποσού

μετρητών θα γίνεται εντόκως (σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια ανά τράπεζα και κατηγορία καταθέσεων). Παράλληλα, οι Ειδικοί Επενδυτές που θα λάβουν προσφερόμενες μετοχές θα καταβάλλουν το αντίτιμο των προσφερόμενων μετοχών που θα τους κατανεμηθούν, εντός της προθεσμίας που θα καθοριστεί από τους Αναδόχους. Με την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας οι Ανάδοχοι μεταβιβάζουν το αντίτιμο της Δημόσια Προσφοράς με τραπεζική επιταγή σε διαταγή του Κύριου Αναδόχου, αφού παρακρατήσουν το ποσό των προμηθειών τους. Με τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς, τον προσδιορισμό της τιμής διάθεσης καθώς και την οριστικοποίηση της κατανομής, η εταιρεία και το σχήμα αναδόχων υπογράφουν αντίστοιχες συμβάσεις αναδοχής, βάσει των οποίων οι Ανάδοχοι αναλαμβάνουν τη διάθεση των προσφερόμενων μετοχών στην προσδιορισθείσα τιμή διάθεσης και την καταβολή κεφαλαίων από τους επενδυτές στην εταιρεία. Σημειώνεται δε, ότι σε περίπτωση που δεν υπάρχει ικανοποιητική ζήτηση με την οποία να καλύπτεται το σύνολο της προσφοράς η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να ματαιώσει τη διαδικασία προσφοράς μετοχών και τα τυχόν δεσμευθέντα ή καταβληθέντα κεφάλαια αποδεσμεύονται και επιστρέφουν στους δικαιούχους. Οι Ανάδοχοι δε, δεν ευθύνονται εάν για οποιονδήποτε λόγο δεν καταστεί δυνατή η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Αγορά Αξιών, είτε ο λόγος αφορά στην εταιρεία είτε όχι.

2.3.3 Έγκριση Εισαγωγής

Προχωρώντας στο δεύτερο στάδιο της διαδικασίας εισαγωγής μετοχών εταιρείας για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α. με Δημόσια Εγγραφή, απαιτείται η έγκριση εισαγωγής μετά τη διενέργεια της Δημόσιας Προσφοράς. Εντός πέντε εργασίμων ημερών από το πέρας της Δημόσιας Προσφοράς, ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλλει στο Χ.Α.Α. τα δικαιολογητικά που ορίζονται από το Χρηματιστήριο για τη λήψη της απόφασης για την εισαγωγή, αντίγραφο του εγκεκριμένου Ενημερωτικού Δελτίου σε έγχαρτη και ηλεκτρονική μορφή προκειμένου να δημοσιευθεί στην ηλεκτρονική σελίδα του Χ.Α.Α. και την απόφαση για την εισαγωγή από το Χρηματιστήριο. Η Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α.Α. εξετάζει συνάμα τις προϋποθέσεις για την επαρκή διασπορά όπως διαμορφώθηκε μετά τη Δημόσια Εγγραφή. Σε περίπτωση εισαγωγής με

εφαρμογή της εξαιρέσεως περί επαρκούς διασποράς απαιτείται επιπροσθέτως έγκριση εισαγωγής υπό τη διαλυτική αίρεση της μη επίτευξης διασποράς. Η Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου μπορεί να εξαρτά την εισαγωγή των μετοχών στην Αγορά Αξιών από οποιοδήποτε ειδικό όρο που κρίνει αναγκαίο για την προστασία των επενδυτών και τον οποίο ανακοινώνει κατά τρόπο σαφή στην εκδότρια εταιρεία. Η απόφαση για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Αγορά Αξιών εκδίδεται από το Χ.Α.Α. το αργότερο μέσα σε ένα μήνα από την ολοκλήρωση της Δημόσιας Εγγραφής και δημοσιεύεται στο Δελτίο Τύπου του.

2.3.4 Έναρξη Διαπραγμάτευσης

Μετά και την έγκριση εισαγωγής, το μετοχολόγιο της εταιρείας μεταβιβάζεται μέσω του Κύριου Ανάδοχου, στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) από το οποίο και πραγματοποιείται η χρηματιστηριακή συναλλαγή μεταβίβασης των προσφερομένων μετοχών στο επενδυτικό κοινό με την πίστωση των μετοχών στους λογαριασμούς αξιών των δικαιούχων. Προκειμένου για την πίστωση των τίτλων στη μερίδα του κάθε επενδυτή και την άμεση διάθεση των τίτλων από την εκδότρια εταιρεία, οι Ανάδοχοι οφείλουν να τη δεσμεύουν συμβατικώς. Στο σημείο αυτό ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλλει στο Χ.Α.Α. τα δικαιολογητικά που απαιτούνται για τη λήψη της απόφασης για την εισαγωγή. Στη συνέχεια πραγματοποιείται από το Χ.Α.Α. ο έλεγχος της πληρότητας των δικαιολογητικών και εφόσον δοθεί η έγκριση έναρξης διαπραγμάτευσης, καθορίζεται η έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών της νεοεισαχθείσας εταιρείας στη συγκεκριμένη Κατηγορία της Αγοράς Αξιών. Η διαπραγμάτευση πρέπει να ξεκινήσει εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως από το Χρηματιστήριο της εισαγωγής των μετοχών.

Η αίτηση εισαγωγής μπορεί να απορριφθεί από τη Διοικούσα Επιτροπή του Χ.Α.Α. αν δεν πληρούνται οι βασικές ή οι ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής. Για την απόρριψη της αίτησης, το Χ.Α.Α. ενημερώνει σχετικά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. γνωστοποιεί την απόρριψη στην αιτούσα εταιρεία και τον Κύριο Ανάδοχο οι οποίοι μέσα στις επόμενες δέκα (10) ημέρες μπορούν να ζητήσουν την ανάκληση της

απορριπτικής απόφασης, εκθέτοντας τους λόγους στους οποίους θεμελιώνεται το αίτημά τους. Αν το αίτημα της εταιρείας γίνει δεκτό, η διαδικασία εισαγωγής συνεχίζεται από το στάδιο που βρίσκεται. Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης μετοχών της νεοεισαχθείσας εταιρείας στην Αγορά Αξιών πρέπει να έχει διασφαλισθεί σύμφωνα με το νόμο η εκκαθάριση των κινητών αξιών και να έχουν καταβληθεί οι εφάπαξ και περιοδικές συνδρομές προς το Χ.Α.Α..

Η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρείας γίνεται μέσω του Συστήματος Διαπραγμάτευσης της Αγοράς Αξιών του Χ.Α.Α. ΟΑΣΗΣ (Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών) και τόσο για την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης όσο και για την Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης εφαρμόζονται οι εξής μέθοδοι:

- 1)Αυτόματη και Συνεχής Κατάρτιση Συναλλαγών
- 2)Αυτόματη και Στιγμιαία Κατάρτιση Συναλλαγών (δημοπρασία - Call Auction)
- 3)Μέθοδος Αυτόματης Συνεχούς Κατάρτισης στο Κλείσιμο («Συνεχής στο Κλείσιμο»)
- 4)Εκποιήσεις
- 5)Προσυμφωνημένες Συναλλαγές (Πακέτα)
 - i.Απλό πακέτο
 - ii.Πακέτα διακανονισμού Spot 1, 2
 - iii.Πακέτο Αποκατάστασης
 - iv.Πακέτο διάθεσης

Η διαπραγμάτευση των κινητών αξιών θα γίνεται αποκλειστικά κατά τις ώρες και ημέρες συνεδρίασης της Αγοράς Αξιών και σε κατηγορίες ηλεκτρονικών αγορών. Η διάρκεια κάθε συνεδρίασης της Αγοράς Αξιών είναι τουλάχιστον 5 ώρες, ενώ σε έκτακτες περιπτώσεις ο Πρόεδρος του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. δύναται να μεταβάλει τα χρονικά όρια της συνεδρίασης, ή και των περιόδων κάθε μεθόδου διαπραγμάτευσης εντός της ίδιας ημέρας. Το Χ.Α.Α. δύο μήνες πριν τη λήξη κάθε έτους ανακοινώνει τις αργίες του επόμενου έτους και σε περίπτωση συνδρομής ειδικών περιστάσεων το Χ.Α.Α. δύναται να ορίζει και πρόσθετες αργίες. Ο Πρόεδρος του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί να αναστέλλει τη λειτουργία της Αγοράς Αξιών ή Κατηγορίας αυτής, όταν συντρέχουν εξαιρετικές και έκτακτες συνθήκες, ιδίως όταν δεν διασφαλίζεται

προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν το μέτρο αυτό επιβάλλεται για την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών.

2.4 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα εισαγωγής

Η εισαγωγή των εταιρειών στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται σημαντικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα για την ίδια την εταιρεία και τους μετόχους της, τα οποία θα αναλυθούν στο τμήμα αυτό της εργασίας.

2.4.1 Πλεονεκτήματα από την εισαγωγή

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα από την εισαγωγή μίας εταιρείας στη χρηματιστηριακή αγορά είναι τα ακόλουθα:

- Άντληση Κεφαλαίων

Το Χρηματιστήριο αποτελεί για τις εισηγμένες εταιρείες εναλλακτικό μέσο άντλησης των κεφαλαίων που απαιτούνται για την χρηματοδότηση των επενδύσεων και των δραστηριοτήτων τους, μειώνοντας την εξάρτησή τους από πιο συμβατικούς τρόπους άντλησης κεφαλαίων, όπως ο άμεσος τραπεζικός δανεισμός και η έκδοση ομολογιακών δανείων. Μέσω του Χρηματιστηρίου η εταιρεία μπορεί ευκολότερα να αντλήσει τα κεφάλαια που επιθυμεί, σε συντομότερο χρονικό διάστημα και κατά κανόνα με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με τους εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης.

- Μεγαλύτερη Εμπορευσιμότητα και Αύξηση Ρευστότητας Μετόχων

Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο συνεπάγεται τη δημιουργία μιας δημόσιας αγοράς για τις μετοχές της εταιρείας, όπου οι μέτοχοι θα μπορούν να ρευστοποιήσουν τον πλούτο τους άμεσα, αν το επιθυμήσουν. Αυτό δεν ισχύει για τους επενδυτές σε εταιρίες μη εισηγμένες, καθώς οι μετοχές των εταιρειών αυτών δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες, αφού η αγορά στην οποία μπορούν να απευθυνθούν είναι πολύ περιορισμένη.

- Ενδυνάμωση του Κύρους των εταιρειών

Η δημόσια διαπραγμάτευση μπορεί να προσθέσει αξία στην επιχείρηση, αφού μπορεί να εμπνεύσει περισσότερη πίστη στην εταιρεία από τη πλευρά των επενδυτών, αλλά και των πελατών, των πιστωτών και των προμηθευτών της. Η εταιρεία γίνεται ευρύτερα γνωστή τόσο στο καταναλωτικό κοινό, όσο και στον επιχειρηματικό χώρο και ενισχύεται η θέση της έναντι των μη εισηγμένων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων. Επιπλέον, το προφίλ της εταιρείας μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο αναβαθμίζεται, αυξάνοντας την πιστοληπτική της ικανότητα και καθιστώντας την ικανή να εξασφαλίζει πηγές χρηματοδότησης με ευνοϊκότερους όρους.

- Επιτάχυνση της Ανάπτυξης

Πολλές εταιρείες αν και αξιόπιστες και πολλά υποσχόμενες, έχουν συχνά περιορισμένες προοπτικές ανάπτυξης και δεν κατορθώνουν να αξιοποιήσουν οικονομίες κλίμακας. Με την έλλειψη κατάλληλης υποδομής και ισχυρών θεμελίων, οι προοπτικές έκθεσης στον ισχυρό ανταγωνισμό αποτελεί λόγο ανησυχίας για πολλές από αυτές. Η αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας και η ανάπτυξη νέων προϊόντων αποτελεί επιτακτική ανάγκη για να ανταπεξέλθουν στο συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνιστικό κλίμα. Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο μπορεί να αποτελέσει διέξοδο, αφού παρέχει τα απαραίτητα κεφάλαια για επιτάχυνση της ανάπτυξης τους. Επιπλέον, ο έλεγχος των εταιρειών διανέμεται σταδιακά σε μεγάλο αριθμό μετόχων, που οδηγεί στη βελτιωμένη διαχείριση και, κατά συνέπεια, στην ανάπτυξη της επιχείρησης.

- Εξαγορές και Συγχωνεύσεις

Οι εισηγμένες εταιρείες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να προχωρούν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είτε με άλλες εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, είτε με ξένες εταιρείες και να επωφεληθούν των συνεργιών που θα προκύψουν. Ο λόγος οφείλεται στο γεγονός ότι η πρόσβαση στην οικονομική κατάσταση των εισηγμένων εταιρειών και η αποτίμηση της αξίας τους είναι ευκολότερη. Σε συνδυασμό με τη διαφάνεια στις συναλλαγές, δίνει

τη δυνατότητα σε αυτούς που υποβάλλουν την προσφορά να προβούν σε πιο ακριβείς αξιολογήσεις των δυνατοτήτων που απορρέουν από μια τέτοια κίνηση.

- Διεθνής Επέκταση

Μετά την άρση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, οι εισηγμένες εταιρείες θα μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια που άντλησαν από το Χρηματιστήριο στο εξωτερικό, όπου η εξασφάλιση χρηματοδότησης είναι δύσκολη, αλλά οι προοπτικές πολύ μεγάλες. Ομοίως, οι ξένες εταιρείες θα έχουν την ευκαιρία να επενδύσουν σε εγχώριες εταιρείες. Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι οι πιθανότητες επιτυχίας των διεθνών στόχων αυξάνονται σημαντικά από την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο αλλά και το αξιόπιστο μητρώο της.

2.4.2 Μειονεκτήματα από την εισαγωγή

Τα σημαντικότερα μειονεκτήματα από την εισαγωγή μίας εταιρείας στη χρηματιστηριακή αγορά είναι τα ακόλουθα:

- Απώλεια Ελέγχου

Απαγορεύεται οι μέτοχοι να ελέγχουν, έμμεσα ή άμεσα, περισσότερο από 70% του μετοχικού κεφαλαίου και ποσοστό τουλάχιστον 25% του μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να διανεμηθεί ελεύθερα στο κοινό, ώστε να διασφαλιστούν τα συμφέροντα των μικρομετόχων, γεγονός που συνίσταται σε απώλεια του πλήρους ελέγχου των παλαιών μετόχων πάνω στη εταιρεία.

- Αποκάλυψη Πληροφοριών

Οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται από το Νόμο και τους κανονισμούς του Χρηματιστηρίου να αποκαλύπτουν όλες τις σημαντικές πληροφορίες που θα βοηθήσουν τους μετόχους και το κοινό να αξιολογήσουν καλύτερα τις προοπτικές της κάθε εταιρείας. Επιπλέον, οι εισηγμένες εταιρείες υποχρεούνται να ανακοινώνουν κάθε σημαντική απόφαση και να εκδίδουν ενημερωτικά δελτία.

- Κόστος Εισαγωγής

Οι εταιρείες που αιτούνται την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, από τα πρώτα στάδια της εισαγωγής, έχουν έξοδα, όπως αμοιβές δικηγόρων, λογιστών, αναδόχων, δαπάνες για την έκδοση και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου, καθώς επίσης και χρεώσεις από το χρηματιστήριο, όπως δικαιώματα εγγραφής και διαπραγμάτευσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται συνοπτικά τα βασικότερα σημεία μελετών που ασχολούνται με τη μετοχική σύνθεση (ownership structure) εταιρειών που εισέρχονται στο χρηματιστήριο με αρχική δημόσια εγγραφή (initial public offer). Γίνεται αναφορά στα αποτελέσματα των μελετών και στα πορίσματα στα οποία κατέληξαν οι συγγραφείς αυτών. Στις μελέτες της βιβλιογραφίας η μετοχική σύνθεση παρουσιάζεται σε συνδυασμό με την υποτιμολόγηση, την λειτουργική απόδοση, την τρέχουσα αξία και την εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή.

3.1 Μετοχική σύνθεση και υποτιμολόγηση

Οι **Booth & Chua (1996)** θέλησαν να αναπτύξουν μια εξήγηση για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης σε μια αρχική δημόσια εγγραφή στην οποία ο εκδότης ζητά ευρεία διασκόρπιση της ιδιοκτησίας και μια ρευστή δευτερογενή αγορά, καθορίζοντας το επίπεδο της υποτιμολόγησης με αυτόν τον τρόπο.

Η απαίτηση για διασκόρπιση της ιδιοκτησίας δίνει το κίνητρο για την υποτιμολόγηση και την υπερκάλυψη της προσφοράς. Η προώθηση της υπερκάλυψης οδηγεί στην διασκόρπιση της ιδιοκτησίας καθώς υπάρχει η δυνατότητα επιλεκτικής διανομής των μετοχών, η οποία με την σειρά της έχει ως αποτέλεσμα μια ρευστή δευτερογενή αγορά. Η υποτιμολόγηση ενισχύεται και από την διασκόρπιση της ιδιοκτησίας και από τη ρευστή δευτερογενή αγορά καθώς και οι δύο αυξάνουν το κόστος πληροφόρησης. Οι μελετητές εξέτασαν ένα δείγμα από αρχικές δημόσιες εγγραφές με την μέθοδο της καλύτερης προσπάθειας (best-efforts IPO's) και με την μέθοδο της εγγύησης αναδόχου (firm-commitment IPO's) από το 1977 μέχρι το 1988 και βρήκαν ότι το κόστος πληροφόρησης είναι σημαντικό στοιχείο στην υποτιμολόγηση. Σύμφωνα με την μελέτη, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με την καλύτερη προσπάθεια παρουσιάζουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση από τις αντίστοιχες

με εγγύηση αναδόχου, ενώ η φήμη του αναδόχου παίζει σημαντικότερο ρόλο στις εγγραφές με εγγύηση αναδόχου.

Τέλος, από τα εμπειρικά αποτελέσματα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η υποτιμολόγηση είναι θετική συνάρτηση της διασκόρπισης της ιδιοκτησίας υπό την παρουσία δαπανηρών πληροφοριών.

Οι **Stoughton & Zechner (1998)** είχαν ως σκοπό τους να εξετάσουν τον τρόπο με τον οποίο η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής επηρεάζει την μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας. Ποιο συγκεκριμένα, οι μελετητές αναλύουν την επίδραση των διαφορετικών μηχανισμών δημόσιας εγγραφής στην κατοχή μετοχών και εξετάζουν το ρόλο της υποτιμολόγησης (underpricing) και της διάκρισης στην διανομή των μετοχών (rationing) σαν πιθανή απάντηση στους κανονιστικούς περιορισμούς.

Σύμφωνα με την μελέτη η αξία μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής μιας εταιρείας καθορίζεται από την προκύπτουσα, μέσω των διαφορετικών μηχανισμών προσφοράς, μετοχική σύνθεση. Υποστηρίζεται ότι η διαδικασία προσφοράς που μπορεί να επιτύχει διάκριση στην διανομή είναι η διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building). Από τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης προκύπτει ότι η ικανότητα διάκρισης στην διανομή υπέρ των μεγαλοεπενδυτών, γεγονός που παρέχει κίνητρο για έλεγχο των διευθυντικών στελεχών (managers) και βοηθά στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, έχει θετική σχέση με την υποτιμολόγηση. Επιπλέον και η στρατηγική διάκριση στην διανομή εντός ενός κανονιστικού περιβάλλοντος έχει με τη σειρά της θετική σχέση με την υποτιμολόγηση.

Επίσης, η υποτιμολόγηση πρέπει να είναι μεγαλύτερη για επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη οφέλους-κόστους για δραστηριότητες ελέγχου, όπως οι εταιρείες υψηλής τεχνολογίας (hi-tech firms). Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις με μακρά ιστορία λειτουργίας απαιτούν λιγότερο έλεγχο και επομένως, μικρότερη υποτιμολόγηση. Τέλος, όταν οι κανονισμοί επιβάλουν συγκεκριμένη συμμετοχή μικροεπενδυτών, η υποτιμολόγηση πρέπει να είναι μεγαλύτερη.

Οι **Field & Sheehan (2004)** στην μελέτη τους ελέγχουν τις υποθέσεις για μειωμένο έλεγχο των Brennan & Franks (1997) και για αυξημένο έλεγχο των Stoughton & Zechner (1998).

Χρησιμοποιώντας δείγμα από 1072 εταιρείες που έκανα αρχική δημόσια εγγραφή στις ΗΠΑ από το 1988 έως το 1992, παρατήρησαν ότι η ύπαρξη των μεγαλομετόχων πριν την είσοδο των εταιρειών στο χρηματιστήριο υφίσταται σε ποσοστό 83% επί του συνόλου των εταιρειών του δείγματος με το 75% να έχει και παρουσία στο διοικητικό συμβούλιο. Οπότε είναι άτοπη η προσπάθεια των Brennan & Franks (1997) και Stoughton & Zechner (1998) να κρατήσουν μακριά και να προσελκύσουν τους μεγαλομετόχους κατά την δημόσια εγγραφή, αντίστοιχα, αφού οι μεγαλομέτοχοι βρίσκονται ήδη σε αυτές. Η ανάλυση αποκαλύπτει ότι η υποτιμολόγηση (underpricing) έχει μικρή έως και καθόλου επίδραση στην ύπαρξη ιδιοκτησίας από τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους (outside blockholders). Δεν είναι ένα ισχυρό μέσο για να επηρεαστεί η ιδιοκτησία από τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους (outside blockholders), όπως υποστηρίζουν οι Brennan & Franks (1997).

Τα διευθυντικά στελέχη (managers) μιας εταιρείας που θέλουν να αλλάξουν τις πιθανότητες να προσελκύσουν εξωτερικούς μεγαλομετόχους (outside blockholders) πρέπει να κοιτάζουν το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, την ύπαρξη ή όχι επιχειρήσεων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) ή άλλων μεγαλομετόχων που είναι πιθανό να πωλήσουν το ποσοστό τους εντός ενός έτους μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο και το μέγεθος της εταιρείας. Συνεπώς τα διευθυντικά στελέχη δεν έχουν μεγάλες δυνατότητες καθώς από τις παραπάνω μεταβλητές μπορούν να επηρεάσουν μόνο το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Οι **Zheng & Li (2007)** ασχολήθηκαν με τις σχέσεις ανάμεσα στην υποτιμολόγηση, τη μετοχική σύνθεση και την ρευστότητα των νεοεισαχθέντων μετοχών στην δευτερογενή αγορά των ΗΠΑ, εξετάζοντας την υπόθεση των Booth & Chua (1996). Ποιο συγκεκριμένα τα τρία ζητήματα που εξέτασαν ήταν ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζεται η μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας μετά την είσοδο στο χρηματιστήριο από την υποτιμολόγηση, το κατά πόσο η διασκορπισμένη ιδιοκτησία βελτιώνει την ρευστότητα των μετοχών των

εταιρειών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή και τέλος, κατά πόσο η υποτιμολόγηση έχει άμεση επίδραση στην ρευστότητα αυτή.

