

ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ
(ΙΡΟΣ)



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΠΗΜΕΛΕΙΑ :

ΜΠΑΦΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ :

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ : Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ

Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ



00144995


ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2004

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	44995
COMP.	25466
ΤΑΞΗ	332.63 ΜΠΑ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περιεχόμενα	1
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	5
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.</u>	10
2.1 Εισαγωγή.....	10
2.2 Εισαγωγή Μετοχών Εταιρείας για Πρώτη Φορά στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή.....	10
2.2.1 Διαδικασίες Εισαγωγής Εταιρειών.....	10
2.2.2 Χρονικός Περιορισμός.....	12
2.2.3 Δικαιολογητικά Φακέλου για Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου Εν Όψει Εισαγωγής της Εταιρείας στο ΧΑΑ με Δημόσια Εγγραφή.....	13
2.2.4 Α1 Δικαιολογητικά για την Έγκριση Εισαγωγής των Μετοχών Νεοεισαγόμενων Εταιρειών.....	16
2.2.5 Α2 Δικαιολογητικά για την Έναρξη Διαπραγμάτευσης των Μετοχών των Νεοεισαγόμενων Εταιρειών.....	18
2.3 Κατηγοριοποίηση των Αιτήσεων Εισαγωγής.....	20
2.4 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά.....	22
2.4.1 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά.....	22
2.4.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά.....	23
2.4.3 Πρόσθετες Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ για Ορισμένους Κλάδους, Βασισμένες σε αποφάσεις του Δ.Σ. του ΧΑΑ.....	24
2.4.3.1 Κατασκευαστικές Εταιρείες.....	24
2.4.3.2 Ασφαλιστικές Εταιρείες.....	25
2.4.3.3 Εταιρείες Επιβατηγού Ναυτιλίας.....	26
2.4.3.4 Εταιρείες Εισαγωγής και Εμπορίας Αυτοκινήτων.....	27

2.5 Διαδικασία Κατανομής Μετοχών στο Ευρύ Επενδυτικό Κοινό με τη Διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής για την Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.....	28
2.6 Προσδιορισμός Τιμής Διάθεσης.....	28
2.6.1 Διαδικασία της Τήρησης του Βιβλίου Προσφορών (BookBuilding)..	28
2.6.2 Διαδικασία της Σταθερής Τιμής (Fixed Price).....	30
2.6.2.1 Γενικές Αρχές Αποτίμησης της Αξίας Επιχειρήσεων.....	31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΓΥΡΩ ΑΠΟ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 Διαδικασία Δημόσιας Εγγραφής.....	34
3.2 Συνήθες Χρονοδιάγραμμα για μία Αρχική Εισαγωγή.....	36
3.3 Γενικά Στοιχεία Κατανομής της Δημόσιας Εγγραφής.....	37
3.4 Κατανομή των Μετοχών σε Θεσμικούς Επενδυτές.....	38
3.5 Κατανομή των Μέτοχών σε μη Θεσμικούς Επενδυτές.....	38
3.6 Ενέργειες του Κύριου Αναδόχου για τις Δημόσιες Εγγραφές.....	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ : ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

4.1 Εισαγωγή.....	41
4.2 Υποτίμηση με Συνθήκες Τέλειας Πληροφόρησης.....	41
4.2.1 Η Υποτίμηση ως Είδος Συμπληρωματικής Αμοιβής Αναδοχής...	42
4.2.2 Η Υποτίμηση ως Ασφάλιση έναντι Νομικών Κινδύνων.....	42
4.2.3 Η Υποτίμηση ως Αποτέλεσμα Μονοψωνίου.....	43
4.3 Υποτίμηση σε Συνθήκες Ατελούς Πληροφόρησης.....	43
4.4 Θεωρίες Σήμανσης.....	44
4.5 Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης.....	45
4.5.1 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Εκδότες και Αναδόχους.....	46
4.5.2 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Επενδυτές.....	46
4.5.3 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Εκδότες και Επενδυτές.....	48

4.5.4	Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα στους Αναδόχους και Επενδυτές.....	51
4.5.5	Οι Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις των Αρχικών Εισαγωγών.....	53
4.6	Η Μέθοδος Κοστολόγησης των ΙΡΟ ως Παράγοντας Υποτιμολόγησης.....	56
4.6.1	Γενικά.....	56
4.6.2	Το Ελληνικό Φαινόμενο.....	61
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ		64
5.1	Μεθοδολογία.....	64
5.2	Δεδομένα.....	67
5.2.1	Γενικά Στοιχεία.....	67
5.2.2	Διαχωρισμός Δείγματος.....	70
5.2.3	Εξαιρέσεις Δείγματος.....	73
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ		74
6.1	Ολόκληρο το Δείγμα.....	74
6.2	Αποτελέσματα ανά Χρονία.....	75
6.3	Αποτελέσματα ανά Αγορά.....	76
6.4	Αποτελέσματα ανά Περίοδο.....	78
6.5	Αποτελέσματα ανά Διαδικασία Κοστολόγησης Μετοχών.....	80
6.6	Εμπειρικά Ευρήματα Προηγούμενων Μελετών για την Αγορά Δημόσιων Εγγραφών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.....	82
6.7	Εμπειρικά Ευρήματα Άλλων Χωρών για την Αγορά Δημόσιων Εγγραφών.....	84
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ		87
7.1	Γενικά.....	87
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α		89
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β		119

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μία αθρόα εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η εισαγωγή μίας εταιρείας στο χρηματιστήριο αποτελεί σημαντικό σταθμό στην ιστορία της και η επιτυχής της έκβαση αποτελεί πρωταρχικό στόχο της εταιρείας που την επιδιώκει.

Οι αρχικές εισαγωγές εταιριών στο χρηματιστήριο (IPOs) παρέχουν τη δυνατότητα άντλησης μετοχικού κεφαλαίου, επιτρέποντας στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό της κεφαλαιαγοράς. Οι επιχειρήσεις όταν στρέφονται στην κεφαλαιαγορά έχουν συνήθως ως σκοπό την άντληση κεφαλαίων προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις μπορούν μέσω των εισαγωγών τους στο χρηματιστήριο να διαφοροποιήσουν τις πηγές δανεισμού τους και πολλές φορές να μειώσουν το κόστος αυτού.^{1,2}

Στο παρελθόν, αρκετοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί με τα IPOs διερευνώντας πλήθος υποθέσεων σχετικά με την πορεία και την απόδοση τους, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Εντούτοις, παρά τον μεγάλο αριθμό εμπειρικών μελετών σχετικά με τα IPOs, είναι πολύ λίγες εκείνες που έχουν προβεί σε άμεση σύγκριση των IPOs ανάμεσα σε δύο ή και περισσότερους τύπους αγορών.

Η διαδικασία της αρχικής εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ ξεκινά με την επίδοση της εντολής από την εταιρεία σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που θα προσφέρει υπηρεσίες ως σύμβουλος έκδοσης (underwriter), δηλαδή θα επιμεληθεί τη διαδικασία εισαγωγής. Η επιλογή των μελών της κοινοπραξίας αναδοχής, που αναλαμβάνουν την ευθύνη αλλά και την υποχρέωση να πουλήσουν όλες τις μετοχές που προσφέρονται από την εκδότρια εταιρεία, εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως υποδείξεις της εκδότριας

¹ Από εδώ και στο εξής οι όροι αρχικές εισαγωγές και IPOs (Initial Public Offerings) θεωρούμε ότι αναφέρονται στο ίδιο πράγμα και θα χρησιμοποιούνται εκ περιτροπής.

² Άλλα κίνητρα εισαγωγής εταιριών στο χρηματιστήριο είναι η διαφοροποίηση του κινδύνου για τους ιδιοκτήτες των εταιριών και η αυξημένη ρευστότητα για τις μετοχές των εταιριών. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε Γ. Προβόπουλος (1995) «Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα: Τάσεις και προοπτικές», ΙΟΒΕ, ALPHA Τράπεζα ΓΠΣΤΕΩΣ, σελ. 280-292.

εταιρείας, προηγούμενες σχέσεις με τον κύριο ανάδοχο ή σύμβουλο, ή η αναγκαιότητα επαφής αναδόχων – μελών με ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής. Γι' αυτό το λόγο συνήθως προτιμώνται τράπεζες.

