



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ»**

**Η ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΝΕΟΕΙΣΕΡΧΟΜΕΝΩΝ
ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ**

**Επιβλέπων Επίκουρος Καθηγητής: κ. Νικόλαος Τσαγκαράκης
Μεταπτυχιακός φοιτητής: Επαμεινώνδας Καραπάνος (Α.Μ:256)**

ΜΑΡΤΙΟΣ 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Μεταπτυχιακός φοιτητής: Επαμεινώνδας Καραπάνος (Α.Μ:256)-----	1
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ -----	2
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ-----	3
2. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ ΧΑΑ -----	5
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ & ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ 8	
3.1. Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά	8
3.1.1. Κύρια Αγορά-----	8
3.1.2. Παράλληλη Αγορά -----	10
3.1.3. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά -----	11
3.2. Διαδικασία εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο ΧΑΑ.....	13
3.3. Διαδικασία κατανομής μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό με τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής.....	17
3.3.1. Κύρια και Παράλληλη Αγορά -----	17
3.3.2. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά -----	21
3.4. Το κόστος εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο ΧΑΑ	24
3.4.1. Δικαιώματα Εγγραφής -----	24
▪ Κύρια και Παράλληλη Αγορά -----	24
▪ Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά -----	24
3.4.2 Δικαιώματα Διαπραγμάτευσης -----	25
▪ Κύρια Αγορά -----	25
▪ Παράλληλη Αγορά-----	26
▪ Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά -----	26
3.4.3. Εφάπαξ δικαίωμα εγγραφής μετοχών από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	26
3.5. Εισαγωγή μετοχών από ιδιωτική τοποθέτηση και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	27
4. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ -----	28
4.1. Θεωρίες σχετικές με το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης των IPOs	30
4.1.1. Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης	30
4.1.2. Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της τέλει πληροφόρησης-----	35
5. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ -----	38
6. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ -----	41
6.1. Μεθοδολογία	41
6.1.1. Απλές αποδόσεις (raw returns) -----	41
6.1.2. Υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns) -----	42
6.2. Εμπειρικά ευρήματα	43
6.2.1. Αποτελέσματα για τα συνολικά στοιχεία του δείγματος-----	43
6.2.2. Αποτελέσματα για την Κύρια Αγορά -----	45
6.2.3. Αποτελέσματα για την Παράλληλη Αγορά-----	46
7. ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ -----	48
- ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -----	50

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εργασία αυτή σκοπό έχει να εξετάσει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, και μάλιστα σε βραχυχρόνιο ορίζοντα (Short-run under pricing in Initial Public Offerings).

Με την ορολογία αυτή χαρακτηρίζεται ουσιαστικά το φαινόμενο, που παρατηρείται τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, οι τιμές των μετοχών εταιρειών που εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο να παρουσιάζουν μια εξαιρετικά ανοδική συμπεριφορά τους πρώτους μήνες μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους.

Η συμπεριφορά των νεοεισερχομένων εταιρειών έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών θεωρητικών και εμπειρικών μελετών στις κυριότερες διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές και φαίνεται ότι το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης αποτελεί κοινό χαρακτηριστικό. Συνοπτικά, η αιτία αυτού του φαινομένου έγκειται στο γεγονός ότι οι εταιρείες εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο (μέσω των αναδόχων τους) σε τιμές χαμηλότερες της πραγματικής τους αξίας, έτσι ώστε αυτές να καθίστανται ελκυστικότερες στο επενδυτικό κοινό με στόχο η έκδοση να υπερκαλυφθεί. Σε περίπτωση που η εισαγωγή των εταιρειών συμπέσει και με περίοδο «θερμού» χρηματιστηριακού κλίματος, το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών, και άρα της ανατίμησης της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών των αντίστοιχων εισηγμένων εταιρειών, γίνεται εντονότερο (hot issues). Ειδικότερα την τελευταία δεκαετία το συγκεκριμένο θέμα είναι πολύ δημοφιλές στην Ευρώπη, λόγω του συνεχώς αυξανόμενου αριθμού εταιρειών που εισάγονται στο Χρηματιστήριο.

Στην παρούσα εργασία εξετάζονται οι βραχυχρόνιες αποδόσεις των μετοχών των νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1/2000-3/2004, οπότε και πραγματοποιήθηκαν συνολικά 115 νέες εισαγωγές. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζονται οι μεταβολές στην τιμή της μετοχής μιας εταιρείας από την εισαγωγή της στο Χ.Α.Α. και εν συνεχεία κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης, 4 μήνες μετά (84^η μέρα), 8 μήνες μετά (168^η μέρα) και 12 μήνες μετά (250^η μέρα).

Η εργασία διαρθρώνεται ως εξής:

- στο 2^ο Κεφάλαιο, αναλύονται τα πλεονεκτήματα της εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο.
- στο 3^ο Κεφάλαιο, περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την εισαγωγή εταιρειών στο Χ.Α.Α., και αναλύεται γενικά η διαδικασία εισαγωγής.

- στο 4^ο Κεφάλαιο, πραγματοποιείται μια συνοπτική ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας, σχετικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των IPOs, καθώς επίσης και μια σύντομη αναφορά σε εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών πάνω στις αρχικές δημόσιες εγγραφές του Χ.Α.Α.
- στο 5^ο Κεφάλαιο, παρουσιάζεται το εξεταζόμενο δείγμα, οι δημόσιες εγγραφές οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά την πενταετία 1/2000-3/2004 στο ελληνικό χρηματιστήριο.
- στο 6^ο Κεφάλαιο αναλύεται η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί και παρατίθενται τα εμπειρικά αποτελέσματα της ανάλυσης, ενώ,
- στο 7^ο και τελευταίο Κεφάλαιο, αναλύονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την μελέτη των παραπάνω στοιχείων.

2. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

Τα βασικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν για μια εταιρεία από την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών της στο Χρηματιστήριο είναι τα ακόλουθα:

- 1. Αύξηση ρευστότητας.** Καθώς μια εταιρεία αναπτύσσεται και η αξία της αυξάνεται, συχνά οι ιδιοκτήτες της βρίσκονται να έχουν το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους συσσωρευμένο στην επιχείρηση. Οι μετοχές μιας εταιρείας η οποία δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες, καθώς η αγορά στην οποία μπορούν να διοχετευθούν είναι πολύ περιορισμένη. Κατά συνέπεια, σε περίπτωση που κάποιος από τους μετόχους θελήσει να μεταβιβάσει το μερίδιό του ή μέρος αυτού, προκειμένου να αυξήσει την ρευστότητά του, είναι δύσκολο να βρεθεί αγοραστής και, ακόμα και σε περίπτωση που βρεθεί, είναι δύσκολος ο υπολογισμός της αξίας, και κατά συνέπεια ο προσδιορισμός της τιμής, των μεταβιβαζόμενων μετοχών. Μέσω της εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο, μια εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει μια νέα αγορά για τις μετοχές της αυξάνοντας έτσι την ρευστότητά της και την αξία της. Η τιμή στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές της εταιρείας διαμορφώνεται στη χρηματιστηριακή αγορά βάσει της εκδηλούμενης προσφοράς και ζήτησης. Με την διάθεση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας σε εξωτερικούς επενδυτές, παρέχεται ταυτόχρονα στους βασικούς μετόχους της η δυνατότητα να ρευστοποιήσουν την θέση τους στην εταιρεία, διοχετεύοντας ενδεχομένως μέρος των κεφαλαίων τους σε εναλλακτικές τοποθετήσεις, επιτυγχάνοντας έτσι μεγαλύτερη διασπορά και ευελιξία στην κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων. Η αύξηση του βαθμού ρευστότητας κάνει κατά κανόνα ευκολότερη και την προσέλκυση νέων επενδύσεων στην εταιρεία.
- 2. Αντληση Κεφαλαίων.** Προκειμένου μια εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια μπορεί είτε να απευθυνθεί στους υπάρχοντες μετόχους της, είτε να προσπαθήσει να προσελκύσει νέους, είτε να στραφεί στον δανεισμό. Οι υπάρχοντες μέτοχοι ενδεχομένως να μην είναι σε θέση ή να μην επιθυμούν να αυξήσουν τις τοποθετήσεις τους στην εταιρεία, για λόγους διασποράς του κινδύνου τους. Η αναζήτηση εξωτερικών επενδυτών, είναι ιδιαίτερα δύσκολη, ιδίως σε περιπτώσεις εταιρειών στις οποίες οι παλαιοί μέτοχοι διατηρούν την πλειοψηφία των μετοχών, και κατά συνέπεια και αυξημένα δικαιώματα στην λήψη διοικητικών και διαχειριστικών αποφάσεων, γεγονός που αυξάνει την επικινδυνότητα της επένδυσης για νέους μετόχους. Ο δανεισμός κεφαλαίων έχει υψηλό ή πολλές

φορές απαγορευτικό κόστος και σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να υπερβαίνει κάποιο όριο. Με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο μια εταιρία μπορεί να αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια για την επίτευξη των επιχειρηματικών της στόχων, διαθέτοντας τις μετοχές της στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό, μέσω της διαδικασίας της δημόσιας εγγραφής. Δεδομένου ότι, μια εταιρεία, προκειμένου να πάρει έγκριση για να εισαχθεί στη χρηματιστηριακή αγορά αλλά και στη συνέχεια υφίσταται διαδοχικούς ελέγχους και πρέπει να πληροί ορισμένες προϋποθέσεις, καθώς και ότι μετά την εισαγωγή της υπάρχει ελεύθερη πληροφόρηση σχετικά με τα μεγέθη και τις επιχειρηματικές της κινήσεις, η αβεβαιότητα μειώνεται και η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην εταιρεία αυξάνεται. Έτσι, η εταιρεία καθίσταται περισσότερο ελκυστική σε δυνητικούς επενδυτές και επομένως είναι σε θέση να προσελκύσει ευκολότερα τα κεφάλαια που της χρειάζονται και τα οποία μπορεί να χρησιμοποιήσει για την επέκτασή της, την εξόφληση των χρεών της, για έρευνα και ανάπτυξη κ.α. Αλλά και μετά την αρχική εισαγωγή της, είναι ευκολότερο για μια εισηγμένη εταιρεία σε δεδομένη χρονική στιγμή να στραφεί στο επενδυτικό κοινό, προκειμένου να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια, μέσω της αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου. Το κόστος άντλησης κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς είναι κατά κανόνα χαμηλότερο και ο χρόνος που απαιτείται για την συγκέντρωσή τους μικρότερος απ' ό,τι σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Επιπλέον, έχει διαπιστωθεί ότι, οι εισηγμένες εταιρείες αποτιμώνται υψηλότερα από τις μη εισηγμένες που δραστηριοποιούνται στον αντίστοιχο κλάδο (public company multiple), αυξάνουν την πιστοληπτική τους ικανότητα και απολαμβάνουν ευνοϊκότερους χρηματοδοτικούς όρους.

- 3. Αποτίμηση της αξίας της εταιρείας.** Η αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας είναι μια δύσκολη διαδικασία η οποία διευκολύνεται σημαντικά εάν η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, καθώς η τιμή των μετοχών της στην αγορά είναι δεδομένη. Όταν η αξία μιας εταιρείας είναι καθορισμένη καθίσταται ευκολότερη και η διαπραγμάτευσή της, σε περιπτώσεις εξαγοράς ή συγχωνεύσεως, καθώς συχνά η αξία της μετοχής της μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μονάδα διαπραγμάτευσης, αντί μετρητών. Δεδομένης της ευκολότερης άντλησης πρόσθετων κεφαλαίων, μια εισηγμένη εταιρεία έχει αυξημένη δυνατότητα συμμετοχής σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις, γεγονός που μπορεί να αποτελέσει ουσιαστικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των μη εισηγμένων εταιρειών. Η χρησιμοποίηση της μετοχής μιας εταιρείας ως μονάδας διαπραγμάτευσης μπορεί

να αποφέρει επίσης και φορολογικά οφέλη, καθώς οι συντελεστές φορολόγησης των χρηματιστηριακών αποδόσεων είναι κατά κανόνα μικρότεροι από τους αντίστοιχους του εισοδήματος. Επιπλέον, μια εισηγμένη εταιρεία είναι σε καλύτερη θέση έναντι μιας μη εισηγμένης, σε περίπτωση που θέλει να δώσει στα στελέχη της μετοχικό κίνητρο (stock incentive), να τους διανείμει δηλαδή μετοχές ή δικαιώματα στην μετοχή της εταιρείας. Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως σε συνδυασμό με τον βασικό μισθό, αυξάνοντας τις αποδοχές του προσωπικού ανάλογα με την πορεία της μετοχής, προκειμένου η εταιρεία να προσελκύσει και να διατηρήσει στελέχη υψηλής κατάρτισης. Γενικότερα, η κατοχή μετοχών διαπραγματεύσιμων στο Χρηματιστήριο προτιμάται από τα στελέχη μιας εταιρείας, καθώς η αξία τους είναι ευκολότερα υπολογίσιμη και ο βαθμός ρευστότητάς τους μεγαλύτερος. Η κατοχή μετοχών της εταιρείας δίνει ένα επιπλέον ηθικό και οικονομικό κίνητρο στους εργαζόμενους, οι οποίοι γίνονται συμμετοχοί στα κέρδη της εταιρείας, συμβάλλει στην αύξηση της αποδοτικότητας της εργασίας τους και μπορεί να αποφέρει καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα και μια επιτυχημένη πορεία για την εταιρεία. Τέλος, επισημαίνεται ότι το εισόδημα που προκύπτει για τους εργαζόμενους από την πώληση των μετοχών που κατέχουν υπόκειται σε ευνοϊκότερους όρους φορολόγησης, καθώς φορολογείται με χαμηλότερους συντελεστές από τις υπόλοιπες αποδοχές τους.

- 4. Ενδυνάμωση του κύρους της εταιρείας.** Μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο μια εταιρεία μπορεί να γίνει ευρύτερα γνωστή στον χρηματοοικονομικό και επιχειρηματικό χώρο. Η διαπραγμάτευση των μετοχών μια εταιρείας στην χρηματιστηριακή αγορά συντελεί στην βελτίωση της επιχειρηματικής της εικόνας, στην ενίσχυση του προφίλ της και την ισχυροποίηση της θέσης της έναντι των μη εισηγμένων ανταγωνιστικών της επιχειρήσεων. Η ενδυνάμωση του ονόματός της βοηθά μια εταιρεία στο να προσελκύσει στελέχη, επενδυτές, στρατηγικούς συμμάχους και πελάτες. Δανειστές, πελάτες και προμηθευτές της μπορεί να μετατραπούν παράλληλα σε μετόχους της εταιρείας, γεγονός που ισχυροποιεί τους υπάρχοντες δεσμούς και, σε κάποιες περιπτώσεις, μπορεί να συντελέσει στην εξασφάλιση ευνοϊκότερων όρων χρηματοδότησης. Η αναγνωρισιμότητα της φήμης μιας εταιρείας, που επιτυγχάνεται μέσω της εισαγωγής της, την κάνει περισσότερο δημοφιλή στο καταναλωτικό κοινό. Το γεγονός ότι οι εισηγμένες εταιρείες προσελκύουν το ενδιαφέρον του τύπου και των μέσων μαζικής ενημέρωσης, μέσω των οποίων ενημερώνεται το ευρύ

επενδυτικό κοινό, συνιστά έμμεση διαφήμιση για την εταιρεία, αυξάνει την ζήτηση για τα προϊόντα και την μετοχή της, και ενθαρρύνει την ανάπτυξη στρατηγικών συμμαχιών.