Η μελέτη πραγματοποιείται με την χρησιμοποίηση ενός δείγματος 1.179 αρχικών δημόσιων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν από το 1993 έως το 2000 στον δείκτη NASDAQ της Νέας Υόρκης. Εξετάζοντας το πρώτο ζήτημα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η υποτιμολόγηση έχει αρνητική σχέση με την αλλαγή στον αριθμό των μετόχων μετά την δημόσια εγγραφή και θετική σχέση με τον αριθμό των θεσμικών μη-μεγαλομετόχων (non-block institutional shareholders). Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με μεγάλη υποτιμολόγηση (hot IPO's) έχουν περισσότερους θεσμικούς μη-μεγαλομετόχους από τις υπόλοιπες. Οπότε η υποτιμολόγηση μπορεί να ερμηνευτεί ως ένα μέσο για την προσέλκυση αυτού του είδους των μετόχων.

Στη συνέχεια εξετάζοντας το δεύτερο ζήτημα βρίσκουν ότι ο αριθμός των μετόχων μετά την δημόσια εγγραφή δεν έχει σχέση με τα διάφορα μέτρα ρευστότητας που χρησιμοποίησαν (όγκος συναλλαγών, κόστος συναλλαγών και διαθεσιμότητα μετοχών σε μια καθορισμένη τιμή), ενώ ο αριθμός των θεσμικών μη-μεγαλομετόχων έχει θετική σχέση με την ρευστότητα στην δευτερογενή αγορά. Η ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσα στην υποτιμολόγηση, τον αριθμό των θεσμικών μη-μεγαλομετόχων και την ρευστότητα των μετοχών μετά την είσοδο μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, συμφωνεί με την υπόθεση των Booth & Chua (1996). Συνεπώς χρησιμοποιείται η υποτιμολόγηση για να προσελκύσει την συγκεκριμένη κατηγορία μετόχων, η ύπαρξη των οποίων οδηγεί σε αυξημένη ρευστότητα στην δευτερογενή αγορά. Επίσης βρήκαν ότι η ιδιοκτησία των μεγαλομετόχων (blockholders) έχει αρνητική σχέση με τον όγκο συναλλαγών και θετική με το κόστος συναλλαγών, γεγονός που δείχνει την αρνητική επίπτωση που ασκεί η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στην ρευστότητα. Τέλος, εξετάζοντας και το τελευταίο ζήτημα κατέληξαν ότι πράγματι η υποτιμολόγηση έχει άμεση επίδραση στην ρευστότητα εκφρασμένη στον όγκο συναλλαγών. Το αποτέλεσμα αυτό παρέχει μερική στήριξη στην υπόθεση ότι η υποτιμολόγηση έλκει την προσοχή των μελλοντικών επενδυτών και αυξάνει τον αριθμό τους.

Κάποιος θα μπορούσε να ερμηνεύσει την αρνητική σχέση ανάμεσα στην υποτιμολόγηση και στην αλλαγή του αριθμού των μετόχων μετά τη δημόσια εγγραφή ως στοιχείο που στηρίζει την υπόθεση των Stoughton &

Zechner (1998). Όμως, δεν βρέθηκε καμία σημαντική σχέση ανάμεσα στην υποτιμολόγηση και στην αλλαγή στην ιδιοκτησία των μεγαλομετόχων, όπως αναμενόταν και από την θεωρία των Field & Sheehan (2004). Με δεδομένο, λοιπόν, ότι οι Stoughton & Zechner (1998) εστίασαν στον έλεγχο των μετόχων, οι μελετητές δεν πιστεύουν ότι η αρνητική σχέση ανάμεσα στην υποτιμολόγηση της έκδοσης και στην αλλαγή του αριθμού των μετόχων μετά τη αρχική δημόσια εγγραφή παρέχει σημαντική στήριξη στην υπόθεση των Stoughton & Zechner (1998).

Οι **Brennan & Franks (1997)** εξέτασαν πώς ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου αναπτύσσεται ως αποτέλεσμα μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής και πως η υποτιμολόγηση (underpricing) μιας έκδοσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους εσωτερικούς μεγαλομετόχους (insider blockholders) για να διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και αποφύγουν τον κίνδυνο εχθρικής εξαγοράς.

Οι μελετητές χρησιμοποίησαν 69 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange) από το 1986 έως το 1989. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης η πλειοψηφία των μετόχων που υπάρχουν πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο πουλάνε τις μετοχές τους κατά την δημόσια εγγραφή ή κατά την διάρκεια των επόμενων ετών, θέλοντας να αποφύγουν μέρος από το κόστος της υποτιμολόγησης. Οι πωλήσεις αυτές προέρχονται κυρίως από τους εσωτερικούς μετόχους που δεν ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, το οποίο γεγονός αποτελεί στοιχείο ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έχουν ιδιωτικά οφέλη ελέγχου τα οποία δεν είναι διαθέσιμα στα μη μέλη. Η μελέτη βρίσκει ότι η υποτιμολόγηση σχετίζεται με την υπερκάλυψη της έκδοσης και έχει ως συνέπεια την διάκριση στην διανομή των μετοχών (rationing) υπέρ των μικροεπενδυτών. Επίσης προκύπτει ότι το μέγεθος της υποτιμολόγησης έχει αρνητική σχέση με το μέγεθος των μεγάλων ποσοστών ιδιοκτησίας που συγκεντρώνονται μετά την δημόσια εγγραφή, κάτι που δείχνει την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού της υποτιμολόγησης στην διασπορά των μετοχών της εταιρείας. Βρέθηκε μόνο μια εχθρική εξαγορά, με τις υπόλοιπες να πραγματοποιούνται με την συγκατάθεση των μετόχων.

Τέλος, το μέγεθος της υποτιμολόγησης είναι συνάρτηση των διαφορών στα ιδιωτικά οφέλη παρά των διαφορών στα οριακά κόστη, καθώς στην μελέτη δεν προέκυψαν στοιχεία για την ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στην υποτιμολόγηση και το οριακό της κόστος.

Η Hill (2006) στην έρευνα της εξετάζει αν και κατά πόσο η χρήση της τιμής διάθεσης (issue price) μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής επηρεάζει την μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας αμέσως μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, χωρίς να λαμβάνει υπόψη εναλλακτικά μέτρα επηρεασμού. Με αφορμή της μελέτης των Brennan & Franks (1997) και Stoughton & Zechner (1998) εστιάζει την σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και μετοχικής σύνθεσης αμέσως μετά την έκδοση και στην μακροχρόνια περίοδο μετά την έκδοση.

Στην έρευνά της η Hill χρησιμοποιεί ένα δείγμα αποτελούμενο από 502 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange) από το 1991 έως το 1998. Οι Stoughton & Zechner (1998) υποστήριξαν ότι η υποτιμολόγηση προκύπτει από τα διευθυντικά στελέχη (managers) που θέλουν να ενθαρρύνουν ένα μεγαλομέτοχο να αναλάβει τον έλεγχο της εταιρείας μετά την είσοδο στο χρηματιστήριο. Οι Brennan & Franks (1997) και οι Booth & Chua (1996) υποστήριξαν ότι η υποτιμολόγηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να ενθαρρύνει την υπερκάλυψη η οποία επιτρέπει στα διευθυντικά στελέχη (managers) να επιτύχουν διασπορά της ιδιοκτησίας μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Αυτή η μελέτη πραγματοποιεί μια ανάλυση της σχέσης μεταξύ της υποτιμολόγησης και της διασποράς της ιδιοκτησίας μετά την έκδοση και βρίσκει ότι δεν υφίσταται καμία σχέση ανάμεσα στην υποτιμολόγηση και στο ποσοστό των μεγαλομετόχων στη μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας είτε κατά την αρχική δημόσια εγγραφή είτε στην μακροχρόνια περίοδο.

Τα ευρήματα της μελέτης συμφωνούν με εκείνα των Field & Sheehan (2004) και έχουν δυο επιπτώσεις. Η πρώτη είναι ότι η έρευνα πρέπει να επικεντρωθεί αλλού για την εξήγηση του φαινομένου της υποτιμολόγησης και η δεύτερη είναι ότι πρέπει να εξεταστούν άλλοι μηχανισμοί εκτός της υποτιμολόγησης ως μέσα που επηρεάζουν την μετοχική σύνθεση των εισηγμένων εταιρειών.

Ο **Su (2004)** εφαρμόζει το μοντέλο που στην διεθνή ορολογία αναφέρεται ως 'κατάρα του νικητή' (winner's curse) και σημαίνει την ατυχία που έχει κάποιος να κερδίσει μεν το αντικείμενο αλλά δίνοντας περισσότερα χρήματα από ότι αυτό πραγματικά κοστίζει. Εξετάζει τον πληροφοριακό ρόλο της μόχλευσης των εταιρειών στη Κίνα πριν την είσοδό τους στο χρηματιστήριο. Επίσης εφαρμόζει μοντέλα σήμανσης (signaling models) και ερευνά αν η διατηρούμενη ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων (ιδιοκτήτες και διευθυντικά στελέχη) και η υποτιμολόγηση είναι σημάδια της ποιότητας της εταιρείας και αν υπάρχει αλληλεπίδραση ανάμεσα στα σημάδια αυτά (substitution vs. reinforcement effect).

Η μελέτη πραγματοποιείται με την χρησιμοποίηση ενός δείγματος 348 αρχικών δημόσιων εγγραφών με εγγύηση αναδόχου που πραγματοποιήθηκαν στα χρηματιστήρια της Shanghai και της Shenzhen. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας ο Su διαπιστώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση πριν την είσοδο μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο τόσο μεγαλύτερη είναι και η υποτιμολόγηση. Ακόμα η υποτιμολόγηση έχει αρνητική σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς των μετοχών την χρονική περίοδο κοντά στην αρχική δημόσια εγγραφή και αρνητική σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Επιπλέον παρατηρήθηκε ότι όταν χρησιμοποιείται ο μηχανισμός της τυχαιότητας στην διανομή των μετοχών η υποτιμολόγηση είναι μεγαλύτερη. Τα αποτελέσματα αυτά επαληθεύουν το φαινόμενο της 'κατάρας του νικητή'.

Στις υψηλής ποιότητας εταιρείες οι αρχικοί ιδιοκτήτες και τα διευθυντικά στελέχη δείχνουν την εμπιστοσύνη τους για την πορεία της έκδοσης με το να διατηρούν αρκετά μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας και με το να πραγματοποιείται η έκδοση με αρκετά υψηλό βαθμό υποτιμολόγησης. Επίσης, υπάρχουν στοιχεία στην μελέτη ότι στις αρχικές δημόσιες εγγραφές με την μεγαλύτερη υποτιμολόγηση κατά μέσο όρο διακρατείται μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών από τους αρχικούς ιδιοκτήτες και τα διευθυντικά στελέχη, γεγονός που δείχνει ότι η διατηρούμενη ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων και η υποτιμολόγηση είναι γεγονότα που ενισχύει το ένα το άλλο (reinforcement effect).

Οι **Pham, Kalev & Steen (2003)** εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στο βαθμό της υποτιμολόγησης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής, στη μετοχική

σύνθεση μετά την διανομή των μετοχών και στο επίπεδο της ρευστότητας που προκύπτει μετά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών στην Αυστραλία.

Οι μελετητές χρησιμοποίησαν 113 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Stock Exchange) από τον Ιανουάριο του 1996 έως τον Ιούνιο του 1999. Κατέληξαν ότι το επίπεδο της υποτιμολόγησης έχει θετική σχέση με το εύρος της βάσης των μετόχων και αρνητική σχέση με την ανισότητα στην διανομή των μετοχών ανάμεσα στους νέους επενδυτές. Αυτές οι εκφάνσεις της μετοχικής σύνθεσης με την σειρά τους επηρεάζουν το επίπεδο της ρευστότητας με αποτέλεσμα την ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσα στο επίπεδο της υποτιμολόγησης και την ρευστότητα της μετοχής μιας εταιρείας μετά την δημόσια εγγραφή. Η μετοχική σύνθεση, συνεπώς, έχει τον κυρίαρχο ρόλο στην διαμόρφωση της σχέσης ανάμεσα στο επίπεδο της υποτιμολόγησης και την ρευστότητα. Με την υποτιμολόγηση μια επιχείρηση μπορεί να επιτύχει μια πιο ευρεία και ισότιμη μετοχική σύνθεση μετά την διαδικασία της διανομής, επειδή η συμμετοχή των μικροεπενδυτών είναι πιο πιθανό να αυξηθεί αν έχουν υψηλά οικονομικά οφέλη που αντισταθμίζουν το κόστος της έλλειψης πληροφοριών. Το αποτέλεσμα αυτό συμπίπτει με την υπόθεση του Rock (1986) για την 'κατάρρα του νικητή' (winner's curse) και με τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης των Brennan & Franks (1997). Επίσης σημειώνουν ότι ο εκδότης προτιμά τα οφέλη που προκύπτουν από συγκεντρωμένη μετοχική σύνθεση, ο βαθμός της υποτιμολόγησης θα πρέπει να είναι μικρότερος, καθώς οι μεγαλομέτοχοι όχι μόνο έχουν ανώτερες πληροφορίες για την πραγματική αξία της μετοχής αλλά έχουν και περισσότερα οφέλη ελέγχου. Συνεπώς ο εκδότης με το επίπεδο της υποτιμολόγησης μπορεί να καθορίσει ένα υψηλό επίπεδο ρευστότητας ή μια συγκεντρωμένη μετοχική σύνθεση.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν ότι εταιρείες με υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs), δηλαδή εταιρείες με χαμηλό χρέος και υψηλό δείκτη της τρέχουσας προς τη λογιστική αξία (market-to-book value), ενδιαφέρονται λιγότερο να υποτιμολογήσουν τις μετοχές τους καθώς θα επωφεληθούν περισσότερο στο μέλλον από την παρουσία των μεγαλομετόχων. Επομένως, εξαιτίας των διαφοροποιήσεων σε κάποια χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, οι εκδότες έχουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με την άριστη μετοχική σύνθεση σε μελλοντικές πωλήσεις και

επιλέγουν το επίπεδο το επίπεδο της υποτιμολόγησης ανάλογα. Η παρατήρηση αυτή συμπίπτει με την εξήγηση του Zingales (1995) ότι μια δημόσια εγγραφή είναι ένα στάδιο για την πώληση μιας εταιρείας και τονίζει την σημασία της ρευστότητας και της μετοχικής σύνθεσης στη διαδικασία εισόδου μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο.

3.2 Μετοχική σύνθεση και τρέχουσα αξία

Οι **Mello & Parsons (1998)** αναπτύσσουν ένα πλαίσιο για τις εναλλακτικές μεθόδους πώλησης και δείχνουν ότι η διάκριση υπέρ των ενεργών επενδυτών μπορεί να αυξήσει τη τρέχουσα αξία της εταιρείας προς όφελος όλων των μετόχων.

Σύμφωνα με την μελέτη, επειδή οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να παρέχουν το δημόσιο αγαθό που συνδέεται με τη δραστηριότητα του ελέγχου μιας επιχείρησης, είναι πάντα καλύτερο να συμμετέχουν στην πώληση, και εάν αυτό εξαρτάται από την πιθανότητα απόκτησης ελέγχου, η πώληση πρέπει να έχει ως σκοπό να τους ωφελήσει. Ο πωλητής μπορεί να ανακτήσει μέρος της προστιθέμενης αξίας που προκύπτει από την ύπαρξη ενός μεγάλου επενδυτή, μέσω των υψηλότερων προσφορών που τοποθετούνται από τους μικρούς επενδυτές οι οποίοι ωφελούνται από τις δραστηριότητες ελέγχου του μεγάλου επενδυτή. Επομένως, είναι κρίσιμο ότι η μέθοδος πώλησης προωθεί τη συμμετοχή των πιθανών μεγαλομετόχων και καθιστά συγχρόνως τη διανομή των μετοχών τους και τις πληρωμές τους εξαρτώμενες από τη ζήτηση των μικρών επενδυτών. Αυτό είναι απαραίτητο επειδή σε πολλές περιπτώσεις ο μεγαλομέτοχος θα είναι ανίκανος να συγκεντρώσει έναν μεγάλο μερίδιο ελέγχου αργότερα στη δευτερογενή αγορά, λόγω του προβλήματος του 'λαθρεπιβάτη' (free rider problem). Όμως μια ενεργή δευτερογενή αγορά αποτρέπει επίσης τον πωλητή από την απόσπαση των υψηλότερων πληρωμών που θα έκαναν τους επενδυτές να γυρίσουν σε αυτήν την αγορά, αντί να αγοράσουν μετοχές στην αρχική δημόσια εγγραφή.

Οι μελετητές παρέχουν μια ανάλυση του προβλήματος και δείχνουν ότι οι συνήθως χρησιμοποιημένες μέθοδοι πώλησης δεν είναι γενικά βέλτιστες και εξηγούν γιατί μερικές ιδιωτικές εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο

παρά την προφανή απώλεια αξίας που συνδέεται με το πρόβλημα του 'λαθρεπιβάτη'. Βλέποντας την αρχική δημόσια εγγραφή ως ένα βήμα για την ολοκλήρωση της διαδικασίας πώλησης μιας εταιρείας, διαπιστώνουν ότι είναι το αποτέλεσμα της εξέτασης της έμφυτης ασυμμετρίας των επενδυτών μαζί με τη στρατηγική συμπεριφορά εκ μέρους του πωλητή. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι οι εταιρείες διαχειρίζονται την πώληση των μετοχών με σκοπό τη διάκριση μεταξύ των μικροεπενδυτών και των μεγαλοεπενδυτών, βελτιώνεται η κατανόηση της τιμολόγησης και της μεθόδου πώλησης των εταιρειών.

Οι **Roosenboom & Van der Goot (2005)** εξέτασαν τον τρόπο με τον οποίο οι διάφορες μεταβλητές ελέγχου και ιδιοκτησίας επηρεάζουν την αποτίμηση μιας εταιρείας κατά την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Μια αρχική δημόσια εγγραφή περιλαμβάνει την πώληση των τίτλων εταιρειών στις οποίες είναι πιθανό να προκύψουν προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) μεταξύ των επενδυτών που ανήκουν στη διοίκηση (management investors) και των εξωτερικών επενδυτών (outside investors). Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, οι εξωτερικοί επενδυτές θα προσαρμόσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης στην τιμή που είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τις μετοχές αρχικής δημόσιας εγγραφής. Η διοίκηση (management) της εταιρείας, επομένως, έχει ένα κίνητρο για να ελέγξει αυτά τα προβλήματα αντιπροσώπευσης μέσω των μηχανισμών ιδιοκτησίας και ελέγχου. Χρησιμοποιώντας δείγμα από 118 εταιρείες που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στην Ολλανδία από τον Ιανουάριο του 1984 έως το Δεκέμβριο του 2001, οι μελετητές παρατήρησαν ότι η αυξημένη ιδιοκτησία της διοίκησης (αποτελείται από την ιδιοκτησία των εκτελεστικών διευθυντών, των εποπτικών διευθυντών και των μελών των οικογενειών τους), το αυξημένο ποσοστό ανεξάρτητων εποπτικών διευθυντών (independent supervisor directors) και ο αυξημένος έλεγχος από τους μεγαλομετόχους που δεν ανήκουν στην διοίκηση, όπως οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) και οι βιομηχανικές εταιρείες, μπορούν επιτυχώς να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης και να αυξήσουν την αξία της εταιρείας κατά την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Εναλλακτικά, τα μέλη της διοίκησης μπορεί να επιθυμούν να διατηρήσουν την θέση ελέγχου που κατέχουν και να εκτιμούν την αυτονομία

τους στη λήψη αποφάσεων σε τέτοιο βαθμό που να είναι πρόθυμοι να λάβουν αμυντικές τακτικές και να υποστούν την απώλεια αξίας που συνδέεται με τα κόστη αντιπροσώπευσης. Συνεπώς, οι μελετητές διαπιστώνουν ότι τα πιστοποιητικά μετοχών (share certificates) και η υπερβολική ιδιοκτησία της διοίκησης (ποσοστό μεγαλύτερο του 66,67%) συσχετίζονται αρνητικά με την αξία της εταιρείας κατά την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Εκ τούτου προκύπτει ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης αυξάνονται, γεγονός που μειώνει την τιμή την οποία οι εξωτερικοί επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για τις μετοχές. Καταλήγουν, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι σημαντικά στην αποτίμηση μιας εταιρείας κατά την περίοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

3.3 Μετοχική σύνθεση και λειτουργική απόδοση

Οι **Jain & Kini (1994)** μελετούν την αλλαγή στη λειτουργική απόδοση (operating performance) των εταιρειών καθώς πραγματοποιούν τη μετάβαση από την ιδιωτική στη δημόσια ιδιοκτησία μέσω αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Χρησιμοποιώντας στην ερευνά τους ένα δείγμα από 682 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ με την μέθοδο της εγγύησης αναδόχου (firm-commitment IPO's) από το 1976 έως το 1988, παρατήρησαν ότι η λειτουργική απόδοση των εταιρειών πέφτει αισθητά μετά την είσοδο στο χρηματιστήριο. Κατά τη διάρκεια μιας εξαετούς περιόδου που επεκτείνεται από το έτος πριν από την εγγραφή μέχρι πέντε έτη μετά, η απόδοση των εταιρειών μειώνεται σημαντικά σχετικά με τα επίπεδα της πριν την εγγραφή. Περαιτέρω, οι μελετητές συμπεραίνουν ότι τα υψηλά επίπεδα λειτουργικής απόδοσης πριν την προσφορά μπορεί να οδηγήσουν τους επενδυτές να σχηματίσουν αισιόδοξες προβλέψεις για την πορεία των μελλοντικών κερδών. Παρά την αύξηση στις πωλήσεις και στο κόστος κεφαλαίου, εντούτοις, τα επίπεδα απόδοσης που υπάρχουν πριν τη δημόσια εγγραφή δεν διατηρούνται, οδηγώντας σε μια πτώση στις προσδοκίες. Φαίνεται ότι οι εταιρείες τιμολογούνται με την προσδοκία ότι τα περιθώρια κέρδους θα αυξηθούν πέρα από τα επίπεδα προ εγγραφής, ενώ στην πραγματικότητα μειώνονται με την πάροδο του χρόνου.

Επιπροσθέτως, οι μελετητές διαπιστώνουν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ της διατηρούμενης ιδιοκτησίας της διοίκησης (managerial ownership) και της λειτουργικής απόδοσης μετά την δημόσια εγγραφή. Δεν είναι δυνατό, εντούτοις, να καθοριστεί εάν η σχετικά υψηλότερη λειτουργική απόδοση εμφανίζεται ως αποτέλεσμα των λιγότερων συγκρούσεων ανάμεσα στους αντιπροσώπους (agency conflicts) όταν υπάρχει υψηλότερη διατήρηση ιδιοκτησίας, ως αποτέλεσμα της επισήμανσης της ποιότητας με τη διατήρηση ιδιοκτησίας από τους επιχειρηματίες, ή για άλλους λόγους. Δεν βρίσκουν κανένα στοιχείο για να δείξουν ότι οι εταιρείες που υποτιμολογούν περισσότερο μια έκδοση παρουσιάζουν υψηλότερη λειτουργική απόδοση μετά την προσφορά. Κατά συνέπεια, είτε η υποτιμολόγηση δεν είναι ένα σήμα της ποιότητας, ή άλλες μεταβλητές για την ποιότητα μπορούν να παρέχουν την καλύτερη υποστήριξη για την υπόθεση τη σήμανσης.