Το επόμενο βήμα είναι η δημιουργία ενός ενημερωτικού φυλλαδίου το οποίο θα περιέχει αναλυτικές πληροφορίες για την εταιρεία που θέλει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο και θα περιλαμβάνει όχι μόνο την ιστορική της αναδρομή αλλά ότι έχει να κάνει με τα χρηματοοικονομικά της αποτελέσματα, τις υποχρεώσεις της, τα επενδυτικά της πλάνα, τις πωλήσεις της, το ανθρώπινο δυναμικό της, τους πελάτες κ.α. Στη συνέχεια πρέπει να καθοριστεί η τιμή στην οποία θα προσφερθούν οι μετοχές στο επενδυτικό κοινό. Αυτό εξαρτάται στην περίπτωση του ΧΑΑ από το μηχανισμό κοστολόγησης των μετοχών. Μέχρι το 1998 ο μηχανισμός αυτός ήταν η μέθοδος της σταθερής τιμής (fixed price), και η τιμή της μετοχής της προς εισαγωγή εταιρείας καθοριζόνταν, συνήθως, πολλαπλασιάζοντας τα κέρδη ανά μετοχή με τον λόγο τιμής – κερδών ανά μετοχή. Ο λόγος καθοριζόνταν με βάση τους λόγους που ίσχυαν κατά το χρόνο διάθεσης για άλλες εταιρείες παρεμφερούς αντικειμένου εργασιών. Μετά το 1998 χρησιμοποιείται η μέθοδος του βιβλίου προσφορών (bookbuilding) όπου καθορίζεται ένα διάστημα μέσα στο οποίο θα κινηθεί η τιμή και στη συνέχεια η τιμή καθορίζεται ανάλογα με τη ζήτηση που θα έχουν οι μετοχές. Εδώ τίθεται τώρα το θέμα κατά πόσο οι μετοχές αυτές έχουν τιμολογηθεί σωστά ; Ο καθορισμός αυτής της τιμής δεν είναι εύκολος και συνεπάγεται σοβαρούς κινδύνους. Για παράδειγμα, σε περίπτωση υπερτίμησης οι μετοχές ή δεν θα διατεθούν καθόλου ή αν διατεθούν δημιουργούν ματακύλιση πλούτου από τους νέους μετόχους στους παλιούς. Σε περίπτωση υποτίμησης, οι παλαιοί μέτοχοι παραχωρούν μέρος του πλούτου τους στους νέους μετόχους.

Όσον αφορά στην παρούσα εμπειρική έρευνα σκοπός μας είναι να επικεντρωθούμε στην μελέτη των αποδόσεων που παρουσιάζουν οι εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την περίοδο 1990-1999. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη συμπεριφορά των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών για τη χρονική περίοδο από τη διάθεση μέχρι και τη λήξη του 1^{ου} έτους διαπραγμάτευσης. Με αυτόν τον τρόπο θα προσπαθήσουμε να εξάγουμε ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τις ομοιότητες και τις διαφορές που παρουσιάζονται μέσα από μια τέτοια σύγκριση. Αναλυτικότερα, τα κριτήρια εισαγωγής είναι διαφορετικά για την Κύρια και την Παράλληλη

αγορά, με αποτέλεσμα να διαφέρει το προφίλ των νεοεισαχθέντων εταιριών από τη μία αγορά στην άλλη. Γι' αυτόν τον λόγο κρίνεται σκόπιμη και η περιγραφή του θεσμικού πλαισίου, το οποίο διέπει τον τρόπο εισαγωγής των νέων εταιριών στο ΧΑΑ. Άμεση σχέση με αυτό έχει και η περιγραφή του τρόπου διάθεσης των νέων τίτλων, οι οποίοι βασικά είναι δύο α) μέσω προσφοράς ενός αριθμού μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή (fixed price offer) και β) μέσω μιας διαδικασίας δημοπρασίας όπως είναι αυτή του bookbuilding, την οποία και περιγράφουμε στο Κεφάλαιο 2 (Θεσμικό πλαίσιο). Η μέθοδος του βιβλίου προσφορών (όπως αλλιώς λέγεται το bookbuilding), έχει στόχο να εκτιμήσει τις συνθήκες πιθανής ζήτησης για τους νέους τίτλους και κατ' επέκταση την κατά το δυνατόν δικαιότερη τιμή αγοράς τους. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές καλούνται να δηλώσουν πόσες μετοχές είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν σε δεδομένες τιμές. Βέβαια, οι προσφορές αυτές δεν είναι δεσμευτικές, αλλά χρησιμοποιούνται σαν ένας οδηγός για τον καθορισμό της τιμής της έκδοσης.

Σχετικά με την ελληνική κεφαλαιαγορά, η Κύρια αγορά θέτει αυστηρότερους περιορισμούς απ' ό,τι η Παράλληλη με αποτέλεσμα οι εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια αγορά να είναι πιο μεγάλες σε μέγεθος και να παρουσιάζουν μικρότερους ρυθμούς ανάπτυξης απ' ό,τι οι αντίστοιχες που εισάγονται στην Παράλληλη Εξάλλου, όσο υψηλότερα κριτήρια εισαγωγής θέτει μία αγορά, τόσο μειώνεται η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις νεοεισαχθείσες εταιρίες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μειώνεται το επίπεδο της υποτίμησης και κατά συνέπεια να αναμένουμε μικρότερες υπερβάλλουσες ή επιπλέον αποδόσεις (excess returns).³ Για την περίπτωση μας αυτό σημαίνει, ότι υποθέτοντας ότι οι εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια αγορά χαρακτηρίζονται από μικρότερη αβεβαιότητα απ' ό,τι οι αντίστοιχες της Παράλληλης, τότε είναι λογικό να αναμένουμε μεγαλύτερες αποδόσεις στην δεύτερη, αφού η υποτίμηση θα είναι μεγαλύτερη.⁴

Έχουν γίνει αρκετές έρευνες για το ελληνικό χρηματιστήριο και τη φαινόμενο της υποτιμολόγησης σε αυτό. Κάποια εδεικτικά αποτελέσματα είναι τα εξής: η Τυλιγάδα βρίσκει ότι οι τιμές εισαγωγής των δημοσίων εγγραφών στο Χ.Α.Α. είναι κατά μέσο όρο περίπου 40% χαμηλότερες των τιμών κλεισίματος των μετοχών αυτών μετά την πρώτη ημέρα

³ Η επιπλέον ή υπερβάλλουσα απόδοση μετρά την απόκλιση της πραγματικής απόδοσης μιας επένδυσης σε ορισμένο χρονικό διάστημα από το θεωρητικό ή προσδοκώμενο επίπεδο απόδοσης

⁴ Η υπόθεση της θετικής σχέσης ανάμεσα στην προσδοκώμενη αβεβαιότητα και την υποτίμηση παρουσιάστηκε αρχικά από τον Rock (1986).

χρηματιστηριακών συναλλαγών, χρησιμοποιώντας στοιχεία για την περίοδο 1971-1994. Οι Παπαϊωάννου και Τραυλός για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-28/9/1994, εξάγουν το συμπέρασμα ότι η μέση απόδοση της επένδυσης που απολαμβάνει κάποιος όταν αγοράζει μετοχές κατά την διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τις πουλάει την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (στην τιμή κλεισίματος) είναι περίπου 34 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη από την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς στο ίδιο χρονικό διάστημα. Ο Παπαμυθαίου για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-31/12/1995 υπολογίζει μέση αρχική απόδοση 20,37%. Επιπλέον, από την μελέτη των Kazantzis και Thomas για την χρονική περίοδο 1/1/1987 - 30/11/1994 προκύπτει στατιστικά σημαντική, μέση αρχική απόδοση 50,89% και προσαρμοσμένη (ως προς τις μεταβολές της αγοράς) 51,73%. Οι Κολλίντζας, Σφακιανάκης και Τυλιγάδα εξετάζοντας από κοινού τις νέες εισαγωγές στο Χ.Α.Α κατά την χρονική περίοδο 1972-1994, εξάγουν ως μέση αρχική υπερβάλλουσα απόδοση από δημόσιες εγγραφές το ποσοστό του 26,3%. Τέλος, η μελέτη των Τραυλού Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Γ., Φίλιππα Ν., Safieddine Α. (1997) βρίσκει, για τη περίοδο 1987-1994, μέση ετήσια απλή και επιπλέον απόδοση 50,12% και 57,08% αντίστοιχα για τις νέες εισαγωγές τίτλων που έλαβαν χώρα το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο Χ.Α.Α.

Η δική μας μελέτη συνηφέρει στον τομέα αυτό αρκετά και δεν είναι μία εργασία η οποία έγινε για να γίνει. Καταρχήν καλύπτουμε ένα χρονικό διάστημα διαφορετικό από ότι η πιο πάνω μελέτες οι οποίες φθάνουν μέχρι το 1997, ενώ η δική μας μέχρι το 2002. Επιπλέον, μελετάμε τόσο της αποδόσης της κύριας όσο και της παράλληλης αγοράς, σε συνδυασμό και με άλλους παράγοντες. Γίνεται εκτενείς μελέτη για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης και σε σχέση με τις διαδικασίες κοστολόγησης των μετοχών κατά την διάρκεια της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Τέλος λαμβάνεται υπόψη και ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που είναι η αλλαγή του νομοθετικού πλαισίου που αφορά τα όρια διακύμανσης των μετοχών στο ΧΑΑ κατά τις πρώτες συνεδριάσεις. Όλα αυτά είναι που κάνουν την μελέτη μας να διαφέρει από τις προηγούμενες.

Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την εισαγωγή των εταιρειών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. Στο κεφάλαιο 3. Στο κεφάλαιο 4 γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της θεωρητικής και της εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των αρχικών εισαγωγών, ενώ στο

κεφάλαιο 5 αναλύεται η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί και περιγράφεται το δείγμα, το οποίο έχει επιλεγεί και πάνω στο οποίο θα βασισθεί η έρευνα. Το κεφάλαιο 6 περιέχει την εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. Το κεφάλαιο 7 περιλαμβάνει τα συμπεράσματα.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

2.1 Εισαγωγή

Οι κυριότεροι νόμοι και αποφάσεις που διέπουν την εισαγωγή των εταιρειών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. είναι οι ακόλουθοι :

- Π.Δ. 348/85
- Ν. 1806
- Ν. 1914/90
- Ν. 1969/91
- Π.Δ 50/92
- Ν.2396/96
- Ν 2396/96
- Ν.2396/96
- Ν.2651/98
- Υπουργική Απόφαση 2063/Β 69 /19 1. 99
- Απόφαση του Δ Σ. 24/5/99
- Υπουργική Απόφαση 3445 Β 254/ 2.2.00
- Φ.Ε.Κ. 1419/22.11.00
- Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/211/19 2.2001

2.2 Εισαγωγή Μετοχών Εταιρείας για Πρώτη Φορά στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή.