3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ & ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

Οι εισηγμένες εταιρείες, πρακτικά, κατατάσσονται στις επιμέρους αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) με κριτήριο την κεφαλαιοποίησή τους. Υπό αυτήν την έννοια, στο ΧΑΑ είναι θεσμοθετημένες κυρίως οι κάτωθι αγορές:

- 1. Κύρια Αγορά:** Στην οποία διαπραγματεύονται μετοχές εταιρειών μεγάλης ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης.
- 2. Παράλληλη Αγορά:** Στην οποία διαπραγματεύονται μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης.
- 3. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά:** Στην οποία διαπραγματεύονται μετοχές εταιρειών που χαρακτηρίζονται ως δυναμικές και καινοτόμες.

Στην ενότητα αυτή θα αναφερθούμε στο θεσμικό πλαίσιο και τις διαδικασίες που διέπουν τις παραπάνω αγορές αναφορικά με την εισαγωγή νέων εταιρειών.

3.1. Προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Ακολούθως, αναφέρονται συνοπτικά οι βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρείας σε καθεμία από τις παραπάνω επιμέρους αγορές του ΧΑΑ.

3.1.1. Κύρια Αγορά

Προκειμένου να πληροί τις απαραίτητες βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής της στην Κύρια Αγορά, η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ελάχιστου ύψους € 12.000.000, κατά την ημερομηνία κατάθεσης της αίτησης εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως Α.Ε., για τρεις (3) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής της και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση, με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Οι εν λόγω οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.

- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής και 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 επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (τουλάχιστον 2.000 μέτοχοι με ανώτατο ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.
- Να έχει δημοσιεύσει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, ενημερωτικό δελτίο, εγκεκριμένο από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την παροχή 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 ενάρξεως 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. Επιπλέον, η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αφορά όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί.

Πρόσθετες υποχρεώσεις ισχύουν για τις κατασκευαστικές, ασφαλιστικές, επιβατηγού και ποντοπόρου ναυτιλίας, εισαγωγής και εμπορίας αυτοκινήτων εταιρείες.

Με απόφασή της η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέψει την εισαγωγή μετοχών εταιρείας με βραχύτερο βίο, εφόσον κρίνει ότι μια τέτοια παρέκκλιση είναι προς το συμφέρον των επενδυτών και της εκδότριας εταιρείας και ότι η πληροφόρηση που παρέχεται στο επενδυτικό κοινό είναι επαρκής, ώστε να είναι σε θέση να σχηματίσει σαφή γνώμη για την εταιρεία και τις μετοχές των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην Κύρια Αγορά.

3.1.2. Παράλληλη Αγορά

Προκειμένου να πληροί τις απαραίτητες βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής της στην Παράλληλη Αγορά, η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ελαχίστου ύψους € 3.000.000, κατά την ημερομηνία της υποβολής της αιτήσεως εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως Α.Ε., για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση, με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της. Οι οικονομικές καταστάσεις της εκδότριας εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές της 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 επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (τουλάχιστον 1.000 μέτοχοι με ανώτατο ποσοστό συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο 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 πρέπει να προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας, ενώ το υπόλοιπο 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών.
- Να έχει δημοσιεύσει, πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής, ενημερωτικό δελτίο, εγκεκριμένο από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για την παροχή άδειας δημόσιας εγγραφής.
- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση με δημόσια εγγραφή κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας, καθώς και 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. Επιπλέον, η αίτηση εισαγωγής πρέπει να αφορά όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί. Σε κάθε περίπτωση, η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση της κατηγορίας των κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή άλλων κατηγοριών μετοχών στην Παράλληλη Αγορά.

Για εταιρείες με βραχύτερο βίο ισχύει κατά αναλογία ότι προαναφέρθηκε για την Κύρια Αγορά.

3.1.3. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Προκειμένου να πληροί τις απαραίτητες βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής της στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ελάχιστου ύψους € 586.940,57, για την οικονομική χρήση που προηγείται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑΑ.
- 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 Λογιστή. 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 Λογιστή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις απολογιστικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑΑ, 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% πρέπει να προέρχεται από αύξηση του 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 ΧΑΑ για την εισαγωγή της. Η διασπορά των μετοχών της εταιρείας θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές για τις οποίες έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής, είναι κατανεμημένες 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 πρέπει να έχει στην κατοχή του ποσοστό που θα υπερβαίνει το 2% του συνολικού αριθμού των προς εισαγωγή μετοχών.
 - Να υποβάλλει επενδυτικό σχέδιο, το οποίο συντάσσεται με ευθύνη του αναδόχου και αφορά την πορεία της για τα επόμενα 3 χρόνια. Η υποβολή επενδυτικού σχεδίου αποτελεί στοιχείο βαρύνουσας σημασίας, καθώς ο ποιοτικός χαρακτήρας (νέα, δυναμική, καινοτόμα) που θα καθορίσει την εισαγωγή της εταιρείας στην εν λόγω αγορά θα διαφανεί κυρίως από αυτό. Στο επιχειρηματικό σχέδιο γίνεται αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της εταιρείας και των μέσων που προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων.
 - 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, όπως αξιολογούνται από τον ανάδοχο, τα βασικά στοιχεία του επενδυτικού σχεδίου και ειδική αναφορά στους παράγοντες κινδύνου οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάσουν δυσμενώς την χρηματοοικονομική κατάσταση της εκδότριας εταιρείας ή να επηρεάσουν αρνητικά στην ανάπτυξή της και τέλος, οποιαδήποτε άλλα στοιχεία ορισθούν με απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ.
 - Να ορίζει έναν τουλάχιστον Ειδικό Διαπραγματευτή (Market Maker). Ο Ειδικός Διαπραγματευτής, που είναι Μέλος του ΧΑΑ, πραγματοποιεί συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό, εισάγοντας ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης (quotes) στο σύστημα συναλλαγών, με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας των μετοχών της εταιρείας.
 - Να ορίζει ανάδοχο έκδοσης (πιστωτικό ίδρυμα ή ΕΠΕΥ με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον € 3.000.000), ο οποίος εγγυάται την πλήρη κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής και οφείλει να παρακολουθεί και να

ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Η εταιρεία μπορεί να ορίσει περισσότερους του ενός αναδόχους. Η υπογραφή του ενημερωτικού δελτίου γίνεται από τον ορισθέντα ως κύριο ανάδοχο, ο οποίος φέρει επίσης την ευθύνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των στοιχείων που παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο. 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 με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).

- Να εξασφαλίζει, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, την δέσμευση όλων των μετόχων της εταιρείας που κατέχουν μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ότι δεν θα διαθέσουν 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.

3.2. Διαδικασία εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο ΧΑΑ

Για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ακολουθείται μια συγκεκριμένη διαδικασία, η οποία καθορίζεται από το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας του ΧΑΑ. Ακολουθώντας, αναπτύσσονται τα βασικά στάδια της εν λόγω διαδικασίας, όπως αυτή ισχύει, καθώς και επιμέρους σχετικές λεπτομέρειες.

Αρχικά, η εταιρεία απευθύνεται σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο έχει επιλέξει προκειμένου να αναλάβει τον ρόλο του Συμβούλου της έκδοσης, επιδίδοντάς του σχετική εντολή. Ο Σύμβουλος της έκδοσης είναι αρμόδιος να επιμεληθεί την διαδικασία εισαγωγής, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι έχει ταυτόχρονα και τον ρόλο του αναδόχου της έκδοσης. Εναλλακτικά, η εταιρεία μπορεί να απευθυνθεί απευθείας σε έναν ανάδοχο, ο οποίος θα αναλάβει από κοινού την διαδικασία εισαγωγής και την αναδοχή της έκδοσης.

Στις αρμοδιότητες του Συμβούλου της έκδοσης περιλαμβάνονται η οργάνωση της διαδικασίας εισαγωγής και η κοινοπραξία των αναδόχων. Η επιλογή των μελών της

κοινοπραξίας των αναδόχων εξαρτάται από διάφορους παράγοντες (υποδείξεις της εκδότριας εταιρείας, προηγούμενες σχέσεις με τον κύριο ανάδοχο ή σύμβουλο κ.ά.). Αφού οργανωθεί η κοινοπραξία, υπογράφεται η σχετική σύμβαση, βάσει της οποίας καθορίζεται ο τρόπος διανομής των προς έκδοση μετοχών μεταξύ των μελών της κοινοπραξίας, αναφορικά με την υποχρέωση διανομής και αναδοχής. Η επιτυχής λειτουργία των αναδόχων, μακροχρόνια, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διατήρηση καλής φήμης, τόσο απέναντι στις επιχειρήσεις όσο και ευρύτερα απέναντι στο επενδυτικό κοινό.

Στη συνέχεια, εκδίδεται Ενημερωτικό Δελτίο στο οποίο παρουσιάζονται συγκριτικά στοιχεία και προβλέψεις που αφορούν την εταιρεία, γεγονός που επιτρέπει στους επενδυτές να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την αξία της μετοχής της εκδότριας εταιρείας. Στο στάδιο αυτό υποβάλλεται από την εταιρεία, μέσω του κυρίου αναδόχου της έκδοσης, φάκελος με τα προβλεπόμενα για τις προς εισαγωγή εταιρείες δικαιολογητικά. Με την έγκριση του ΕΔ από το ΔΣ του ΧΑΑ, ενημερώνεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία παρέχει την άδεια για τη διενέργεια της δημόσιας εγγραφής.

Βασικό σημείο της διαδικασίας είναι ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής, για την οποία την ευθύνη φέρει ο ανάδοχος της έκδοσης. Για τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής χρησιμοποιείται συνήθως η μέθοδος του πολλαπλασιασμού των κερδών ανά μετοχή με το λόγο τιμής / κερδών ανά μετοχή. Ο παραπάνω λόγος καθορίζεται βάσει των αντίστοιχων λόγων άλλων εταιρειών του ίδιου κλάδου ή εταιρειών με παρεμφερές αντικείμενο δραστηριότητας, οι οποίοι ισχύουν κατά τον χρόνο διάθεσης. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι ένα μέγεθος που αντανακλά συνήθως την πρόβλεψη κερδών στο τέλος του χρόνου της εισαγωγής.

Μετά τον καθορισμό της τιμής, οι ανάδοχοι, κατόπιν συνεννόησης με το ΧΑΑ, προσδιορίζουν την περίοδο διενέργειας των εγγραφών της έκδοσης, δηλαδή τη χρονική διάρκεια της επίσημης προσφοράς των νέων μετοχών στο επενδυτικό κοινό. Κατά το εν λόγω διάστημα πραγματοποιούνται οι εγγραφές των ενδιαφερόμενων επενδυτών στην νέα έκδοση. Η περίοδος εγγραφών διαρκεί συνήθως τρεις (Παράλληλη Αγορά και ΝΕΧΑ) έως τέσσερις (Κύρια Αγορά) εργάσιμες ημέρες. Ωστόσο, σε περίπτωση που ο ρυθμός των εγγραφών είναι αργός, υπάρχει η δυνατότητα να δοθεί παράταση στην προκαθορισμένη περίοδο εγγραφών. Ανάμεσα στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και στην περίοδο εγγραφής μπορεί να μεσολαβήσει διάστημα λίγων ημερών. Σε κάθε περίπτωση, η τιμή εισαγωγής πρέπει να ανακοινωθεί τρεις (3) τουλάχιστον μέρες πριν την έναρξη της περιόδου εγγραφών

(Ν. 2324/95). Σε περίπτωση που ακολουθείται διαδικασία βιβλίου προσφορών, ο Ανάδοχος υποχρεούται να ορίσει ένα εύρος τιμών για τη μετοχή, που θα περιλαμβάνεται στο Ενημερωτικό Δελτίο της έκδοσης, και το οποίο έχει δικαίωμα να ανακοινώσει το αργότερο μια εργάσιμη ημέρα πριν από την έναρξη της διαδικασίας εγγραφών.

Κάθε επενδυτής μπορεί να εγγράφεται για μία τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης (10 μετοχές) ή για ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης. Το ανώτατο όριο εγγραφής κατά επενδυτή δε μπορεί να υπερβαίνει την αξία του συνολικού αριθμού των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή. Οι επενδυτές για να συμμετάσχουν στη δημόσια εγγραφή πρέπει να τηρούν ενεργή Μερίδα Επενδυτή και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), όπου θα καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν, στοιχεία που θα πρέπει να αναγράφονται στη σχετική αίτηση εγγραφής. Επίσης, οι επενδυτές πρέπει να ορίζουν το Χειριστή που επιθυμούν για τις μετοχές που θα τους κατανεμηθούν, συμπληρώνοντας τον κωδικό τους αριθμό στην αίτηση εγγραφής. Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές εγγράφονται υποβάλλοντας αιτήσεις συμμετοχής στο Βιβλίο Προσφορών. Οι ιδιώτες επενδυτές εγγράφονται στην ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος δεσμευτικού εύρους τιμών, υποβάλλοντας σχετικές αιτήσεις στα καταστήματα των Αναδόχων τα οποία ανακοινώνονται εγκαίρως μέσω του Τύπου. Από τα ίδια καταστήματα, καθώς και από τα γραφεία του ΧΑΑ, διατίθεται και το Ενημερωτικό Δελτίο της έκδοσης των μετοχών της εταιρείας. Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των εγγραφών και οι ανάδοχοι οι οποίοι μέσω των καταστημάτων τους δέχονται τις αιτήσεις εγγραφής ανακοινώνονται εγκαίρως μέσω του Τύπου.

Αιτήσεις συμμετοχής για απόκτηση μετοχών 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 κεντρικών κυβερνήσεων χωρών της Ζώνης Α, όπως αυτή ορίζεται στο ΠΔ/ΤΕ/2054/1992, είτε, τέλος έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναφοράς φυσικών τίτλων (Reverse Repo) κεντρικών κυβερνήσεων της Ζώνης Α. Η συμμετοχή στη δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να γίνει με προσωπική επιταγή ή με τη δέσμευση άλλων αξιογράφων ή αξιών, όπως μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή με την παροχή οποιασδήποτε άλλης μορφής εξασφάλισης, όπως εγγυητικών επιστολών, ενεχύρου επί αξιογράφων, εκχώρησης απαιτήσεων κλπ.

Η αξία της συμμετοχής για τους ιδιώτες επενδυτές ορίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του δεσμευτικού ανακοινωθέντος εύρους τιμών. Η αξία της συμμετοχής για τους θεσμικούς επενδυτές εξαρτάται από το είδος της προσφοράς που υποβάλλουν στο Βιβλίο Προσφορών.

Πολλοί επενδυτές, προκειμένου να αυξήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην έκδοση, συνηθίζουν να εγγράφονται για μεγαλύτερη ποσότητα μετοχών από αυτή που πραγματικά θα επιθυμούσαν, γεγονός που σε αρκετές περιπτώσεις προκαλεί υπερκάλυψη της έκδοσης. Εάν μετά το πέρας της Δημόσιας Εγγραφής διαπιστωθούν περισσότερες της μιας εγγραφές των ιδίων φυσικών ή νομικών προσώπων, το σύνολο των εγγραφών αυτών αντιμετωπίζεται με ευθύνη του Συντονιστή Κύριου Αναδόχου ως ενιαία εγγραφή και ισχύουν οι σχετικοί με την κατά προτεραιότητα ικανοποίηση των εγγραφών περιορισμοί. Μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών, οι μετοχές διανέμονται στους επενδυτές. Ο τρόπος κατανομής τους συνήθως περιγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο και στην αναγγελία της δημόσιας εγγραφής στο επενδυτικό κοινό.