Οι **Mikkelson, Partch & Shah (1997)** μελετούν αν η λειτουργική απόδοση (operating performance) μιας εταιρείας που εισέρχεται στο χρηματιστήριο εξηγείται από την ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών (managers).

Χρησιμοποιώντας στην ερευνά τους ένα δείγμα από 283 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ με την μέθοδο της εγγύησης αναδόχου (firm-commitment IPO's) από το 1980 έως το 1983, παρατήρησαν ότι η λειτουργική απόδοση των εταιρειών πέφτει αισθητά μετά την είσοδο στο χρηματιστήριο. Εντούτοις, ούτε το επίπεδο απόδοσης μετά την δημόσια εγγραφή ούτε η αλλαγή της απόδοσης πριν και μετά την εγγραφή δεν συσχετίζεται συστηματικά με τα διάφορα μέτρα της ιδιοκτησίας από τους ανώτερους υπαλλήλους και τους διευθυντές (officers and directors) και τους μεγαλομετόχους (blockholders), όπως οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) και οι οικογενειακές επιχειρήσεις. Οι μελετητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αλλαγές στην ιδιοκτησία μιας εταιρείας που προκύπτουν από την είσοδό της στο χρηματιστήριο δεν οδηγούν σε αλλαγές στα κίνητρα που επηρεάζουν τη λειτουργική απόδοση. Οι διαπιστώσεις και τα συμπεράσματά τους έρχονται σε αντίθεση με εκείνα των Jain & Kini (1994) οι οποίοι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ιδιοκτησία

συσχετίζεται με τη λειτουργική απόδοση γύρω από τις αρχικές δημόσια προσφορές.

Η διακύμανση στη λειτουργική απόδοση μετά την δημόσια εγγραφή εξηγείται συνήθως από το μέγεθος και την ηλικία των επιχειρήσεων και από την ύπαρξη δευτερογενών πωλήσεων (secondary sales). Η μέση απόδοση των μικρών και νεοσύστατων εταιρειών είναι σημαντικά χαμηλότερη από την απόδοση των εταιρειών του ίδιου κλάδου μετά την είσοδο στο χρηματιστήριο, ενώ η μέση απόδοση των μεγάλων και εδραιωμένων επιχειρήσεων δεν είναι διαφορετική από την απόδοση των εταιρειών του ίδιου κλάδου. Εντούτοις, οι μεγάλες και εδραιωμένες επιχειρήσεις εμφανίζουν σημαντική πτώση στην αλλαγή της απόδοσης πριν και μετά την εγγραφή. Οι πτώσεις στην απόδοση εμφανίζονται να συνδέονται πρωτίστως με τις δημόσιες προσφορές που περιλαμβάνουν ένα μεγάλο ποσοστό μετοχών που πωλούνται από τους υπάρχοντες κατόχους. Οι μελετητές υποστηρίζουν ότι αυτές οι πτώσεις στην απόδοση απεικονίζουν την απόφαση της διοίκησης μιας εταιρείας να εισέρθει στο χρηματιστήριο όταν υπάρχουν ευνοϊκές αποδόσεις παρά τις συνέπειες των αλλαγών στην ιδιοκτησία.

Οι **Kutsuna, Okamura & Cowling (2002)** εξέτασαν την σχέση μεταξύ της μετοχικής σύνθεσης πριν την αρχική δημόσια εγγραφή και μετά αυτής, με την λειτουργική απόδοση (operating performance) των Ιαπωνικών εταιρειών.

Χρησιμοποιώντας δείγμα από 247 εταιρείες που έκανα αρχική δημόσια εγγραφή από το 1995 έως το 1996 και ανήκουν στον δείκτη JASDAQ (Japanese OTC market), βρίσκουν ότι οι 10 μεγαλύτεροι μέτοχοι μειώνουν το μερίδιό τους μετά την δημόσια εγγραφή αλλά διατηρούν ποσοστό μεγαλύτερο του 60% και επομένως η ιδιοκτησία παραμένει συγκεντρωμένη. Οι τράπεζες αυξάνουν το μερίδιό τους σε σχέση με τις επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital) που το μειώνουν. Επίσης, οι εταιρείες μετά την δημόσια εγγραφή παρουσιάζουν μειωμένες πωλήσεις, μειωμένα κανονικά κέρδη και μειωμένο ρυθμό ανάπτυξης των καθαρών κερδών.

Η λειτουργική απόδοση πριν την εγγραφή έχει στενή σχέση με το ποσοστό των μετοχών που κατέχει ο μεγαλύτερος μέτοχος της εταιρείας, καθώς το μερίδιό του επηρεάζει θετικά τον ρυθμό ανάπτυξης των καθαρών και των κανονικών κερδών. Εταιρείες στις οποίες ο μεγαλύτερος μέτοχος

μειώνει το ποσοστό του μετά την εγγραφή παρουσιάζουν χειρότερη απόδοση. Επίσης, το μερίδιο των 10 μεγαλύτερων μετόχων μετά την δημόσια εγγραφή έχει θετική σχέση με το δείκτη κανονικών κερδών προς καθαρές πωλήσεις και τον ρυθμό ανάπτυξης των κανονικών κερδών. Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την άποψη ότι η πτώση στην λειτουργική απόδοση των εταιρειών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή οφείλεται στην μειωμένη ιδιοκτησία των διευθυντικών στελεχών (managers).

Σύμφωνα με την μελέτη ο ρόλος των επιχειρήσεων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου στη λειτουργική απόδοση είναι διαφορετικός ενώ αυτός των τραπεζών ανύπαρκτος. Η κεφαλαιοποίηση πριν την δημόσια εγγραφή έχει θετική σχέση με την λειτουργική απόδοση πριν και μετά την δημόσια εγγραφή, σε αντίθεση με τον αριθμό των υπαλλήλων και τα χρόνια λειτουργίας της επιχείρησης που έχουν να αρνητική σχέση. Τέλος, η φτωχή λειτουργική απόδοση πριν και μετά την δημόσια εγγραφή εμφανίζεται περισσότερο σε μεγάλες και καθιερωμένες εταιρείες.

Οι **Kim, Kitsabunnarat & Nofsinger (2004)** εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας της διοίκησης (managerial ownership) και της λειτουργικής απόδοσης (operating performance) των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στην Ταϊλάνδη. Επειδή η Ταϊλάνδη είναι μια ανερχόμενη αγορά, η λιγότερο ανεπτυγμένη δομή αγοράς οδηγεί σε ένα περιβάλλον ασυμμετρίας πληροφοριών. Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο οδηγεί σε έναν διαχωρισμό του εταιρικού ελέγχου και της ιδιοκτησίας μετοχών. Αυτό οδηγεί επίσης στην αυξανόμενη ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά. Επομένως, μελετούν την ιδιοκτησία της διοίκησης και την λειτουργική απόδοση των εταιρειών σε ένα περιβάλλον έντονης ασυμμετρίας πληροφοριών. Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου και η ασυμμετρία πληροφοριών αυτών των εταιρειών πρέπει να οδηγήσουν στη μειωμένη λειτουργική απόδοση μετά από τη δημόσια προσφορά.

Πράγματι, οι μελετητές, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 133 εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στην Ταϊλάνδη από το 1987 έως το 1993, διαπίστωσαν ότι η μείωση στη λειτουργική απόδοση μετά την δημόσια προσφορά είναι μεγαλύτερη στην Ταϊλάνδη απ' ό,τι στις ΗΠΑ.

Παραδείγματος χάριν, η λειτουργική απόδοση του ενεργητικού τρία έτη μετά από την εγγραφή είναι 70% χαμηλότερη από την απόδοση κατά τη διάρκεια του έτους πριν από την εγγραφή, ενώ για το ίδιο διάστημα στις ΗΠΑ το ποσοστό μείωσης είναι 9% (Jain & Kini, 1994). Αποτυγχάνουν να βρουν μια γραμμική σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας της διοίκησης και της λειτουργικής απόδοσης των εταιρειών, όπως οι Mikkelson, Partch & Shah (1997) και αντίθετα με τους Jain & Kini (1994). Ακολούθως, διαμορφώνοντας μια κυβική μορφή της σχέσης μεταξύ της ιδιοκτησίας της διοίκησης και της λειτουργικής απόδοσης των εταιρειών καταλήγουν ότι οι αυξήσεις στη ιδιοκτησία της διοίκησης συνδέονται με καλύτερη απόδοση της εταιρείας εντός των ποσοστών ιδιοκτησίας ανάμεσα στο 0% και το 31% και στο 71% και το 100%. Επίσης, η μεγαλύτερη ιδιοκτησία της διοίκησης συνδέεται αρνητικά με τη απόδοση εντός του ποσοστού ιδιοκτησίας ανάμεσα στο 31% και το 71%.

Τέλος, εκθέτουν άλλους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης της εταιρείας. Φαίνεται ότι οι παλαιότερες και αναπτυσσόμενες εταιρείες αποδίδουν καλύτερα μετά την δημόσια προσφορά από άλλες εταιρείες. Επιπλέον, οι εταιρείες με το λιγότερο χρέος σε τράπεζες υφίστανται μια μεγαλύτερη πτώση της απόδοσης τους καθώς εισέρχονται στο χρηματιστήριο, αλλά το χρέος σε τράπεζες συσχετίζεται θετικά με τα επίπεδα των ταμειακών ροών μετά την εγγραφή.

Οι **Balatbat, Taylor & Walter (2004)** εξετάζουν τις ιδιότητες της μετοχικής σύνθεσης και της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στην Αυστραλία και τον βαθμό στον οποίο έχουν σχέση με τις διακυμάνσεις στην λειτουργική απόδοση (operating performance) αυτών των εταιρειών. Ακόμα, ενδιαφέρονται για τον τρόπο κατά τον οποίο οι ιδιότητες της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και η ηγεσία της εταιρείας, μπορούν να μετριάσουν (ή να επιδεινώσουν) τη σχέση της μετοχικής σύνθεσης με την απόδοση της επιχείρησης.

Χρησιμοποιώντας δείγμα από 313 εταιρείες που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή από το 1976 έως το 1993 στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Stock Exchange), τα αποτελέσματα της μελέτης συμφωνούν με τα προϋπάρχοντα από προηγούμενες έρευνες (Lee, 1996)

στοιχεία που αναφέρουν ότι αυτές οι εταιρείες αποδίδουν σχετικά ανεπαρκώς. Κατά την έρευνα προέκυψε ότι οι ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων (insider ownership) πέφτει κατά το έτος που πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή καθώς και τα επόμενα πέντε έτη. Βρέθηκε ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην απόδοση και την ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων (insider ownership) καθώς και την ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών, αν και δεν εμφανίζεται καθολικά σε όλα τα επακόλουθα έτη της έκδοσης. Δεν βρέθηκε ύπαρξη σχέσης μεταξύ της απόδοσης και της ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων.

Στην μελέτη εμφανίζονται ενδείξεις ότι η διπλή ηγεσία στο διοικητικό συμβούλιο (ξεχωριστός πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος) έχει θετική σχέση με την απόδοση αν και γίνονται ισχνότερες όταν ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες, όπως τα χρόνια λειτουργίας της εταιρείας και η κεφαλαιακή της δομή. Τέλος, τα λογιστικά στοιχεία της έρευνας επαληθεύουν την άποψη ότι οι εισηγμένες εταιρείες αποδίδουν χειρότερα από ομοειδείς μη εισηγμένες εταιρείες, όπως προκύπτει από τις έρευνες που χρησιμοποιούν στοιχεία που στηρίζονται στην τιμή τη μετοχής.

3.3 Μετοχική σύνθεση και εταιρική διακυβέρνηση

Οι **Ebrhardt & Nowak (2003)** θέλησαν να παρουσιάσουν εμπειρικά στοιχεία που αφορούν την αλλαγή στην εταιρική διακυβέρνηση της επιχείρησης, όπως αυτή προκύπτει από την αλλαγή στην μετοχική της σύνθεση, μετά από μια αρχική δημόσια εγγραφή και την επίδρασή της στην απόδοση των μετόχων στις οικογενειακές επιχειρήσεις της Γερμανίας.

Η μελέτη αναλύει ένα δείγμα 105 οικογενειακών εταιρειών που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή από το 1970 έως το 1990 στην Γερμανία και παρατηρείται ότι ακόμα και 10 χρόνια μετά την είσοδο της εταιρείας στο χρηματιστήριο, οι ιδρυτές μιας οικογενειακής επιχείρησης συνεχίζουν να ασκούν σημαντικό έλεγχο σε αυτήν. Επομένως, η επιρροή των μετόχων-μελών της οικογένειας στις εταιρείες τους μπορεί να διατηρηθεί ακόμα και μετά την άντληση κεφαλαίων μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Σε περιπτώσεις εξόδου βρεθήκαν στοιχεία που στηρίζουν την άποψη ότι οι

ιδρυτές της οικογενειακής επιχείρησης μεγιστοποιούν τα έσοδά τους από την πώληση των μετοχών τους. Όμως, αν και πωλούν τα δικαιώματα για τις ταμειακές ροές, η ολοκληρωτική πώληση του μεριδίου τους στην εταιρεία δεν είναι ο σκοπός της εισόδου στο χρηματιστήριο, διότι τα ιδιωτικά οφέλη ελέγχου είναι μεγαλύτερα και σημαντικότερα για τα μέλη της οικογένειας των ιδρυτών της επιχείρησης από ότι για άλλους μεγαλομετόχους.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι όταν τα μέλη της οικογένειας των ιδρυτών της επιχείρησης θέλουν να διατηρήσουν συγκεντρωμένη την μετοχική σύνθεση, διατηρώντας τα ιδιωτικά οφέλη ελέγχου, διαχωρίζουν τα δικαιώματα για ταμειακές ροές από τα δικαιώματα ψήφου κατά την έκδοση. Τέλος, υπάρχουν στοιχεία ύπαρξης μη γραμμικής σχέσης ανάμεσα στη συγκέντρωση των δικαιωμάτων ψήφου και την πορεία της μετοχής της εταιρείας. Τα εμπειρικά αποτελέσματα προϋποθέτουν ότι οι νέοι μέτοχοι στις οικογενειακές επιχειρήσεις πρέπει να επιφυλάσσονται όταν εκδίδονται μόνο μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου. Συγκεντρώσεις δικαιωμάτων ψήφου πάνω από 75% φαίνεται να μειώνουν την αξία.

Οι **Harjoto & Garen (2005)** εξετάζουν την ιδιοκτησία μετοχών μιας εταιρείας από τους εσωτερικούς μεγαλομετόχους (insiders) και τους μεγαλομετόχους, γενικότερα, αμέσως μετά από την αρχική δημόσια εγγραφή, την μετέπειτα πορεία της και τι είναι αυτό που αλλάζει την πορεία αυτή. Οι προηγούμενες μελέτες έχουν παρουσιάσει το κίνητρο των εσωτερικών μεγαλομετόχων (insiders) για να αφήσουν το ποσοστό της ιδιοκτησίας τους να μειωθεί μετά από την αρχική δημόσια εγγραφή τους. Μετά από την είσοδο στο χρηματιστήριο, η διαχείριση επιτυγχάνει μόνο ένα μέρος των οφελών της καλής εταιρικής διακυβέρνησης, έτσι έχει ένα κίνητρο για να αφήσει την ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων να μειωθεί. Η έρευνα ελέγχει αυτή την άποψη, αλλά εξετάζει και την επίδραση που έχει η επανείσοδος στην κύρια αγορά μέσω επανακυκλοφορίας των μετοχών (SEO) στην ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων.

Στην έρευνά τους οι μελετητές χρησιμοποιούν ένα δείγμα αποτελούμενο από 178 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠΑ από το 1996 έως το 1997. Προκύπτει ότι το επίπεδο της ιδιοκτησίας από τους μεγαλομετόχους είναι χαμηλότερο για τις εταιρείες με την υψηλότερη

αβεβαιότητα, σύμφωνα και με τη βασική θεωρία εντολέα-εντολοδόχου (principal-agent theory), και έχει πτωτικές τάσεις τα έτη μετά από την αρχική δημόσια εγγραφή. Μια σημαντική συμβολή αυτής της μελέτης είναι ότι εξετάζει πώς μια επανείσοδος στην κύρια αγορά μέσω επανακυκλοφορίας των μετοχών (SEO) επηρεάζει τα κίνητρα των διαχειριστών για διακράτηση μετοχών. Τα εμπειρικά αποτελέσματά μας δείχνουν ότι αυτός ο τύπος κλονισμού αυξάνει την κατοχή μετοχών από τους διαχειριστές, παρέχοντας κατά συνέπεια ένα μέσο με το οποίο αυτή η πτυχή της εταιρικής διακυβέρνησης βελτιώνεται. Από την έρευνα προέκυψε ότι η αναμενόμενη επίδραση που έχει η επανείσοδος στην κύρια αγορά μέσω επανακυκλοφορίας των μετοχών (SEO) αυξάνει το επίπεδο της ιδιοκτησίας από τους μεγαλομετόχους σε επίπεδο αρκετό να αντισταθμίσει πλήρως την πτώση ενός έτους. Επίσης, διαπιστώθηκε ότι οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι (external blockholders) συμπεριφέρονται διαφορετικά από τους εσωτερικούς μεγαλομετόχους και ερευνήθηκε η αλληλεπίδραση μεταξύ αυτών των δύο τύπων μεγαλομετόχων. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι (CEOs) μειώνουν το ποσοστό των μετοχών τους περισσότερο, εάν το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν αρχικά οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι είναι υψηλό και, σε μικρότερη έκταση, οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι μειώνουν το ποσοστό των μετοχών τους εάν το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν αρχικά οι διευθύνοντες σύμβουλοι (CEOs) είναι υψηλό.

Ο **Filatotchev (2006)** εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου και την μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας, συνδυάζοντας την θεωρία της αντιπροσώπευσης, την έρευνα για τα 'υψηλά κλιμάκια' και την έρευνα για την συμπεριφορά (behaviour research) στις αρχικές δημόσια προσφορές.

Στην έρευνά του ο μελετητής χρησιμοποιεί ένα δείγμα από 251 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange) από την 1 Δεκεμβρίου του 1999 έως τις 31 Δεκεμβρίου του 2000. Σύμφωνα με την κοινωνικο-γνωστική και συμπεριφοριακή έρευνα, η μελέτη αυτή δείχνει ότι η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η γνωστική ικανότητα και τα κίνητρα των μη-εκτελεστικών διευθυντών (non-executive directors) συνδέονται αρνητικά με

την εμπειρία και τη δύναμη των εκτελεστικών διευθυντών, ενώ η ιδιοκτησία των μεγαλομετόχων (large-block share ownership) συνδέεται θετικά με την ένταση και την ποικιλομορφία της εμπειρίας των μη-εκτελεστικών διευθυντών.

Εντούτοις, η διατηρούμενη ιδιοκτησία των επιχειρήσεων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) έχει αρνητική επίπτωση στη ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και στο ενδιαφέρον των μη-εκτελεστικών διευθυντών. Τα συμπεράσματα της μελέτης δείχνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι ένας εξωγενής μηχανισμός που παρέχει μόνο τους ελέγχους της αποδοτικότητας με τους οποίους διοικούνται οι επιχειρήσεις και ελέγχει εάν οι διευθυντές (managers) λαμβάνουν τις αποφάσεις λειτουργώντας προς όφελος των μετόχων, αλλά είναι στενά συνδεδεμένη με τη διανομή της δύναμης και της εμπειρίας μεταξύ των εκτελεστικών και μη-εκτελεστικών μελών συμβουλίων.

Για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες, όπως αυτές των **Παπαϊωάννου & Τραυλός (1995)**, του **Νούνη (2004)** και των **Kazantzis & Thomas (1996)**, οι οποίες ασχολούνται μόνο με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης χωρίς να το εξετάζουν σε σχέση με την μετοχική σύνθεση και, επομένως, δεν παρουσιάζονται αναλυτικότερα.

Στις μελέτες της βιβλιογραφίας, όπως προαναφέρθηκε, η μετοχική σύνθεση παρουσιάζεται σε συνδυασμό 1) με την υποτιμολόγηση, 2) την λειτουργική απόδοση, 3) την τρέχουσα αξία και 4) την εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή. Ακολούθως παρατίθενται οι Πίνακες 1, 2, 3 και 4 που παρουσιάζουν συνοπτικά τις μελέτες που αφορούν τους ανωτέρω συνδυασμούς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ

Συγγραφείς	Αγορά	Αποτελέσματα
Booth & Chua (1996)	ΗΠΑ	Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην υποτιμολόγηση και την διασκόρπιση της ιδιοκτησίας υπό την παρουσία δαπανηρών πληροφοριών
Stoughton & Zechner (1998)	ΗΠΑ	Η ικανότητα της διάκρισης στη διανομή υπέρ των μεγαλοεπενδυτών έχει θετική σχέση με την υποτιμολόγηση
Field & Sheehan (2004)	ΗΠΑ	Η υποτιμολόγηση έχει ελάχιστη έως και καμία επίδραση στην ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων
Zheng & Li (2007)	ΗΠΑ	Η υποτιμολόγηση έχει αρνητική σχέση με την αλλαγή του αριθμού των μετόχων και θετική με τον αριθμό των θεσμικών μη-μεγαλομετόχων
Brennan & Franks (1997)	Ηνωμένο Βασίλειο	Η υποτιμολόγηση έχει θετική σχέση με την διάκριση στη διανομή υπέρ των μικροεπενδυτών και αρνητική με τα μεγάλα ποσοστά ιδιοκτησίας
Hill (2006)	Ηνωμένο Βασίλειο	Η υποτιμολόγηση δεν έχει καμία σχέση με το ποσοστό των μεγαλομετόχων είτε κατά την εγγραφή είτε στην μακροχρόνια περίοδο
Su (2004)	Κίνα	Η υποτιμολόγηση έχει θετική σχέση με το ποσοστό διακράτησης μετοχών των αρχικών ιδιοκτητών και των διευθυντικών στελεχών
Pham, Kalev & Steen (2003)	Αυστραλία	Η υποτιμολόγηση έχει θετική σχέση με το εύρος της βάσης των μετόχων και αρνητική με την ανισότητα στη διανομή των μετοχών στους επενδυτές

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ
ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ

Συγγραφείς	Αγορά	Αποτελέσματα
Mello & Parsons (1998)	ΗΠΑ	Η διάκριση υπέρ των ενεργών επενδυτών αυξάνει την τρέχουσα αξία της εταιρείας καθώς οι μεγαλομέτοχοι παρέχουν το δημόσιο αγαθό που σχετίζεται με την δραστηριότητα του ελέγχου μιας επιχείρησης
Roosenboom & Van der Goot (2005)	Ολλανδία	Η αυξημένη ιδιοκτησία της διοίκησης, το αυξημένο ποσοστό ανεξάρτητων εποπτικών διευθυντών και ο αυξημένος έλεγχος των μεγαλομετόχων που δεν ανήκουν στην διοίκηση αυξάνει την τρέχουσα αξία της εταιρείας, ενώ τα πιστοποιητικά μετοχών και η υπερβολική ιδιοκτησία της διοίκησης (> από 66,67%) την μειώνουν

ΠΙΝΑΚΑΣ 3		
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ		
ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
Συγγραφείς	Αγορά	Αποτελέσματα
Jain & Kini(1994)	ΗΠΑ	Η λειτουργική απόδοση μετά την αρχική δημόσια εγγραφή έχει θετική σχέση με την διατηρούμενη ιδιοκτησία της διοίκησης, ενώ δεν σχετίζεται με την υποτιμολόγηση
Mikkelson, Partch & Shah (1997)	ΗΠΑ	Ούτε το επίπεδο της απόδοσης μετά την εγγραφή ούτε η αλλαγή στην απόδοση πριν και μετά την εγγραφή σχετίζεται με την ιδιοκτησία από τους ανώτερους υπαλλήλους και τους διευθυντές και τους μεγαλομετόχους, όπως είναι οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου και οι οικογενειακές επιχειρήσεις
Kutsuna, Okamura & Cowling (2002)	Ιαπωνία	Η λειτουργική απόδοση πριν την εγγραφή έχει θετική σχέση με το ποσοστό του μεγαλύτερου μετόχου της εταιρείας και η λειτουργική απόδοση μετά την εγγραφή έχει θετική σχέση με το ποσοστό των 10 μεγαλύτερων μετόχων
Kim, Kitsabunnarat & Nofsinger (2004)	Ταϊλάνδη	Δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας της διοίκησης και της λειτουργικής απόδοσης μιας εταιρείας Η ιδιοκτησία της διοίκησης έχει θετική σχέση με την λειτουργική απόδοση για ποσοστά ιδιοκτησίας 0-31% και 71-100% και αρνητική για ποσοστά 31-71%
Balatbat, Taylor & Walter (2004)	Αυστραλία	Η λειτουργική απόδοση έχει θετική σχέση με την ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων , με την ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών και με την ύπαρξη διπλής ηγεσίας στο διοικητικό συμβούλιο (ξεχωριστός πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος)

ΠΙΝΑΚΑΣ 4		
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ		
ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ		
Συγγραφείς	Αγορά	Αποτελέσματα
Ebrbardt & Nowak (2003)	Γερμανία	Τα μέλη των οικογενειακών επιχειρήσεων κατά την έκδοση θέλουν να διατηρήσουν συγκεντρωμένη την μετοχική σύνθεση, διατηρώντας τα οφέλη ελέγχου, οπότε διαχωρίζουν τα δικαιώματα ψήφου από τα δικαιώματα για ταμειακές ροές
Harjoto & Garen (2005)	ΗΠΑ	Η επανείσοδος στην κύρια αγορά μέσω της επανακυκλοφορίας των μετοχών αυξάνει την κατοχή μετοχών από τους διαχειριστές και τους μεγαλομετόχους με αποτέλεσμα τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης
Filatotchev (2006)	Ηνωμένο Βασίλειο	Η ανεξαρτησία του Δ.Σ., οι γνώσεις και τα κίνητρα των μη-εκτελεστικών διευθυντών συνδέονται αρνητικά με την δύναμη και την εμπειρία των εκτελεστικών διευθυντών, η ιδιοκτησία των μεγαλομετόχων θετικά με την ένταση και την ποικιλομορφία της εμπειρίας των μη-εκτελεστικών διευθυντών και η διατηρούμενη ιδιοκτησία των επιχειρήσεων αρνητικά με την ανεξαρτησία του Δ.Σ. και το ενδιαφέρον των μη-εκτελεστικών διευθυντών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΡΟΠΟΙ ΔΙΑΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΣΤΗ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Οι μελετητές στα άρθρα της βιβλιογραφίας χρησιμοποιούν διάφορους τρόπους διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης (ownership structure), οι οποίοι παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο.