2.2.1 Διαδικασίες Εισαγωγής Εταιρειών

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών χωρίζεται σε τρία στάδια. Ο κατάλογος με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά παρατίθεται χωριστά για κάθε στάδιο.

Στάδιο 1: Έγκριση ενημερωτικού δελτίου ενόψει εισαγωγής μετοχών εταιρίας για πρώτη φορά στο ΧΑΑ.

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών της προς εισαγωγή εταιρείας από τον Κύριο Ανάδοχο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών του φακέλου, σύμφωνα με τον κατάλογο Α.
- Αίτηση με ελλειπή δικαιολογητικά δεν εξετάζεται. Συμπλήρωση του φακέλου επιτρέπεται μόνο με νέα αίτηση, βάσει της οποίας θα καταταγεί η εταιρία στις «υπό εισαγωγή λίστες» .
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ του περιεχομένου του κατατεθέντος ενημερωτικού δελτίου σε σχέση με το πρότυπο ενημερωτικό δελτίο.
- Έγκριση από το ΔΣ του ΧΑΑ του περιεχομένου του Ενημερωτικού δελτίου, ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.
- Έγγραφο ενημέρωση από το ΧΑΑ του Κυρίου Αναδόχου και της εταιρίας για τυχόν προϋποθέσεις που τέθηκαν από το ΔΣ του ΧΑΑ κατά την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου.
- Κατάθεση από τον Κύριο Ανάδοχο στο ΧΑΑ ενός αντιγράφου του τελικού ενημερωτικού δελτίου (σε φυσική και ηλεκτρονική μορφή). Το αντίτυπο αυτό θα μονογράφεται από τους εκπρόσωπους της εταιρίας και του Κυρίου Αναδόχου.
- Έγγραφο ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από το ΧΑΑ σχετικά με την έγκριση του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου και των τυχόν προϋποθέσεων που ετέθησαν.
- Δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου σύμφωνα με το Π.Δ. 348/85.
- Γνωστοποίηση στο ΧΑΑ από τον Κύριο Ανάδοχο της περιόδου δημόσιας εγγραφής, οι ακριβείς ημερομηνίες της οποίας καθορίζονται μετά από συνεννόηση με το Χρηματιστήριο, εφόσον έχουν ολοκληρωθεί οι εγκρίσεις του ενημερωτικού δελτίου και της δημόσιας εγγραφής από τα Δ.Σ. του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Γνωστοποίηση στο ΧΑΑ από την εταιρία και τον Κύριο Ανάδοχο του περιεχομένου των ανακοινώσεων μέσω των οποίων αναγγέλλεται η πρόσκληση προς το επενδυτικό κοινό. Η γνωστοποίηση αυτή πρέπει να γίνεται πριν δημοσιευθούν οι το εν λόγω ανακοινώσεις και εγκαίρως ώστε να είναι εφικτό στο ΧΑΑ να διατυπώσει τυχόν παρατηρήσεις. Το περιεχόμενο και ο χρόνος διάθεσης των ανακοινώσεων πρέπει να

είναι σύμφωνο με το ΠΔ 348/85 και να εναρμονίζεται με τα αναφερόμενα στο άρθρο 7 του Κανονισμού Αναδοχών.

Στάδιο 2: Έγκριση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο των μετοχών της εταιρίας.

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Το περιεχόμενο του φακέλου προσδιορίζεται από τον Κατάλογο δικαιολογητικών Α1.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Α1.
- Έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας από το ΔΣ του ΧΑΑ.
- Σε περίπτωση διαθέσεως υφιστάμενων μετοχών, έγκριση από το Δ.Σ. του ΧΑΑ, της μεταβίβασής τους, σύμφωνα με τα οριζόμενα στη μέθοδο 4 της υπ' αριθμ. 18/15.1.99 απόφασης του Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Στάδιο 3: Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών στο ΧΑΑ, από τον Κύριο Ανάδοχο. Τα απαραίτητα δικαιολογητικά προσδιορίζονται από τον Κατάλογο Δικαιολογητικών Α2.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών, σύμφωνα με τον κατάλογο Α2.
- Εισαγωγή ενδείξεως στο ΣΑΤ.
- Εισαγωγή στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών εντολής έναρξης διαπραγμάτευσης από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.
- Εισαγωγή στο Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών τυχόν εντολής έναρξης ειδικής διαπραγμάτευσης από τους εντεταλμένους υπαλλήλους του ΧΑΑ.»

2.2.2 Χρονικός Περιορισμός

Ο κύριος ανάδοχος οφείλει να ολοκληρώνει τη σχετική διαδικασία υποβολής στο Χρηματιστήριο όλων των δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών από το ΔΣ του Χρηματιστηρίου, εντός 5 εργασίμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εισηγμένης εταιρίας πραγματοποιείται εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την

ημερομηνία εγκρίσεως του ΔΣ του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των μετοχών. Η εμπρόθεσμη κατάθεση στο Χρηματιστήριο από τον Κύριο Ανάδοχο και την εκδότρια εταιρία όλων των απαραίτητων δικαιολογητικών που απαιτούνται για την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών (κατάλογος δικαιολογητικών Α1) ή την έναρξη διαπραγμάτευσης τους (κατάλογος δικαιολογητικών Α2), συνιστά υποχρέωση του αναδόχου και της εκδότριας εταιρίας. Η καθυστέρηση υποβολής των ως άνω δικαιολογητικών αποτελεί παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και το ΔΣ του Χρηματιστηρίου θα διαβιβάζει το σχετικό φάκελο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

2.2.3 Δικαιολογητικά Φακέλου για Έγκριση Ενημερωτικού Δελτίου Εν Όψει Εισαγωγής της Εταιρείας στο ΧΑΑ με Δημόσια Εγγραφή.

Κατά την υποβολή φακέλου για έγκριση ενημερωτικού δελτίου εν όψει εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στο ΧΑΑ, η εκδότρια εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ τα ακόλουθα δικαιολογητικά:

1. Αίτηση της εταιρίας για την εισαγωγή των μετοχών της στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. Στην αίτηση θα προσδιορίζονται: α) ο εκπρόσωπος της εταιρίας που την δεσμεύει στην επικοινωνία της με το ΧΑΑ κατά τη διαδικασία εισαγωγής, νομίμως προς τούτο εξουσιοδοτημένος από τα αρμόδια καταστατικά της όργανα, β) ο Κύριος Ανάδοχος.
2. Επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών του αρμοδίου οργάνου της εταιρίας που αποφάσισε την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ και η (τυχόν) αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, σε περίπτωση διάθεσης υφισταμένων μετοχών, ο Κύριος Ανάδοχος υποβάλει κατάσταση των μετόχων οι οποίοι θα διαθέσουν μετοχές τους.
3. Αντίγραφο του κωδικοποιημένου καταστατικού της εταιρίας επικυρωμένο από την αρμόδια εποπτεύουσα αρχή.
4. Σε περίπτωση εισαγωγής με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, εφόσον έχει πραγματοποιηθεί και άλλη, προγενέστερη αυτής, αύξηση, προσκομίζεται επιπλέον επικυρωμένο αντίγραφο του πρακτικού ΔΣ της εταιρίας με το οποίο πιστοποιείται η σχετική καταβολή, καθώς και επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης του πρακτικού προς το Υπουργείο Ανάπτυξης με το αντίστοιχο ΤΑΠΕΤ.
5. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου στη οποία:

- α) κάνει γνωστό ότι έχει υπογραφεί η σχετική συμφωνία για την ανάθεση καθηκόντων αναδοχής,
- β) βεβαιώνει τη νομιμότητα της διαδικασίας που προηγήθηκε της αίτησης εισαγωγής και ότι πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση κατά την οποία δεν πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις για τις οποίες παρέχεται από τη νομοθεσία δυνατότητα εξαιρέσης, οι προϋποθέσεις αυτές προσδιορίζονται επακριβώς και εξηγούνται αναλυτικά οι λόγοι οι οποίοι δικαιολογούν την εξαιρέση,
- γ) αναφέρει την κατηγορία της λίστας εισαγωγής στην οποία εντάσσεται η εκδότρια εταιρία,
- δ) βεβαιώνει ότι όλα τα οικονομικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο Ενημερωτικό δελτίο είναι ακριβής μεταφορά από τις οικονομικές – λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας,
- ε) βεβαιώνει ότι η εταιρία διαθέτει επαρκές σύστημα εσωτερικού ελέγχου,
- στ) αναφέρει τα συμπεράσματα του νομικού ελέγχου και εκτιμά τις δικαστικές εκκρεμότητες και τις επιπτώσεις που μπορεί να επιφέρει τυχόν αρνητική για την εταιρία έκβασή τους (η εκτίμηση αυτή περιλαμβάνεται στο Ενημερωτικό Δελτίο),
- ζ) βεβαιώνει ότι τα έσοδα έκδοσης υπερβαίνουν το ποσό των 400 εκατ. δρχ. ή όποιο εκάστοτε ορίζεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και
- η) ορίζει τον εξουσιοδοτημένο εκπρόσωπό του που θα επικοινωνεί με το ΧΑΑ για τον συγκεκριμένο φάκελο.
6. Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου στην οποία αναφέρει:
- α) τη διαδικασία αναδοχής και αν υπάρχει ή όχι υποχρέωση κάλυψης τυχόν αδιάθετων μετοχών,
- β) αν πρόκειται να προβεί σε πράξεις σταθεροποίησης σύμφωνα με το άρθρο 5 του ν. 2651/98 και το άρθρο 8 του Κανονισμού Αναδοχών όπως ισχύει κάθε φορά,
- γ) ότι πληροί όλες τις προϋποθέσεις που αναφέρονται στην απόφαση αρ. 46 του ΔΣ του ΧΑΑ, στην υποπαράγραφο 2.3 της παραγράφου 2, όπως ισχύει κάθε φορά, στην περίπτωση που αιτηθεί για την υπό εισαγωγή εταιρία την προώθηση 3 μηνών στη κατηγορία της λίστας εισαγωγής λόγω των πράξεων σταθεροποίησης που θα διενεργήσει,
- δ) τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί για την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς σε περίπτωση μερικής κάλυψης της δημόσιας εγγραφής,
- ε) τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί αν δεν εγκριθεί από το ΔΣ του ΧΑΑ η