Σε περίπτωση που το επενδυτικό κοινό δεν δείξει το αναμενόμενο ενδιαφέρον για την έκδοση και η προσφορά δεν καλυφθεί, οι ανάδοχοι υποχρεούνται να αγοράσουν το αδιάθετο τμήμα της έκδοσης, καταβάλλοντας στην εκδότρια εταιρία την αξία των μετοχών, υπολογισμένη στην τιμή εισαγωγής.

Μετά το πέρας της περιόδου δημόσιας εγγραφής, υποβάλλεται από την εταιρεία, μέσω του κυρίου αναδόχου, κατάσταση των προβλεπόμενων για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ δικαιολογητικών, η οποία και ελέγχεται από τις αρμόδιες υπηρεσίες. Μετά την έγκριση εισαγωγής των μετοχών το μετοχολόγιο της εταιρείας διαβιβάζεται στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, προκειμένου να πιστωθούν οι μετοχές στις μερίδες των δικαιούχων. Στο στάδιο αυτό υποβάλλεται προς έλεγχο ο προβλεπόμενος κατάλογος δικαιολογητικών και στη συνέχεια οριστικοποιείται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας. Η εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών από το ΔΣ του ΧΑΑ. Η τελική τιμή καθορίζεται από τον κύριο ανάδοχο το αργότερο την επομένη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν από την έναρξη της συνεδρίασης του ΧΑΑ της ημέρας εκείνης.

Ο ανάδοχος λαμβάνει, ως αμοιβή για τις υπηρεσίες που προσφέρει, ποσοστό επί των συνολικών εσόδων της διαδικασίας εισαγωγής. Το εν λόγω ποσοστό κυμαίνεται από 2,5% έως 3% επί της τιμής εισαγωγής για την αναδοχή, ενώ μεταξύ 0,5% και 1%

για τη διάθεση. Τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμών. Η αμοιβή για την διάθεση αποδίδεται στους αναδόχους αναλογικά, βάσει των εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν από το δίκτυό τους. Κατά συνέπεια, τα μέλη της κοινοπραξίας που έχουν μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους και κατ' επέκταση υψηλότερη αναλογικά αμοιβή, είναι κατά κανόνα εκείνα που έχουν μεγαλύτερο δίκτυο διάθεσης (π.χ. Τράπεζες).

Πέραν του αριθμού των μετοχών της εκδότριας εταιρείας οι οποίες διατίθενται μέσω δημόσιας εγγραφής, μέρος της αρχικής έκδοσης είναι δυνατόν να καλυφθεί με ιδιωτική τοποθέτηση. Οι μετοχές αυτές δίνονται συνήθως σε διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, το προσωπικό κ.ά. το πλήθος των ιδιωτικά τοποθετούμενων μετοχών αθροίζεται στον αριθμό των μετοχών της εταιρείας, προκειμένου να υπολογιστεί το 25% του νέου μετοχικού κεφαλαίου που εκδίδεται με την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ και διατίθεται με δημόσια εγγραφή, αλλά σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να ξεπερνά το 5% της αύξησης.

3.3. Διαδικασία κατανομής μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό με τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής

3.3.1. Κύρια και Παράλληλη Αγορά

Ο αριθμός των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή κατανέμεται σε δύο τμήματα. Το πρώτο τμήμα διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών φυσικών και νομικών προσώπων, εκτός των θεσμικών επενδυτών. Το δεύτερο τμήμα διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών θεσμικών επενδυτών (ημεδαπών και αλλοδαπών), οι οποίοι εγγράφονται για ίδιο λογαριασμό. Το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται με δημόσια προσφορά και αναλογεί σε κάθε μια από τις παραπάνω κατηγορίες, καθορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο και δεν μπορεί να είναι κατώτερο του 30% του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών για κάθε κατηγορία επενδυτών.

Η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι ενιαία και για τις δύο κατηγορίες επενδυτών και αποφασίζεται από το Συντονιστή Κύριο Ανάδοχο σε συνεννόηση με το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, συνεκτιμώντας διάφορους παράγοντες οι κυριότεροι των οποίων είναι το ύψος της εκδηλωθείσας ζήτησης και η διαμόρφωση μιας «δίκαιης τιμής», που θα προσελκύει το ενδιαφέρον των επενδυτών εξασφαλίζοντας ικανοποιητική χρηματιστηριακή πορεία για τις μετοχές της εταιρείας.

Ο Κύριος Ανάδοχος τηρεί στοιχεία και ενημερώνει σχετικά τους επενδυτές και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τον τρόπο διαμόρφωσης της ποσοστιαίας_κατανομής

των μετοχών ανά κατηγορία επενδυτών. Ο αριθμός μετοχών που κατανέμεται σε κάθε επενδυτή αντιστοιχεί σε ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης (μονάδα διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ αποτελεί ο τίτλος των 10 μετοχών).

> **Θεσμικοί Επενδυτές**

Για το τμήμα των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών θεσμικών επενδυτών (Αμοιβαία Κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ΕΠΕΥ κ.ά) εφαρμόζεται η διαδικασία τήρησης βιβλίου προσφορών (book building). Το βιβλίο προσφορών είναι ένας μηχανισμός, όπου η τιμή έκδοσης μιας μετοχής, η οποία είναι αντικείμενο δημόσιας εγγραφής, προκύπτει μέσω «δημοπρασίας», με αποτέλεσμα να ενσωματώνονται στην τιμή αυτή οι τάσεις της προσφοράς και της ζήτησης. Η εν λόγω διαδικασία, η οποία ισχύει για όλες τις δημόσιες εγγραφές, πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών και διαρκεί από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της περιόδου της δημόσιας εγγραφής (4 εργάσιμες ημέρες για την Κύρια Αγορά και 3 για την Παράλληλη Αγορά).

▪ **Προσδιορισμός τιμής διάθεσης.** Της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών προηγείται μια περίοδος (pre-marketing period), κατά την οποία οι ανάδοχοι καλούνται να κάνουν παρουσίαση της προς εισαγωγή εταιρείας σε θεσμικούς επενδυτές και μέλη του ΧΑΑ, με βάση τις προσφορές των οποίων προσδιορίζεται το εύρος τιμών εντός του οποίου θα γίνονται οι εγγραφές των θεσμικών στο βιβλίο προσφορών. Ο ανάδοχος οφείλει να λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από επαρκή αριθμό θεσμικών επενδυτών οι οποίοι καλύπτουν σημαντικό τμήμα της αγοράς, ώστε να είναι σε θέση να προσδιορίσει σύμφωνα με επαγγελματικά κριτήρια, την τιμή που θα ανταποκρίνεται καλύτερα στις συνθήκες ζήτησης της αγοράς. Η πρόθεση του κυρίου αναδόχου για τον καθορισμό του εύρους τιμής με ή χωρίς pre-marketing αποτελεί περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου και των ανακοινώσεων προς το επενδυτικό κοινό. Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές υποβάλλουν τις προσφορές τους μέσω των αναδόχων εντός ενός δεσμευτικού εύρους τιμών η ανώτατη τιμή του οποίου δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 15% (άρθρο 4 παρ. 2 και 3 του π.δ. 348/1985).

Η τελική τιμή προσφοράς καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο και πρέπει να προσδιορισθεί σε ύψος στο οποίο να καλύπτεται πλήρως η προσφορά, εκτός αν πρόκειται για το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.

▪ **Κατανομή μετοχών.** Η κατανομή των μετοχών στους θεσμικούς επενδυτές που συμμετέχουν στο βιβλίο προσφορών γίνεται από τον Κύριο Ανάδοχο. Ο Κύριος

Ανάδοχος προκαθορίζει τα κριτήρια, με βάση τα οποία θα συνεκτιμηθούν προκειμένου να κατανεμηθούν οι μετοχές και τα οποία μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα (το είδος του θεσμικού επενδυτή, η προσφερόμενη τιμή, το μέγεθος και ο χρόνος υποβολής της προσφοράς, η προηγηθείσα και η εκτιμώμενη χρηματιστηριακή συμπεριφορά κ.ά.). Τα χρησιμοποιούμενα κριτήρια πρέπει να αναφέρονται συνοπτικώς στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρείας. Το ανώτατο ποσοστό μετοχών που μπορεί να κατανεμηθεί σε κάθε θεσμικό επενδυτή ορίζεται σε 4% επί του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών. Ο Κύριος Ανάδοχος πρέπει να είναι σε θέση να παράσχει στις εποπτικές αρχές στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ο τρόπος με τον οποίο εφάρμοσε τα προαναγγελθέντα κριτήρια προκειμένου να κατανεμίσει τις μετοχές στους θεσμικούς επενδυτές.

Ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να τηρεί εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο βιβλίο προσφορών, μέχρι την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για το σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία των προσώπων αυτών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το γνωστοποιεί τα στοιχεία των προσώπων αυτών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη ημέρα του ανοίγματος του βιβλίου προσφορών.

➤ **Ιδιώτες επενδυτές (φυσικά ή νομικά πρόσωπα)**

Για το τμήμα των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, διενεργούνται εγγραφές κατά την ίδια χρονική περίοδο που τηρείται το βιβλίο προσφορών.

▪ **Προσδιορισμός τιμής διάθεσης.** Η τιμή προσφοράς των μετοχών στους επενδυτές αυτούς καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο ταυτόχρονα με το εύρος τιμών προσφοράς των μετοχών για τους συμμετέχοντες στο βιβλίο προσφορών. Η τιμή προσφοράς μπορεί να είναι η κατώτερη του ανακοινωθέντος εύρους τιμών ή και υψηλότερη αυτής, δεν μπορεί όμως να υπερβαίνει την τελική τιμή που καθορίζεται για τους θεσμικούς επενδυτές που συμμετείχαν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Ο τρόπος με τον οποίο ο Κύριος Ανάδοχος προτίθεται να καθορίσει την τιμή πρέπει να αναφέρεται στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρείας.

▪ **Κατανομή μετοχών.** Κατά την κατανομή των μετοχών στους ιδιώτες επενδυτές ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα όλες οι αιτήσεις εγγραφής μέχρι του ορίου του συνολικού αριθμού των μετοχών προς έκδοση. Σε περίπτωση που οι διαθέσιμες

μετοχές δεν επαρκούν, η κατανομή γίνεται αναλογικά βάσει ενός συντελεστή ικανοποίησης.

Για την κατανομή του συνόλου των μετοχών που προσφέρονται στα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, και προκειμένου να καθοριστεί ο αιτούμενος αριθμός μετοχών που θα ικανοποιηθεί κατά προτεραιότητα, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:

- α) Ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών στην κατηγορία αυτή των επενδυτών διαιρείται ως εξής:
- i) στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς είναι λιγότερα από € 15.000.000, με τον αριθμό 2.000.
 - ii) στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς ανέρχονται μεταξύ € 15.000.000 και € 60.000.000, με τον αριθμό 5.000.
 - iii) στην περίπτωση που τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπερβαίνουν τα € 60.000.000, με τον αριθμό 5.000 ή με μεγαλύτερο αριθμό που προσδιορίζεται από τον ανάδοχο στο Ενημερωτικό Δελτίο.

Σημειώνεται ότι, σε κάθε περίπτωση τα συνολικά έσοδα της προσφοράς υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.

- β) Το πηλίκο της διαίρεσης στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης.
- γ) Ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα οι εγγραφές για αριθμό μετοχών μέχρι το πηλίκο της παραπάνω διαίρεσης, μετά την στρογγυλοποίηση.
- δ) Σε περίπτωση υπερκάλυψης της δημόσιας εγγραφής, οι μετοχές διατίθενται στους δικαιούχους από τον ανάδοχο, με βάση ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια τα οποία εφαρμόζονται με μέθοδο που οφείλει να περιγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο και που εξασφαλίζει τη διαφάνεια και την ίση μεταχείριση των επενδυτών (αναλογική ή μη μείωση του ανά επενδυτή κατανεμόμενου αριθμού μετοχών, διενέργεια κλήρωσης, συνδυασμός των ανωτέρω κλπ).
- ε) Εάν μετά την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα των εγγραφών, παραμένουν αδιάθετες μετοχές, αυτές κατανέμονται στους επενδυτές που ενεγράφησαν για αριθμό μετοχών μεγαλύτερο του στρογγυλοποιημένου πηλίκου της διαίρεσης, αναλογικά, βάσει του μη ικανοποιηθέντος τμήματος της εγγραφής τους.

► Γενικές παρατηρήσεις

Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθούν τα εξής:

- Το ανώτατο ποσό που είναι δυνατόν να κατανεμηθεί σε κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που δεν είναι θεσμικός επενδυτής ορίζεται σε 2% επί του συνόλου των προσφερόμενων μετοχών.
- Εάν η ζήτηση σε μία από τις δύο κατηγορίες επενδυτών υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην κατηγορία της οποίας η ζήτηση δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως. Η κατανομή των μετοχών μεταξύ των επενδυτών της εν λόγω κατηγορίας πραγματοποιείται σύμφωνα με τους όρους που προβλέπονται για κάθε κατηγορία επενδυτών.
- Σε περίπτωση που η έκδοση δεν καλυφθεί και δεν ικανοποιούνται οι όροι περί διασποράς, οι ενέργειες που γίνονται για την ικανοποίηση των όρων διασποράς καθορίζονται ανάλογα με το βαθμό κάλυψης της έκδοσης.
- Σε περίπτωση που το ΔΣ του ΧΑΑ δεν εγκρίνει τελικά την εισαγωγή των μετοχών στο ΧΑΑ, η εκδότρια εταιρεία υποχρεούται να επιστρέψει τα χρήματα στους επενδυτές.

3.3.2. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Όπως και για τις δύο προηγούμενες αγορές (Κύρια και Παράλληλη), έτσι και για τη ΝΕΧΑ ο αριθμός των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή κατανέμεται σε δύο τμήματα (θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών). Το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται με δημόσια προσφορά και αναλογεί σε κάθε μια από τις παραπάνω κατηγορίες επενδυτών (ημεδαποί και αλλοδαποί θεσμικοί επενδυτές, ημεδαπά και αλλοδαπά φυσικά και νομικά πρόσωπα), καθορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο και περιέχεται στο Ενημερωτικό Δελτίο. Σε κάθε περίπτωση, το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών φυσικών και νομικών προσώπων, εκτός των θεσμικών επενδυτών, ανέρχεται σε 50% τουλάχιστον και δεν μπορεί να υπερβεί το 70%.

Οι ανάδοχοι οφείλουν να τηρούν και να έχουν στη διάθεση των εποπτικών αρχών στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ότι οι εγγραφόμενοι ως αλλοδαποί θεσμικοί επενδυτές, πληρούν προϋποθέσεις αντίστοιχες με αυτές που διέπουν τους ημεδαπούς θεσμικούς επενδυτές που αναφέρονται παραπάνω και εποπτεύονται από αντίστοιχες κατά χώρα εποπτικές αρχές. Επίσης, οι ανάδοχοι οφείλουν να ελέγχουν τα στοιχεία των συμμετεχόντων, προκειμένου να αποφεύγονται παραποιήσεις

στοιχείων, πλαστοπροσωπίες ή χρησιμοποίηση από τους επενδυτές μεθόδων με σκοπό την επίτευξη από το ίδιο πρόσωπο πολλαπλών εγγραφών και να θεωρούν την αξία του συνόλου των εγγραφών του ίδιου επενδυτή, ως ενιαία εγγραφή.