Στο μοντέλο των **Stoughton & Zechner (1998)** υπάρχει ο αρχικός ιδιοκτήτης και οι νέοι επενδυτές εκτός εταιρείας (outside investors), οι οποίοι χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες, τους μικροεπενδυτές και τους μεγαλοεπενδυτές. Παρόμοια διάκριση ακολουθεί και ο **Su (2004)** στην μελέτη του, όπου ως εσωτερικοί μέτοχοι (insiders) λογίζονται οι ιδιοκτήτες και οι διευθυντές και ως εξωτερικοί (outsiders) οι εν δυνάμει επενδυτές.

Ο πιο συνήθης τρόπος διάκρισης των μεγαλομετόχων είναι η κατοχή ποσοστού ιδιοκτησίας μεγαλύτερου του 5%. Οι **Field & Sheehan (2004)** διαχωρίζουν τους μεγαλομετόχους (blockholders) σε τέσσερις διαφορετικές κατηγορίες. Την πρώτη αποτελούν οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι (outside blockholders), στην οποία ανήκει οποιοσδήποτε κατέχει ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 5% και δεν είναι υπάλληλος της εταιρείας. Η δεύτερη κατηγορία αποτελείται από τους εταιρικούς μεγαλομετόχους (corporate blockholders), όπου ανήκει οποιοσδήποτε κατέχει ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 5% και δεν είναι μεμονωμένο πρόσωπο όπως οι ιδιωτικές επενδυτικές εταιρείες, οι τράπεζες, οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital), οι προμηθευτές και τα ασφαλιστικά ιδρύματα. Τέλος, οι επόμενες δυο κατηγορίες αποτελούνται από τους αντίστοιχους μεγαλομετόχους των παραπάνω κατηγοριών με την επιπρόσθετη ιδιότητα της κατοχής θέσης στο διοικητικό συμβούλιο. Επίσης, στην μελέτη των **Balatbat, Taylor & Walter (2004)** χρησιμοποιείται και σε αυτήν το ίδιο ποσοστό. Πιο συγκεκριμένα οι μέτοχοι χωρίζονται στις εξής κατηγορίες: 1) οι διοικητές (directors) και 2) οι μεγαλομέτοχοι (large shareholders), στους οποίους ανήκουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι ανεξάρτητοι μεγαλομέτοχοι κάτοχοι ποσοστού μεγαλύτερου του 5% των υφιστάμενων μετοχών (independent

blockholders). Επίσης οι **Zheng & Li (2007)** χρησιμοποιούν στην έρευνά τους ως μεταβλητές της μετοχικής σύνθεσης τους μεγαλομετόχους (blockholders) που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% και τους θεσμικούς μη μεγαλομετόχους (non block institutional shareholders), δηλαδή τους θεσμικούς επενδυτές που κατέχουν ποσοστό μικρότερο του 5%. Οι **Pham, Kalev & Steen (2003)** εκτός από τους μεγαλομετόχους που κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% (blockholders) διακρίνουν και εκείνους που κατέχουν περισσότερες από 100.000 μετοχές μιας εταιρείας (large shareholders) και τέλος λογίζουν ως ξεχωριστή ομάδα τους 20 μεγαλύτερους μετόχους.

Ομαδοποίηση χρησιμοποιούν στην έρευνά τους και οι **Kutsuna, Okamura & Cowling (2002)**, κατηγοριοποιώντας τους μετόχους σε έξι ομάδες: 1) ο μέτοχος με το μεγαλύτερο ποσοστό, 2) οι δέκα μέτοχοι με τα μεγαλύτερα ποσοστά, 3) η τράπεζα με το μεγαλύτερο ποσοστό, 4) οι δέκα τράπεζες με τα μεγαλύτερα ποσοστά, 5) η επιχείρηση κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital) με το μεγαλύτερο ποσοστό, 6) οι δέκα επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital) με τα μεγαλύτερα ποσοστά.

Στην έρευνα της **Hill (2006)** ο διαχωρισμός των μετόχων σε κατηγορίες είναι ιδιαίτερα αναλυτικός και έχει ως εξής: 1) οι μεγαλομέτοχοι (block shareholders), όπου ανήκει όποιος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 3% του μετοχικού κεφαλαίου πριν την έκδοση, 2) οι εσωτερικοί μέτοχοι (insider shareholders), στους οποίους ανήκουν οι διοικητές, το συνδικάτο των υπαλλήλων που έχουν μετοχές (ESOT), οι υπάλληλοι, οι εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (trusts) με τις οποίες συνεργάζεται η εταιρεία και τα μέλη της οικογένειας που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, 3) οι εξωτερικοί μέτοχοι (outsider shareholders), στους οποίους ανήκουν οι θεσμικοί επενδυτές, οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital), οι εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (trusts) με τις οποίες δεν συνεργάζεται η εταιρεία και μεμονωμένα πρόσωπα που δεν είναι μέλη της οικογένειας που ανήκουν στο διοικητικό συμβούλιο, 4) οι νέοι μέτοχοι δηλαδή όσοι δεν κατείχαν μετοχές της εταιρείας πριν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, 5) οι παλαιοί μέτοχοι δηλαδή όσοι είχαν δικαίωμα πάνω στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας πριν την δημόσια εγγραφή, και 6) οι άγνωστοι μέτοχοι, στους

οποίους ανήκουν όσοι δεν μπορούν να καταχωρηθούν στις δυο παραπάνω κατηγορίες λόγω ανεπάρκειας πληροφοριών.

Οι **Mikkelsen, Partch & Shah (1997)** διακρίνουν την μετοχική σύνθεση αρχικά σε τρεις κύριες κατηγορίες: τον διευθύνων σύμβουλο (CEO) ή τον πρόεδρο της εταιρείας σε περίπτωση που δεν υπάρχει ο πρώτος, τους ανώτερους υπαλλήλους και τους διευθυντές και, τέλος, τους μεγαλομετόχους (blockholders) όπου ανήκει όποιος έχει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου και οι οποίοι διαχωρίζονται σε πιο αναλυτικές κατηγορίες. Αυτές είναι οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists), οι χρηματοοικονομικές εταιρείες, οι μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, οι μεμονωμένοι μέτοχοι και ένας μέτοχος που κατέχει ποσοστό ίσο με το 50% των μετοχών ή και μεγαλύτερο (majority blockholder) και μπορεί να είναι είτε μεμονωμένος επενδυτής, είτε θεσμικός επενδυτής, είτε εταιρεία. Κατά παρόμοιο τρόπο οι **Alavi & Pham (2008)** εξετάζουν την ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων (insiders), στους οποίους ανήκουν ο διευθύνων σύμβουλος (CEO), οι ιδρυτές της εταιρείας, οι εκτελεστικοί διευθυντές (executive directors) και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη (senior managers), και την ιδιοκτησία των μη-διευθυντικών μεγαλομετόχων (non-managerial major capitalists), στους οποίους ανήκουν οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists), οι επενδυτές που χρηματοδοτούν μια επιχείρηση (angel investors) και οι μητρικές επιχειρήσεις (parent companies) που κατέχουν ποσοστό ιδιοκτησίας μεγαλύτερο του 5%.

Οι **Brennan & Franks (1997)** διαχωρίζουν τη μετοχική σύνθεση στις ακόλουθες κατηγορίες: τους διοικητές και τα μέλη της οικογένειάς τους (directors and family trusts), τους ιδιώτες επενδυτές που είναι μέλη της οικογένειας αλλά δεν έχουν θέση στο διοικητικό συμβούλιο (vendors) και στους άλλους επενδυτές που είναι συνήθως θεσμικοί επενδυτές, όπως οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) και οι ασφαλιστικές εταιρείες, ενώ ο **Filatotchev (2006)** χρησιμοποιεί μόνο την ιδιοκτησία των επιχειρήσεων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists) και των μη εκτελεστικών διευθυντών (non-executive directors).

Οι **Roosenboom & Van der Goot (2005)** διακρίνουν την μετοχική σύνθεση ανάμεσα στην ιδιοκτησία της διοίκησης (management ownership), όπου ανήκουν οι εκτελεστικοί διευθυντές, οι εποπτικοί διευθυντές και τα μέλη

των οικογενειών τους, στις επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists), στους θεσμικούς επενδυτές, στους υπαλλήλους, στις τράπεζες, στην οικογένεια που ίδρυσε την εταιρεία, στο ευρύ κοινό και τις εταιρείες του κλάδου. Επίσης και στη μελέτη των **Kim, Kitsabunnarat & Nofsinger (2004)** χρησιμοποιήθηκε ως μεταβλητή της μετοχικής σύνθεσης η ιδιοκτησία της διοίκησης.

Τέλος, στη μελέτη των **Harjoto & Garen (2005)** οι μεγαλομέτοχοι (blockholders) χωρίζονται σε τέσσερις διαφορετικές κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία ανήκει ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας (CEO). Η δεύτερη κατηγορία αποτελείται από τους εσωτερικούς μεγαλομετόχους (insider blockholders), στην οποία ανήκουν ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας (CEO), τα μεγάλα διευθυντικά στελέχη (top managers) και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Την τρίτη κατηγορία αποτελούν οι εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι που δεν είναι μέλη της διοίκησης (external-non management blockholders) και η τέταρτη αποτελείται από το σύνολο των μεγαλομετόχων, δηλαδή το άθροισμα των εσωτερικών και εξωτερικών μεγαλομετόχων.

Συνοψίζοντας, παρατηρείται ότι ο τρόπος διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης ποικίλει στη βιβλιογραφία με τις μελέτες να παρουσιάζουν κοινά στοιχεία μεταξύ τους. Ακολούθως παρατίθεται ο Πίνακας 5 που παρουσιάζει συνοπτικά τους τρόπους διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης στις μελέτες της βιβλιογραφίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5	
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΤΡΟΠΟΥΣ ΔΙΑΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΣΥΝΘΕΣΗΣ ΣΤΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	
Συγγραφείς	Μετοχική Σύθεση
Mikkelsen, Partch & Shah (1997)	1) CEO/πρόεδρος, 2) ανώτεροι υπάλληλοι και διευθυντές, 3) μεγαλομέτοχοι(>5%), όπου ανήκουν επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου, χρηματοοικονομικές και μη εταιρείες, μεμονωμένοι μέτοχοι και ένας μέτοχος με ποσοστό >50%
Brennan & Franks (1997)	1) διοικητές και μέλη οικογένειας, 2) ιδιώτες επενδυτές χωρίς θέση στο Δ.Σ.(vendors), 3) θεσμικοί επενδυτές, επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου και ασφαλιστικές εταιρείες
Stoughton & Zechner (1998)	1) αρχικός ιδιοκτήτης, 2) νέοι επενδυτές εκτός εταιρείας, οι οποίοι χωρίζονται σε μικροεπενδυτές και μεγαλοεπενδυτές
Kutsuna, Okamura & Cowling (2002)	1) μέτοχος με το μεγαλύτερο ποσοστό, 2) 10 μέτοχοι με τα μεγαλύτερα ποσοστά, 3) τράπεζα με το μεγαλύτερο ποσοστό, 4) 10 τράπεζες με το μεγαλύτερο ποσοστό, 5) επιχείρηση κεφαλαίων υψηλού κινδύνου με το με το μεγαλύτερο ποσοστό, 6) 10 επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου με το μεγαλύτερο ποσοστό
Pham, Kalev & Steen (2003)	1) μεγαλομέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%, 2) μεγαλομέτοχοι με μετοχές περισσότερες από 100.000, 3) 20 μεγαλύτεροι μέτοχοι
Field & Sheehan (2004)	1) εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι (ποσοστό >5%, μη υπάλληλοι), 2) εταιρικοί μεγαλομέτοχοι (>5%), 3) εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι μέλη του Δ.Σ., (ποσοστό >5%, μη υπάλληλοι), 4) εταιρικοί μεγαλομέτοχοι μέλη του ΔΣ (ποσοστό >5%)
Su (2004)	1) εσωτερικοί μέτοχοι (ιδιοκτήτες και διευθυντές), 2) εξωτερικοί επενδυτές
Balatbat, Taylor & Walter (2004)	1) διοικητές (directors), 2) μεγαλομέτοχοι, όπου ανήκουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι ανεξάρτητοι μέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%
Kim, Kitsabunnarat & Nofsinger (2004)	ιδιοκτησία της διοίκησης (management ownership)
Roosenboom & Van der Goot (2005)	1) ιδιοκτησία της διοίκησης (εκτελεστικοί διευθυντές, εποπτικοί διευθυντές και μέλη των οικογενειών τους), 2) επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου 3) θεσμικοί επενδυτές, 4) υπάλληλοι, 5) τράπεζες, 6) οικογένεια που ίδρυσε την εταιρεία, 7) ευρύ κοινό, 8) εταιρείες του κλάδου
Harjoto & Garen (2005)	1) διευθύνων σύμβουλος (CEO), 2) εσωτερικοί μεγαλομέτοχοι (CEO, μεγάλα διευθυντικά στελέχη, μέλη Δ.Σ.), 3) εξωτερικοί μεγαλομέτοχοι που δεν είναι μέλη της διοίκησης, 4) σύνολο μεγαλομετόχων
Filatotchev (2006)	1) επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capitalists), 2) μη εκτελεστικοί διευθυντές (non-executive directors)
Hill (2006)	1) μεγαλομέτοχοι (>3%), 2) εσωτερικοί μέτοχοι, 3) εξωτερικοί μέτοχοι, 4) νέοι μέτοχοι, 5) παλαιοί μέτοχοι, 6) άγνωστοι μέτοχοι
Zheng & Li (2007)	1) μεγαλομέτοχοι (ποσοστό μεγαλύτερο του 5%), 2) θεσμικοί μη μεγαλομέτοχοι (ποσοστό μικρότερο του 5%)
Alavi & Pham (2008)	1) εσωτερικοί μεγαλομέτοχοι (CEO, ιδρυτές, εκτελεστικοί διευθυντές ανώτερα διευθυντικά στελέχη), 2) μη-διευθυντικοί μεγαλομέτοχοι με ποσοστό μεγαλύτερο του 5% (επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου, επενδυτές που χρηματοδοτούν μια επιχείρηση, μητρικές επιχειρήσεις)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το εξεταζόμενο δείγμα περιλαμβάνει όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές εταιρειών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007. Το δείγμα δεν περιλαμβάνει τις δημόσιες εγγραφές για μετατάξεις εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα δεδομένα αφορούν αρχικές δημόσιες εγγραφές κοινών μετοχών στην Κύρια Αγορά, στη Παράλληλη Αγορά, στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.), στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και μετά την αναδιάρθρωση και την αλλαγή της κατηγοριοποίησης των εταιρειών σε μια ενιαία αγορά, στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης. Το σύνολο των νεοεισηγμένων εταιρειών της περιόδου 2001-2007 ήταν 79. Βασική πηγή άντλησης στοιχείων για την κατασκευή της βάσης δεδομένων των ελληνικών αρχικών δημοσίων εγγραφών αποτέλεσαν, οι ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι βάσεις δεδομένων Effect και Thomson, καθώς επίσης και ιστοσελίδες του διαδικτύου.

Στον Πίνακα 6 που ακολουθεί παρουσιάζεται ο αριθμός των εισαχθέντων εταιρειών και των αντληθέντων κεφαλαίων ανά έτος κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι η κατανομή των αρχικών δημοσίων εγγραφών έγινε με κριτήριο την χρονική περίοδο κατά την οποία διενεργήθηκαν και όχι την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών στο χρηματιστήριο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6		
ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007		
Έτος	Αριθμός Εισαγωγών	Αντληθέντα Κεφάλαια
2001	24	€ 1.075.600.000
2002	18	€ 92.500.000
2003	14	€ 118.400.000
2004	10	€ 95.400.000
2005	7	€ 81.900.000
2006	2	€ 725.250.000
2007	4	€ 500.730.000
ΣΥΝΟΛΟ	79	€ 2.689.780.000

Πηγή : Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

Από τον Πίνακα 6 προκύπτει ότι οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές πραγματοποιήθηκαν το έτος 2001 κατά το οποίο αντλήθηκαν και τα περισσότερα κεφάλαια. Τα επόμενα χρόνια η πορεία του αριθμού των εισαχθέντων εταιρειών φθίνει ακολουθώντας την κρίση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, παρουσιάζοντας όμως μια ανάκαμψη στα αντληθέντα κεφάλαια από το έτος 2006. Συνοπτικά την εξεταζόμενη περίοδο εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 79 εταιρείες και αντλήθηκαν κεφάλαια ύψους €2.689.780.000.

Στη συνέχεια παρατίθενται οι Πίνακες 7 και 8, οι οποίοι παρουσιάζουν τον αριθμό των εταιρειών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά, στη Παράλληλη Αγορά, στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά και στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, καθώς και στην ενιαία αγορά με τις επιμέρους κατηγοριοποιήσεις μετά την κατάργηση των ανωτέρω αγορών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7				
ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΑΝΑ ΑΓΟΡΑ				
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2005				
Έτος	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	Νέα Χρηματιστηριακή αγορά	Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφάλαια
2001	13	9	2	-
2002	5	10	3	-
2003	1	11	2	-
2004	4	3	2	1
2005	3	2	1	-
ΣΥΝΟΛΟ	26	35	10	1

Πηγή : Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

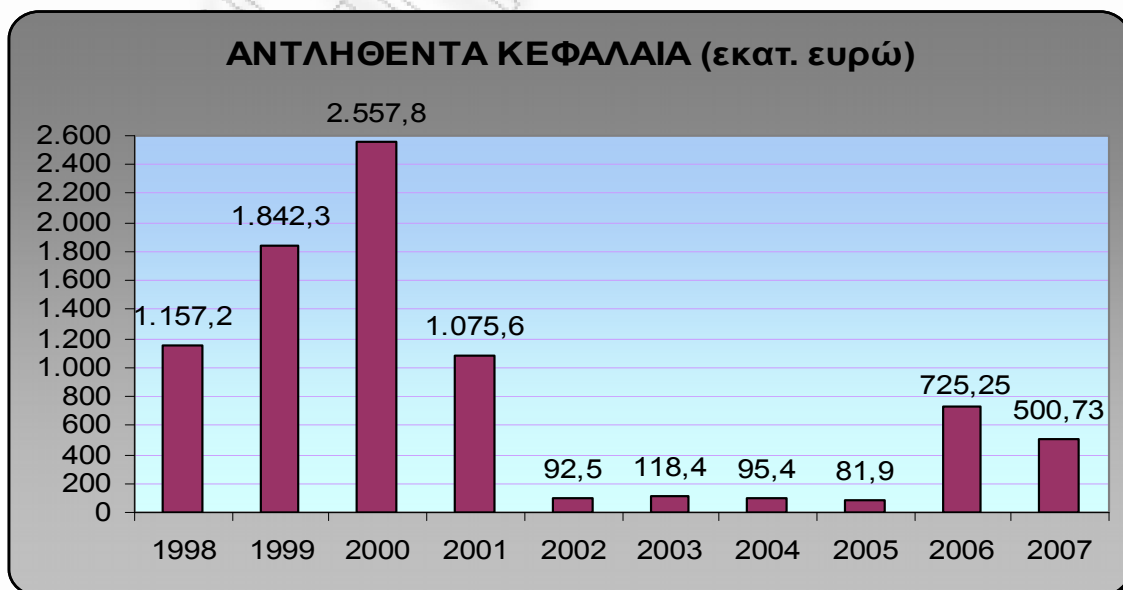
ΠΙΝΑΚΑΣ 8 ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2005-2007		
Έτος	Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης	Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης
2005	-	1
2006	2	-
2007	2	2
ΣΥΝΟΛΟ	4	3

Πηγή : Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

Από τους Πίνακες 7 και 8 προκύπτει ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο 2001-2007 από τις 79 επιχειρήσεις 35 εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά (ποσοστό 44,3%), 26 στη Κύρια Αγορά (ποσοστό 32,9%), 10 στη Νέα Χρηματιστηριακή αγορά (ποσοστό 12,7%), 4 στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (ποσοστό 6.3%), 3 στην Κατηγορία Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης (ποσοστό 3,8%) και 1 στην Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ποσοστό 1,3%).