εισαγωγή προς διαπραγμάτευση των μετοχών της εκδότριας εταιρίας και
στ) τυχόν άλλες πληροφορίες σχετικά με τη σύμβαση αναδοχής που θεωρεί
σημαντικές.

7. Επιστολή της εταιρίας με την οποία βεβαιώνεται ότι η νομική της κατάσταση είναι
σύμφωνη με τους νόμους και κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, ιδίως όσον
αφορά την ίδρυση και καταστατική της λειτουργία
8. Οικονομικές καταστάσεις της Εταιρίας ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.⁵
 - 8.1 Τυχόν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ελεγμένες από Ορκωτό
Ελεγκτή.
 - 8.2 Οικονομικές καταστάσεις των Εταιριών που περιλαμβάνονται στην
ενοποίηση για τις αντίστοιχες χρήσεις, ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
 - 8.3 Σε κάθε περίπτωση επισυνάπτονται οι οικονομικές καταστάσεις των
θυγατρικών εταιριών των αντίστοιχων χρήσεων.
 - 8.4 Εκθέσεις διαχείρισης του ΔΣ της εταιρίας.
9. Φύλλα ελέγχου φορολογίας της εταιρίας από τα οποία να προκύπτει ο
φορολογικός έλεγχος της εταιρίας για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν
δημοσιευθεί οικονομικές καταστάσεις.
10. Στην περίπτωση κατάρτισης ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων, για τις
εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση προσκομίζονται τα αντίστοιχα φύλλα
ελέγχου φορολογίας.
Σε περίπτωση εισαγωγής αλλοδαπής εταιρίας, προσκομίζεται έκθεση σχετικά με τις
τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της, που έχει συνταχθεί από ελεγκτικό οίκο
διεθνούς κύρους.
11. Νομικός και οικονομικός-λογιστικός έλεγχος από ανεξάρτητους ελεγκτές, εφόσον
έχει πραγματοποιηθεί .
12. Επιστολή από τους Ορκωτούς ελεγκτές με την οποία ενημερώνεται το ΔΣ του
Χ.Α.Α.:
 - α) εάν η εκδότρια εταιρία διαθέτει σύστημα εσωτερικού ελέγχου κατά τις τελευταίες

⁵ Οι Οικονομικές Καταστάσεις που υποβάλλονται είναι οι εξής:

1. Ισολογισμός τέλους χρήσης Σε περίπτωση που έχουν παρέλθει περισσότεροι από εννέα μήνες από
την ημερομηνία κλεισίματος της χρήσης στην οποία αναφέρονται οι τελευταίοι δημοσιευμένοι
ισολογισμοί, υποβάλλονται και προσωρινές οικονομικές καταστάσεις εξαμήνου τουλάχιστον,
ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή.
2. Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης
3. Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων
4. Προσάρτημα του Ισολογισμού και των Αποτελεσμάτων χρήσης

δύο χρήσεις και εάν αυτό είναι επαρκές ή χρήζει βελτιώσεων,

β) εάν υπήρξαν διαφορές μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας και των ιδίων.

13. Επιστολή υπογεγραμμένη από τα μέλη του ΔΣ της εταιρίας με την οποία δηλώνουν ότι έχουν λάβει πλήρη γνώση και συμφωνούν με το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου.
14. Τρία αντίγραφα του ενημερωτικού δελτίου μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις, νομικό, λογιστικό - οικονομικό έλεγχο. Κάθε αντίγραφο θα φέρει στο κάτω μέρος της κάθε σελίδας (footer) ειδική σήμανση με την ημερομηνία έκδοσής του και τον αύξοντα αριθμό της έκδοσης. Κάθε νέα έκδοση ενημερωτικού δελτίου που θα προσκομίζεται στο ΧΑΑ από τον ανάδοχο ενσωματώνοντας νέες ή τροποποιημένες πληροφορίες θα έχει τυπωμένες τις αλλαγές με ειδικό διακριτικό για να είναι εύκολα διακριτές. Ο Κύριος Ανάδοχος στο διαβιβαστικό του έγγραφο θα σημειώνει ότι οι μόνες αλλαγές στο ενημερωτικό δελτίο είναι αυτές που φέρουν το ειδικό διακριτικό.
15. Σε περίπτωση που η εταιρία ανήκει σε κλάδο για τον οποίον υπάρχουν ειδικές ρυθμίσεις (π.χ. ασφαλιστικές εταιρίες, κατασκευαστικές εταιρίες, ναυτιλιακές εταιρίες, κ.λ.π.) υποβάλλονται και τα δικαιολογητικά που απαιτούνται σύμφωνα με τις αποφάσεις αυτές.
16. Πίνακας με ανάλυση κύκλου εργασιών ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με την ανάλυση της ΕΣΥΕ (ΣΤΑΚΟΔ 91).
17. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του φακέλου που υποβάλλεται (ως **Παράρτημα 1**), υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο.
18. Κατάσταση Ελέγχου (check list) των περιεχομένων του ενημερωτικού δελτίου (ως **Παράρτημα 2**), υπογεγραμμένη από τον Κύριο Ανάδοχο.

Η αίτηση για την εισαγωγή της εταιρίας στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ θα πρωτοκολλείται, εφόσον ο Κύριος ανάδοχος έχει προσκομίσει όλα τα απαιτούμενα δικαιολογητικά και υπογράψει τις σχετικές καταστάσεις.

2.2.4 Α1 Δικαιολογητικά για την Έγκριση Εισαγωγής των Μετοχών Νοοεισαγόμενων Εταιρειών.

Για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών μίας εταιρίας στο ΧΑΑ, η εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑΑ:

- Κατάσταση με τα στοιχεία των προσώπων, που απέκτησαν ή πρόκειται να αποκτήσουν μετοχές κατά τη διαδικασία εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, καθ' οιονδήποτε τρόπο.

- i) Στην κατάσταση θα αναγράφονται για κάθε πρόσωπο:
 - ✓ το ονοματεπώνυμο και το πατρώνυμό του, ή η επωνυμία του (με αλφαβητική σειρά),
 - ✓ η διεύθυνση κατοικίας του, ή η έδρα του νομικού προσώπου,
 - ✓ ο αριθμός αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου ή Α.Φ.Μ.,
 - ✓ ο αριθμός των μετοχών που κατέχει ή θα αποκτήσει,
 - ✓ ο τίτλος του αναδόχου ή υποαναδόχου (ή ο κωδικός του αναδόχου) στον οποίο υπεβλήθη η αίτηση εγγραφής.
- ii) Η κατάσταση θα χωρίζεται στις εξής δύο κατηγορίες:
 - ✓ θεσμικών επενδυτών και,
 - ✓ μη θεσμικών επενδυτών.
- iii) Η κατάσταση για κάθε μία από τις ανωτέρω κατηγορίες θα χωρίζεται σε διαφορετικές ενότητες που θα αφορούν:
 - α) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και δεν διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
 - β) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές που δεν διατέθηκαν μέσω δημόσιας εγγραφής,
 - γ) τους επενδυτές που απέκτησαν νέες μετοχές που προέκυψαν από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και διατέθηκαν με δημόσια εγγραφή,
 - δ) τους επενδυτές που απέκτησαν ή θα αποκτήσουν υφιστάμενες μετοχές μέσω της δημόσιας εγγραφής.

Στο τέλος κάθε ενότητας και κατηγορίας θα πρέπει να εμφανίζονται τα σύνολα i) του αριθμού των επενδυτών μετόχων, ii) του αριθμού των μετοχών, iii) του ποσοστού στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.

- α) Κατάσταση με αλφαβητική σειρά με τα στοιχεία των μετόχων που κατέχουν ή πρόκειται να αποκτήσουν αριθμό μετοχών μικρότερο ή ίσο του 2% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας, β) Κατάσταση με όλους τους άλλους μετόχους. Η κατάσταση αυτή θα απεικονίζει τη μετοχική σύνθεση της εταιρίας όπως θα διαμορφωθεί μετά την τυχόν μεταβίβαση υφισταμένων μετοχών.