> **Θεσμικοί Επενδυτές**

Για το τμήμα των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών θεσμικών επενδυτών (Αμοιβαία Κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ΕΠΕΥ κ.ά.) εφαρμόζεται η διαδικασία τήρησης βιβλίου προσφορών (book building). Υπεύθυνος για την τήρηση του βιβλίου προσφορών είναι ο Κύριος Ανάδοχος, ο οποίος οφείλει να τηρεί ως εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο βιβλίο προσφορών, μέχρι την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για το σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία του βιβλίου προσφορών της δημόσιας εγγραφής, τα οποία γνωστοποιεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη ημέρα του ανοίγματος του βιβλίου προσφορών.

- **Προσδιορισμός τιμής διάθεσης.** Η τελική τιμή διάθεσης καθορίζεται και αναγγέλλεται από τον Κύριο Ανάδοχο και πρέπει να προσδιορισθεί σε ύψος στο οποίο να καλύπτεται πλήρως η προσφορά, εκτός αν πρόκειται για το κατώτατο όριο του εύρους τιμών. Ισχύουν και εδώ τα όσα έχουν αναφερθεί στην παράγραφο 3.3.1.
- **Κατανομή μετοχών.** Η κατανομή των κινητών αξιών στους θεσμικούς επενδυτές που συμμετέχουν στο βιβλίο προσφορών γίνεται από τον κύριο Ανάδοχο, ο οποίος, όπως και προηγουμένως, προκαθορίζει τα κριτήρια με βάση τα οποία θα κατανεμηθούν οι αξίες στους θεσμικούς επενδυτές και τα οποία μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα. Τα χρησιμοποιούμενα κριτήρια πρέπει να αναφέρονται συνοπτικώς στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρείας. Κατά τα λοιπά, για την κατανομή των μετοχών, ισχύουν οι βασικοί κανόνες που διέπουν την Κύρια και την Παράλληλη Αγορά.

➤ **Ιδιώτες επενδυτές (φυσικά ή νομικά πρόσωπα)**

Για το τμήμα των μετοχών που διατίθενται για την ικανοποίηση των εγγραφών από φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, διενεργούνται εγγραφές κατά την ίδια χρονική διάρκεια τήρησης του βιβλίου προσφορών.

- **Προσδιορισμός τιμής διάθεσης.** Για τον προσδιορισμό της τιμής διάθεσης των μετοχών στους ιδιώτες επενδυτές ισχύουν όσα έχουν ήδη αναφερθεί για την Κύρια και την Παράλληλη Αγορά.
- **Κατανομή μετοχών.** Για την κατανομή του συνόλου των μετοχών που προσφέρονται στα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:
 - α) Ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών στην κατηγορία αυτή των επενδυτών διαιρείται με τον αριθμό 500, ανεξαρτήτως ποσού των συνολικών εσόδων της προσφοράς, τα οποία υπολογίζονται με βάση το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.
 - β) Το πηλίκο της διαίρεσης στρογγυλοποιείται στο πλησιέστερο ακέραιο πολλαπλάσιο της μονάδας διαπραγμάτευσης.
 - γ) Ικανοποιούνται κατά προτεραιότητα οι εγγραφές για αριθμό μετοχών μέχρι το πηλίκο της παραπάνω διαίρεσης, μετά την στρογγυλοποίηση.
 - δ) Εάν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα όλων των εγγραφών, οι μετοχές κατανέμονται από τον Κύριο Ανάδοχο με μέθοδο που περιγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο και που εξασφαλίζει τη διαφάνεια και την ίση μεταχείριση των επενδυτών (αναλογική ή μη μείωση του ανά επενδυτή κατανεμόμενου αριθμού μετοχών, διενέργεια κλήρωσης, συνδυασμός των ανωτέρω κλπ).
 - ε) Εάν μετά την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα των εγγραφών παραμένουν αδιάθετες μετοχές, αυτές κατανέμονται στους επενδυτές που ανεγράφησαν για αριθμό μετοχών μεγαλύτερο του στρογγυλοποιημένου πηλίκου της διαίρεσης, αναλογικά, βάσει του μη ικανοποιηθέντος τμήματος της εγγραφής τους.

3.4. Το κόστος εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στο ΧΑΑ

Η εισαγωγή των μετοχών μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο ενέχει κόστος για την προς ένταξη εταιρεία. Από τα πρώτα στάδια της διαδικασίας εισαγωγής απαιτούνται οι υπηρεσίες των αναδόχων και άλλων εμπειρογνομόνων, καθώς και δαπάνες για τη διαφήμιση της έκδοσης και τη συγγραφή και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου, οι οποίες συνιστούν διοικητικές δαπάνες της εισαγωγής. Εκτός όμως από τις διοικητικές δαπάνες στις οποίες πρέπει να προβούν, οι εκδότριες εταιρείες έχουν και κάποιες οικονομικές υποχρεώσεις (δικαιώματα εγγραφής και διαπραγμάτευσης) έναντι του ΧΑΑ.

3.4.1. Δικαιώματα Εγγραφής

Το εφάπαξ ποσό που καταβάλλεται ως δικαίωμα εγγραφής κατά την εισαγωγή μετοχικών τίτλων στις υφιστάμενες αγορές του ΧΑΑ διαρθρώνεται αντίστοιχα ως εξής:

▪ Κύρια και Παράλληλη Αγορά

- Ποσοστό 0,08% για αξία εισαγομένων τίτλων μέχρι του ποσού €1.467.351.430,66 (500 δις δρχ.)
- Ποσοστό 0,04% για ποσό από €1.467.351.430,67 (500 δις δρχ.) έως €2.934.702.861,32 (1 τρις δρχ.)
- Ποσοστό 0,02% για ποσό €2.934.702.861,33 (1 τρις δρχ.) και άνω

Το κατώτατο όριο του εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής ορίζεται σε €5.869,41 (2 εκατ. δρχ.) για την Κύρια Αγορά και σε €1.467,35 (500.000 δρχ.) για την Παράλληλη Αγορά.

Σημειώνεται ότι, οι ανωτέρω διατάξεις εφαρμόζονται και επί εισαγωγής μετοχών που προκύπτουν από τη συγχώνευση με απορρόφηση εταιρείας μη εισηγμένης στο ΧΑΑ από εταιρεία της οποίας οι μετοχές διαπραγματεύονται.

▪ Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

- Ποσοστό 0,08% για αξία εισαγομένων τίτλων μέχρι του ποσού €146.735.143,07 (50 δις δρχ.)
- Ποσοστό 0,04% για ποσό από €146.735.143,08 (50 δις δρχ.) έως €293.470.286,13 (100 δις δρχ.)
- Ποσοστό 0,02% για ποσό €293.470.286,14 (100 δις δρχ.) και άνω

Το κατώτατο όριο του εφάπαξ δικαιώματος εγγραφής ορίζεται σε € 733,68 (250.000 δρχ.) για την εισαγωγή αξιών στη ΝΕΧΑ.

Για τις ήδη εισηγμένες στην ΝΕΧΑ εταιρείες που ζητούν την εισαγωγή συμπληρωματική σειρά μετοχών που προέκυψαν από αύξηση κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, το εφάπαξ ποσό δικαιώματος ορίζεται σε ποσοστό 0,1% επί της αξίας έκδοσης.

Σε όλες τις προαναφερόμενες περιπτώσεις, η αξία των προς εισαγωγή αξιών προκύπτει ως το γινόμενο του αριθμού των εισαγομένων αξιών επί την τιμή εισαγωγής.

3.4.2 Δικαιώματα Διαπραγμάτευσης

Ο Ανώνυμες Εταιρείες των οποίων οι μετοχές τελούν υπό διαπραγμάτευση σε μια από τις αγορές του ΧΑΑ καταβάλλουν ανά τρίμηνο δικαιώματα διαπραγμάτευσης, τα οποία διαρθρώνονται αντίστοιχα ως εξής:

▪ Κύρια Αγορά

- Ποσοστό 0,01% εφόσον η αξία των εισηγμένων τίτλων δεν ξεπερνά το ποσό των €2.934.702,86 (1δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,008% για ποσό από €2.934.702,87 (1 δισ δρχ.) έως €8.804.108,58 (3 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,006% για ποσό από €8.804.108,59 (3 δισ δρχ.) έως €14.673.514,31 (5 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,004% για ποσό από €14.673.514,32 (5 δισ δρχ.) έως €29.347.028,61 (10 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,003% για ποσό από €29.347.028,62 (10 δισ δρχ.) έως €58.694.057,23 (20 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,002% για ποσό από €58.694.057,24 (20 δισ δρχ.) έως €146.735.143,07 (50 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,0012% για ποσό από €146.735.143,08 (50 δισ δρχ.) έως €293.470.286,13 (100 δισ δρχ.)
- Ποσοστό 0,0006% για ποσό άνω των €293.470.286,14 (100 δισ δρχ.)

Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από € 763,02 (260.000 δρχ.)

▪ Παράλληλη Αγορά

- Ποσοστό 0,0075% εφόσον η αξία των εισηγμένων τίτλων δεν ξεπερνά το ποσό των €586.940,57 (200 εκ. δρχ.)
- Ποσοστό 0,006% για ποσό από €586.940,58 (200 εκ. δρχ.) έως €1.467.351,43 (500 εκ. δρχ.)
- Ποσοστό 0,0035% για ποσό από €1.467.351,44 (500 εκ. δρχ.) έως €2.934.702,86 (1 δις δρχ.)
- Ποσοστό 0,0025% για ποσό άνω των €2.934.702,87 (1 δις δρχ.)

Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από € 88,04 (30.000 δρχ.)

▪ Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

- Ποσοστό 0,002% για ποσό άνω των €2.934.702,87 (1 δις δρχ.)

Το κόστος σε κάθε περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο από € 44,02 (15.000 δρχ.)

Σε όλες τις προαναφερόμενες περιπτώσεις, η αξία των εισηγμένων τίτλων βάσει της οποίας υπολογίζονται τα ανωτέρω ποσά προκύπτει ως γινόμενο του αριθμού των εισηγμένων μετοχών κάθε εταιρείας επί την μέση τιμή του τελευταίου μήνα του προηγούμενου τριμήνου. Επιπλέον, και όσον αφορά την περίπτωση νεοεισερχόμενων εταιρειών, η πρώτη τριμηνιαία συνδρομή καθορίζεται ως ποσοστό επί της τιμής εισαγωγής.

Σε περίπτωση, τέλος, που έχει γίνει αποκοπή δικαιωμάτων και οι νέες μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στο ΧΑΑ μέχρι τον τελευταίο μήνα του προηγούμενου τριμήνου, για τον υπολογισμό της αξίας των εισηγμένων τίτλων λαμβάνεται υπόψη η μέση τιμή και ο αριθμός των εισηγμένων μετοχών του μήνα πριν από την ημερομηνία αποκοπής του δικαιώματος.

3.4.3. Εφάπαξ δικαίωμα εγγραφής μετοχών από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Σε περίπτωση εισαγωγής, είτε στην Κύρια, είτε στην Παράλληλη, είτε στη ΝΕΧΑ, νέων μετοχών προερχόμενων από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, το εφάπαξ ποσό δικαιώματος του ΧΑΑ ορίζεται σε ποσοστό 0,1% επί της αξίας των νεοεκδιδόμενων μετοχών.

3.5. Εισαγωγή μετοχών από ιδιωτική τοποθέτηση και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Κατά την εισαγωγή μιας εταιρείας στο ΧΑΑ, πέραν της δημόσιας εγγραφής για τους ιδιώτες επενδυτές, συνηθίζεται η εταιρεία να προσφέρει σε επιλεγμένους επενδυτές (κυρίως στρατηγικούς επενδυτές καθώς και το προσωπικό της εταιρείας) τη δυνατότητα να αποκτήσουν με ορισμένους όρους μετοχές της εταιρείας. Η διαδικασία αυτή καλείται ιδιωτική τοποθέτηση. Στην περίπτωση λοιπόν που μαζί με την δημόσια εγγραφή γίνεται και ιδιωτική τοποθέτηση μετοχών, αυτές εισάγονται για διαπραγμάτευση μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και την έγκριση της διασποράς (μετοχολογίου) της εταιρείας. Προκειμένου περί εισαγωγής μετοχών εταιρειών με συνολική κεφαλαιοποίηση που δεν υπερβαίνει τα 80 δις δραχμές, βάσει της τιμής διάθεσης των μετοχών στη δημόσια εγγραφή, οι μετοχές που δεν διατίθενται σε δημόσια εγγραφή δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 5% των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή. Η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με ιδιωτική τοποθέτηση, με εξαίρεση αυτές που διατίθενται στους εργαζόμενους στην εκδότρια εταιρεία, δεν μπορεί να είναι κατώτερη της τιμής στην οποία διατίθενται οι μετοχές με δημόσια εγγραφή.

4. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών είναι ήδη γνωστή στην οικονομική βιβλιογραφία από το 1975, όταν ο Ibbotson μελετώντας ένα τυχαίο δείγμα 108 εταιρειών, νεοεισαχθέντων στο χρηματιστήριο των Η.Π.Α. κατά την διάρκεια της δεκαετίας 1960, βρήκε ότι η μέση απόδοσή τους κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους ήταν θετική και ίση με 11,4%. Η θετική αυτή απόδοση, σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότητα της αγοράς έδειχνε ότι οι μετοχές των εταιρειών αυτών εισήχθησαν υποτιμημένες.

Λόγω του συνεχώς αυξανόμενου αριθμού εταιρειών που εισάγονται στο χρηματιστήριο τα τελευταία χρόνια, το ζήτημα έχει γίνει ιδιαίτερα δημοφιλές στην ακαδημαϊκή κοινότητα και πολλές μελέτες έχουν προσπαθήσει να εξηγήσουν τον λόγο ύπαρξής του.

Στον Πίνακα 1, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα ορισμένων μελετών πάνω στο φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

ΠΗΓΗ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Παπαϊωάννου-Τραυλός (1995)	101	1987-1994	34%
Kazantzis-Levis (1995)	79	1987-1991	48,5%
Kazantzis-Thomas (1996)	129	1987-1994	51,7%
Κασιμάτη (2004)	144	1999-2004	25,4%
Νούνης (2004)	345	1976-2003	27,5%

Πίνακας 1

Μελέτες πάνω στην Ελληνική Αγορά Δημοσίων Εγγραφών

Είναι γεγονός ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, αποτελεί σήμερα κοινό χαρακτηριστικό των περισσότερων διεθνών αγορών .

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, όπου παρουσιάζονται συγκεντρωτικά αποτελέσματα από 38 χώρες, οι μέσες αποδόσεις την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης των νεοεισερχομένων μετοχών κυμαίνονται από 5,4%(Δανία) έως 256,9%(Κίνα).