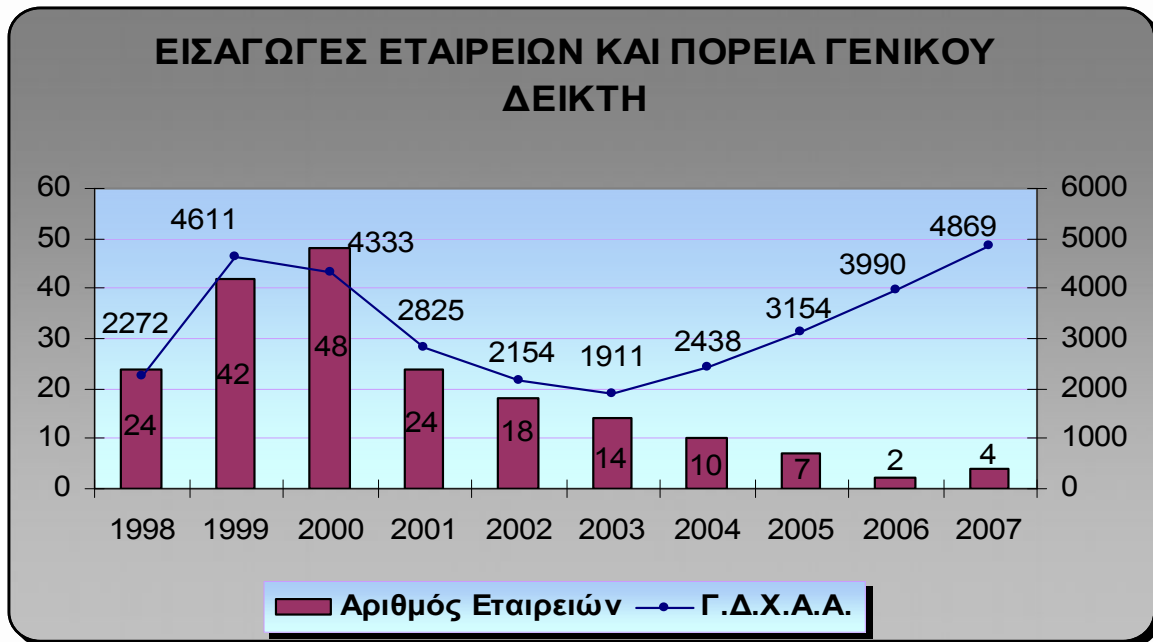
Στα Διαγράμματα 1 και 2 παρουσιάζεται τα αντληθέντα κεφάλαια από αρχικές δημόσιες εγγραφές της δεκαετίας από 1η Ιανουαρίου 1998 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007, καθώς και ο αριθμός των εισαχθέντων εταιρειών σε σχέση με την μέση ετήσια πορεία του δείκτη για την ίδια χρονική περίοδο.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1
ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ 1998-2007



Πηγή : Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2007

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2
ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΜΕΣΕΣ ΕΤΗΣΙΕΣ ΤΙΜΕΣ Γ.Δ.Χ.Α.Α. ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ 1998-2007



Από τα ανωτέρω διαγράμματα προκύπτει ότι το μέσο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων ανά αρχική δημόσια εγγραφή είναι 125,18 εκατομμύρια ευρώ για το έτος 2007, έναντι 362,6 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2006, 11,7 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2005, 9,54 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2004, 8,46 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2003, 5,14 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2002, 44,82 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2001, 53,29 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 2000, 43,86 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 1999 και 48,22 εκατομμυρίων ευρώ για το έτος 1998. Από Διάγραμμα 1 διαπιστώνεται ότι το έτος κατά το οποίο σημειώθηκε η μεγαλύτερη άντληση κεφαλαίων ήταν το 2000, έτος που παρατηρήθηκαν και οι περισσότερες νέες εισαγωγές.

Όπως διαπιστώνεται από το Διάγραμμα 2 από το 1998 έως το 2007 εισήχθησαν στο Χ.Α.Α 193 εταιρείες. Το έτος 2000 εισήχθησαν οι περισσότερες νέες εταιρείες (46 μετοχές) που ως ποσοστό είναι το 24,87% του συνόλου της δεκαετίας (1998-2007). Αντίθετα, οι λιγότερες εισαγωγές εταιρειών σημειώθηκαν κατά το έτος 2006 (μόνο 2 μετοχές). Από το έτος 2000 και μετά παρατηρείται μια κατακόρυφη μείωση του αριθμού των εταιρειών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α., συνέπεια της απαξίωσης του χρηματιστηριακού θεσμού στα μάτια των επενδυτών, καθώς η περίοδος που εξετάζουμε, που είναι ουσιαστικά τα έτη που ακολούθησαν την χρηματιστηριακή ευφορία του

1999 κατά την οποία οι ανώνυμες εταιρείες που ενδιαφέρονταν για χρηματοδότηση επέλεξαν την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο για να εκμεταλλευτούν την ανοδική αγορά και την μετέπειτα κρίση στη χρηματιστηριακή αγορά, ήταν μια ιδιαίτερα κακή περίοδος για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Κατά την εν λόγω περίοδο, ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. σημείωσε κατακόρυφη πτώση ξεκινώντας από τις 5.794,85 μονάδες στις 3/1/2000 για να φτάσει ακόμη και στις 1.477,91 μονάδες στις 12/03/2003, δημιουργώντας τεράστιες απώλειες στα εισοδήματα κυρίως των μικροεπενδυτών, που είχαν επενδύσει μαζικά σε μετοχές το 1999. Από το 2003 και μετά η πορεία του δείκτη είναι σταδιακά ανοδική. Ειδικότερα τα έτη 2006 και 2007 έχει ανέρθει σε ικανοποιητικά επίπεδα, όπως επίσης συμβαίνει και με τα αντληθέντα κεφάλαια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία α) για τον υπολογισμό της υποτιμολόγησης, β) για τον τρόπο διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης και γ) για την συσχέτιση της μετοχικής σύνθεσης με την υποτιμολόγηση.

6.1. Υπολογισμός υποτιμολόγησης

Για να υπολογιστεί το μέγεθος της υποτιμολόγησης χρησιμοποιούνται οι χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, ένα μήνα αργότερα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης), δύο μήνες αργότερα (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης) και ένα χρόνο αργότερα (365 ημερολογιακές ημέρες). Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αποδόσεων θα χρησιμοποιήσουμε δύο μεθόδους, που συναντάμε τόσο στην εγχώρια όσο και στην διεθνή βιβλιογραφία: τις απλές αποδόσεις (raw returns) και τις υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns).

◆ Απλές αποδόσεις

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν από την σύγκριση της τιμής εισαγωγής μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με την τιμή που παίρνει η μετοχή σε κάποια μεταγενέστερη χρονική στιγμή μετά την εισαγωγή της. Επομένως για το δείγμα υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (R1D), του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (R1M), του πρώτου διμήνου διαπραγμάτευσης (R2M) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (R1Y).

Η απλή ποσοστιαία απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης R1D υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$R1D = \frac{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R1M, R2M και R1Y, αντί της τιμής κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την 23^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης και η τιμή μετά από 365 ημερολογιακές ημέρες.

Ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, δύο μηνών και ενός έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις ενός μηνός (R1M'), δύο μηνών (R2M') και ενός έτους (R1Y') με βάση την τιμή κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Πιο συγκεκριμένα η απόδοση (R1M') υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$R1M' = \frac{\text{Τιμή την 23η Ημέρα Διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής}}{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων (R2M') και (R1Y') χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης και η τιμή μετά από 365 ημερολογιακές ημέρες.

◆ Υπερβάλλουσες αποδόσεις

Για τον υπολογισμό της υπερβάλλουσας απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης. Ως απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς (Rm) λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πιο συγκεκριμένα η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς Rm υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$Rm = \frac{\Gamma\Delta\chi\alpha\alpha 1 - \Gamma\Delta\chi\alpha\alpha 0}{\Gamma\Delta\chi\alpha\alpha 0} * 100$$

όπου:

ΓΔΧΑΑ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Για τις αποδόσεις R_{m1D} , R_{m1M} , R_{m2M} και R_{m1Y} ως βάση λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών, ενώ για τις αποδόσεις $R_{m1M'}$, $R_{m2M'}$ και $R_{m1Y'}$ λαμβάνεται η ημερομηνία της πρώτης διαπραγμάτευσης.

Οι επιπλέον ή υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίζονται προκειμένου να ενσωματωθούν στις αποδόσεις των τίτλων και οι διακυμάνσεις της αγοράς. Κι αυτό διότι οι τιμές ισορροπίας των νεοεισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο ενσωματώνουν όχι μόνο τα θεμελιώδη οικονομικά και λοιπά χαρακτηριστικά των εταιρειών που αντιπροσωπεύουν, αλλά και τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις και μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται αναγκαία ειδικά όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότερες αποδόσεις αυτής της μελέτης. Ας σημειωθεί πως η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής κάνει τη σιωπηρή υπόθεση πως οι νεοεισερχόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι ίσος με τη μονάδα.

Η υπόθεση αυτή απαντάται και σε ανάλογες μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία και δικαιολογείται από την αδυναμία επακριβούς προσδιορισμού του πραγματικού συντελεστή βήτα για μετοχές εταιρειών που δεν έχουν χρηματιστηριακή προϊστορία. Στην πραγματικότητα ο συντελεστής βήτα αρκετών μετοχών (π.χ. κατασκευαστικών εταιρειών) είναι μεγαλύτερος της μονάδας με αποτέλεσμα οι υπολογιζόμενες υπερβάλλουσες αποδόσεις να υπερεκτιμούν τις πραγματικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει για μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας.

Η υπερβάλλουσα απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης $ER1D$ υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$ER1D = R1D - Rm(1D)$$

Ανάλογα υπολογίζονται και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις $ER1M$, $ER2M$, $ER1Y$, $ER1M'$, $ER2M'$ και $ER1Y'$.

Στη συνέχεια και αφού έχουν υπολογιστεί οι απλές και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις κάθε μετοχής, υπολογίζονται οι μέσες αποδόσεις με τις τυπικές τους αποκλίσεις. Αφού ολοκληρωθεί η εξαγωγή των μέσων αποδόσεων (απλών και υπερβαλλουσών) κρίνεται αναγκαίος ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων. Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας διενεργείται με τον δίπλευρο έλεγχο της μηδενικής υπόθεσης H_0 (ο μέσος είναι μηδέν) έναντι της εναλλακτικής H_1 (ο μέσος είναι διάφορος του μηδενός) και με τη χρήση του κριτηρίου ελέγχου (t-statistic) Z , το οποίο ακολουθεί κανονική κατανομή. Πιο συγκεκριμένα οι υποθέσεις είναι οι ακόλουθες:

$H_0: \mu = 0$ (Μηδενική Υπόθεση)

$H_1: \mu \neq 0$ (Εναλλακτική Υπόθεση)

και ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας γίνεται με τον τύπο:

$$Z = \frac{\mu - \mu_0}{\sqrt{\frac{\sigma^2}{n}}} \sim N(0,1)$$

όπου: μ = Ο μέσος του δείγματος

μ_0 = Ο μέσος της Μηδενικής Υπόθεσης

σ^2 = Η διακύμανση του δείγματος

n = Το μέγεθος του δείγματος

Δεδομένου ότι το κριτηρίου ελέγχου (t-statistic) ακολουθεί κανονική κατανομή, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται (δηλαδή το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό και διάφορο του μηδενός), όταν:

- $Z < -2,58$ ή $Z > 2,58$ (στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%)
- $Z < -1,96$ ή $Z > 1,96$ (στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%)
- $Z < -1,645$ ή $Z > 1,645$ (στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%)

6.2 Τρόπος διάκρισης μετοχικής σύνθεσης

Στις μελέτες της βιβλιογραφίας χρησιμοποιούνται διάφοροι τρόποι διάκρισης της μετοχικής σύνθεσης όπως παρουσιάστηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται παρόμοια διάκριση της

μετοχικής σύνθεσης με αυτή των Field & Sheehan (2004) και Hill (2006). Πιο συγκεκριμένα για την διάκριση των μεγαλομετόχων χρησιμοποιείται η κατοχή ποσοστού ιδιοκτησίας μεγαλύτερου του 5%, καθώς κατά ανάλογο τρόπο διαχωρίζει τους μεγαλομετόχους η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος στα ενημερωτικά τους δελτία. Οι Field & Sheehan (2004) ακολουθώντας τους Brennan & Franks (1997) και Stoughton & Zechner (1998) δίνουν έμφαση στην ύπαρξη των εξωτερικών μεγαλομετόχων (outside blockholders), στους οποίους ανήκει οποιοσδήποτε κατέχει ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 5% και δεν είναι υπάλληλος της εταιρείας. Οπότε η ύπαρξη των εξωτερικών μεγαλομετόχων είναι μια από τις μεταβλητές που θα εξετάσουμε. Επίσης μια ακόμα μεταβλητή η οποία θα χρησιμοποιηθεί και στην οποία οι Field & Sheehan (2004) επικεντρώνονται είναι η ύπαρξη των εταιρικών μεγαλομετόχων (corporate blockholders), όπου ανήκει οποιοσδήποτε κατέχει ποσοστό μετοχών μεγαλύτερο του 5% και δεν είναι μεμονωμένο πρόσωπο, όπως οι ιδιωτικές επενδυτικές εταιρείες, οι τράπεζες, οι επιχειρήσεις κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (venture capital), οι προμηθευτές και τα ασφαλιστικά ιδρύματα. Για τις δύο μεταβλητές αυτές θα υπολογιστεί το ποσοστό εμφάνισης επί του συνόλου του δείγματος.

Επιπροσθέτως για να εξεταστεί η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας χρησιμοποιείται το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου. Ακόμα στη μελέτη της η Hill (2006) διακρίνει τους εσωτερικούς μετόχους (insider shareholders), στους οποίους ανήκουν τα μέλη της διοίκησης, τα μέλη των οικογενειών τους, τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη και οι υπάλληλοι της εταιρείας. Σε μια εταιρεία που πραγματοποιεί αρχική δημόσια εγγραφή, όπου οι πιθανοί επενδυτές αντιμετωπίζουν την πιθανότητα μεταφοράς πλούτου στους εσωτερικούς μετόχους, ο βαθμός της υποτιμολόγησης εξαρτάται από το ποσοστό ιδιοκτησίας αυτών των μετόχων. Επομένως μια ακόμα μεταβλητή που πρέπει να εξεταστεί είναι το ποσοστό της ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων. Τέλος, εξετάζεται το ποσοστό που κατέχουν οι νέοι μέτοχοι μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Για τις ανωτέρω μεταβλητές υπολογίζονται οι μέσες τιμές τους με τις τυπικές τους αποκλίσεις. Αφού ολοκληρωθεί η εξαγωγή των μέσων τιμών κρίνεται αναγκαίος ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων. Ο έλεγχος αυτός διενεργείται με τον

δίπλευρο έλεγχο της μηδενικής υπόθεσης όπως παρουσιάστηκε αναλυτικά στην προηγούμενη ενότητα.

Συνοψίζοντας, λοιπόν, οι μεταβλητές της μετοχικής σύνθεσης που θα εξεταστούν είναι α) η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων, β) η ύπαρξη εταιρικών μεγαλομετόχων, γ) το ποσοστό της ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων, δ) το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου και ε) το ποσοστό που κατέχουν οι νέοι μέτοχοι μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

6.3 Συσχέτιση της υποτιμολόγησης με την μετοχική σύνθεση

Για την εκτίμηση της ύπαρξης σχέσης μεταξύ της μετοχικής σύνθεσης και της υποτιμολόγησης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής χρησιμοποιείται η ακόλουθη μεθοδολογία. Για καθεμία από τις μεταβλητές υπολογίζονται οι απλές και οι υπερβάλλουσες μέσες αποδόσεις, με τις τυπικές τους αποκλίσεις, για το 1/3 του δείγματος των εταιρειών (22 εταιρείες) με το υψηλότερο ποσοστό για την εκάστοτε μεταβλητή και αντίστοιχα για το 1/3 του δείγματος των εταιρειών (22 εταιρείες) με το χαμηλότερο ποσοστό για την εκάστοτε μεταβλητή. Αντίστοιχα για τις ψευδομεταβλητές χωρίζεται το δείγμα στις εταιρείες στις οποίες υπάρχει εξωτερικός μεγαλομέτοχος (47 εταιρείες) και στις εταιρείες που δεν υπάρχει (20 εταιρείες), καθώς και στις εταιρείες στις οποίες υπάρχει εταιρικός μεγαλομέτοχος (38 εταιρείες) και στις εταιρείες που δεν υπάρχει (29 εταιρείες) και στη συνέχεια υπολογίζονται οι απλές και οι υπερβάλλουσες μέσες αποδόσεις, με τις τυπικές τους αποκλίσεις.

Αφού ολοκληρωθεί η εξαγωγή των μέσων τιμών κρίνεται αναγκαίος ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων. Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας διενεργείται με τον δίπλευρο έλεγχο της μηδενικής υπόθεσης όπως παρουσιάστηκε αναλυτικά σε προηγούμενη ενότητα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εξέταση του δείγματος σύμφωνα με την προαναφερθείσα μεθοδολογία.

7.1 Υπολογισμός υποτιμολόγησης

Το εξεταζόμενο δείγμα για την υποτιμολόγηση περιλαμβάνει όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν χώρα στο Χ.Α.Α. από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα αποτελείται από 79 εταιρείες. Πρέπει να σημειωθεί ότι για κάποιες από τις εισαγωγές του έτους 2007 δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για τον υπολογισμό των αποδόσεων ενός έτους με αποτέλεσμα για τον υπολογισμό των ετήσιων αποδόσεων το δείγμα να περιορίζεται στις 76 εταιρείες. Βασική πηγή άντλησης στοιχείων αποτέλεσε η βάση δεδομένων Effect.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2001-2007						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=79)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	18,87%*	48,67%	3,28%	223,69%	-37,50%	3,45
R1M	18,08%**	70,55%	1,79%	380,95%	-50,32%	2,28
R2M	17,01%**	70,00%	0%	400,00%	-74,23%	2,16
R1Y	1,54%	56,30%	-16,55%	253,81%	-81,39%	0,24
R1M'	-0,83%	30,51%	-5,22%	177,25%	-51,62%	-0,24
R2M'	-0,67%	40,20%	-8,57%	215,44%	-74,80%	-0,15
R1Y'	-6,47%	59,30%	-17,63%	294,74%	-81,80%	-0,99
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=79)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	20,11%*	48,30%	3,58%	216,77%	-34,46%	3,70
ER1M	20,34%**	70,54%	4,38%	384,57%	-40,15%	2,56
ER2M	20,34%*	69,77%	1,36%	408,00%	-67,68%	2,59
ER1Y	0,78%	61,43%	-6,95%	258,58%	-98,81%	0,11
ER1M'	0,10%	28,67%	-2,73%	178,76%	-46,02%	0,03
ER2M'	1,16%	37,20%	-6,39%	195,78%	-73,71%	0,28
ER1Y'	-9,06%	56,94%	-18,07%	234,10%	-106,08%	-1,39

σημ.: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

Στον Πίνακα 9 παρουσιάζονται τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα του συνόλου του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο μέρος του πίνακα εμφανίζονται οι απλές αποδόσεις των νεοεισαχθέντων μετοχών της υπό εξέταση περιόδου και στο δεύτερο μέρος εμφανίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυτών των μετοχών, όλες υπολογισμένες με βάση την προαναφερθείσα μεθοδολογία.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 9 οι αποδόσεις R1D, ER1D και ER2M είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, ενώ οι αποδόσεις R1M, R2M και ER1M είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%.

Πιο συγκεκριμένα, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, υπολογιζόμενη με βάση την τιμή εισαγωγής, ήταν 18,87% με τυπική απόκλιση 48,67% και διάμεσο 3,28%, η δε υπερβάλλουσα απόδοση ήταν 20,11% με τυπική απόκλιση 48,30% και διάμεσο 3,58%. Το αποτέλεσμα αυτό φανερώνει πως οι νεοεισηγμένες μετοχές προσέφεραν σημαντικές αρχικές αποδόσεις στους επενδυτές και επιβεβαιώνει την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης της αξίας των νεοεισηγμένων τίτλων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Δηλαδή, οι επενδυτές που συμμετείχαν στις αρχικές δημόσιες εγγραφές της συγκεκριμένης περιόδου (2001-2007) αγοράζοντας μετοχές των προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών στην τιμή εισαγωγής, αποκόμισαν σημαντικές αποδόσεις, καθώς οι τιμές αυτές υπολείπονταν αισθητά των τιμών ισορροπίας (τιμών κλεισίματος) που διαμορφώνονταν στο χρηματιστήριο την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Άλλωστε στη μελέτη των Loughran, Ritter & Rydqvist (1994, updated 2007) όπου έχουν συγκεντρωθεί αποτελέσματα ερευνών γύρω από το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, φαίνεται ξεκάθαρα ότι σε όλες τις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά μέσο όρο υπάρχει αυτό το φαινόμενο (Πίνακας 10). Συγκεκριμένα, η υποτιμολόγηση κατά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο εκτείνεται από 6,5% στην Αυστρία (περίοδος 1971-2006) μέχρι 164,5% στην Κίνα (περίοδος 1990-2005). Οι διαφορές αυτές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εισάγονται στα χρηματιστήρια (π.χ. νέες έναντι παλαιών εταιρειών), στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο (π.χ. προκαθορισμένη τιμή εισαγωγής για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα πριν την εισαγωγή) και στον τρόπο διάθεσης των νέων μετοχών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10
ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ
ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΑΠΟ 39 ΧΩΡΕΣ

Χώρα	Συγγραφείς	Αριθμός Εταιρειών	Χρονική Περίοδος	Μέση Αρχική Απόδοση
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1.103	1976-2006	19,8%
ΑΥΣΤΡΙΑ	Aussenegg	96	1971-2006	6,5%
ΒΕΛΓΙΟ	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart & DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13,5%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1900	78,5%
ΚΑΝΑΔΑΣ	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	635	1971-2006	7,1%
ΧΙΛΗ	Aggarwal, Leal & Hernandez Celis & Maturana	55	1982-1997	8,8%
ΚΙΝΑ	Chen, Choi, and Jiang (A shares)	1.394	1900-2005	164,5%
ΔΑΝΙΑ	Jakobsen & Sorensen; Ritter	145	1984-2006	8,1%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	Keloharju	162	1971-2006	17,2%
ΓΑΛΛΙΑ	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter	686	1983-2006	10,7%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Ljungqvist; Rocholl; Ritter	652	1978-2006	26,9%
ΕΛΛΑΔΑ	Nounis, Kazantzis & Thomas	363	1976-2005	25,1%
ΧΟΝΓΚ-ΚΟΝΓΚ	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1.008	1980-2006	15,9%
ΙΝΔΙΑ	Marisetty and Subrahmanyam	2.713	1900-2004	95,4%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	Hanafi; Ljungqvist & Yu; Danny	265	1989-2003	20,2%
ΙΡΑΝ	Bagherzadeh	279	1991-2004	22,4%
ΙΣΡΑΗΛ	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser	285	1900-1994	12,1%
ΙΤΑΛΙΑ	Arosio, Giudici & Paleari Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	233	1985-2006	18,2%
ΙΑΠΩΝΙΑ	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer & Ritter; Kaneko & Pettway; Ritter	2.458	1970-2006	40,1%
ΚΟΡΕΑ	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Ng; Ritter	1.115	1980-2006	58,4%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Isa; Isa & Yong; Yong	350	1980-2006	69,6%
ΜΕΞΙΚΟ	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1900	33,0%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	Wessels; Eijgenhuijsen & Bujs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10,2%
Ν. ΖΗΛΑΝΔΙΑ	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20,3%
ΝΙΓΗΡΙΑ	Ikoku	63	1989-1993	19,1%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9,6%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21,2%
ΠΟΛΩΝΙΑ	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22,9%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11,6%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	441	1973-2006	28,3%
Ν. ΑΦΡΙΚΗ	Africa Page & Reyneke	118	1980-1991	32,7%
ΙΣΠΑΝΙΑ	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10,9%
ΣΟΥΗΔΙΑ	Rydqvist; Schuster; Simonov; Ritter	406	1980-2006	27,3%
ΕΛΒΕΤΙΑ	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	147	1983-2006	29,3%
ΤΑΪΒΑΝ	Chen	1.312	1980-2006	37,2%
ΤΑΪΛΑΝΔΗ	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ritter	447	1987-2006	36,9%
ΤΟΥΡΚΙΑ	Kiyamaz; Durukan; Ince	282	1990-2004	10,8%
ΗΝ.ΒΑΣΙΛΕΙΟ	Dimson; Levis	3.986	1959-2006	16,8%
ΗΠΑ	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	15.490	1960-2006	18,0%

Πηγή : Loughran, Ritter & Rydqvist, 'Initial Public Offerings: International Insights', Pacific-Basin Finance Journal, Vol.2, June 1994 (updated October 2007), pp. 165-199

Όπως παρατηρείται και από τους Loughran, Ritter & Rydqvist (1994, updated 2007), οι χώρες με τους θεσμικούς περιορισμούς έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, ενώ στις χώρες με τις χαμηλότερες αποδόσεις, οι εισαγόμενες στα χρηματιστήρια εταιρείες είναι μεγάλου μεγέθους με μακρά επιχειρηματική ιστορία. Σε αντίστοιχες μελέτες των Kazantzis & Thomas και Nounis για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1976 έως 2005 σε ένα δείγμα 363 αρχικών δημοσίων εγγραφών η υποτιμολόγηση ανέρχεται σε ποσοστό της τάξεως του 25,1% το οποίο είναι υψηλότερο από το 18,87% που προκύπτει από την παρούσα μελέτη.