- Κατάσταση στην οποία θα αναφέρονται οι τυχόν μέτοχοι που θα διαθέσουν υφιστάμενες μετοχές μετά την εισαγωγή της Εταιρίας στο ΧΑΑ με σκοπό την επίτευξη της απαιτούμενης διασποράς.
- Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία:
 - ✓ θα βεβαιώνει ότι τηρήθηκε το άρθρο 4 του Κανονισμού Αναδόχων.
 - ✓ θα προσδιορίζει την τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης των κατηγοριών μετοχών που εισάγονται. Προκειμένου περί διαθέσεως μετοχών με δημόσια εγγραφή, η υποδεικνυόμενη από τον ανάδοχο τιμή έναρξης διαπραγμάτευσης δεν μπορεί να διαφέρει από την τιμή διάθεσης των μετοχών.
- Πίνακα, που καταρτίζει ο Κύριος Ανάδοχος με τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία του παραρτήματος 3 (ΠΙΝΑΚΕΣ 1-4).

2.2.5 Α2 Δικαιολογητικά για την Έναρξη Διαπραγμάτευσης των Μετοχών των Νοοεισαγόμενων Εταιρειών.

Για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μίας εταιρείας στο ΧΑΑ, η εταιρία, μέσω του Κυρίου Αναδόχου, υποχρεούται να υποβάλει στο ΧΑΑ:

- Επικυρωμένο αντίγραφο της ανακοίνωσης της Νομαρχίας της έδρας της, σχετικά με την έγκριση της τροποποίησης του άρθρου του καταστατικού περί μετοχικού κεφαλαίου.
- Επικυρωμένο πρακτικό του Δ.Σ. της εταιρίας που να πιστοποιεί την ολοσχερή καταβολή του ποσού της αύξησης του κεφαλαίου (μετοχικό κεφάλαιο και υπέρ το άρτιο) και ανακοίνωση της Νομαρχίας της έδρας της για την πιστοποίηση.
- Αντίγραφο Τ.Α.Π.Ε.Τ. από το Εθνικό Τυπογραφείο για την δημοσίευση της απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. που αφορά την εισαγωγή των μετοχών της προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α.
- Αντίγραφο παραστατικού εξόφλησης οικονομικών υποχρεώσεων της εταιρίας προς το Χρηματιστήριο (εφάπαξ ποσό δικαιώματος εισαγωγής μετοχών και συνδρομή του τρέχοντος τριμήνου).
- Αντίγραφο παραστατικού καταβολής ποσού 0,02 % επί της συνολικής κεφαλαιοποίησης, υπέρ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην Τράπεζα της Ελλάδος.
- Επιστολή από την εταιρία στην οποία:

- i) θα ορίζεται η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο ΧΑΑ,
 - ii) θα βεβαιώνεται ότι η εταιρία έχει αποστείλει στο ΚΑΑ το Αρχείο Κατανομής Δικαιούχων σύμφωνα με τα άρθρα 76, 49 και 52 του Κανονισμού ΣΑΤ, όπως ισχύουν κάθε φορά και ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες όλες οι μερίδες των επενδυτών που είτε κατείχαν μετοχές πριν την δημόσια εγγραφή και την ιδιωτική τοποθέτηση, είτε απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής τοποθέτησης
 - iii) θα αναφέρονται τα ονόματα των πολιτικών ή οικονομικών εφημερίδων στις οποίες δημοσιεύεται η ανακοίνωση για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας, εκ των οποίων οι δύο θα είναι ημερήσιες - πανελλαδικής και ευρείας κυκλοφορίας. Η σχετική ανακοίνωση θα πρέπει να δημοσιεύεται το αργότερο την προηγούμενη της ημέρας έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών.
- Επιστολή του Κυρίου Αναδόχου με την οποία θα βεβαιώνει ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχουν πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες, όλες οι μερίδες των επενδυτών που είτε κατείχαν μετοχές πριν την δημόσια εγγραφή και την ιδιωτική τοποθέτηση, είτε απέκτησαν μετοχές μέσω της Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής τοποθέτησης. Επίσης, σε περίπτωση ορισμού Ειδικού/ων Διαπραγματευτή/ων σύμφωνα με το άρθρο 22 Α του ν. 1806/88 θα βεβαιώνεται από τον Κύριο Ανάδοχο ότι κατά την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης θα έχει πιστωθεί με τις αντίστοιχες ποσότητες, η μερίδα/ες του Ειδικού/ων Διαπραγματευτή/ων εάν απέκτησε/αν μετοχές σύμφωνα με τη Μέθοδο 9 της απόφασης 18/15-Ι-1999 του Δ.Σ. του Χ.Α.Α, όπως εκάστοτε ισχύει.

Η εταιρία μέσω του Κυρίου Αναδόχου υποχρεούται να προσκομίσει τα δικαιολογητικά των σημείων 1 έως και 5 το αργότερο 4 εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης. Όσον αφορά τα δικαιολογητικά των σημείων 6 και 7, θα πρέπει να αποστέλλονται στο Χρηματιστήριο, με ευθύνη του Κυρίου Αναδόχου, το αργότερο δύο εργάσιμες ημέρες πριν την προγραμματιζόμενη ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης.»

2.3 Κατηγοριοποίηση των Αιτήσεων Εισαγωγής

Προκειμένου η Διοίκηση του ΧΑΑ να διαχειριστεί αποτελεσματικότερα την εισαγωγή νέων εταιρειών και να εμπλουτίσει την αγορά με δυναμικές και ελκυστικές εταιρείες, με παράλληλη αναβάθμιση του ρόλου των αναδόχων, έχει προβεί στην κατάταξη των αιτήσεων εισαγωγής σε κατηγορίες, σύμφωνα με την υπ' αριθμό 77/01.11.01 Απόφαση του ΔΣ του ΧΑΑ.

- | | |
|----------------------|---|
| 1η Κατηγορία | Εταιρείες που το σύνολο των μετοχών τους που πρόκειται να διατεθεί με δημόσια ή ιδιωτική εγγραφή προκειμένου να επιτευχθεί το εκάστοτε νόμιμο ποσοστό διασποράς και που προέρχεται μόνο από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που πληροί κάποιες προϋποθέσεις, έχει ήδη αποκτηθεί από τον ανάδοχο. Οι αιτήσεις που εντάσσονται σε αυτή την κατηγορία αξιολογούνται ως προς την πληρότητα του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου εντός δύο (2) μηνών από την προσήκουσα υποβολή της αίτησης ένταξης της εταιρείας στην κατηγορία αυτή. |
| 2η Κατηγορία | Εταιρείες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα. |
| 3η Κατηγορία | Εταιρείες της νέας οικονομίας. |
| 4η Κατηγορία | Εταιρείες επενδύσεων στην ποντοπόρο ναυτιλία. |
| 5η Κατηγορία | Εταιρείες του Δημοσίου Τομέα προς ιδιωτικοποίηση. |
| 6η Κατηγορία | Εταιρείες των οποίων το 60% τουλάχιστον του συνολικού κύκλου εργασιών που αφορά πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών που προέρχεται από τη Δ' Ζώνη του Αναπτυξιακού Νόμου 2601/1998. |
| 7η Κατηγορία | Εταιρείες των οποίων το 40% τουλάχιστον του ετήσιου κύκλου εργασιών τους για τις 3 τελευταίες χρήσεις πριν την αίτηση εισαγωγής προέρχεται από πρωτογενώς - συναλλαγματοφόρο δραστηριότητα. |
| 8η Κατηγορία | Εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης. |
| 9η Κατηγορία | Εταιρείες που υποβάλλουν αίτηση εισαγωγής στην Κύρια Αγορά και δεν μπορούν να υπαχθούν σε μία από τις λοιπές κατηγορίες. |
| 10η Κατηγορία | Εταιρείες που υποβάλλουν αίτηση εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά και δεν μπορούν να υπαχθούν σε μία από τις λοιπές κατηγορίες. |
| 11η Κατηγορία | Εταιρείες που ζητούν να εισαχθούν στη NEXA. |

- 12η Κατηγορία** Εταιρείες οι οποίες :
- διαθέτουν ήδη το προβλεπόμενο ποσοστό διασποράς και δεν θα προβούν Εισαγωγή στο ΧΑΑ
 - σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή σε διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή ή / και ιδιωτική τοποθέτηση για την εισαγωγή των μετοχών τους,
 - ζητούν τη μετάταξή τους στην Κύρια Αγορά και πληρούν τις προϋποθέσεις,
 - ζητούν την εισαγωγή ομολογιών ή ομολόγων που προέρχονται από ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα ή όχι σε μετοχές.
- 13η Κατηγορία** Εταιρείες οι οποίες:
- έχουν την έδρα τους σε κράτος - μέλος της ΕΕ και αιτούνται την πρωτογενή ή δευτερογενή εισαγωγή κινητών αξιών στο ΧΑΑ,
 - έχουν την έδρα τους σε τρίτο, μη μέλος της ΕΕ κράτος και αιτούνται την δευτερογενή εισαγωγή κινητών αξιών τους στο ΧΑΑ,
 - είναι είτε αλλοδαπές είτε ημεδαπές και αιτούνται ταυτόχρονα την εισαγωγή των ίδιων κινητών αξιών στο ΧΑΑ και σε χρηματιστήριο άλλου κράτους-μέλους της ΕΕ, με αμοιβαία αναγνώριση του Ενημερωτικού Δελτίου.
- 14η Κατηγορία** Εταιρείες που ζητούν να εισαγάγουν τις κινητές αξίες τους στην ΕΑΓΑΚ.