ΧΩΡΑ	ΠΗΓΗ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Lee, Taylor & Walter, Woo	381	1976-1995	12,1%
ΑΥΣΤΡΙΑ	Aussenegg	83	1984-2002	6,3%
ΒΕΛΓΙΟ	Rogierrs, Manigart & Ooghe, Manigart	86	1984-1999	14,6%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78,5%
ΚΑΝΑΔΑΣ	Jog & Riding, Jog & Srivastava, Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6,3%
ΧΙΛΗ	Aggarwal, Leal & Hernandez, Celis & Maturana	55	1982-1997	8,8%
ΚΙΝΑ	Datar & Mao, Gu & Qin (A shares)	432	1990-2000	256,9%
ΔΑΝΙΑ	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5,4%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	Keloharju, Westerholm	99	1984-1997	10,1%
ΓΑΛΛΙΑ	Husson & Jacquillat, Leleux & Muzyka, Paliard & Belletante, Derrien & Womack, Chahine	571	1983-2000	11,6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Ljungqvist	407	1978-1999	27,7%
ΕΛΛΑΔΑ	Kazantzis & Thomas, Nounis	338	1987-2002	49,0%
ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	McGuinness, Zhao & Wu, Ljungqvist & Yu	857	1980-2001	17,3%
ΙΝΔΙΑ	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,3%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	Hanafi, Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19,7%
ΙΣΡΑΗΛ	Kandel, Sarig & Wohl, Amihud & Hauser	285	1990-1994	12,1%
ΙΤΑΛΙΑ	Arosio, Giudici & Paleari, Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21,7%
ΙΑΠΩΝΙΑ	Fukuda, Dawson & Hiraki, Hebner & Hiraki, Pettway & Kaneko, Hamao, Packer & Ritter, Kaneko & Pettway	1.689	1970-2001	28,4%
ΚΟΡΕΑ	Dhatt, Kim & Lim, Ihm, Choi & Heo	477	1980-1996	74,3%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Isa, Isa & Yong	401	1980-1998	104,1%
ΜΕΞΙΚΟ	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33,0%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	Wessels, Eijgenhuijsen & Buijs, Jenkinson, Ljungqvist & Wilhelm	143	1982-1999	10,2%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	Vos & Cheung, Camp & Munro	201	1979-1999	23,0%
ΝΙΓΗΡΙΑ	Ikoku	63	1989-1993	19,1%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	Emilsen, Pedersen & Sættern	68	1984-1996	12,5%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22,7%
ΠΟΛΩΝΙΑ	Jelic & Briston	140	1991-1998	27,4%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	Almeida & Duque	21	1992-1998	10,6%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Lee, Taylor & Walter, Dawson	441	1973-2001	29,6%
ΝΟΤΙΑ ΑΦΡΙΚΗ	Page & Reyneke	118	1980-1991	32,7%
ΙΣΠΑΝΙΑ	Ansotegui & Fabregat	99	1986-1998	10,7%
ΣΟΥΗΔΙΑ	Rydqvist, Schuster	332	1980-1998	30,5%
ΕΛΒΕΤΙΑ	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34,9%

Πίνακας 2 Μέσες Αρχικές Αποδόσεις για 38 χώρες

Πηγή: J.Ritter-T.Loughran-K.Rydqvist

Initial public offerings: International insights, Pacific-Basin Finance Journal

Vol.2,pp.165-199,June 1994-Updated June 25, 2003

4.1. Θεωρίες σχετικές με το Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης των IPOs

Οι κύριες θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των IPOs, μπορούν να χωριστούν σε:

- α) Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης, και
- β) Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της τέλει πληροφόρησης

Ακολουθώς αναπτύσσονται τα βασικά σημεία των επιμέρους θεωριών και των δύο παραπάνω κατηγοριών.

4.1.1. Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης

Η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης (*asymmetric information*) αναφέρεται σε πληροφόρηση που ενδεχομένως διαθέτουν ορισμένοι μετέχοντες της αγοράς (π.χ. τα στελέχη μιας επιχείρησης), όχι όμως και οι υπόλοιποι (λοιποί μέτοχοι και επενδυτές). Συνοπτικά, οι κυριότερες θεωρίες της εν λόγω κατηγορίας βασίζονται στις ακόλουθες βασικές υποθέσεις:

- **Η επιχείρηση είναι καλύτερα πληροφορημένη τόσο από τον ανάδοχο όσο και από τον επενδυτή**

Κατά τους **Allen & Faulhaber (1989)** οι επιχειρήσεις έχουν περισσότερη και καλύτερη πληροφόρηση από αυτή που είναι διαθέσιμη στην αγορά. Σύμφωνα με το μοντέλο τους, οι «καλής ποιότητας» εταιρείες σκόπιμα υποτιμούν την αρχική εισαγωγή των μετοχών τους, προκειμένου να δώσουν ένα «σήμα» στους επενδυτές ότι υπερτερούν έναντι άλλων εταιρειών του ίδιου κλάδου. Μόνο τέτοιου είδους εταιρείες, που είναι σίγουρες για την μελλοντική τους ανάπτυξη, μπορούν να αντέξουν το κόστος του να πουλούν τις μετοχές τους σε τιμή χαμηλότερη από αυτή που πραγματικά αξίζουν (*signaling hypothesis*).

Ακολουθώντας την τακτική της υποτίμησης της αξίας των μετοχών τους, οι εν λόγω εταιρείες μπορεί αρχικά, κατά την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, να χάνουν κεφάλαια (*leaving money on the table*), ωστόσο, μελλοντικά, ελπίζουν να αναπληρώσουν τις απώλειες τους, είτε από μια ενδεχόμενη νέα διάθεση μετοχών η οποία θα αντιμετωπισθεί θετικά από το επενδυτικό κοινό και θα έχει μεγάλη ανταπόκριση, είτε από την προσδοκώμενη θετική πορεία της τιμής της μετοχής τους.

Το μοντέλο των Allen & Faulhaber αποτελεί ουσιαστικά μια τυποποιημένη απεικόνιση της αρχικής ιδέας του Ibbotson (1975), σύμφωνα με την οποία οι υψηλές βραχυχρόνιες αποδόσεις μιας νεοεισερχόμενης στο χρηματιστήριο μετοχής

ενισχύουν το κύρος της εταιρείας, επηρεάζουν θετικά τους επενδυτές και γενικά αυξάνουν την συνολική αξία της («*leave a good taste*» hypothesis).

Σύμφωνα με τον **Welch (1989)**, υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ υποτίμησης αρχικής εισαγωγής και μελλοντικής διάθεσης μετοχών της ίδιας εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, όσο πιο υποτιμημένη είναι η αρχική εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, τόσο πιο πιθανό είναι να αντλήσει ξανά κεφάλαια με έκδοση νέων μετοχών και μάλιστα σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα.

Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξε και η έρευνα των **Jegadeesh, Weinstein & Welch (1993)**, οι οποίοι χρησιμοποιώντας δεδομένα από αρχικές εισαγωγές εταιρειών στις Η.Π.Α. την περίοδο 1980-1986 διαπίστωσαν ότι, η πιθανότητα πραγματοποίησης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου μετά την αρχική εισαγωγή καθώς και το μέγεθος της αύξησης αυτής, αυξάνει όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο της αρχικής υποτίμησης της εταιρείας. Συνήθως, οι τιμές των μετοχών εταιρειών που ανακοινώνουν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου υποχωρούν αμέσως μετά την ανακοίνωση.

Σύμφωνα με τις θεωρίες σήμανσης, η αρνητική αυτή αντίδραση των τιμών των μετοχών θα είναι μικρότερη σε μετοχές υψηλής ποιότητας οι οποίες είχαν υποτιμηθεί περισσότερο κατά την αρχική τους εισαγωγή. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνει και η εμπειρική ανάλυση των **Slovin, Sushka & Bendeck (1994)**.

- **Ο ανάδοχος είναι καλύτερα πληροφορημένος τόσο από τον επενδυτή όσο και από την επιχείρηση**

Ο **Baron (1982)** υποστηρίζει ότι η υποτίμηση οφείλεται στην ανώτερη πληροφόρηση που έχει ο ανάδοχος (συνήθως Τράπεζα) σχετικά με τις συνθήκες της αγοράς. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, ο ανάδοχος, που είναι ουσιαστικά υπεύθυνος για την εύκολη και γρήγορη κατανομή των μετοχών της εταιρείας στο επενδυτικό κοινό, υποτιμώντας την τιμή εισαγωγής της μετοχής, δημιουργεί αυξημένη ζήτηση με αποτέλεσμα την υπερκάλυψη της έκδοσης.

Σε περίπτωση που ο ανάδοχος θέσει μια υψηλή τιμή εισαγωγής, η πιθανότητα αποτυχίας της δημόσιας εγγραφής λόγω έλλειψης επενδυτών αυξάνει. Μια ενδεχόμενη αποτυχία της κάλυψης της έκδοσης έχει ως αποτέλεσμα η εταιρεία να μην κατορθώσει να αντλήσει τα κεφάλαια που επιθυμεί, γεγονός που επηρεάζει αρνητικά την φήμη του αναδόχου.

Το μοντέλο του Baron καταλήγει τελικά στο συμπέρασμα ότι, από την στιγμή που η επιχείρηση εξουσιοδοτεί τον ανάδοχο να αποφασίσει την τιμολόγηση της αρχικής

εισαγωγής, και δεδομένου ότι η εισαγωγή της εταιρείας με υποτίμηση συμφέρει τον ανάδοχο, η ιδανική επιλογή τελικά για τους εκδότες είναι να εισάγουν τις μετοχές τους υποτιμημένες.

Σύμφωνη με την θεωρία του Baron είναι και η άποψη του **Ritter(1984)**, ο οποίος πιστεύει ότι, ο ανάδοχος διαθέτει περισσότερη και καλύτερη πληροφόρηση από οποιοδήποτε άλλον στην αγορά και εξηγεί το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των IPOs με βάση την υπόθεση ότι οι ανάδοχοι αποστρέφονται τον κίνδυνο (*underwriters'risk aversion*). Υποστηρίζει ότι, η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο σε τιμή χαμηλότερη από αυτή που αξίζει πραγματικά, μειώνει το ρίσκο και το κόστος του αναδόχου, δεδομένου ότι μειώνει την πιθανότητα αποτυχίας του, και κατά συνέπεια και την πιθανότητα αρνητικής δημοσιότητας και ύπαρξης δυσσαρεστημένων επενδυτών.

Σε αντίστοιχα αποτελέσματα, όσον αφορά την εξήγηση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των IPOs σε σχέση με την αποστροφή των αναδόχων στον κίνδυνο, είχαν καταλήξει και οι **Mandelker & Raviv (1977)**.

Οι **Muscarella & Vetsuypens (1989)** έλεγξαν την υπόθεση του Baron εξετάζοντας ένα μικρό δείγμα 38 τραπεζών στις Η.Π.Α., για τις οποίες ο εκδότης και ο ανάδοχος της έκδοσης ταυίζονταν. Με βάση το μοντέλο του Baron, και δεδομένου ότι προφανώς δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ εκδότη και αναδόχου, κατά την εισαγωγή των μετοχών των συγκεκριμένων τραπεζών δεν θα έπρεπε να εμφανισθούν φαινόμενα υποτίμησης, κατά τρόπο ώστε η κάθε εταιρεία να εκμεταλλευθεί πλήρως την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Σε αντίθεση με ότι θα αναμενόταν, τα αποτελέσματα της εν λόγω μελέτης έδειξαν υποτίμηση, παρόμοια με αυτή που παρατηρείται σε δείγματα όπου εκδότης και ανάδοχος είναι διαφορετικοί, γεγονός που έρχεται σε σύγκρουση με την υπόθεση του Baron.

Αντίθετα, οι **Ljungqvist & Wilhelm (2003)**, ξεκινώντας από την παρατήρηση ότι το 2000 στις Η.Π.Α. οι επενδυτικές τράπεζες κατείχαν το 44% των νεοεισερχόμενων μετοχών πριν την εισαγωγή τους, υπέθεσαν ότι θα είχαν μειωμένα κίνητρα υποτίμησης της τιμής εισαγωγής. Πράγματι απέδειξαν εμπειρικά ότι, το μέγεθος της αρχικής υποτίμησης αυτών των εταιρειών ήταν μικρότερο και μάλιστα, όσο μεγαλύτερο ήταν το ποσοστό συμμετοχής της τράπεζας-αναδόχου στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας πριν την εισαγωγή της, τόσο λιγότερο υποτιμήθηκε η τιμή της μετοχής της κατά την αρχική της εισαγωγή.

Σε μια από τις τελευταίες μελέτες τους, οι **Loughran & Ritter (2003)** υποστήριξαν ότι, οι τράπεζες-ανάδοχοι υποτιμούν σκόπιμα και βάσει στρατηγικής τις αρχικές

εισαγωγές σε μια προσπάθεια να αποκομίσουν γρήγορα κέρδη, τόσο για τις ίδιες όσο και για τους πελάτες τους.

- **Ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές**

Ο **Rock (1986)** παρουσίασε ένα μοντέλο που απέδιδε την υποτίμηση των IPOs στην ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών, όσον αφορά τις προοπτικές και την ποιότητα των προς εισαγωγή εταιρειών.

Πιο συγκεκριμένα, ο Rock χωρίζει τους επενδυτές σε δύο κατηγορίες: τους πληροφορημένους (*informed investors*) και τους μη πληροφορημένους (*uninformed investors*). Οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές εγγράφονται σε μια δημόσια εγγραφή - και μάλιστα για μεγάλα ποσοστά - μόνο αν γνωρίζουν ότι οι μετοχές της έκδοσης είναι υποτιμημένες, ενώ αποφεύγουν τις υπερτιμημένες εκδόσεις. Αν η τιμή εισαγωγής είναι μικρότερη από την πραγματική αξία της μετοχής, τότε οι λιγότερο ενημερωμένοι επενδυτές αυτομάτως περιορίζονται. Αντίθετα, στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής μιας μετοχής είναι υψηλότερη από την πραγματική της αξία, οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές κινδυνεύουν να αποκτήσουν το σύνολο των υπερτιμημένων μετοχών που έχουν αιτηθεί, αφού οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές δεν θα συμμετέχουν στην έκδοση. Η παραπάνω θεωρία είναι γνωστή στην διεθνή βιβλιογραφία ως η υπόθεση της κακοτυχίας του νικητή (*the winner's curse hypothesis*).

Με άλλα λόγια, οι μη καλά ενημερωμένοι επενδυτές που συμμετέχουν στις δημόσιες εγγραφές παίρνουν μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών στις εκδόσεις που τελικά αποδεικνύονται υπερτιμημένες από ότι στις υποτιμημένες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι απληροφόρητοι επενδυτές να καταγράφουν γενικά αρνητικές αποδόσεις από τις συμμετοχές τους σε δημόσιες εγγραφές, γεγονός που σταδιακά τους αποτρέπει από το να συμμετάσχουν σε ενδεχόμενη διάθεση νέων τίτλων.

Κατά συνέπεια, οι ανάδοχοι, προκειμένου να διατηρήσουν ως αγοραστές στις δημόσιες εγγραφές και τους μη ενημερωμένους επενδυτές, καθορίζουν μια υποτιμημένη τιμή εισαγωγής, τέτοια ώστε να επιτρέπει στους μεν απληροφόρητους επενδυτές να κερδίζουν από την συμμετοχή τους τουλάχιστον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, στους δε καλά πληροφορημένους επενδυτές να κερδίζουν μια αρχική απόδοση που θα ανταμείβει το πληροφοριακό τους πλεονέκτημα.

Οι **Beatty & Ritter (1986)** χρησιμοποίησαν το μοντέλο του Rock για να εξηγήσουν την σχέση μεταξύ υποτίμησης και βαθμού αβεβαιότητας για την ποιότητα της προς εισαγωγή εταιρείας. Υποστήριξαν ότι, όσο περισσότερη αβεβαιότητα

υπάρχει για την αναμενόμενη αξία μιας εταιρείας τόσο περισσότεροι επενδυτές αναμένεται να ερευνήσουν καλά την εταιρεία πριν λάβουν μέρος στην δημόσια εγγραφή και τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι όχι καλά πληροφορημένοι επενδυτές. Το επιπλέον αυτό ρίσκο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές λόγω της ex-ante αβεβαιότητας για την αξία της εταιρείας πρέπει να αποζημιωθεί από τους αναδόχους μέσω μιας σε μεγαλύτερο βαθμό υποτιμημένης τιμής εισαγωγής.