Στη συνέχεια παρατηρείται ότι οι απλές αποδόσεις που είναι υπολογισμένες με βάση την τιμή εισαγωγής, φθίνουν με την πάροδο του χρόνου. Έτσι, η μέση απλή απόδοση του πρώτου μήνα ήταν 18,08% με τυπική απόκλιση 70,55% και διάμεσο 1,79% και του πρώτου διμήνου 17,01% με τυπική απόκλιση 70%. Οι αντίστοιχες υπερβάλλουσες αποδόσεις έδωσαν οριακά μεγαλύτερα ποσοστά αποδόσεων. Έτσι, η υπερβάλλουσα μέση απόδοση του πρώτου μήνα ήταν 20,34% με τυπική απόκλιση 70,54% και διάμεσο 4,38% και του πρώτου διμήνου 20,34% με τυπική απόκλιση 69,77% και διάμεσο 1,36%. Οι αποδόσεις που υπολογίζονται έχοντας ως βάση την ημέρα της πρώτης συναλλαγής δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Τα παραπάνω ευρήματα υποδηλώνουν ότι, παρά το γεγονός ότι οι μετοχές των εταιρειών κατά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. εμφανίζονται σημαντικά υποτιμημένες, οι αποδόσεις τους μετά από ένα χρόνο από την εισαγωγή τους εμφανίζονται ίσες με το μηδέν, δηλαδή η υποτιμολόγηση αυτή φαίνεται να έχει βραχυχρόνιο χαρακτήρα και οι επενδυτές προτιμούν να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση των κερδών τους, παρά σε διακράτηση των νέων μετοχών. Όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, οι οποίες όπως έχει ήδη αναφερθεί προκύπτουν από την σύγκριση των απλών αποδόσεων της μετοχής μιας εταιρείας και των αντίστοιχων αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς, παρατηρείται ότι όσοι επενδυτές προτίμησαν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά, κατέγραψαν καλύτερες αποδόσεις σε διάστημα μικρότερο του ενός έτους από την εισαγωγή. Εντούτοις, από τα αποτελέσματα της ανάλυσης των στοιχείων του δείγματος, φαίνεται ότι οι αντίστοιχες τυπικές αποκλίσεις των τιμών των μετοχών παίρνουν υψηλές τιμές, γεγονός που σημαίνει ότι η συμμετοχή σε

μια αρχική δημόσια εγγραφή ενέχει ταυτόχρονα υψηλό κίνδυνο για τους επενδυτές.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται μια διάκριση των αποδόσεων με κριτήριο το έτος εισαγωγής των εταιρειών για να ανιχνευτεί κάποια διαφορά στις αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών ανάλογα με το έτος εισαγωγής τους. Και σε αυτή την περίπτωση έγινε διάκριση των αποδόσεων ανάλογα με την τιμή βάσης. Συνεπώς, υπολογίσθηκαν αφενός οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις με βάση την τιμή εισαγωγής και αφετέρου οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2001						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=24)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	42,47%*	68,84%	9,39%	223,69%	-21,18%	3,02
R1M	54,72%**	112,76%	16,23%	380,95%	-29,80%	2,38
R2M	47,42%**	103,80%	22,81%	400,00%	-41,79%	2,24
R1Y	2,16%	45,16%	-13,26%	92,72%	-57,71%	0,23
R1M'	7,90%	45,80%	-5,58%	177,25%	-51,62%	0,85
R2M'	3,18%	41,13%	-7,16%	125,49%	-54,94%	0,38
R1Y'	-16,95%	44,59%	-19,85%	94,34%	-80,42%	-1,86
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=24)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	44,53%*	67,53%	16,32%	216,77%	-22,02%	3,23
ER1M	60,44%*	111,38%	35,93%	384,57%	-27,55%	2,66
ER2M	56,02%*	103,93%	34,86%	408,00%	-30,57%	2,64
ER1Y	31,14%*	44,88%	11,80%	120,19%	-24,83%	3,40
ER1M'	11,31%	43,50%	3,77%	178,76%	-46,02%	1,27
ER2M'	9,04%	39,35%	-1,76%	141,85%	-38,35%	1,13
ER1Y'	10,11%	42,70%	1,04%	121,40%	-47,48%	1,16

σημ.: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

Ο Πίνακας 11 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2001.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 11 οι αποδόσεις R1D, ER1D, ER1M, ER2M και ER1Y είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, και οι αποδόσεις R1M, R2M, είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%. Το 2001 εισήχθησαν

24 εταιρείες που αποτελούν σχεδόν το 1/3 του συνολικού δείγματος της εξεταζόμενης περιόδου 2001-2007. Όλες οι μέσες αποδόσεις, απλές και υπερβάλλουσες, παρουσιάζονται διπλάσιες από τις αντίστοιχες της επταετίας 2001-2007 με τις περισσότερες από τις μέγιστες αποδόσεις της επταετίας να προέρχονται από εταιρείες που εισήχθησαν κατά το έτος 2001, ενώ ο κίνδυνος είναι υψηλότερος αφού οι τυπικές αποκλίσεις είναι μεγαλύτερες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2002						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=18)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	14,05%	46,92%	4,68%	146,54%	-37,50%	1,27
R1M	-2,97%	36,66%	-13,86%	109,23%	-50,32%	-0,34
R2M	-1,58%	34,06%	-19,40%	61,26%	-43,18%	-0,20
R1Y	-2,72%	67,43%	-15,65%	253,81%	-56,02%	-0,17
R1M'	-12,96%*	15,01%	-12,07%	12,90%	-41,29%	-3,66
R2M'	-11,39%*	17,79%	-13,66%	30,63%	-41,65%	-2,72
R1Y'	-7,48%	61,50%	-23,03%	208,30%	-64,39%	-0,52
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=18)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	17,92%	47,25%	7,21%	149,18%	-34,46%	1,61
ER1M	3,96%	38,26%	-8,57%	117,28%	-40,15%	0,44
ER2M	9,05%	33,77%	-5,96%	66,98%	-28,90%	1,14
ER1Y	2,98%	70,27%	-14,38%	258,58%	-81,63%	0,18
ER1M'	-9,89%*	13,33%	-9,57%	11,33%	-32,72%	-3,15
ER2M'	-4,51%	17,44%	-9,35%	46,47%	-28,90%	-1,10
ER1Y'	-5,76%	57,68%	-19,55%	197,88%	-75,94%	-0,42

σημ: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

Ο Πίνακας 12 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2002.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 12 οι αποδόσεις R1M', R2M' και ER1M είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%. Το 2002 εισήχθησαν 18 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι μέσες αποδόσεις κατά αυτό το έτος παρουσιάζονται στο σύνολό τους αρκετά χαμηλότερες από το 2001 και από τις αντίστοιχες της επταετίας με τις απλές αποδόσεις να είναι αρνητικές. Εντούτοις, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζονται υψηλότερες. Αυτό δείχνει ότι οι χαμηλές αποδόσεις οφείλονται στη κακή πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς αλλά όσοι επενδυτές συμμετείχαν στις αρχικές

δημόσιες εγγραφές αυτό το έτος αποκόμισαν αποδόσεις υψηλότερες από τις αντίστοιχες της αγοράς.

Όπως προκύπτει από τις τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων, ο κίνδυνος συμμετοχής στις αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι αισθητά μειωμένος από το προηγούμενο έτος, ενώ κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα της επταετίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2003						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=14)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	8,00%	24,05%	9,27%	48,94%	-34,62%	1,24
R1M	17,92%*	21,07%	22,21%	46,87%	-21,43%	3,18
R2M	26,60%	63,03%	6,58%	226,91%	-34,42%	1,58
R1Y	-3,01%	64,25%	-22,26%	185,71%	-70,62%	-0,18
R1M'	12,21%***	23,33%	8,12%	65,79%	-14,00%	1,96
R2M'	22,96%	67,31%	-4,80%	215,44%	-29,42%	1,28
R1Y'	-0,76%	91,07%	-27,81%	294,74%	-73,11%	-0,03
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=14)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	6,20%	21,77%	5,33%	41,96%	-28,42%	1,07
ER1M	12,67%**	20,35%	15,01%	42,05%	-34,28%	2,33
ER2M	18,62%	57,66%	4,37%	199,97%	-37,78%	1,21
ER1Y	-30,24%***	60,40%	-47,40%	139,32%	-92,57%	-1,87
ER1M'	8,79%***	19,92%	4,33%	57,98%	-16,97%	1,65
ER2M'	16,55%	60,63%	-8,19%	195,78%	-26,59%	1,02
ER1Y'	-26,74%	79,83%	-51,32%	234,10%	-90,21%	-1,25

σημ.: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%
 ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%
 *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ο Πίνακας 13 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2003.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 13 η απόδοση R1M είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%, η απόδοση ER1M είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, ενώ οι αποδόσεις R1M', ER1Y και ER1M' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10%. Το 2003 εισήχθησαν 14 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με εξαίρεση τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, οι οποίες δεν είναι στατιστικά σημαντικές, όλες οι υπόλοιπες εμφανίζονται υψηλότερες από το 2002 και ταυτόχρονα ο κίνδυνος

είναι λίγο μικρότερος. Όλες οι μέσες αποδόσεις, με εξαίρεση τις αποδόσεις για διάστημα ενός έτους, είναι θετικές με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις να είναι μικρότερες από τις απλές, γεγονός που καταδεικνύει ότι ένα ποσοστό των αποδόσεων οφείλεται στις θετικές αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Εντούτοις, όσοι επενδυτές κράτησαν τις μετοχές που αγόρασαν κατά την δημόσια εγγραφή για ένα χρόνο κατά μέσο όρο είχαν σημαντικές απώλειες του κεφαλαίου τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2004						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=10)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	-4,04%***	6,95%	-1,72%	3,89%	-16,32%	-1,84
R1M	-15,55%**	20,55%	-17,16%	17,94%	-38,59%	-2,39
R2M	-19,80%**	27,48%	-12,16%	21,18%	-74,23%	-2,28
R1Y	-28,37%*	31,33%	-32,60%	17,65%	-81,39%	-2,86
R1M'	-12,57%**	17,22%	-14,14%	17,60%	-36,60%	-2,31
R2M'	-16,74%**	25,80%	-7,05%	20,82%	-74,80%	-2,05
R1Y'	-25,36%**	31,10%	-31,09%	21,94%	-81,80%	-2,58
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=10)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	-2,59%	5,97%	-0,73%	7,77%	-11,89%	-1,37
ER1M	-13,69%**	18,88%	-15,73%	18,81%	-36,36%	-2,29
ER2M	-20,27%**	25,38%	-21,60%	22,12%	-67,68%	-2,53
ER1Y	-53,13%*	27,73%	-56,59%	-7,71%	-98,81%	-6,06
ER1M'	-12,18%**	17,88%	-11,53%	18,33%	-34,91%	-2,16
ER2M'	-18,69%**	25,77%	-15,11%	21,63%	-73,71%	-2,29
ER1Y'	-51,98%*	29,66%	-53,66%	-8,22%	-106,08%	-5,54

σημ: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

*** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ο Πίνακας 14 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2004.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 14 οι αποδόσεις R1Y, ER1Y και ER1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, οι αποδόσεις R1M, R2M, R1M', R2M', R1Y', ER1M, ER2M, ER1M' και ER2M' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%, ενώ η απόδοση R1D είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Το 2004 εισήχθησαν 10 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών

Αθηνών. Όλες οι μέσες αποδόσεις, απλές και υπερβάλλουσες, είναι αρνητικές με την μέγιστη απόδοση να μην ξεπερνά σε καμία περίπτωση το 23%, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις, όπως για τις αποδόσεις ER1Y και ER1Y', η μέγιστη απόδοση είναι αρνητική. Είναι τα χαμηλότερα ποσοστά μέσου όρου αποδόσεων που εμφανίζονται κατά την διάρκεια της επταετίας που εξετάζεται.

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις εμφανίζονται υψηλότερες από τις απλές, γεγονός που δείχνει ότι η σε αντίθεση με τις αρνητικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών, η χρηματιστηριακή αγορά παρουσιάζει θετικές και επομένως οι επενδυτές που συμμετείχαν στις δημόσιες εγγραφές της περιόδου είχαν κατά μέσο όρο απώλειες στα κεφάλαιά τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2005						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=7)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	2,39%	12,08%	-3,57%	19,60%	-10,42%	0,52
R1M	2,38%	24,36%	-2,64%	40,00%	-28,75%	0,26
R2M	1,13%	27,35%	-1,54%	36,80%	-31,43%	0,11
R1Y	45,57%**	59,60%	38,46%	121,21%	-23,77%	2,02
R1M'	-1,01%	13,68%	1,79%	17,06%	-20,47%	-0,19
R2M'	-2,33%	17,59%	2,67%	14,43%	-28,89%	-0,35
R1Y'	40,11%**	49,00%	44,39%	95,35%	-17,55%	2,17
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=7)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	1,99%	13,78%	-2,37%	20,90%	-19,58%	0,38
ER1M	-3,76%	23,81%	-6,55%	30,93%	-35,09%	-0,42
ER2M	-7,32%	23,67%	-9,11%	21,76%	-35,78%	-0,82
ER1Y	17,56%	63,32%	0,19%	93,25%	-68,45%	0,73
ER1M'	-6,86%***	11,37%	-6,29%	6,56%	-25,43%	-1,60
ER2M'	-10,46%	16,60%	-4,60%	5,97%	-34,47%	-1,67
ER1Y'	12,32%	55,78%	-3,47%	83,52%	-66,86%	0,58

σημ: ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%
*** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ο Πίνακας 15 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2005.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 15 οι αποδόσεις R1Y και R1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%, ενώ η απόδοση ER1M' είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Το 2005 εισήχθησαν 7 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι ετήσιες μέσες αποδόσεις κατά αυτό το έτος

εμφανίζονται αυξημένες σε σχέση με το προηγούμενο, όμως τα ποσοστά βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα της επταετίας. Οι απλές αποδόσεις για την περίοδο του ενός έτους R1Y και R1Y' έχουν μέση απόδοση της τάξεως του 45,57% και του 40,11% αντίστοιχα. Τα ποσοστά αυτά, όχι μόνο είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα της επταετίας, αλλά είναι και τα υψηλότερα που εμφανίζονται για αυτές τις αποδόσεις όταν εξετάζεται κάθε έτος ξεχωριστά. Επομένως, όσοι επενδυτές κράτησαν τις μετοχές, που αγόρασαν κατά την έκδοση, για ένα χρόνο είχαν, κατά μέσο όρο, σημαντικά κέρδη.

Οι τυπικές αποκλίσεις, με εξαίρεση τις αποκλίσεις των αποδόσεων για περίοδο ενός έτους, βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να είναι μειωμένος ο κίνδυνος υψηλών απωλειών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2006						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=2)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	10,41%*	2,03%	10,41%	11,84%	8,97%	7,26
R1M	16,97%	14,93%	16,97%	27,52%	6,41%	1,61
R2M	13,16%	34,56%	13,16%	37,60%	-11,28%	0,54
R1Y	23,69%***	19,90%	23,69%	37,76%	9,62%	1,68
R1M'	5,83%	11,58%	5,83%	14,02%	-2,35%	0,71
R2M'	2,22%	29,43%	2,22%	23,03%	-18,59%	0,11
R1Y'	11,88%	15,97%	11,88%	23,18%	0,59%	1,05
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=2)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	11,64%**	6,61%	11,64%	16,32%	6,97%	2,49
ER1M	18,18%	19,51%	18,18%	31,98%	4,38%	1,32
ER2M	21,25%	21,04%	21,25%	36,12%	6,37%	1,43
ER1Y	1,30%	10,15%	1,30%	8,48%	-5,88%	0,18
ER1M'	5,81%	11,58%	5,81%	14,00%	-2,37%	0,71
ER2M'	8,74%	11,40%	8,74%	16,80%	0,68%	1,08
ER1Y'	-12,40%*	0,33%	-12,40%	-12,17%	-12,63%	-53,25

σημ: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%
 ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%
 *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ο Πίνακας 16 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2006.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 16 οι αποδόσεις R1D και ER1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο τουλάχιστον 1%, η απόδοση ER1D είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% και η απόδοση R1Y είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Το 2006 εισήχθησαν μόλις 2 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Όλες οι μέσες αποδόσεις είναι θετικές, με εξαίρεση τις υπερβάλλουσες αποδόσεις για περίοδο ενός έτους με βάση την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, και βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από το προηγούμενο έτος, γεγονός που συμβαδίζει με την ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς όπως αυτή προκύπτει από προηγούμενο κεφάλαιο.

Οι διάμεσοι συμπίπτουν με τις μέσες αποδόσεις εξαιτίας της ύπαρξης μόνο δύο εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά αυτό το έτος. Ο μικρός αριθμός εισαχθέντων εταιρειών εξηγεί και τα χαμηλά επίπεδα των τυπικών αποκλίσεων των αποδόσεων, τα οποία φτάνουν και σε ποσοστά όπως το 0,33%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17						
ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΕΤΟΥΣ 2007						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=4)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	27,38%	46,57%	9,85%	94,72%	-4,91%	1,57
R1M	5,64%	43,62%	-10,08%	69,44%	-26,73%	0,87
R2M	6,50%	41,16%	-4,78%	65,56%	-30,00%	0,87
R1M'	-17,88%*	4,78%	-17,79%	-12,98%	-22,94%	-5,12
R2M'	-16,53%**	9,50%	-17,81%	-4,11%	-26,39%	-2,04
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=4)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	24,83%	47,03%	8,47%	92,69%	-10,29%	1,47
ER1M	8,56%	41,21%	-0,98%	66,69%	-30,49%	0,93
ER2M	12,46%	36,97%	6,04%	62,34%	-24,60%	1,09
ER1M'	-12,48%	8,67%	-13,96%	-0,59%	-21,41%	-1,57
ER2M'	-8,19%	17,25%	-16,14%	17,66%	-18,12%	0,02

σημ.: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

Ο Πίνακας 17 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της υποτιμολόγησης για τις εταιρείες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το έτος 2007.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 17 η απόδοση R1M' είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο τουλάχιστον 1% και η απόδοση R2M' είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Το 2007 εισήχθησαν 4 εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Πρέπει να σημειωθεί ότι για τις τρεις από τις τέσσερις εισαγωγές του έτους 2007 δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για τον υπολογισμό των αποδόσεων ενός έτους με αποτέλεσμα να μην έχει νόημα ο υπολογισμός των αποδόσεων R1Y, ER1Y, R1Y' και ER1Y' για μία μόνο εταιρεία. Οι μέσες αποδόσεις του μήνα και του διμήνου που υπολογίζονται με βάση την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, δηλαδή οι R1M' και R2M', είναι αρνητικές.

Συνοψίζοντας λοιπόν την ανάλυση της υποτιμολόγησης ανά έτος διαπιστώνεται ότι το έτος με τις μεγαλύτερες μέσες αποδόσεις, όπου το φαινόμενο της υποτιμολόγησης είναι εντονότερο, είναι το 2001, ενώ το έτος όπου παρατηρήθηκαν οι μικρότερες μέσες αποδόσεις είναι το 2004. Σε συνδυασμό με το γεγονός ότι ο αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν κατά το έτος 2001 ισοδυναμεί με το 1/3 των εταιρειών του δείγματος, προκύπτει ότι τα αποτελέσματα της επταετίας επηρεάζονται σημαντικά από τα αντίστοιχα του έτους 2001.

7.2 Μετοχική σύνθεση εταιρειών

Το εξεταζόμενο δείγμα για την μετοχική σύνθεση περιλαμβάνει όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές εταιρειών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007 και για τις οποίες ήταν διαθέσιμα τα ενημερωτικά δελτία των εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα αποτελείται από 67 εταιρείες. Βασική πηγή άντλησης στοιχείων για τον υπολογισμό των μεταβλητών αποτέλεσαν τα ενημερωτικά δελτία εισαγωγής των εταιρειών.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την ανάλυση των μεταβλητών της μετοχικής σύνθεσης παρουσιάζονται στον Πίνακα 18.

ΠΙΝΑΚΑΣ 18 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΝΕΟΕΙΣΑΧΘΕΝΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2001-2007						
(A) ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (n=67)						
Μεταβλητή	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
Ποσοστό Εσωτερικών Μετόχων	50,43%*	41,62%	59,46%	100%	0%	9,92
Ποσοστό Μεγαλύτερου Μετόχου	57,46%*	28,11%	55,25%	100%	4,20%	16,74
Ποσοστό Νέων Μετόχων	20,58%*	6,21%	21,00%	34,84%	4,96%	27,11
(B) ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ (n=67)						
Ψευδομεταβλητή	Αριθμός εταιρειών		Ποσοστό			
Ύπαρξη Εξωτερικών Μεγαλομετόχων	47		70,15%			
Ύπαρξη Εταιρικών Μεγαλομετόχων	38		56,72%			

σημ.: * στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 18 όλα τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο τουλάχιστον 1% καθώς όλα τα t-statistic των μεταβλητών είναι μεγαλύτερα από 2,58.