Σημειώνεται ότι η εξέταση των αιτήσεων εισαγωγής α) εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου β) των υπό ιδιωτικοποίηση εταιρειών του δημοσίου τομέα, γ) των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην 11η κατηγορία (εταιρείες ΝΕΧΑ) και δ) των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην 14η κατηγορία (εταιρείες ΕΑΓΑΚ) θα γίνεται κατ' εξαίρεση, εκτός της διαδικασίας που προβλέπεται στη σχετική Απόφαση 77/2001 του ΔΣ του ΧΑΑ για τις υπόλοιπες κατηγορίες. Η κατ' εξαίρεση εξέταση των αιτήσεων εισαγωγής αυτών θα γίνεται ξεχωριστά ανά κατηγορία και με βάση τη χρονική σειρά υποβολής τους στο Χρηματιστήριο.

2.4 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά

Η εισαγωγή εταιρειών στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ διέπεται συνοπτικά, οι βασικές προϋποθέσεις για να εισαχθούν μετοχές μίας εταιρείας σε μία από τις παραπάνω αγορές του ΧΑΑ έχουν ως ακολούθως.

2.4.1 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά

Για εισαγωγή στην Κύρια Αγορά, η εκδότρια εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον € 11.738.811,45 (4 δις δρχ.) κατά την ημερομηνία της υποβολής της αίτησης εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες 3 οικονομικές χρήσεις, που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση για τις χρήσεις στις οποίες καταρτιζόνταν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.
- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (2.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε εταιρείες μεγάλου μεγέθους ή με μεγάλο αριθμό μετοχών της ίδιας κατηγορίας η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο ποσοστό διασποράς που δε μπορεί να είναι κατώτερο του 5%.
- Να έχει, πριν τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από

τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).

- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της 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

2.4.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά

Για εισαγωγή στην Παράλληλη Αγορά, η εκδότηρια εταιρεία πρέπει:

- Να διαθέτει ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον € 2.934.702,86. (1 δις δρχ.) κατά την ημερομηνία της υποβολής της αιτήσεως εισαγωγής.
- Να έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις ως ανώνυμη εταιρεία τουλάχιστον τις τελευταίες 2 οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις της πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Εφόσον η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις πρέπει και αυτές, καθώς επίσης και οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή.
- Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης έχουν δημοσιευθεί ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρεία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρείες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της.

- Να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό (1.000 μέτοχοι που κατέχουν κάτω από 2%) σε ποσοστό τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.
- Να διαθέσει με δημόσια εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ το 20% μπορεί να προέρχεται από διάθεση υφισταμένων μετοχών. Η προϋπόθεση αυτή δεν ισχύει εφόσον κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής έχει ολοκληρωθεί αύξηση κεφαλαίου με μετρητά, τουλάχιστον κατά το ποσό που απαιτείται για την επίτευξη επαρκούς διασποράς, την οποία έχει καλύψει κατά 100% ο ανάδοχος ή ομάδα αναδόχων.
- Να υπάρχει σύμβαση με κύριο ανάδοχο ο οποίος θα εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση, δια δημόσιας εγγραφής, κεφαλαίου της εταιρείας. Ο ανάδοχος επίσης εγγυάται την πληρότητα και ακρίβεια του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου. Ο ανάδοχος ανακοινώνει το αργότερο την προηγούμενη της έναρξης της δημόσιας εγγραφής ένα εύρος τιμών της μετοχής, που σύμφωνα με το ισχύον πλαίσιο η ανώτατη τιμή δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%. Η τιμή προσδιορίζεται από τον ανάδοχο μετά τη δημόσια εγγραφή που διενεργείται υποχρεωτικά με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building).
- Να έχει, πριν από τη διάθεση των μετοχών της στο κοινό, δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο (prospectus), το οποίο, πριν κυκλοφορήσει, θα πρέπει να έχει εγκριθεί από τα ΔΣ του ΧΑΑ και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (για το σκοπό της παροχής άδειας δημόσιας εγγραφής).

2.4.3 Πρόσθετες Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ για Ορισμένους Κλάδους, Βασισμένες σε αποφάσεις του Δ.Σ. του ΧΑΑ

2.4.3.1 Κατασκευαστικές Εταιρείες

Οι κατασκευαστικές εταιρίες μπορούν να εισαχθούν είτε στην Κύρια είτε στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ εάν πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις

- Η κοινοπραξία (consortium), στην οποία συμμετέχει η κατασκευαστική εταιρία θα πρέπει να είναι ελεγμένη από Ορκωτό Ελεγκτή, εάν για όλα τα προηγούμενα δημοσιονομικά χρόνια που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής, περισσότερο από το 5% των συνολικών πωλήσεων ή των συνολικών αποτελεσμάτων της εκδότριας εταιρίας προέρχεται από τη συμμετοχή της στην κοινοπραξία αυτή. Εάν τα κεντρικά γραφεία της κοινοπραξίας είναι στο εξωτερικό, οι φορολογικές υποχρεώσεις της πρέπει να παρουσιάζονται σε μία κατάσταση, η οποία θα έχει εκδοθεί από αναγνωρισμένο ελεγκτικό οίκο.
- Χρηματοοικονομικός έλεγχος από πιστοποιημένους ελεγκτές όλων των κοινοπραξιών στις οποίες συμμετείχε η κατασκευαστική εταιρία τα τελευταία 3 χρόνια που προηγήθηκαν της αίτησης εισαγωγής. Ο αναγνωρισμένος ελεγκτής υποχρεούται να εκφέρει γνώμη σχετικά με την εγκυρότητα του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού το οποίο προέρχεται από τις κοινοπραξίες στις οποίες συμμετέχει η κατασκευαστική εταιρία. Εάν οι κοινοπραξίες εδρεύουν στο εξωτερικό μια αναγνωρισμένη ελεγκτική εταιρία πρέπει να εκδώσει την κατάσταση.
- Επιβεβαίωση από ένα αναγνωρισμένο ελεγκτή των έργων που δεν έχουν εκτελεσθεί (ανεκτέλεστο υπόλοιπο) από την κατασκευαστική εταιρία και από τις κοινοπραξίες στις οποίες η κατασκευαστική εταιρία συμμετείχε στο τέλος του τελευταίου τριμήνου πριν την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου (31/3, 30/6, 30/9 και 31/12). Το πιστοποιητικό πρέπει να παρουσιάζει λεπτομερώς για κάθε κατασκευαστικό έργο, τόσο τα έργα που δεν έχουν εκτελεσθεί όσο και τα έργα που έχουν εκτελεσθεί αλλά δεν έχουν αναγνωρισθεί.
- Αναφορά των ελεγκτών για την πραγματική αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της κατασκευαστικής εταιρίας.

2.4.3.2 Ασφαλιστικές Εταιρείες

Οι ασφαλιστικές εταιρίες μπορούν να εισαχθούν μόνο στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ. Οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τα τρία προηγούμενα δημοσιονομικά έτη πρέπει να διασφαλίζουν ότι

- Υπάρχει ασφαλιστική κάλυψη για όλες τις υποχρεώσεις της εταιρίας
- Ο δείκτης φερεγγυότητας της εταιρείας είναι ικανοποιητικός
- Υπάρχουν επαρκή τεχνικά και μαθηματικά αποθέματα. Επίσης, πρέπει να

υπάρχει βεβαίωση του Υπουργείου Εμπορίου για επένδυση τεχνικών και μαθηματικών αποθεμάτων και για «περιθώριο φερεγγυότητας»

- Όλα τα αποθέματα έχουν προσαρμοστεί για απλήρωτες ζημίες και το «περιθώριο φερεγγυότητας» κυμαίνεται μέσα στα όρια που καθορίζονται από τη νομοθεσία για τις ασφαλιστικές εταιρίες Τα αποθέματα και το «περιθώριο φερεγγυότητας» παρακολουθούνται μέχρι το τελευταίο τρίμηνο πριν από την αίτηση εισαγωγής
- Το ετήσιο αποτέλεσμα που προέρχεται από ασφαλιστικές δραστηριότητες, συμπεριλαμβανομένου των εσόδων από ασφαλιστικές επενδύσεις είναι θετικό
- Ο δείκτης διατηρησιμότητας του χαρτοφυλακίου είναι ικανοποιητικός, ειδικά για τις εταιρίες ασφαλειών ζωής

Οι ανάδοχοι πρέπει να διασφαλίσουν ότι αναγνωρισμένοι ειδικοί αποτιμούν τις ασφαλιστικές εταιριών.