Οι **Michaely & Shaw (1994)** επιβεβαίωσαν εμπειρικά την εγκυρότητα της υπόθεσης κακοτυχίας του νικητή που είχε προτείνει ο Rock βρίσκοντας ότι όσο πιο ομοιογενώς κατανέμεται η πληροφόρηση ανάμεσα στους επενδυτές τόσο λιγότερο υποτιμημένη εισάγεται η εταιρεία στο χρηματιστήριο.

Ο **Welch (1992)** υποστήριξε ότι η υποτίμηση των IPOs οφείλεται σε ένα φαινόμενο που είναι ευρύτερα γνωστό ως «φαινόμενο του συρμού». Φαινόμενα «συρμού» είναι δυνατόν να συμβούν όταν δυνητικοί επενδυτές δεν λαμβάνουν μέρος σε μια δημόσια εγγραφή εξαιτίας των πληροφοριών που έχουν για την νέα έκδοση, αλλά κυρίως παρασυρόμενοι από άλλους επενδυτές (*bandwagon or cascade hypothesis*). Από την άλλη, ένας επενδυτής βλέποντας μικρή ζήτηση για την προς εισαγωγή έκδοση, είναι πολύ πιθανό τελικά να μην λάβει μέρος ακόμη και αν η πληροφόρηση που έχει για την νεοεισαγόμενη εταιρεία είναι αρκετά καλή. Για να αποφευχθούν τέτοια φαινόμενα, ο ανάδοχος υποτιμά σκόπιμα την τιμή εισαγωγής της εταιρείας, έτσι ώστε να προσελκύσει τους πρώτους λίγους επενδυτές, οι οποίοι με την σειρά τους θα παρασύρουν όλους τους υπόλοιπους που θα θέλουν να λάβουν μέρος στην δημόσια εγγραφή, ανεξάρτητα από την πληροφόρηση που θα έχουν για την κατάσταση της εταιρείας.

Σε περιόδους χρηματιστηριακής ευφορίας και υπεραισιοδοξίας για το μέλλον, το φαινόμενο του «συρμού» είναι δυνατόν να δημιουργήσει ιδιαίτερα αυξημένη ζήτηση για τις νέες μετοχές, πολύ μεγαλύτερη από την υπάρχουσα προσφορά (*hot issues*). Η αυξημένη ζήτηση για τις νέες μετοχές, η οποία διατηρείται και μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης τους, ωθεί την τιμή της μετοχής σε ολοένα και υψηλότερα επίπεδα. Οι επενδυτές, παρασυρόμενοι και πιστεύοντας ότι η μετοχή θα ανεβαίνει συνεχώς, σπεύδουν να την αγοράσουν ακόμη και σε υπέρμετρα υψηλές τιμές, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους την κατάσταση ή τις προοπτικές της εταιρείας. Αυτή η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών μπορεί να οδηγήσει στην δημιουργία κερδοσκοπικής φυσαλίδας (*speculative bubble*), η οποία όταν επανέλθει η ισορροπία «εκρήγνυται» επιφέροντας σημαντικότερες απώλειες στην τιμή των μετοχών.

Σύμφωνα με τους **Aggarwal & Rivoli (1990)**, οι αρχικές εισαγωγές δεν υποτιμούνται σκόπιμα, αλλά αποτιμώνται από τον ανάδοχο στην πραγματική τους αξία. Οι επενδυτές παρασυρόμενοι αγοράζουν τις μετοχές σε υπερβολικά υψηλές τιμές που όμως δεν διατηρούνται, αφού μακροπρόθεσμα οι τιμές υποχωρούν ακόμη και σε επίπεδα χαμηλότερα της τιμής εισαγωγής τους.

Ο **Ritter (1991)** σε μια από τις μελέτες του, εξετάζοντας ένα δείγμα 1526 νέων εισαγωγών στις Η.Π.Α. την περίοδο 1975-1984, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, η μέση απόδοση των νεοεισερχομένων μετοχών τρία χρόνια μετά την εισαγωγή τους ήταν μικρότερη από την μέση απόδοση της αγοράς για την αντίστοιχη χρονική περίοδο. Συγκεκριμένα υπολόγισε ότι, η μέση προσαρμοσμένη απόδοση του δείγματος, 3 έτη μετά την αρχική εισαγωγή, ήταν - 42,21%.

4.1.2. Θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της τέλει πληροφόρησης

Σε αντίθεση με την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης, σύμφωνα με την υπόθεση της τέλει πληροφόρησης όλοι οι μετέχοντες στην αγορά έχουν πρόσβαση σε κάθε απαραίτητη πληροφορία, όλη δηλαδή η σχετική πληροφόρηση είναι διαθέσιμη και ενσωματώνεται στην τιμή των μετοχών. Συνοπτικά, οι κυριότερες θεωρίες της εν λόγω κατηγορίας βασίζονται στις ακόλουθες βασικές υποθέσεις:

- **Υποτίμηση και μελλοντική αναμενόμενη ρευστότητα των μετοχών της εταιρείας**

Σύμφωνα με αυτή την άποψη, από την στιγμή που μεταξύ των εμπλεκομένων στην δημόσια εγγραφή μιας εταιρείας, για την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης, η τιμή εισαγωγής της θα έπρεπε να είναι ίση με την πραγματική αξία της μετοχής της εταιρείας. Μόνο αν η τιμή εισαγωγής της μετοχής είναι χαμηλότερη από την πραγματική της αξία η έκδοση θα έχει ζήτηση από τους επενδυτές.

Κατά τους **Booth & Chua (1996)** η υποτίμηση των IPOs γίνεται σκόπιμα, προκειμένου να αυξηθεί ο αριθμός των επενδυτών που θα λάβουν μέρος στην δημόσια εγγραφή. Η υποτίμηση βοηθά στην υπερκάλυψη της έκδοσης και επιτρέπει να κατανεμηθούν οι νέες μετοχές σε όσο το δυνατόν περισσότερους νέους μετόχους της εταιρείας (*the ownership dispersion hypothesis*). Οι Booth & Chua έδειξαν ότι, μεγάλη συμμετοχή επενδυτών στην δημόσια εγγραφή αυξάνει την μελλοντική ρευστότητα των μετοχών, με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση της συνολικής αξίας της μετοχής. Όσο μικρότερη αναμένεται η ρευστότητα των μετοχών μετά την δημόσια εγγραφή, τόσο περισσότερο πρέπει να υποτιμηθεί η τιμή εισαγωγής της εταιρείας.

Οι **Brennan & Franks (1997)** στην προσπάθειά τους να εξηγήσουν το εν λόγω φαινόμενο κατέληξαν σε παρόμοια συμπεράσματα. Η υποτίμηση, και κατά συνέπεια η υπερκάλυψη της δημόσιας εγγραφής, είναι μηχανισμοί που έχουν ως αποτέλεσμα την διασπορά των μετοχών της εταιρείας, κατά τρόπο όμως που κανείς από τους νέους μετόχους με μεγάλο ποσοστό μετοχών να μην μπορεί να ελέγξει την διοίκηση της εταιρείας. Οι Brennan & Franks απέδειξαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ υποτίμησης και διασποράς μετοχών στα χρόνια που ακολουθούν την εισαγωγή της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά, τόσο μεγαλύτερη είναι και η υποτιμολόγηση της εταιρείας κατά την εισαγωγή.

▪ Υποτίμηση ως εξασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων

Οι **Tinic (1988)** και **Hughes & Thakor (1992)** υποστήριξαν ότι, οι εκδότες υποτιμούν σκόπιμα τις μετοχές τους, προκειμένου να αποφύγουν νομικές κυρώσεις εξαιτίας της πιθανώς άσχημης πορείας των μετοχών τους. Πιο συγκεκριμένα, υποστήριξαν ότι, η υποτίμηση των νεοεισερχομένων μετοχών γίνεται σκόπιμα προκειμένου να προφυλαχθούν οι ανάδοχοι και η εταιρεία από ενδεχόμενες μηνύσεις επενδυτών λόγω εξαπάτησης. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, επενδυτές που θα ζημιωνόνταν από την πτώση της τιμής μιας νεοεισερχόμενης μετοχής, σε επίπεδα χαμηλότερα της τιμής εισαγωγής της, θα μπορούσαν ενδεχομένως να προβούν σε μηνύσεις, τόσο κατά των αναδόχων όσο και κατά της εταιρείας, ισχυριζόμενοι ότι εξαπατήθηκαν.

Ο Tinic μελέτησε δύο ξεχωριστά δείγματα αρχικών εισαγωγών στις Η.Π.Α., το ένα πριν και το άλλο μετά την εφαρμογή του Νόμου Τίτλων (Securities Act) του 1933, και διαπίστωσε ότι, στο δείγμα προ της εφαρμογής του νόμου, η υποτίμηση ήταν μικρότερη. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο δείγμα, 70 αρχικών εισαγωγών της περιόδου 1923-1930, υπολογίσθηκε μέση αρχική υποτίμηση 5,2%, ενώ για το δεύτερο δείγμα, 134 αρχικών εισαγωγών της περιόδου 1966-1971, η αντίστοιχη τιμή ήταν 11,1%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, σε έρευνα τους οι **Lowry & Shu (2002)** υπολόγισαν ότι, περίπου το 6% των εταιρειών των Η.Π.Α. που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την περίοδο 1998-1995 δέχθηκαν μηνύσεις για παραβάσεις σχετικές με την δημόσια εγγραφή. Οι αποζημιώσεις που κατέβαλαν στους ενάγοντες απέφεραν κατά μέσο όρο στις εν λόγω εταιρείες ζημιές ύψους που υπολογίζεται στο 13,3% των εσόδων τους από την αρχική εισαγωγή.

Επισημαίνεται ότι, στις Η.Π.Α. η νομοθεσία σε τέτοια ζητήματα είναι ιδιαίτερα αυστηρή, γεγονός που σημαίνει ότι, μέσω της αρχικής υποτίμησης εμμέσως εξασφαλίζεται και ο ανάδοχος και η εταιρεία έναντι νομικών κινδύνων. Εντούτοις, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι η ύπαρξη νομικού κινδύνου είναι και μια από τις βασικές αιτίες υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών, δεδομένου ότι παρόμοια επίπεδα υποτίμησης εμφανίζονται και σε αγορές όπου τέτοιου είδους κίνδυνοι είναι ανύπαρκτοι.

5. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές, και τις αντίστοιχες εισαγωγές εταιρειών, που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από τον Ιανουάριο του 2000 μέχρι τον Μάρτιο του 2004. Το σύνολο των εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο την περίοδο αυτή ήταν 115, εκ των οποίων 42 εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά, 65 στην Παράλληλη και 8 στην Ν.Ε.Χ.Α.

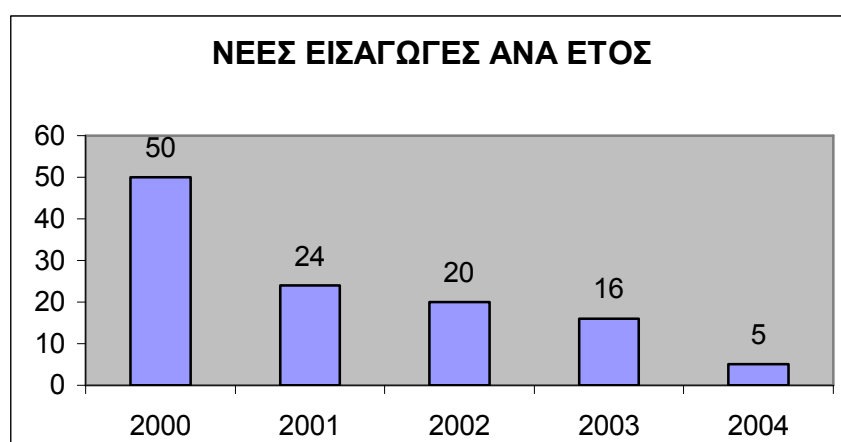
Στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι, η κατανομή των δημοσίων εγγραφών έγινε με κριτήριο την χρονική περίοδο κατά την οποία διενεργήθηκαν και όχι την τελική ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο.

Τα εν λόγω στοιχεία απεικονίζονται παραστατικά στους πίνακες και τα γραφήματα που ακολουθούν.

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	ΝΕΧΑ	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (€)	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ (ΔΙΣ ΔΡΧ)
2000	50	16	34	0	2.371.122.751,87	807,96
2001	24	13	9	2	1.068.893.048,00	364,23
2002	20	7	10	3	958.603.614,00	326,64
2003	16	3	11	2	1.468.254.495,00	500,31
2004*	5	3	1	1	67.118.820,00	22,87
ΣΥΝΟΛΟ	115	42	65	8	5.933.992.728,87	2.022,01

* :μέχρι 3/2004

Πίνακας 3
Εξεταζόμενο Δείγμα Αρχικών Εισαγωγών Περιόδου 1/2000-3/2004



Γράφημα 1
Εξεταζόμενο Δείγμα Αρχικών Εισαγωγών Περιόδου 1/2000-3/2004

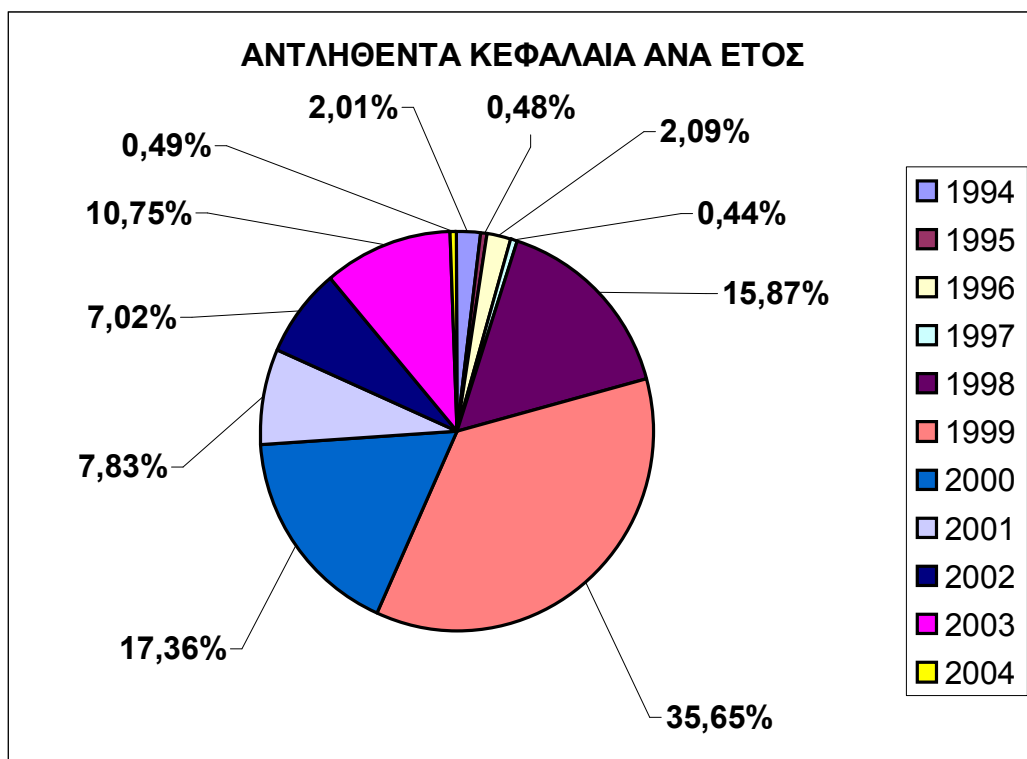
Στον παρακάτω πίνακα και στο αντίστοιχο σχήμα παρουσιάζονται στοιχεία για όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, που πραγματοποιήθηκαν από 1/1/1994 μέχρι 1/3/2004 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθώς και τα αντληθέντα κεφάλαια.