Πιο αναλυτικά από τον Πίνακα 18(A) παρατηρείται ότι η ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων στο δείγμα ανέρχεται κατά μέσο όρο στο ποσοστό της τάξεως του 50,43%. Συνεπώς η ιδιοκτησία των εξωτερικών μετόχων ανέρχεται σε ποσοστό της τάξεως του 49,57% κάτι που δείχνει μια ισορροπία στην ιδιοκτησία ανάμεσα στις δύο κατηγορίες μετόχων. Επίσης το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου ανέρχεται, κατά μέσο όρο, σε ποσοστό της τάξεως του 57,46% και παρουσιάζεται υψηλότερο από αντίστοιχα ποσοστά σε άλλες μελέτες όπως των Kutsuna, Okamura & Cowling (2002) όπου είναι 34,44%, με αποτέλεσμα να υφίσταται μια αρκετά συγκεντρωμένη ιδιοκτησία πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Το ποσοστό των νέων μετόχων μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, είναι κατά μέσο όρο 20,58% με ένα εύρος τιμών από 4,96% έως 34,84% και αρκετά χαμηλή τυπική απόκλιση (6,21%). Συνεπώς πωλείται ένα σημαντικό ποσοστό των εταιρειών κατά την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με το αντίστοιχο ποσοστό στην έρευνα της Hill (2006) για το Ηνωμένο Βασίλειο να ανέρχεται στο 27,6%.

Από τον Πίνακα 18(B) προκύπτει ότι η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων υφίσταται σε ποσοστό 70,15% επί του συνόλου των εταιρειών του δείγματος. Οπότε υπάρχει αντίθεση με τις μελέτες των Brennan & Franks (1997) και Stoughton & Zechner (1998), που θεωρούν ότι τα διευθυντικά στελέχη θέλουν να κρατήσουν μακριά και να προσελκύσουν, αντίστοιχα, τους μεγαλομετόχους κατά την δημόσια εγγραφή, αφού η ύπαρξή τους είναι κανόνας για τις περισσότερες εταιρείες πριν την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ανάλογα αποτελέσματα προέκυψαν και στην μελέτη των Field & Sheehan (2004) με το ποσοστό της παρουσίας των εξωτερικών μεγαλομετόχων να ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα της τάξεως του 83%. Επίσης προκύπτει ότι το ποσοστό της ύπαρξης εταιρικών μεγαλομετόχων στο δείγμα ανέρχεται στο 56,72% με το αντίστοιχο στην έρευνα των Field & Sheehan (2004) να ανέρχεται στο 71%, δηλαδή σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες του δείγματος μια άλλη επιχείρηση είναι ιδιοκτήτης της προς εισαγωγή εταιρείας με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%.

7.3 Συσχέτιση υποτιμολόγησης και μετοχικής σύνθεσης

Όπως προαναφέρθηκε το εξεταζόμενο δείγμα αποτελείται από αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007 και για τις οποίες ήταν διαθέσιμα τα ενημερωτικά δελτία των εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα το δείγμα αποτελείται από 67 εταιρείες. Από το δείγμα αυτό προκύπτει ο διαχωρισμός των εταιρειών όπως περιγράφεται αναλυτικά στην μεθοδολογία.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τον υπολογισμό της υποτιμολόγησης με βάση τις μεταβλητές της μετοχικής σύνθεσης και προσδιορίζουν την σχέση ανάμεσα στο φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών και της μετοχικής σύνθεσης των εταιρειών παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

Ο Πίνακας 19 παρουσιάζει την υποτιμολόγηση σε σχέση με το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19
ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007

ΜΕΡΟΣ (Α)

Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Υψηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τους Εσωτερικούς Μετόχους

(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	24,59%**	48,89%	6,45%	183,33%	-24,38%	2,36
R1M	16,83%	56,65%	13,15%	215,24%	-50,32%	1,39
R2M	21,93%	68,61%	13,40%	226,91%	-74,23%	1,46
R1Y	-10,98%	50,01%	-25,69%	113,60%	-81,39%	-1,03
R1M'	-6,82%	23,28%	-12,28%	40,35%	-41,29%	-1,37
R2M'	-0,77%	54,47%	-11,10%	215,44%	-74,80%	-0,06
R1Y'	-21,37%**	49,55%	-36,93%	94,34%	-81,80%	-2,02

(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	25,57%**	48,21%	10,60%	182,07%	-16,72%	2,49
ER1M	18,83%	55,40%	14,17%	217,29%	-40,15%	1,59
ER2M	23,61%	64,09%	14,20%	199,97%	-67,68%	1,73
ER1Y	-13,76%	59,21%	-19,64%	120,19%	-98,81%	-1,06
ER1M'	-5,72%	20,99%	-9,46%	32,13%	-34,91%	-1,28
ER2M'	-0,01%	49,95%	-10,07%	195,78%	-73,71%	0,00
ER1Y'	-25,21%**	54,51%	-42,91%	121,40%	-106,08%	-2,12

ΜΕΡΟΣ (Β)

Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Χαμηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τους Εσωτερικούς Μετόχους

(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	0,74%	21,08%	-3,91%	68,48%	-37,50%	0,17
R1M	-4,94%	24,50%	-14,63%	56,97%	-35,00%	-0,95
R2M	-7,94%	29,00%	-14,30%	58,79%	-41,79%	-1,25
R1Y	-3,34%	32,92%	-8,90%	75,00%	-57,71%	-0,48
R1M'	-5,73%**	12,88%	-5,29%	21,08%	-25,15%	-2,09
R2M'	-8,53%	21,84%	-10,10%	59,46%	-46,82%	-1,79
R1Y'	-0,91%	38,08%	-12,13%	95,35%	-61,36%	-0,11

(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	0,99%	23,22%	-2,69%	70,99%	-34,46%	0,20
ER1M	-4,02%	27,12%	-9,01%	63,18%	-35,09%	-0,70
ER2M	-4,87%	28,08%	-10,75%	64,82%	-37,78%	-0,81
ER1Y	-7,77%	29,03%	-9,73%	73,15%	-47,06%	-1,23
ER1M'	-5,30%**	11,22%	-4,66%	14,00%	-25,43%	-2,22
ER2M'	-6,28%	15,91%	-5,53%	28,95%	-35,17%	-1,85
ER1Y'	-5,98%	32,69%	-18,07%	83,52%	-50,21%	-0,84

σημ.: ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 19(A) οι αποδόσεις R1D, R1Y' ER1D και ER1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%, ενώ από τον Πίνακα 19(B) προκύπτει ότι οι αποδόσεις R1M' και ER1M' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%.

Εξετάζοντας την υποτιμολόγηση για τις 22 εταιρείες που έχουν τα υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων, στους οποίους, όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, ανήκουν τα μέλη της διοίκησης, τα μέλη των οικογενειών τους, τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη και οι υπάλληλοι της εταιρείας, προκύπτει ότι η απλή υποτιμολόγηση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι 24,59% και η υπερβάλλουσα 25,57%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 22 εταιρείες που έχουν τα χαμηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Συμπερασματικά, λοιπόν, προκύπτει ότι η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι θετική. Συνεπώς η ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων και η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης είναι γεγονότα που ενισχύει το ένα το άλλο (reinforcement effect), αποτέλεσμα που συμφωνεί με εκείνο της μελέτης του Su (2004).

Εντούτοις οι ετήσιες αποδόσεις εμφανίζουν αντίθετο αποτέλεσμα. Η απλή υποτιμολόγηση κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης είναι -21,37% και η υπερβάλλουσα -25,21%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 22 εταιρείες που έχουν τα χαμηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Επομένως οι αποδόσεις κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μικρότερες όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική.

Ο Πίνακας 20 παρουσιάζει την υποτιμολόγηση σε σχέση με το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 20
ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΥ ΜΕΤΟΧΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007

ΜΕΡΟΣ (Α)

Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Υψηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τον Μεγαλύτερο Μέτοχο

(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	16,30%**	33,44%	1,08%	108,70%	-16,32%	2,29
R1M	7,53%	28,79%	8,73%	69,44%	-37,37%	1,23
R2M	22,74%***	56,50%	19,73%	226,91%	-38,93%	1,89
R1Y	3,68%	47,18%	-6,06%	121,21%	-52,47%	0,37
R1M'	-6,11%	18,52%	-6,62%	40,35%	-41,29%	-1,55
R2M'	7,50%	51,41%	-6,08%	215,44%	-33,04%	0,68
R1Y'	-6,59%	44,39%	-14,40%	94,34%	-64,39%	-0,70

(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	18,50%**	33,26%	1,61%	112,81%	-9,42%	2,61
ER1M	11,11%	28,76%	11,25%	66,69%	-36,36%	1,81
ER2M	22,76%**	52,35%	18,60%	199,97%	-38,49%	2,04
ER1Y	-1,27%	55,90%	-1,72%	120,19%	-79,84%	-0,11
ER1M'	-4,82%	16,74%	-2,76%	30,00%	-32,12%	-1,35
ER2M'	5,04%	46,99%	-5,53%	195,78%	-34,47%	0,50
ER1Y'	-13,61%	48,29%	-22,32%	121,40%	-77,77%	-1,32

ΜΕΡΟΣ (Β)

Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Χαμηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τον Μεγαλύτερο Μέτοχο

(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	9,65%	48,23%	-4,90%	183,33%	-37,50%	0,94
R1M	7,27%	53,54%	-5,61%	215,24%	-35,17%	0,64
R2M	-1,80%	49,20%	-14,36%	159,05%	-74,23%	-0,17
R1Y	-0,27%	77,75%	-23,30%	253,81%	-81,39%	-0,02
R1M'	-1,55%	20,06%	-4,55%	65,79%	-36,60%	-0,36
R2M'	-8,47%	33,45%	-11,14%	107,89%	-74,80%	-1,16
R1Y'	5,57%	90,32%	-17,71%	294,74%	-81,80%	0,29

(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)

Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	10,49%	47,64%	-1,01%	182,07%	-34,46%	1,03
ER1M	9,25%	53,72%	-4,98%	217,29%	-34,28%	0,81
ER2M	2,58%	48,71%	-7,83%	165,08%	-67,68%	0,25
ER1Y	-4,76%	76,29%	-20,10%	258,58%	-98,81%	-0,29
ER1M'	-0,47%	18,02%	-2,45%	57,98%	-34,91%	-0,12
ER2M'	-5,13%	29,83%	-8,20%	92,25%	-73,71%	-0,81
ER1Y'	-0,45%	80,66%	-23,75%	234,10%	-106,08%	-0,03

σημ: ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%
 *** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 20(A) οι αποδόσεις R1D, ER1D και ER2M είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% και η απόδοση R2M είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%, ενώ από τον Πίνακα 20(B) προκύπτει ότι οι αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Εξετάζοντας την υποτιμολόγηση για τις 22 εταιρείες που έχουν τα υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου, προκύπτει ότι η απλή υποτιμολόγηση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι 16,30% και η υπερβάλλουσα 18,50%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 22 εταιρείες που έχουν τα χαμηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Συνεπώς, προκύπτει ότι η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι θετική. Αυτό συνεπάγεται ότι όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η ιδιοκτησία τόσο μεγαλύτερη είναι και η υποτιμολόγηση.

Επίσης και οι αποδόσεις μετά από δύο μήνες διαπραγμάτευσης εμφανίζουν το ίδιο αποτέλεσμα. Η απλή υποτιμολόγηση μετά από δύο μήνες διαπραγμάτευσης είναι 22,74% και η υπερβάλλουσα 22,76%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 22 εταιρείες που έχουν τα χαμηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν.

Ο Πίνακας 21 παρουσιάζει την υποτιμολόγηση σε σχέση με το ποσοστό ιδιοκτησίας των νέων μετόχων. Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα του πίνακα καμία απόδοση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επομένως δεν εμφανίζεται σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσοστού ιδιοκτησίας των νέων μετόχων, σε αντίθεση με την μελέτη των Pham, Kalev & Steen (2003) όπου εμφανίζεται θετική σχέση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 21						
ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ						
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007						
ΜΕΡΟΣ (Α)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Υψηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τους Νέους Μετόχους						
(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	5,37%	18,47%	-1,19%	68,48%	-16,32%	1,36
R1M	2,53%	23,88%	4,10%	56,97%	-37,37%	0,50
R2M	1,52%	28,08%	-5,83%	58,79%	-38,42%	0,25
R1Y	14,01%	48,08%	14,15%	121,21%	-47,37%	1,27
R1M'	-2,91%	15,01%	-2,79%	21,08%	-25,16%	-0,91
R2M'	-3,89%	21,00%	-5,30%	59,46%	-28,89%	-0,87
R1Y'	9,51%	44,25%	0,59%	95,35%	-56,47%	0,94
(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	6,09%	18,90%	0,71%	70,99%	-19,58%	1,51
ER1M	3,28%	24,94%	1,41%	63,18%	-36,36%	0,62
ER2M	1,41%	28,45%	1,42%	64,82%	-38,49%	0,23
ER1Y	-0,09%	53,01%	0,19%	93,25%	-73,22%	-0,01
ER1M'	-3,13%	13,24%	-2,43%	18,33%	-31,49%	-1,11
ER2M'	-5,12%	17,81%	-2,85%	28,95%	-34,47%	-1,35
ER1Y'	-5,68%	47,99%	-12,63%	83,52%	-72,28%	-0,52
ΜΕΡΟΣ (Β)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Χαμηλό Ποσοστό Ιδιοκτησίας από τους Νέους Μετόχους						
(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=22)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	6,91%	48,06%	-6,86%	183,33%	-37,50%	0,67
R1M	3,15%	55,16%	-17,15%	215,24%	-38,59%	0,27
R2M	-2,37%	49,25%	-23,56%	159,05%	-43,18%	-0,23
R1Y	-5,17%	76,99%	-27,82%	253,81%	-57,71%	-0,32
R1M'	-3,90%	19,83%	-5,48%	65,79%	-29,65%	-0,92
R2M'	-7,69%	30,11%	-12,40%	107,89%	-46,82%	-1,20
R1Y'	1,71%	88,92%	-21,84%	294,74%	-80,42%	0,09
(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=22)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	8,43%	48,31%	-5,47%	182,07%	-34,46%	0,82
ER1M	5,89%	56,12%	-14,85%	217,29%	-35,08%	0,49
ER2M	3,91%	49,00%	-12,35%	165,08%	-37,78%	0,37
ER1Y	-4,22%	71,67%	-17,52%	258,58%	-79,70%	-0,28
ER1M'	-2,68%	18,19%	-4,60%	57,98%	-27,57%	-0,69
ER2M'	-3,08%	25,71%	-9,18%	92,25%	-35,17%	-0,56
ER1Y'	0,61%	74,99%	-21,42%	234,10%	-74,92%	0,04

Ο Πίνακας 22 παρουσιάζει την υποτιμολόγηση σε σχέση με την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομέτοχου.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 22(A) οι αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές ενώ από τον Πίνακα 22(B) προκύπτει ότι οι αποδόσεις R1D και ER1D είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% και οι αποδόσεις ER2M και ER1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10%.

Εξετάζοντας την υποτιμολόγηση για τις 20 εταιρείες που δεν έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο, προκύπτει ότι η απλή υποτιμολόγηση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι 29,83% και η υπερβάλλουσα 30,06%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 47 εταιρείες που έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Συνεπώς, προκύπτει ότι η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν δεν υπάρχει εξωτερικός μεγαλομέτοχος, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική. Σε μελέτη των Field & Sheehan (2004) προέκυψε ότι η υποτιμολόγηση δεν έχει σχέση με την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομέτοχου.

Επίσης και η υπερβάλλουσα απόδοση μετά από δύο μήνες διαπραγμάτευσης εμφανίζει αρνητική σχέση με την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομέτοχου. Η υπερβάλλουσα υποτιμολόγηση μετά από δύο μήνες διαπραγμάτευσης για τις 20 εταιρείες που δεν έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο είναι 24,46%, ενώ η αντίστοιχη απόδοση για τις 47 εταιρείες που έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντη, δηλαδή μηδέν. Τέλος, υπάρχουν ενδείξεις ότι το αποτέλεσμα αντιστρέφεται μετά από ένα χρόνο διαπραγμάτευσης, καθώς η απόδοση ER1Y' για τις 20 εταιρείες που δεν έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο είναι -20,85%, ενώ η αντίστοιχη απόδοση για τις 47 εταιρείες που έχουν εξωτερικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντη, δηλαδή μηδέν. Εντούτοις το επίπεδο σημαντικότητας είναι χαμηλό, οπότε το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι ιδιαίτερα ισχυρό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 22						
ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΥΠΑΡΞΗ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ						
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007						
ΜΕΡΟΣ (Α)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Εξωτερικό Μεγαλομέτοχο						
(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=47)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	5,34%	29,10%	0,50%	146,54%	-37,50%	1,26
R1M	1,15%	28,75%	-3,08%	109,23%	-50,32%	0,27
R2M	1,40%	29,54%	-1,54%	58,79%	-43,18%	0,32
R1Y	0,95%	60,18%	-11,64%	253,81%	-70,62%	0,11
R1M'	-3,10%	18,12%	-4,72%	65,79%	-37,14%	-1,17
R2M'	-2,06%	26,50%	-5,76%	107,89%	-41,65%	-0,53
R1Y'	1,31%	66,59%	-12,13%	294,74%	-73,11%	0,13
(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=47)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	6,92%	29,81%	0,99%	149,18%	-34,46%	1,59
ER1M	3,56%	30,49%	-0,05%	117,28%	-40,15%	0,80
ER2M	4,38%	30,29%	-6,08%	70,02%	-37,78%	0,99
ER1Y	-7,48%	62,02%	-14,94%	258,58%	-92,57%	-0,81
ER1M'	-2,35%	15,86%	-2,48%	57,98%	-32,72%	-1,02
ER2M'	-0,92%	22,38%	-5,88%	92,25%	-34,47%	-0,28
ER1Y'	-9,28%	62,05%	-18,83%	234,10%	-90,21%	-1,00
ΜΕΡΟΣ (Β)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες χωρίς Εξωτερικό Μεγαλομέτοχο						
(Α) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=20)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	29,83%**	52,17%	6,45%	183,33%	-16,32%	2,56
R1M	21,41%	57,50%	15,93%	215,24%	-38,59%	1,67
R2M	23,07%	71,48%	4,89%	226,91%	-74,23%	1,44
R1Y	-4,24%	55,07%	-25,69%	113,60%	-81,39%	-0,34
R1M'	-6,21%	22,90%	-11,91%	40,35%	-41,29%	-1,21
R2M'	-2,91%	57,50%	-14,30%	215,44%	-74,80%	-0,23
R1Y'	-19,11%	52,12%	-36,93%	94,34%	-81,80%	-1,60
(Β) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=20)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	30,06%**	51,59%	8,37%	182,07%	-11,89%	2,61
ER1M	22,41%	55,76%	17,11%	217,29%	-36,36%	1,80
ER2M	24,46%***	66,12%	10,69%	199,97%	-67,68%	1,65
ER1Y	-5,80%	61,48%	-19,64%	120,19%	-98,81%	-0,41
ER1M'	-5,44%	19,72%	-6,22%	30,00%	-34,91%	-1,23
ER2M'	-1,75%	52,37%	-10,93%	195,78%	-73,71%	-0,15
ER1Y'	-20,85%***	54,27%	-32,46%	121,40%	-106,08%	-1,68

σημ: ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

*** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

Ο Πίνακας 23 παρουσιάζει την υποτιμολόγηση σε σχέση με την ύπαρξη εταιρικού μεγαλομέτοχου.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 23(A) οι αποδόσεις R1M' και ER1Y' είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10%, ενώ από τον Πίνακα 23(B) προκύπτει ότι οι αποδόσεις R1D, R1M, R2M, ER1D, ER1M και ER2M είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%.

Εξετάζοντας την υποτιμολόγηση για τις 29 εταιρείες που δεν έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο, προκύπτει ότι η απλή υποτιμολόγηση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι 25,43% και η υπερβάλλουσα 26,20%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 38 εταιρείες που έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Συνεπώς, προκύπτει ότι η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν δεν υπάρχει εταιρικός μεγαλομέτοχος, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική.

Επίσης και οι αποδόσεις μετά από ένα και δύο μήνες διαπραγμάτευσης εμφανίζουν αρνητική σχέση με την ύπαρξη εταιρικού μεγαλομέτοχου. Η απλή υποτιμολόγηση μετά από ένα μήνα διαπραγμάτευσης για τις 29 εταιρείες που δεν έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι 18,85% και η υπερβάλλουσα 20,15%, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις για τις 38 εταιρείες που έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδέν. Ακόμα, η απλή υποτιμολόγηση μετά από δύο μήνες διαπραγμάτευσης για τις 29 εταιρείες που δεν έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι 20,36% και η υπερβάλλουσα 21,34% , ενώ η αντίστοιχη απόδοση για τις 38 εταιρείες που έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντη, δηλαδή μηδέν. Τέλος, υπάρχουν ενδείξεις ότι το προηγούμενο αποτέλεσμα επαληθεύεται και μετά από ένα χρόνο διαπραγμάτευσης, καθώς η απόδοση ER1Y' για τις 38 εταιρείες που έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι -14,04%, ενώ η αντίστοιχη απόδοση για τις 29 εταιρείες που δεν έχουν εταιρικό μεγαλομέτοχο είναι στατιστικά ασήμαντη, δηλαδή μηδέν. Εντούτοις το επίπεδο σημαντικότητας είναι χαμηλό, οπότε το αποτέλεσμα αυτό δεν είναι ιδιαίτερα ισχυρό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 23						
ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΥΠΑΡΞΗ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΜΕΓΑΛΟΜΕΤΟΧΟΥ						
ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2001-2007						
ΜΕΡΟΣ (Α)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες με Εταιρικό Μεγαλομέτοχο						
(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=38)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	2,90%	20,70%	-1,34%	68,48%	-37,50%	0,86
R1M	-1,70%	24,58%	-4,08%	56,97%	-37,37%	-0,43
R2M	-1,67%	28,92%	-4,42%	58,79%	-38,93%	-0,36
R1Y	-5,26%	54,06%	-20,81%	253,81%	-70,62%	-0,58
R1M'	-4,26%***	15,42%	-4,92%	31,09%	-32,30%	-1,70
R2M'	-4,42%	21,14%	-7,75%	59,46%	-33,04%	-1,29
R1Y'	-5,65%	49,91%	-12,37%	208,30%	-73,11%	-0,68
(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=38)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	4,38%	22,20%	0,39%	70,99%	-34,46%	1,22
ER1M	0,82%	27,14%	-0,41%	63,18%	-36,36%	0,19
ER2M	2,01%	30,97%	-6,46%	70,02%	-38,49%	0,40
ER1Y	-11,60%	58,75%	-20,41%	258,58%	-92,57%	-1,19
ER1M'	-3,35%	14,09%	-2,47%	32,13%	-31,49%	-1,47
ER2M'	-2,57%	18,82%	-4,89%	46,47%	-34,47%	-0,84
ER1Y'	-14,04%***	51,00%	-19,43%	197,88%	-90,21%	-1,65
ΜΕΡΟΣ (Β)						
Υποτιμολόγηση σε Εταιρείες χωρίς Εταιρικό Μεγαλομέτοχο						
(I) ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS) (n=29)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
R1D	25,43%**	51,72%	3,64%	183,33%	-27,62%	2,65
R1M	18,85%**	52,54%	9,33%	215,24%	-50,32%	1,93
R2M	20,36%**	61,21%	8,51%	226,91%	-74,23%	1,79
R1Y	5,41%	63,88%	-11,15%	185,71%	-81,39%	0,45
R1M'	-3,74%	24,21%	-6,29%	65,79%	-41,29%	-0,83
R2M'	0,45%	52,85%	-8,57%	215,44%	-74,80%	0,05
R1Y'	-3,60%	77,53%	-27,58%	294,74%	-81,80%	-0,25
(II) ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS) (n=29)						
Απόδοση	Μέση Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Διάμεσος	Μέγιστο	Ελάχιστο	t-stat
ER1D	26,20%**	51,02%	5,52%	182,07%	-18,75%	2,77
ER1M	20,15%**	51,21%	10,42%	217,29%	-40,15%	2,12
ER2M	21,34%**	56,48%	13,52%	199,97%	-67,68%	2,03
ER1Y	-1,04%	65,20%	-10,25%	139,32%	-98,81%	-0,08
ER1M'	-3,18%	20,49%	-6,46%	57,98%	-34,91%	-0,84
ER2M'	0,68%	47,01%	-9,47%	195,78%	-73,71%	0,08
ER1Y'	-11,01%	70,18%	-27,27%	234,10%	-106,08%	-0,83

σημ.: ** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5%

*** στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Η παρούσα εργασία εξετάζει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης σε σχέση με την μετοχική σύνθεση των εταιρειών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις στην βραχυχρόνια και την μακροχρόνια περίοδο σε σχέση με την ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων, την ιδιοκτησία του μεγαλύτερου μετόχου, την ιδιοκτησία των νέων μετόχων, την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομετόχου και την ύπαρξη εταιρικού μεγαλομετόχου. Χρησιμοποιήθηκε δείγμα 79 εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου 2001 μέχρι και την 31η Δεκεμβρίου 2007.