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ(ΕΚΑΤ.€)	ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ(ΔΙΣ ΔΡΧ)	ΠΟΣΟΣΤΟ(%)
1994	46	275,10	93,74	2,01%
1995	20	65,27	22,24	0,48%
1996	20	285,43	97,26	2,09%
1997	14	60,35	20,56	0,44%
1998	27	2.166,83	738,35	15,87%
1999	46	4.868,39	1.658,91	35,65%
2000	50	2.371,12	807,96	17,36%
2001	24	1.068,89	364,23	7,83%
2002	20	958,60	326,64	7,02%
2003	16	1.468,25	500,31	10,75%
2004*	5	67,12	22,87	0,49%
ΣΥΝΟΛΟ	288	13.655,37	4.653,07	100%

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

* :μέχρι 3/2004

Πίνακας 4
Αντληθέντα κεφάλαια την δεκαετία 1/1994-3/2004



Γράφημα 2
Αντληθέντα κεφάλαια την δεκαετία 1/1994-3/2004

Από τα παραπάνω στοιχεία, εύκολα μπορεί να παρατηρήσει κανείς ότι το 2000 ήταν το έτος κατά το οποίο πραγματοποιήθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός (50) δημόσιων εγγραφών στο ΧΑΑ, αριθμός που μπορεί να συγκριθεί μόνο με τους αντίστοιχους των ετών 1994 και 1999, κατά τα οποία είχαμε από 46 νέες εισαγωγές.

Από το έτος 2000 και μετά παρατηρείται μια κατακόρυφη μείωση του αριθμού των εταιρειών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο, 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, ήταν μια ιδιαίτερα κακή περίοδος για το ΧΑΑ.

Κατά την εν λόγω περίοδο, ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ σημείωσε κατακόρυφη πτώση ξεκινώντας από τις 5.794,85 μονάδες στις 3/1/2000 για να φτάσει στις 31/12/2004 στις 2.786,18 μονάδες, μειωμένος κατά 52%, ενώ στο μεσοδιάστημα βρέθηκε ακόμη και στις 1.477,91 μονάδες (12/03/2003), δημιουργώντας τεράστιες απώλειες στα εισοδήματα κυρίως των μικροεπενδυτών, που είχαν επενδύσει μαζικά σε μετοχές το 1999.

Όπως φαίνεται από τα στοιχεία του πίνακα, κατά την εξεταζόμενη περίοδο, από 1/1/2000 έως 1/3/2004, είχαμε συνολικά 115 νέες εισαγωγές από τις οποίες αντλήθηκαν συνολικά περίπου 5,93 δις € (2 τρις δραχμές). Οι αριθμοί αυτοί αντιστοιχούν στο 39,93% του συνολικού αριθμού εισαγωγών και στο 43,46%, αντίστοιχα, του συνολικού ύψους των αντληθέντων κεφαλαίων των τελευταίων 11 ετών. Εντούτοις, εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι το 1999, χρονιά που ο Γ.Δ. έφτασε στο ιστορικό υψηλό του (6.355,04 μονάδες στις 17/09/1999), διενεργήθηκε το 15,97% των αρχικών εισαγωγών και αντλήθηκε το 35,65% των αντληθέντων κεφαλαίων τα τελευταία 10 έτη.

6.ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

6.1.Μεθοδολογία

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι ο έλεγχος της βραχυχρόνιας συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών που εισήχθησαν με δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο μεταξύ 1/1/2000 και 1/3/2004. Για το σκοπό αυτό θα εξετάσουμε τις χρηματιστηριακές αποδόσεις των εν λόγω μετοχών μία ημέρα, 4 μήνες (84 ημέρες), 8 μήνες(168 ημέρες) και 12 μήνες (250 ημέρες) μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ. Για τον υπολογισμό των αντίστοιχων χρηματιστηριακών αποδόσεων θα χρησιμοποιήσουμε δύο μεθόδους, που συναντάμε τόσο στην εγχώρια όσο και στην διεθνή βιβλιογραφία: α) τις απλές αποδόσεις (raw returns) και β) τις επιπλέον ή υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns).

6.1.1. Απλές αποδόσεις (raw returns)

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν από την σύγκριση της τιμής εισαγωγής της εταιρείας στο ΧΑΑ, με την τιμή που παίρνει η μετοχή σε κάποια μεταγενέστερη χρονική στιγμή. Έτσι, θα υπολογίσουμε τις απλές αποδόσεις της πρώτης ημέρας (R_1), του πρώτου τετραμήνου (R_{84}), του πρώτου οχταμήνου (R_{168}) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (R_{250}).

Πιο συγκεκριμένα, η απλή απόδοση της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης σε ποσοστό επί της εκατό, υπολογίζεται ως εξής:

$$R_1 = \frac{\text{ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ ΤΗΝ 1^η ΜΕΡΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ} - \text{ΤΙΜΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ}}{\text{ΤΙΜΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ}} \times 100 \quad (1)$$

Αντίστοιχα, η απλή απόδοση του πρώτου τετραμήνου (84^η ημέρα διαπραγμάτευσης), δίνεται από την σχέση:

$$R_{84} = \frac{\text{ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ ΤΗΝ 84^η ΜΕΡΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ} - \text{ΤΙΜΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ}}{\text{ΤΙΜΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ}} \times 100 \quad (2)$$

6.1.2. Υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns)

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν αν από τις αντίστοιχες απλές αποδόσεις αφαιρέσουμε την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς (R_m) για την αντίστοιχη χρονική περίοδο. Με τον υπολογισμό αυτών των αποδόσεων ενσωματώνουμε στις απλές αποδόσεις των νεοεισερχομένων μετοχών τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η εν λόγω προσαρμογή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι, η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας δεν εξαρτάται μόνο από την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η εταιρεία και τις προοπτικές της, αλλά και από την γενικότερη πορεία του Χρηματιστηρίου.

Ως απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς, ορίζουμε την απλή απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ. Έτσι, η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για περίοδο από την χρονική στιγμή 0 μέχρι την χρονική στιγμή 1, δίνεται από την σχέση:

$$R_m = \frac{\text{ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ ΓΔ ΧΑΑ (1)} - \text{ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ ΓΔ ΧΑΑ (0)}}{\text{ΤΙΜΗ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ ΓΔ ΧΑΑ (0)}} \times 100 \quad (3)$$

Συνεπώς, η υπερβάλλουσα απόδοση της 1^{ης} μέρας διαπραγμάτευσης θα είναι:

$$ER_1 = R_1 - R_m \quad (4)$$

Για τον υπολογισμό της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς (R_m), ως βάση υπολογισμού λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ την τελευταία ημέρα των εγγραφών - οι επενδυτές προτιμούν να εγγράφονται στις δημόσιες εγγραφές την τελευταία ημέρα γιατί έτσι δεσμεύουν για μικρότερο χρονικό διάστημα τα χρήματά τους.

Έτσι, για κάθε μετοχή υπολογίζονται και αναλύονται συνολικά 8 αποδόσεις: οι απλές αποδόσεις R_1 , R_{84} , R_{168} , και R_{250} και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις: ER_1 , ER_{84} , ER_{168} και ER_{250} .

Ο υπολογισμός των μέσων αποδόσεων, τόσο των απλών όσο και των προσαρμοσμένων, καθώς επίσης και όλων των υπολοίπων στατιστικών στοιχείων που αναφέρονται στα εμπειρικά αποτελέσματα έγινε με χρήση του οικονομετρικού πακέτου E-Views.

Σημείωση: Για το υπολογισμό των παραπάνω αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών, όπως αυτές αντλήθηκαν από το Bloomberg LP. Οι συγκεκριμένες τιμές των μετοχών είναι προσαρμοσμένες σε τυχόν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, μέσω δικαιωμάτων προτίμησης και διασπάσεις μετοχών (split), που μπορεί να πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης των μετοχών στο ΧΑΑ. Όσον αφορά τις τιμές κατά την τελευταία ημέρα της περιόδου εγγραφής, τα στοιχεία αντλήθηκαν από τις ετήσιες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

6.2. Εμπειρικά ευρήματα

Ακολούθως, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την μελέτη και επεξεργασία των στοιχείων του συνόλου του δείγματος, καθώς και των αντίστοιχων επιμέρους στοιχείων για την Κύρια και την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.

6.2.1. Αποτελέσματα για τα συνολικά στοιχεία του δείγματος

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα (απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις) για το σύνολο των δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν κατά την πενταετία 2000-2004.

Πιο συγκεκριμένα, ο υποπίνακας Α αναφέρεται στις τέσσερις απλές αποδόσεις, όπως αυτές υπολογίστηκαν με βάση την τιμή εισαγωγής της κάθε εταιρείας στο ΧΑΑ, ενώ ο υποπίνακας Β αναφέρεται στις τέσσερις υπερβάλλουσες αποδόσεις, όπως αυτές υπολογίστηκαν με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ κατά την τελευταία ημέρα κάθε δημόσιας εγγραφής.

Ξεκινώντας από αριστερά προς τα δεξιά, στην πρώτη στήλη περιλαμβάνονται τα οκτώ συνολικά είδη αποδόσεων, στην δεύτερη στήλη καταγράφεται η μέση απόδοση του δείγματος, στην τρίτη στήλη η τυπική απόκλιση της απόδοσης, στην τέταρτη στήλη ο διάμεσος (mean), στην πέμπτη στήλη η ελάχιστη και στην έκτη η μέγιστη απόδοση του δείγματος. Τέλος, στην τελευταία στήλη καταγράφεται ο αριθμός των παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης (απλής ή υπερβάλλουσας).

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων στα οποία καταλήγουμε χρησιμοποιήθηκε δίπλευρος έλεγχος με χρήση του t-statistic.

ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ: από 1/1/2000 έως 1/3/2004						
ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Α (ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - RAW RETURNS)						
1ης ημέρας R1	28,80***	61,23	8,03	-37,50	343,20	114
84ης ημέρας R84	22,74***	78,90	3,65	-55,90	568,70	114
168ης ημέρας R168	5,63	55,89	-10,89	-67,60	206,20	114
250ης ημέρας R250	1,05	56,39	-11,05	-81,50	255,70	110
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Β (ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - EXCESS RETURNS)						
1ης ημέρας ER1	31,19***	61,14	9,11	-34,46	338,15	111
84ης ημέρας ER84	34,27**	81,00	14,77	-47,22	581,15	111
168ης ημέρας ER168	21,49**	57,02	6,90	-63,02	235,45	110
250ης ημέρας ER250	21,69**	57,07	10,43	-81,88	261,65	107

- : στατιστικά ασήμαντο αποτέλεσμα

* : η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων

** : η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων

***: η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων

Πίνακας 5 ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ-ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η απλή μέση απόδοση 1^{ης} ημέρας για τις νεοεισερχόμενες εταιρείες, την χρονική περίοδο που εξετάζουμε, ήταν 28,80%, με τυπική απόκλιση 61,23%, γεγονός που επιβεβαιώνει την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Παρατηρούμε ότι, οι νεοεισερχόμενες μετοχές της περιόδου 2000-2004 προσέφεραν ικανοποιητικές αρχικές αποδόσεις στους επενδυτές που τις εμπιστεύθηκαν, αποδόσεις που, όπως φαίνεται και από τα στοιχεία του πίνακα, έφτασαν μέχρι και 343,2% κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσής τους. Από την άλλη όμως, παρατηρείται ότι η μέση απόδοση των νεοεισερχομένων μετοχών μειώνεται με το πέρασμα του χρόνου. Έτσι, τέσσερις μήνες μετά η μέση απόδοση πέφτει στο 22,74%, οκτώ μήνες μετά είναι σημαντικά χαμηλότερη στο 5,63%, για να φτάσει ένα χρόνο μετά την εισαγωγή να είναι μόλις 1,05%. Αξίζει να σημειωθεί ότι, μεταξύ των εταιρειών του δείγματος υπήρξε και μια, η μετοχή της οποίας ένα χρόνο μετά την εισαγωγή της διαπραγματευόταν με τιμή κατά 81,5% χαμηλότερη από την τιμή εισαγωγής της.

Τα παραπάνω ευρήματα υποδηλώνουν ότι, παρά το γεγονός ότι οι μετοχές των εταιρειών κατά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ εμφανίζονται σημαντικά υποτιμημένες, οι αποδόσεις τους μετά τον τέταρτο μήνα από την εισαγωγή τους παρατηρούνται εξαιρετικά μειωμένες.

Όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, που όπως έχουμε ήδη αναφέρει προκύπτουν από την σύγκριση των απλών αποδόσεων της μετοχής μιας εταιρείας και των αντίστοιχων αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς (αποδόσεις Γενικού Δείκτη), παρατηρείται ότι όσοι επενδυτές προτίμησαν τις αρχικές εισαγωγές, σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά, κατέγραψαν καλύτερες αποδόσεις για διάστημα μέχρι και ένα έτος από την εισαγωγή. Πιο συγκεκριμένα, η επένδυση σε νεοεισερχόμενες εταιρείες και η πώλησή τους την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, τέσσερις μήνες, οκτώ μήνες και ένα έτος μετά την εισαγωγή τους, απέφερε στους επενδυτές υπερβάλλουσες αποδόσεις 31,19%, 34,27%, 21,15% και 21,69% αντίστοιχα.

Εντούτοις, στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί ότι, 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 δημόσια εγγραφή ενέχει ταυτόχρονα υψηλό κίνδυνο για τους επενδυτές.

6.2.2. Αποτελέσματα για την Κύρια Αγορά

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απλές και οι προσαρμοσμένες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2000-2004.

ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ: από 1/1/2000 έως 1/3/2004						
ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Α (ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - RAW RETURNS)						
1ης ημέρας R1	5,66	27,75	0,15	-37,50	134,10	42
84ης ημέρας R84	-9,27**	23,82	-10,85	-52,63	48,90	42
168ης ημέρας R168	-13,72**	35,70	-20,55	-66,20	97,90	42
250ης ημέρας R250	-17,53**	39,30	-25,70	-81,50	93,10	39
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Β (ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - EXCESS RETURNS)						
1ης ημέρας ER1	7,00	29,28	2,20	-34,46	139,48	39
84ης ημέρας ER84	3,70	26,67	0,22	-47,22	79,70	39
168ης ημέρας ER168	4,03	32,61	-2,23	-45,75	113,81	38
250ης ημέρας ER250	7,62	35,56	1,80	-41,84	120,09	36

**Πίνακας 6
ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ-ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ**

Όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό, τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για την Κύρια Αγορά είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές που αφορούσαν στο σύνολο του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, η μέση απλή απόδοση 1^{ης} μέρας διαπραγμάτευσης είναι μόλις 5,66%, με τυπική απόκλιση 27,75%. Αντίστοιχα, οι μέσες απλές αποδόσεις 4 μήνες, 8 μήνες και 1 έτος μετά την εισαγωγή είναι αντίστοιχα -9,27%, -13,72% και -17,53%. Παρατηρείται δηλαδή ότι, το ποσοστό υποτίμησης των μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά **εμφανίζεται** σημαντικά χαμηλότερο από αυτό του συνολικού δείγματος, γεγονός που μας κάνει να αναμένουμε αντίστοιχα μεγαλύτερο ποσοστό υποτίμησης των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά. Επίσης, το αντίστοιχο ποσοστό υποτίμησης δείχνει να φθίνει αρκετά γρήγορα, πριν καν περάσουν τέσσερις μήνες από την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ.