Αρχικά, αναλύοντας το δείγμα συγκεντρωτικά για την υποτιμολόγηση, προκύπτει ότι οι μετοχές εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποτιμημένες και παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, γεγονός που υποδεικνύει ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης χαρακτηρίζει και την ελληνική αγορά. Προκύπτει ότι για το σύνολο των αρχικών δημοσίων εγγραφών της περιόδου 2001-2007 η μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας ήταν 18,87%, κάτι που έρχεται σε συμφωνία με αποτελέσματα άλλων επιστημονικών ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί διεθνώς για την μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών, αποδεικνύοντας για άλλη μια φορά ότι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές αποτελεί για τους επενδυτές μια ιδιαίτερα ελκυστική επενδυτική επιλογή. Εντούτοις, από τα αποτελέσματα της ανάλυσης των στοιχείων του δείγματος, φαίνεται ότι οι αντίστοιχες τυπικές αποκλίσεις των τιμών των μετοχών παίρνουν υψηλές τιμές, γεγονός που σημαίνει ότι η συμμετοχή σε μια αρχική δημόσια εγγραφή ενέχει ταυτόχρονα υψηλό κίνδυνο για τους επενδυτές.

Επίσης, αναλύοντας το δείγμα συγκεντρωτικά για την μετοχική σύνθεση, προκύπτει ότι η ιδιοκτησία των εσωτερικών μετόχων στο δείγμα ανέρχεται κατά μέσο όρο στο ποσοστό της τάξεως του 50,43%. Συνεπώς η ιδιοκτησία των εξωτερικών μετόχων ανέρχεται σε ποσοστό της τάξεως του 49,57% κάτι που δείχνει μια ισορροπία στην ιδιοκτησία ανάμεσα στις δύο

κατηγορίες μετόχων. Επίσης το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου ανέρχεται σε ποσοστό της τάξεως του 57,46% και παρουσιάζεται υψηλότερο από αντίστοιχα ποσοστά σε άλλες μελέτες όπως των Kutsuna, Okamura & Cowling (2002) όπου είναι 34,44% με αποτέλεσμα να υφίσταται μια αρκετά συγκεντρωμένη ιδιοκτησία πριν την αρχική δημόσια εγγραφή. Το ποσοστό των νέων μετόχων μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, είναι κατά μέσο όρο 20,58%. Συνεπώς πωλείται ένα σημαντικό ποσοστό των εταιρειών κατά την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με το αντίστοιχο ποσοστό στην έρευνα της Hill (2006) για το Ηνωμένο Βασίλειο να ανέρχεται στο 27,6%. Ακόμα προκύπτει ότι η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων υφίσταται σε ποσοστό 70,15% επί του συνόλου των εταιρειών του δείγματος. Οπότε υπάρχει αντίθεση με τις μελέτες των Brennan & Franks (1997) και Stoughton & Zechner (1998), που θεωρούν ότι τα διευθυντικά στελέχη θέλουν να κρατήσουν μακριά και να προσελκύσουν, αντίστοιχα, τους μεγαλομετόχους κατά την δημόσια εγγραφή, αφού η ύπαρξή τους είναι κανόνας για τις περισσότερες εταιρείες πριν την είσοδό τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ανάλογα αποτελέσματα προέκυψαν και στην μελέτη των Field & Sheehan (2004) με το ποσοστό της παρουσίας των εξωτερικών μεγαλομετόχων να ανέρχεται σε υψηλότερα επίπεδα της τάξεως του 83%. Επίσης προκύπτει ότι το ποσοστό της ύπαρξης εταιρικών μεγαλομετόχων στο δείγμα ανέρχεται στο 56,72% με το αντίστοιχο στην έρευνα των Field & Sheehan (2004) να ανέρχεται στο 71%, δηλαδή σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες του δείγματος μια άλλη επιχείρηση είναι ιδιοκτήτης της προς εισαγωγή εταιρείας με ποσοστό μεγαλύτερο του 5%.

Τέλος, αναλύοντας το δείγμα ως προς την σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της μετοχικής σύνθεσης, προκύπτει ότι η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι θετική. Συνεπώς η ιδιοκτησία των εσωτερικών μεγαλομετόχων και η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης είναι γεγονότα που ενισχύει το ένα το άλλο (reinforcement effect), αποτέλεσμα που συμφωνεί με εκείνο της μελέτης του Su (2004). Αντιθέτως, οι αποδόσεις κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης μιας αρχικής

δημόσιας εγγραφής είναι μικρότερες όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας των εσωτερικών μετόχων είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική. Επίσης, η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλύτερου μετόχου είναι υψηλό, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι θετική. Αυτό συνεπάγεται ότι όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η ιδιοκτησία τόσο μεγαλύτερη είναι και η υποτιμολόγηση. Αντιθέτως, δεν εμφανίζεται σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσοστού ιδιοκτησίας των νέων μετόχων, σε αντίθεση με την μελέτη των Pham, Kalev & Steen (2003) όπου εμφανίζεται θετική σχέση. Ακόμα, η υποτιμολόγηση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι μεγαλύτερη όταν δεν υπάρχει εξωτερικός μεγαλομέτοχος, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική, σε αντίθεση με την μελέτη των Field & Sheehan (2004) όπου προέκυψε ότι η υποτιμολόγηση δεν έχει σχέση με την ύπαρξη εξωτερικού μεγαλομετόχου. Το ίδιο αποτέλεσμα προκύπτει και για την ύπαρξη εταιρικού μεγαλομετόχου, καθώς η υποτιμολόγηση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής προκύπτει μεγαλύτερη όταν δεν υπάρχει εταιρικός μεγαλομέτοχος, συνεπώς η σχέση μεταξύ τους είναι αρνητική.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

◆ Ξενόγλωση Βιβλιογραφία

- Balatbat M.C.A., S.L. Taylor and T.S. Walter (2004), 'Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings', *Accounting and Finance*, Vol.44, pp. 299-328.
- Booth, J.R. and L. Chua (1996), 'Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing', *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 291–310.
- Brennan, M. and J. Franks (1997), 'Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK', *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp. 391–413.
- Claessens S. and K. Tzioumis (2006), 'Ownership and Financing Structures of Listed and Large Non-listed Corporations', *Journal of Corporate Governance*, Vol. 14, pp. 266-276.
- Ebrhardt O. and E. Nowak (2003), 'The Effects of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure and Performance', *Journal of Small Business Management*, Vol.41, pp. 222-232.
- Field, L.C. and D.P. Sheehan (2004), 'IPO Underpricing and Outside Blockholdings', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 263–80.
- Filatotchev I. (2006), 'Effects of Executive Characteristics and Venture Capital Involvement on Board Composition and Share Ownership in IPO Firms', *British Journal of Management*, Vol. 17, pp. 75–92
- Harjoto M. and J. Garen (2005), 'Inside ownership beyond the IPO: the evolution of corporate ownership concentration', *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp. 661-679.
- Hill P. (2006), 'Ownership Structure and IPO Underpricing', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.33 (1) & (2), pp.102–126.
- Jain B.A. and O. Kini (1994), 'The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms', *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1699-1726.
- Kazantzis C., D. Thomas (1996), 'The IPO Puzzle and Institutional Constraints: Evidence from the Athens Stock Exchange', *Levis' – Empirical Issues in Raising Equity Capital*, 81- 94

- Kenourgios D.F., S. Papathanasiou and E.R. Melas (2007), 'Initial performance of Greek IPOs, underwriter's reputation and oversubscription', *Managerial Finance*, Vol. 33, pp. 332-343.
- Kim K.A., P. Kitsabunnarat and J.R. Nofsinger (2004), 'Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 355– 381.
- Kutsuna K., H. Okamura and M. Cowling (2002), 'Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies', *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, pp. 163– 181.
- Loughran T., J.R Ritter and K. Rydqvist (1994-updated 2007), 'Initial Public Offerings: International Insights, *Pacific-Basin Finance Journal*', Vol. 2, pp.165-199.
- Lee P., S. Taylor and T. Walter (1996), 'Australian IPO Pricing in the Short and the Long- Run', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20, pp.1189- 1210.
- Mello A.S and J.E. Parsons (1998), 'Going public and the ownership structure of the firm', *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 79-109.
- Mikkelson W.H, M.M. Partch and K. Shah (1997), 'Ownership and operating performance of companies that go public', *Financial Economics*, Vol. 44, pp. 281-307.
- Pagano, M. and A. Röell (1998), 'The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, pp. 187–225.
- Pham P.K, P.S. Kalev and A.B. Steen (2003), 'Underpricing, stock allocation, ownership structure and post-listing liquidity of newly listed firms', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, pp. 919–947.
- Ritter, J. (1991), 'The Long-run Performance of Initial Public Offerings', *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 3–27.
- Rock K. (1986), 'Why new issues are underpriced', *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.
- Roosenboom P. and T. van der Goot (2005). 'The effect of ownership and control on market valuation: Evidence from initial public offerings in The Netherlands', *International Review of Financial Analysis*, Vol. 14, pp. 43–59.
- Stoughton, N.M. and J. Zechner (1998), 'IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 45–77.
- Su D. (2004), 'Leverage, insider ownership, and the Underpricing of IPOs in China', *International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 14, pp. 37–54.

- Zheng S.X. and M. Li (2007), 'Underpricing, ownership dispersion, and aftermarket liquidity of IPO stocks',
- Zingales, L. (1995), 'Insider Ownership and the Decision to Go Public', Review of Economic Studies, Vol. 62, pp. 425–48.

◆ **Ελληνική Βιβλιογραφία**

- Εισαγωγή Στο Χ.Α.Α.- Εκδόσεις Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
- Νούνης Χ. (2000), 'Θεωρητική ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών τίτλων στο χρηματιστήριο', Οικονομικά Χρονικά-Διμηνιαία Έκδοση του Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδας, τεύχος 109, σελ. 33-37.
- Νούνης Χ. (2004), 'Οι Αρχικές Αποδόσεις των Ελληνικών Δημόσιων Εγγραφών κατά την περίοδο 1976-2003', Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, τεύχος 38, σελ.57-64.
- Παπαϊωάννου Γ.Ι., Ν.Γ. Τραυλός (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. - Αlpha Τράπεζα Πίστεως, σελ.215-278.
- Χαλικιάς Γ.Ι. (2001), 'Στατιστική-Μέθοδοι ανάλυσης για επιχειρηματικές αποφάσεις', Εκδόσεις Rosili και Ιωάννη Γ. Χαλικιά.

◆ **Ηλεκτρονικές Διευθύνσεις**

- www.ase.gr
- www.hcmc.gr
- www.iraj.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.newcompanies.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2001

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

Α/Α	Εταιρεία	Αγορά	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ	ΚΥΡΙΑ	20-23/02/01	15/03/01	6,16	21.535.500	132.658.680	1,50
2	FITCO	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	19-21/03/01	14/04/01	2,94	750.000	2.205.000	9,10
3	ΒΑΡΔΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	28-30/03/01	23/04/01	5,70	819.800	4.672.860	1,80
4	ΟΠΑΠ	ΚΥΡΙΑ	03-06/04/01	25/04/01	5,50	30.305.000	166.677.500	0,55
5	UNIBRAIN	ΝΕΧΑ	06-10/04/01	30/04/01	6,50	800.000	5.200.000	7,70
6	ΝΕΣΤΟΣ	ΚΥΡΙΑ	24-27/04/01	31/05/01	3,52	1.895.000	6.670.400	11,50
7	ΒΩΒΟΣ	ΚΥΡΙΑ	08-11/05/01	29/05/01	9,24	7.630.000	70.501.200	1,80
8	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	18-22/05/01	13/06/01	15,82	328.000	5.188.960	25,00
9	MEDICON	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	08-12/06/01	10/07/01	8,80	604.400	5.318.720	9,40
10	ΒΕΤΑΝΕΤ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	18-20/06/01	12/07/01	3,86	2.260.000	8.723.600	6,00
11	MOTOR OIL	ΚΥΡΙΑ	10-13/07/01	06/08/01	10,30	17.875.380	184.116.414	0,33
12	Ο.Λ.Θ.	ΚΥΡΙΑ	27/7-01/08/01	27/08/01	6,74	2.400.000	16.176.000	1,00
13	Ε.Υ.Α.Θ.	ΚΥΡΙΑ	24-29/08/01	21/09/01	3,94	4.100.000	16.154.000	2,50
14	ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ	ΚΥΡΙΑ	04-07/09/01	05/10/01	2,62	565.000	1.480.300	3,50
15	DOMUS	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	07-12/11/01	03/12/01	2,96	800.000	2.368.000	2,50
16	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΚΥΡΙΑ	13-16/11/01	30/11/01	3,30	7.000.000	23.100.000	12,00
17	RAINBOW COMPUTER	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	21-23/11/01	18/12/01	6,00	375.000	2.250.000	38,00
18	ALPHA TRUST ANDROMEDA	ΚΥΡΙΑ	27-30/11/01	19/12/01	2,96	1.000.000	2.960.000	2,50
19	ΔΕΗ	ΚΥΡΙΑ	04-07/12/01	12/12/01	12,70	35.000.000	444.500.000	1,80
20	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	ΝΕΧΑ	10-12/12/01	07/01/02	4,20	630.000	2.646.000	68,20
21	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	12-14/12/01	09/01/02	5,28	1.610.000	8.500.800	48,90
22	ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	13-18/12/01	11/01/02	2,55	1.600.000	4.080.000	2,20
23	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	17-19/12/01	08/01/02	3,30	1.276.200	4.211.460	31,88
24	NEXUS	ΚΥΡΙΑ	17-20/12/01	23/01/02	2,01	750.000	1.507.500	5,00

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2002

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

Α/Α	Εταιρεία	Αγορά	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	28-30/01/02	18/02/02	5,20	648.700	3.373.240	50,00
2	ALSINCO	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	13-15/02/02	14/03/02	2,53	1.005.000	2.542.650	45,00
3	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΓΕΙΕΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	25-27/02/02	20/03/02	3,72	1.003.350	3.732.462	53,49
4	COMPUCON	ΝΕΧΑ	06-08/03/02	02/04/02	9,60	612.000	5.875.200	85,00
5	Π&Κ Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	26-29/03/02	19/04/02	1,20	1.500.000	1.800.000	1,50
6	ΥΓΕΙΑ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ	ΚΥΡΙΑ	16-22/04/02	07/06/02	4,82	3.712.000	17.891.840	2,00
7	ΖΗΝΩΝ ΡΟΜΠΟΤΙΚΗΣ & ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	14-19/06/02	19/07/02	5,90	927.220	5.470.598	14,00
8	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	19-21/06/02	18/07/02	3,10	1.910.000	5.921.000	15,60
9	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	25-27/06/02	26/07/02	4,84	1.409.620	6.822.561	3,50
10	ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	03-05/07/02	02/08/02	4,80	633.000	3.038.400	17,50
11	ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	16-19/07/02	16/08/02	2,02	720.000	1.454.400	1,50
12	HITECH CONSULTANTS	ΝΕΧΑ	24-26/07/02	04/09/02	5,98	545.700	3.263.286	15,00
13	ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ	ΝΕΧΑ	28-30/08/02	25/09/02	4,20	1.809.600	7.600.320	15,00
14	LANTEC ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	13-17/09/02	10/10/02	5,50	1.300.030	7.150.165	4,60
15	EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	19-22/11/02	11/12/02	2,05	765.600	1.569.480	0,70
16	NEW MILLENNIUM Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	25-28/11/02	18/12/02	1,60	908.500	1.453.600	1,06
17	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	09-11/12/02	03/01/03	4,70	625.000	2.937.500	24,00
18	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	16-18/12/02	27/01/03	6,20	1.392.400	8.632.880	4,00

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2003

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

Α/Α	Εταιρεία	Αγορά	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	ΟΡΤΙΜΑ Α.Ε.Ε.Χ.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	23-27/01/03	27/02/03	2,28	650.000	1.482.000	1,80
2	ΣΑΡΑΝΤΗΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	04-06/02/03	13/03/03	1,05	1.259.300	1.322.265	5,40
3	ΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΟΣΤΙΚΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	10-12/02/03	14/03/03	1,82	950.000	1.729.000	1,20
4	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	14-17/04/03	20/05/03	5,50	1.765.000	9.707.500	1,20
5	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	ΝΕΧΑ	05-07/05/03	30/05/03	6,70	534.790	3.583.093	3,18
6	ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	04-06/06/03	07/07/03	5,16	1.336.800	6.897.888	3,00
7	ΙΡΙΡΟΤΙΚΙ SOFTWARE & PUBLICATIONS	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	17-19/06/03	10/07/03	5,82	1.392.200	8.102.604	2,85
8	ΑΣΤΡΑ Α.Ε.Ε.Χ.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	02-04/07/03	31/07/03	1,54	1.000.000	1.540.000	1,00
9	INTERFISH	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	04-08/07/03	30/07/03	4,70	715.000	3.360.500	8,00
10	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	16-18/07/03	06/08/03	6,30	897.700	5.655.510	17,00
11	Ο.Λ.Π	ΚΥΡΙΑ	23-25/07/03	08/08/03	8,80	6.072.000	53.433.600	16,50
12	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	10-12/09/03	14/10/03	1,82	1.634.510	2.974.808	16,60
13	PROFILE	ΝΕΧΑ	08-10/10/03	29/10/03	3,20	1.493.570	4.779.424	22,00
14	REVOIL	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	10-12/12/03	07/01/04	6,70	1.314.500	8.807.150	8,40

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2004

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

Α/Α	Εταιρεία	Αγορά	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	Ι.ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-Ι.ΛΑΓΠΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	21-23/01/04	16/02/04	2,28	1.309.600	2.985.888	4,05
2	ΙΛΥΔΑ Α.Ε.	ΝΕΧΑ	28-30/01/04	26/02/04	1,05	762.000	800.100	23,60
3	SPRIDER Α.Ε.	ΚΥΡΙΑ	05-10/02/04	24/02/04	1,82	7.726.450	14.062.139	2,77
4	ΕΛΙΝΟΙΛ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ Α.Ε.	ΚΥΡΙΑ	12-17/02/04	10/03/04	5,50	2.250.000	12.375.000	3,20
5	INTRAMET Α.Ε.	ΚΥΡΙΑ	17-20/02/04	15/03/04	6,70	5.240.000	35.108.000	2,98
6	EUROBROKERS S.A.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	10-12/03/04	08/04/04	5,16	1.200.000	6.192.000	1,40
7	ALPHA GRISSIN INFOTECH S.A.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	15-17/03/04	20/04/04	5,82	1.312.250	7.637.295	1,09
8	DELTA PROJECTS S.A.	ΝΕΧΑ	21-23/04/04	27/05/04	1,54	625.000	962.500	1,25
9	FHL MERMEREN KOMBINAT AD-ΕΛ.ΠΙΣ.	ΕΑΓΑΚ	28-30/04/04	21/05/04	4,70	446.380	2.097.986	2,35
10	GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	14-17/09/04	08/10/04	6,30	13.154.859	82.875.612	1,78

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2005

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

A/A	Εταιρεία	Αγορά-Κατηγορία	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	ΣΙΔΜΑ Α.Ε.	ΚΥΡΙΑ	12-15/04/05	10/05/05	5,30	2.381.000	12.619.300	1,40
2	ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	ΚΥΡΙΑ	15-20/04/05	11/05/05	1,95	700.000	1.365.000	1,88
3	ΕΒΙΚ Α.Ε.	ΝΕΧΑ	20-22/04/05	27/05/05	3,30	1.010.000	3.333.000	6,53
4	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.	ΚΥΡΙΑ	07-10/06/05	28/06/05	2,12	12.474.600	26.446.152	2,81
5	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	14-16/06/05	30/06/05	5,60	1.550.000	8.680.000	1,36
6	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΑΣ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	23-27/06/05	12/07/05	2,40	4.500.000	10.800.000	1,00
7	PROTON ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	15-19/12/05	22/12/05	5,00	3.500.000	17.500.000	7,62

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2006

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

A/A	Εταιρεία	Κατηγορία	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκάλυψης
1	EUROBANK PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.	ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	12-15/04/05	12/04/06	15,60	7.290.066	113.725.030	8,30
2	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	29-31/03/06	05/06/06	12,50	47.498.275	593.728.438	5,40

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Οι Νέες Εισαγωγές του Έτους 2007

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. (ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ)

Α/Α	Εταιρεία	Κατηγορία	Περίοδος Εγγραφών	Ημερομηνία Εισαγωγής	Τιμή Διάθεσης (σε €)	Αριθμός Μετοχών Δημόσιας Προσφοράς	Αντληθέντα Κεφάλαια (σε €)	Φορές Υπερκόλυσης
1	ΚΟΡΡΕΣ ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	27-29/03/07	12/04/07	7,20	1.525.000	10.980.000	27,30
2	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	27-29/06/07	11/07/07	7,60	17.255.448	131.141.405	16,60
3	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ	ΜΕΓΑΛΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	31/10-02/11/07	14/11/07	11,00	29.537.218	324.909.398	3,40
4	ΡΑΣΑΛ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	12-14/12/07	04/01/08	6,00	3.730.000	22.380.000	1,24