Όσον αφορά τα εμπειρικά αποτελέσματα για τις μέσες **υπερβάλλουσες** αποδόσεις, παρατηρείται ότι, για διάστημα μέχρι και ένα έτος μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο, ήταν θετικές ($ER_1=7\%$, $ER_{84}=3,7\%$, $ER_{168}=4,03\%$, $ER_{250}=7,62\%$).

6.2.3. Αποτελέσματα για την Παράλληλη Αγορά

Όπως διαπιστώθηκε στην προηγούμενη παράγραφο, το ποσοστό υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια Αγορά ήταν σημαντικά χαμηλότερο από το επίπεδο υποτίμησης του συνολικού δείγματος. Το γεγονός αυτό μας κάνει να αναμένουμε μεγαλύτερο ποσοστό υποτίμησης για τις μετοχές που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.

Πράγματι, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα, η μέση απλή απόδοση 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης για το σύνολο των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου την περίοδο 2000-2004 ήταν 39,66%, δηλαδή κατά πολύ υψηλότερη αυτής που είχε υπολογιστεί για την Κύρια Αγορά (5,66%). Επίσης, παρατηρείται ότι, οι αποδόσεις που πέτυχαν όσοι επενδυτές επένδυσαν σε δημόσιες εγγραφές εταιρειών για την εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά ήταν θετικές και ιδιαίτερα σημαντικές μέχρι και ένα έτος από την αρχική εισαγωγή. Συγκεκριμένα, η μέση απλή απόδοση των τεσσάρων πρώτων μηνών είναι 42,75%, των οκτώ πρώτων μηνών 16,30% και του πρώτου έτους 7,16%.

Όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, αυτές εμφανίζονται ακόμη υψηλότερες και διατηρήθηκαν σε υψηλά επίπεδα μέχρι και ένα έτος μετά την είσοδο των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Από τα παραπάνω φαίνεται καθαρά ότι, όσοι

επενδυτές επέλεξαν να συμμετάσχουν στις δημόσιες εγγραφές εταιρειών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά την συγκεκριμένη χρονική περίοδο, πέτυχαν αποδόσεις που ξεπέρασαν κατά πολύ τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς.

ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΣ: από 1/1/2000 έως 1/3/2004						
ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Α (ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - RAW RETURNS)						
1ης ημέρας R1	39,66***	68,82	19,20	-34,62	343,20	65
84ης ημέρας R84	42,75***	97,20	15,20	-55,90	568,70	65
168ης ημέρας R168	16,30**	63,09	-0,59	-67,60	206,20	65
250ης ημέρας R250	7,16	55,39	-2,30	-68,10	198,10	65
ΥΠΟΠΙΝΑΚΑΣ Β (ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - EXCESS RETURNS)						
1ης ημέρας ER1	41,42***	67,33	21,72	-28,42	338,15	65
84ης ημέρας ER84	52,70***	98,27	22,55	-40,83	581,15	65
168ης ημέρας ER168	32,43***	65,53	14,55	-59,78	235,45	65
250ης ημέρας ER250	29,46***	65,96	24,78	-81,88	261,65	65

Πίνακας 7 ΑΠΛΕΣ & ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ-ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Από την παραπάνω απεικόνιση των αποτελεσμάτων είναι προφανές ότι, οι μετοχές που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά ήταν περισσότερο υποτιμημένες από αυτές που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά. Αντίστοιχα, για το δείγμα των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά, και οι αποδόσεις (τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες) ήταν σημαντικά υψηλότερες.

Ανάλογος ήταν και ο κίνδυνος των αρχικών εισαγωγών, όπως αυτός εκφράζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται ότι, οι τυπικές αποκλίσεις των μέσων απλών αποδόσεων R₁, R₈₄, R₁₆₈ και R₂₅₀ των μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά ήταν 27,75%, 23,82%, 35,70% και 39,30% αντίστοιχα, όταν οι αντίστοιχες τιμές για τις αποδόσεις των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά ήταν 68,82%, 97,20%, 63,09% και 55,39%.

Οι σημαντικές αυτές διαφορές στον κίνδυνο των αρχικών εισαγωγών είναι αναμενόμενες αν σκεφτούμε την υπάρχουσα διαφοροποίηση των κριτηρίων εισαγωγής των εταιρειών σε κάθε αγορά - τα κριτήρια εισαγωγής μιας εταιρείας στην Κύρια Αγορά είναι πιο αυστηρά από τα αντίστοιχα της εισαγωγής της στην Παράλληλη Αγορά.

7. ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Από την ανάλυση των τιμών των μετοχών των νεοεισερχόμενων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 2000-2004 προκύπτει σημαντική υποτίμηση στις τιμές εισαγωγής τους. Επιβεβαιώθηκε δηλαδή για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο η ύπαρξη του φαινομένου της «Υποτιμολόγησης των Δημοσίων Εγγραφών», φαινόμενο που ουσιαστικά υποδηλώνει ότι οι εταιρείες εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο με σημαντική έκπτωση, προκειμένου να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό. Η εν λόγω τακτική ζημιώνει ουσιαστικά τους αρχικούς μετόχους, οι οποίοι βλέπουν τις μετοχές τους αρχικά να πωλούνται σε τιμές χαμηλότερες από αυτές που οι επενδυτές θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να τις αποκτήσουν.

Από την ανάλυση των στοιχείων, κατά την οποία υπολογίστηκαν τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών σε συγκεκριμένα χρονικά σημεία εντός του πρώτου έτους, προέκυψε ως βασικό συμπέρασμα ότι οι επενδυτές που αγόρασαν κατά την αρχική δημόσια εγγραφή τους νέους τίτλους απεκόμισαν ικανοποιητικά κέρδη μέχρι και ένα έτος μετά την εισαγωγή. Βέβαια πρέπει να σημειωθεί ότι, οι μέσες απλές αποδόσεις των νέων εισαγωγών παρατηρείται να φθίνουν με την πάροδο του χρόνου. Επιπλέον, οι βραχυχρόνιες αποδόσεις των νεοεισερχομένων στο ΧΑΑ εταιρειών αποδεικνύονται σημαντικά υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις της αγοράς, γεγονός που ενισχύει την άποψη ότι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές αποτελεί διαχρονικά επενδυτική ευκαιρία που δεν επηρεάζεται από την εκάστοτε χρηματιστηριακή συγκυρία.

Πιο συγκεκριμένα, από την ανάλυση των στοιχείων για το σύνολο του δείγματος προέκυψε μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας 28,8%, ενώ η αντίστοιχη υπερβάλλουσα απόδοση ήταν 31,19%. Με την πάροδο του χρόνου οι μέσες απλές αποδόσεις μειώνονται σταδιακά και τέσσερις, οκτώ και δώδεκα μήνες μετά την εισαγωγή εμφανίζονται να είναι 22,74%, 5,63% και 1,05% αντίστοιχα. Αντίθετα, οι αντίστοιχες υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζουν μια σταθερότητα και στα συγκεκριμένα χρονικά σημεία βρέθηκαν να είναι 34,27%, 21,49% και 21,69% αντίστοιχα.

Οι τελευταίες τιμές των υπερβαλλουσών αποδόσεων αποκτούν ιδιαίτερη σημασία αν σκεφθούμε την ιδιαίτερα δυσμενή χρηματιστηριακή συγκυρία που επικρατούσε στην εγχώρια αγορά μετοχών κατά την εξεταζόμενη περίοδο και την κατακόρυφη

πτώση του Γ.Δ. που από τις 6.355,04 μονάδες στις 17/09/1999 κατρακύλησε στις 1.477,91 μονάδες στις 12/03/2003. Ιδιαίτερα η περίοδος 2001-2003 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη αβεβαιότητα στο διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον, εξαιτίας του φόβου τρομοκρατικών επιθέσεων αλλά και των αρνητικών εταιρικών αποτελεσμάτων, παράγοντες που συνετέλεσαν στον περιορισμό των νέων εισαγωγών και επηρέασαν την πορεία των νεοεισερχομένων μετοχών.

Από την ανάλυση των επιμέρους στοιχείων για κάθε αγορά (Κύρια και Παράλληλη) καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι, όσοι επενδυτές επέλεξαν να επενδύσουν σε μετοχές εταιρειών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ απέκμισαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από ότι αν επένδυαν σε μετοχές που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς εισήχθησαν υποτιμημένες κατά 39,66% όταν οι αντίστοιχες της Κύριας Αγοράς εμφανίσθηκαν κατά την εισαγωγή τους υποτιμημένες σε ποσοστό μόλις 5,66%. Επιπλέον, οι μέσες αποδόσεις των μετοχών της Παράλληλης Αγοράς ήταν σημαντικά υψηλές, ακόμη και για διάστημα ενός έτους μετά την εισαγωγή, ενώ οι αντίστοιχες αποδόσεις των μετοχών της Κύριας Αγοράς ήταν αρνητικές, ακόμη και τέσσερις μόλις μήνες μετά την εισαγωγή τους.

Το συνολικό δείγμα των 115 εισαγωγών της χρονικής περιόδου που εξετάστηκε χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο, όπως αυτός εκφράζεται από τις τυπικές αποκλίσεις των μέσων αποδόσεων οι οποίες κυμάνθηκαν μεταξύ 55,89% και 81%. Από αυτές τις αρχικές εισαγωγές σημαντικά υψηλότερο κίνδυνο για τους επενδυτές ενείχαν αυτές της Παράλληλης Αγοράς, γεγονός που εξηγείται αν αναλογιστεί κανείς την ύπαρξη ελαστικότερων κριτηρίων εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο, σε σχέση με εκείνα που ισχύουν για εταιρείες που πρόκειται να εισαχθούν στην Κύρια Αγορά.

Από όλα τα παραπάνω αποδεικνύεται ότι, η αγορά μετοχών μέσω δημόσιων εγγραφών την περίοδο 2000-2004 αποτέλεσε μια εναλλακτική επενδυτική λύση για τους επενδυτές, προσφέροντάς τους ικανοποιητικές αποδόσεις βραχυπρόθεσμα, ανώτερες του μέσου όρου της αγοράς.

Το βασικό συμπέρασμα της παρούσας εργασίας, ότι δηλαδή για το σύνολο των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 2000-2004 η μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας ήταν 28,80%, έρχεται σε συμφωνία με αποτελέσματα άλλων επιστημονικών ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί διεθνώς για την μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών, αποδεικνύοντας για άλλη μια φορά ότι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές αποτελεί για τους επενδυτές μια ιδιαίτερα ελκυστική επενδυτική επιλογή.

- ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- **Aggarwal R., Krigman L. & Womack K. (2002)**
Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lockup Expiration Selling (Academic paper, Dartmouth College).
- **Aggarwal R. & Rivoli P. (1990)**
Fads in the initial public offering market (Financial management 19, pp.45-57).
- **Allen F. & Faulhaber G. (1989)**
Signaling by Under pricing in the IPO Market (Journal of Financial Economics 23, pp.303-323).
- **Baron D. (1982)**
A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues (Journal of Finance 37, pp.955-976).
- **Beatty R. & Ritter J. (1986)**
Investment Banking, Reputation and the Under pricing of Initial Public Offerings (Journal of Financial Economics 15, pp.213-232).
- **Booth J. & Chua L. (1996)**
Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Under pricing (Journal of Financial Economics 41, pp.291-310).
- **Brennan M. & Franks J. (1997)**
Under pricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in th UK (Journal of Financial Economics 45, pp.391-413).
- **Brigham E. & Ehrhardt M.**
Financial Management Theory and Practice (10th edition, pp.737-760).
- **Hughes P.J. & Thakor A.V. (1992)**
Litigation Risk, Intermediation and the Under pricing of Initial Public Offerings (Review of Financial Studies 5, pp.709-742).
- **Ibbotson R. (1975)**
Price performance of common stock new issues (Journal of Financial Economics 2, pp.235-272).
- **Ibbotson R. & Jaffe J.F. (1975)**
"Hot issue" Markets (Journal of Finance 30, pp.1027-1042).
- **Jegadeesh N., Weinstein M. & Welch I. (1993)**
An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings (Journal of Financial Economics 34, pp.153-175).

- **Kazantzis C. & Levis M. (1995)**
Price Support and Initial Public Offerings. Evidence from the Athens Stock Exchange (Research in International Business and Finance 12).
- **Kazantzis C. & Thomas C.D. (1996)**
The IPO puzzle and institutional constraints: Evidence from the Athens Stock Market.
- **Ljungqvist A. & Wilhelm W.J. (2003)**
IPO Pricing in the Dot-Com Bubble (Journal of Finance 58, pp.723-752).
- **Loughran T. & Ritter J.R. (2003)**
Why has IPO Underpricing increased over time? Financial Management.
- **Lowry M. & Shu S. (2002)**
Litigation Risk and IPO Under pricing (Journal of Financial Economics 65, pp.309-335).
- **Loughran T., Ritter J.R. & Rydqvist K. (1994-updated 2003)**
Initial Public Offerings: International Insights (Pacific-Basin Finance Journal 2, pp.165-199).
- **Mandelker G. & Raviv A. (1977)**
Investment Banking: An Analysis of Optimal Underwriting Contracts (Journal of Finance 32, pp.683-694).
- **Michaely R. & Shaw W.H. (1994)**
The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse Selection and Signaling Theories (Review of Financial Studies 7, pp.279-319).
- **Muscarella C.J. & Vetsuypens M.R. (1989)**
A Simple Test of Baron's Model of IPO Under pricing (Journal of Financial Economics 24, pp.33-38).
- **Myers B.**
Principles of Corporate Finance (7th edition, pp.405-412).
- **Ritter J. (1984)**
The "hot issue" market of 1980 (Journal of Business 57, pp.215-240).
- **Ritter J. (1991)**
The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (Journal of Finance 46, pp.3-28).
- **Ritter J. (1998)**
Initial Public Offerings (Contemporary Finance Digest 2, pp.5-30).

- **Rock K. (1986)**
Why new issues are under priced (Journal of Financial Economics 15, pp.187-212).
- **Tinic S. (1988)**
Anatomy of initial public offerings of common stock (Journal of Finance 43, pp.789-882).
- **Welch I. (1989)**
Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Under pricing of Initial Public Offerings (Journal of Finance 44, pp.421-449).
- **Welch I. (1992)**
Sequential Sales ,Learning and Cascades (Journal of Finance 47, pp.695-732)
- **Welch I. (1996)**
Equity Offerings Following the IPO: Theory and Evidence (Journal of Corporate Finance 2, pp.227-259).

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- **ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ-ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΧΑΑ**
(<http://www.ase.gr/content/gr/about/publications/files/introduction> to ASE.pdf)
- **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. & Τραυλός Ν.Γ. (1995)**
Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα - Τάσεις και Προοπτικές (Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος, Ι.Ο.Β.Ε. - Alpha Τράπεζα Πίστεως, σελ.215-278).

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

www.ase.gr
www.hcmc.gr
www.iraj.gr
www.nafteboriki.gr
www.newcompanies.gr