Ο χρηματοοικονομικός και λογιστικός έλεγχος πρέπει να αναφέρεται

- Στην πορεία της εταιρίας στο χώρο των ασφαλειών
- Στην επάρκεια του αριθμού των υπαλλήλων και την ύπαρξη ικανοποιητικών μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου
- Στα υποκαταστήματα της εταιρίας και το δίκτυο πωλήσεων της

2.4.3.3 Εταιρείες Επιβατηγού Ναυτιλίας

Οι εταιρείες επιβατηγού ναυτιλίας μπορούν να εισαχθούν στην Κύρια αγορά του ΧΑΑ εάν πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις

- Κατοχή 4 πλοίων τουλάχιστον 20 000 Κόρων Ολικής Χωρητικότητας, τα οποία θα αναγνωρίζονται από την ελληνική νομοθεσία σαν επιβατηγά πλοία
- Η αξία των πλοίων πρέπει να έχει εκτιμηθεί από ανεξάρτητους ειδικούς. Επιπλέον, το ΧΑΑ έχει το δικαίωμα να ζητήσει μια δεύτερη εκτίμηση Όλα τα πλοία πρέπει στην κατηγορία την οποία ανήκουν να αξιολογούνται ως υψηλής ποιότητας πλοία
- Τα πλοία πρέπει να είναι ασφαλισμένα για τυχόν λειτουργικά προβλήματα από διεθνώς αναγνωρισμένους ασφαλιστικούς οίκους Είναι υποχρεωτική η παρακολούθηση σκαφών από αναγνωρισμένο νηογνώμονα
- Όταν η διοίκηση των πλοίων μιας ναυτιλιακής εταιρίας έχει ανατεθεί σε

μα εξειδικευμένη εταιρία, αυτή η εταιρία πρέπει να εδρεύει μόνιμα στην Ελλάδα

Μια εταιρία μπορεί να βγει από το ΧΑΑ εάν μία από τις παραπάνω προϋποθέσεις, εκτός του αριθμού των πλοίων, πάψει να ισχύει. Οι εταιρίες επιβατηγού ναυτιλίας δεν επιτρέπεται να έχουν εταιρίες εμπορικής ναυτιλίας, σα θυγατρικές. Το Δ Σ του Χ Α Α εξετάζει επίσης τα προσόντα των ανθρώπων, οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για τη διοίκηση μιας ναυτιλιακής εταιρίας, τις συνθήκες αγοράς για τους συγκεκριμένους τύπους πλοίων, την ηλικία των πλοίων και τον εναπομείναντα χρόνο ζωής τους, την κατανομή του εισοδήματος που προέρχεται από τη ναυτιλιακή δραστηριότητα. Πιστοποιητικά ιδιοκτησίας, ασφαλιστικά συμβόλαια πρέπει να κατατίθενται μαζί με την αίτηση εισαγωγής της ναυτιλιακής εταιρίας και δεν πρέπει να έχουν εκδοθεί πάνω από ένα μήνα πριν από την ημερομηνία αίτησης στο ΧΑΑ.

2.4.3.4 Εταιρείες Εισαγωγής και Εμπορίας Αυτοκινήτων

Οι εταιρίες εισαγωγής και εμπορίας αυτοκινήτων μπορούν να εισαχθούν στην Κύρια αγορά του Χ Α Α εάν πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις

- Πριν από την αίτηση εισαγωγής, ο ανάδοχος της έκδοσης πρέπει να εξασφαλίσει ότι η εταιρία έχει προβεί σε ενέργειες, όπως οι εξαγορές, συγχωνεύσεις δια απορροφήσεως ή ακόμα και η δημιουργία μιας εταιρίας holding, για την ομαδοποίηση όλων των συνδεδεμένων ή σχετιζομένων εταιριών σε μία εταιρεία
- Συνδεδεμένες εταιρίες με συμμετοχή μεγαλύτερη του 20% στα ενοποιημένα προ φόρων κέρδη της εταιρίας αυτοκινήτων το τελευταίο δημοσιονομικό χρόνο που προηγείται της εισαγωγής, πρέπει να έχουν ελεγχθεί φορολογικά για όλα τα δημοσιονομικά έτη που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής
- Η εταιρία πρέπει να παρουσιάζει ικανοποιητικά αποτελέσματα, ενοποιημένα ή μη, τα τελευταία πέντε (5) δημοσιονομικά έτη
- Η εταιρία πρέπει να παρέχει στοιχεία μακροπρόθεσμων εμπορικών σχέσεων (εισαγωγή, διανομή και αντιπροσώπευση) με τον προμηθευτή αυτοκινήτων για τουλάχιστον πέντε (5) έτη. Ένα γραπτό συμβόλαιο ανάμεσα στην εταιρία και τον προμηθευτή, για τουλάχιστον τρία (3) χρόνια από την εισαγωγή της εταιρίας πρέπει να παρέχεται

2.5 Διαδικασία Κατανομής Μετοχών στο Ευρύ Επενδυτικό Κοινό με τη Διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής για την Κύρια και Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ

Για την κατανομή των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία:

- Το 30% του συνόλου της έκδοσης διανέμεται σε θεσμικούς επενδυτές της αλλοδαπής ή της ημεδαπής.
- Το υπόλοιπο 70% διανέμεται σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές.

Για την κατανομή των μετοχών που διατίθενται στους μη θεσμικούς επενδυτές, δηλ του 70%, και προκειμένου να καθοριστεί ο αιτούμενος αριθμός μετοχών που θα ικανοποιηθεί κατά προτεραιότητα, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία :

- Αν τα συνολικά έσοδα της προσφοράς είναι μικρότερα των € 14.673.514,31 (5 δις δρχ.) ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών στην κατηγορία αυτή διαιρείται με τον αριθμό 2.000.
- Αν τα συνολικά έσοδα είναι μεταξύ € 14.673.514,31 (5 δις δρχ.) και € 58.694.057,23 (20 δις δρχ.) ο συνολικός αριθμός των προσφερόμενων μετοχών στην κατηγορία αυτή διαιρείται με τον αριθμό 5.000.
- Αν τα συνολικά έσοδα είναι μεγαλύτερα των € 58.694.057,23 (20 δις δρχ.), ο συνολικός αριθμός στην κατηγορία αυτή διαιρείται με τον αριθμό 5.000 ή μεγαλύτερο, ανάλογα με το πώς έχει προσδιορισθεί 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.

2.6 Προσδιορισμός Τιμής Διάθεσης

Δύο κυρίως είναι οι τρόποι που έχουν χρησιμοποιηθεί στην Ελλάδα για τον καθορισμό της τιμής διάθεσης των μετοχών των αρχικών εισαγωγών

2.6.1 Διαδικασία της Τήρησης του Βιβλίου Προσφορών (BookBuilding)

Αυτός ο τρόπος διάθεσης (Φ.Ε.Κ. 1419/22.11 00) εφαρμόζεται κυρίως τα τελευταία χρόνια παρά το γεγονός ότι ο νόμος που εισήγαγε αυτή τη διαδικασία είναι αρκετά παλιός.

Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2000 περίπου μόνο το 10% των αρχικών εισαγωγών έγινε με τη διαδικασία του bookbuilding Αντίθετα για το 2001 οι αριθμοί λένε ότι από τις 5 αρχικές εισαγωγές που έχουν γίνει οι 4 έχουν χρησιμοποιήσει αυτή τη μέθοδο προσδιορισμού της τιμής

Η εν λόγω διαδικασία υποβολής προσφορών ακολουθείται για το μέρος της Δημόσιας Εγγραφής που αφορά τους θεσμικούς επενδυτές και πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών Η διαδικασία υποβολής των προσφορών διαρκεί από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της Δημόσιας εγγραφής

Οι ενδιαφερόμενοι θεσμικοί επενδυτές υποβάλλουν τις προσφορές τους μέσω των αναδόχων εντός ενός δεσμευτικού εύρους τιμών που ορίζεται συνήθως από το Συντονιστή κύριο Ανάδοχο με τη σύμφωνη γνώμη της εκδότριας εταιρίας, το αργότερο την προτεραιία της έναρξης της περιόδου των εγγραφών και γνωστοποιείται μέσω των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης Η ανώτατη τιμή του δεσμευτικού εύρους δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από 15% από την κατώτατη τιμή του εύρους Το εύρος τιμών της εν λόγω διαδικασίας προσδιορίζεται με τη διαδικασία του premarketing σε συνδυασμό με την εκδήλωση ενδιαφέροντος από τους λοιπούς αναδόχους συνεκτιμώντας τόσο τη χρηματιστηριακή συγκύρια όσο και την οικονομική θέση και προοπτικές της εκδότριας εταιρίας Η τιμή διάθεσης είναι συνήθως κοινή για τους συμμετέχοντες στη Συνδυασμένη προσφορά με εξαίρεση ορισμένες φορές τους εργαζόμενους που συμμετέχουν στην Ίδ Τοποθέτηση ή κοιμιστές προμετόχων (αν τυχόν υπάρχουν) Οι ιδιώτες επενδυτές εγγράφονται συνήθως στην ανώτατη τιμή του εύρους που ανακοινώνεται

Οι προσφορές των θεσμικών μπορούν να περιλαμβάνουν εναλλακτικά

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

Οι προσφορές που υποβάλλουν οι θεσμικοί επενδυτές συγκεντρώνονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας στο Βιβλίο Προσφορών που διαχειρίζονται οι Γενικοί Συντονιστές - Κύριοι Ανάδοχοι της Συνδυασμένης Προσφοράς, για το σκοπό του προσδιορισμού της

ζητούμενης ποσότητας σε εναλλακτικές τιμές, καθώς και του συνολικού αριθμού ζητούμενων μετοχών

Καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας του Βιβλίου Προσφορών (η οποία είναι 4 εργάσιμες ημέρες για την Κύρια Αγορά και 3 για την Παράλληλη αγορά), οι επενδυτές μπορούν να τροποποιούν τις προσφορές τους. Οι ενδιαφερόμενοι Θεσμικοί επενδυτές μπορούν να παίρνουν σχετικές πληροφορίες για τη διαδικασία υποβολής και τροποποίησης προσφορών από τους Αναδόχους

Το Βιβλίο Προσφορών κλείνει την τελευταία ημέρα της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής (15 00 ή 16 00), οπότε όλες οι προσφορές, όπως ισχύουν εκείνη τη στιγμή, θεωρούνται οριστικές

Οι θεσμικοί επενδυτές που λαμβάνουν μετοχές καταβάλουν το αντίτιμο των μετοχών που θα τους κατανεμηθούν, εντός της προθεσμίας που καθορίζεται από τους αναδόχους. Σε κάθε περίπτωση, τα κεφάλαια καταβάλλονται στην εκδότρια εταιρία-πωλητή πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών. Η καταβολή των κεφαλαίων αυτών είναι εγγυημένη από τους αναδόχους

Την επόμενη μέρα της λήξης της Δημόσιας Εγγραφής γίνεται ο προσδιορισμός της τιμής διάθεσης των μετοχών (που είναι κοινή για όλους τους συμμετέχοντες στη διαδικασία, με εξαίρεση ορισμένες φορές τους εργαζομένους της εκδότριας εταιρίας) καθώς και η κατανομή των μετοχών στους επενδυτές.

2.6.2 Διαδικασία της Σταθερής Τιμής (Fixed Price)

Η αποτίμηση της τιμής μίας εταιρείας είναι ένα θέμα που προκαλεί πολλές συζητήσεις και διαφωνίες σχετικά με το αν η τιμή της μετοχής μίας εισηγμένης εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι χαμηλή, κανονική ή υψηλή. Ακόμη και μεταξύ των ειδικών οι απόψεις είναι πολλές φορές εκδιαμέτρου αντίθετες. Ακόμη πιο δύσκολη όμως είναι η αξιολόγηση μίας εταιρείας την περίοδο κατά την οποία εισέρχεται στο χρηματιστήριο για τους εξής λόγους :

- Το επενδυτικό κοινό συνήθως γνωρίζει λιγότερα πράγματα για μία εταιρεία που σκοπεύει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, σε σχέση με μία ήδη εισηγμένη εταιρεία
- Σε αντίθεση με την προς εισαγωγή εταιρεία η μετοχή της ήδη εισηγμένης εταιρείας έχει ήδη δοκιμαστεί στην προσφορά και την ζήτηση του χρηματιστηριακής αγοράς, με αποτέλεσμα όχι μόνο να έχει μία τρέχουσα τιμή, (που αποτελεί ένα ενδεικτικό στοιχείο για την αξία της), αλλά και ένα ιστορικό παρελθόν που βοηθά τους

τεχνικούς αναλυτές να βγάλουν τα συμπεράσματα τους.

- Είναι γνωστά μερικά σημαντικά δεδομένα για την μετοχή μιας ήδη εισηγμένης εταιρίας, όπως η διασπορά της, η εμπορευσιμότητα της κ.λ.π.

Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας υπάρχουσας επιχείρησης που επιδιώκει την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο βασίζονται στις ίδιες θεωρητικές αρχές με εκείνες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση επενδυτικών τλάνων για νέες επιχειρήσεις ή για νέες δραστηριότητες μέσα σε μία επιχείρηση. Υπάρχουν μόνο δύο βασικές διαφορές, οι εξής:

- Η αξιολόγηση νέων επενδυτικών πλάνων γίνεται αποκλειστικά με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία τους, ενώ η αποτίμηση των επιχειρήσεων περιλαμβάνει και λογιστικές μεθόδους για τη μέτρηση της περιουσιακής τους θέσης.
- Η αξιολόγηση νέων επενδυτικών πλάνων γίνεται αποκλειστικά με βάση τις μελλοντικές αποδόσεις, ενώ κάποιες από τις μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων χρησιμοποιούν και τα δεδομένα παρελθόντων ετών.

Θα προσπαθήσουμε λοιπόν στη μελέτη αυτή, να αναφερθούμε σε κάποιες μεθόδους που βοηθούν τόσο τους επαγγελματίες αναλυτές, όσο και τους επενδυτές στο να αξιολογήσουν την τιμή της μετοχής μιας υποψήφιας για εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιρίας, τονίζοντας: πρώτον, ότι δεν υπάρχει κανείς απόλυτα αντικειμενικός τρόπος και καμία μέθοδος εύρεσης της πραγματικής τιμής μιας μετοχής και δεύτερον, ότι κάθε μέθοδος εξετάζει μέρος μόνο της πραγματικότητας και παρουσιάζει σειρά μειονεκτημάτων.

Όλες οι μέθοδοι αποτίμησης που αναπτύσσονται στη μελέτη αυτή δίνουν ένα μέτρο της αξίας της επιχείρησης. Η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης μπορεί, τελικά, να διαφέρει από την αξία της επιχείρησης, όπως προσδιορίζεται από τις μεθόδους αποτίμησης. Είναι γνωστό ότι η τιμή μιας επιχείρησης θα προσδιοριστεί, τελικά, από το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

2.6.2.1 Γενικές Αρχές Αποτίμησης της Αξίας Επιχειρήσεων

Το πρώτο και κυρίαρχο στοιχείο για τη διενέργεια μιας αποτίμησης είναι η κατανόηση και η ανάλυση του οργανισμού ή της επιχείρησης, όσον αφορά τις εργασίες τους, τα οικονομικά τους μεγέθη και το πλαίσιο των αγορών που

δραστηριοποιούνται.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για την ανάλυση της επιχείρησης σημαντικά στοιχεία προς εξέταση είναι η ιστορική της εξέλιξη, η μετοχική της σύνθεση, η διοικητική φιλοσοφία της, τα κύρια προϊόντα ή υπηρεσίες της, οι πελάτες της, οι προμηθευτές της, τα οικονομικά της μεγέθη (ιστορικά και προϋπολογιστικά) τα επιχειρηματικά σχέδια, το ύψος και η ποιότητα των επενδύσεων της και οι επενδυτικές της ανάγκες που είναι απαραίτητες για την εκπλήρωση των στόχων της.

Για την αγορά, ενδεικτικά στοιχεία προς εξέταση είναι ο προσδιορισμός των ανταγωνιστών, το μέγεθος και η φύση του κλάδου, η ανάπτυξη του κλάδου (ιστορικά και προϋπολογιστικά), το κανονιστικό περιβάλλον, στοιχεία ανταγωνισμού (τιμές, ποιότητα προϊόντων, φήμη και πελατεία), ενδεχόμενοι φραγμοί εισόδου και παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση, όπως οικονομικοί κύκλοι, ευαισθησία ως προς τον ανταγωνισμό από το εξωτερικό, τάσεις της αγοράς και του κλάδου και δημογραφικές τάσεις.

Τέλος, θα πρέπει να προσδιορίζεται το μερίδιο της αγοράς της επιχείρησης τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, οι στρατηγικές ανάπτυξης της επιχείρησης μέσα στη συγκεκριμένη αγορά και η συγκριτική οικονομική - χρηματοοικονομική της θέση με ομοειδείς επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο ίδιο προϊόν, υποκλάδο, κλάδο ή συνολική δραστηριότητα.

Όταν και όπου επιβάλλεται γίνονται και οι κατάλληλες αναπροσαρμογές, για τους σκοπούς της ανάλυσης, στις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών, όταν εξετάζονται ιστορικά οικονομικά στοιχεία.

Ιδιαίτερη προσοχή δίδεται σε οικονομικές πληροφορίες και δείκτες που επηρεάζουν την άποψη του επενδυτή για την αξία της επιχείρησης

Όσον αφορά την εκτίμηση του κινδύνου, αυτή πρέπει να βασίζεται τόσο στα αποτελέσματα της ποιοτικής, όσο και της ποσοτικής ανάλυσης. Ενδεικτικά αναφέρονται:

α) Ποιοτικά στοιχεία

Εξάρτηση των πωλήσεων από έναν ή λίγους πελάτες κλειδιά, εξάρτηση από ένα ή μερικούς συντελεστές παραγωγής (π.χ. εξειδικευμένο προσωπικό ή πρώτη ύλη), εξάρτηση από κάποιον μεμονωμένο ιδιοκτήτη ή διευθύνοντα,

β) Ποσοτικά στοιχεία

Εξέλιξη κύκλου εργασιών σε σχέση με τον κλάδο, υψηλότερο break - even point από αυτό του κλάδου, υψηλότερα σταθερά έξοδα από αυτά του κλάδου,

χαμηλότερο περιθώριο μικτού κέρδους από τον κλάδο, σύγκριση καθαρού

περιθωρίου ως προς τον κλάδο, σύγκριση βασικών αριθμοδεικτών εταιρίας - κλάδου και υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σύγκριση με τον κλάδο

Οι κίνδυνοι θα πρέπει να συνεκτιμώνται και να λαμβάνονται υπόψη στο τελικό στάδιο, μειώνοντας ή αυξάνοντας ανάλογα την αξία της εταιρίας στο τέλος της αποτίμησης.

Για την αποτίμηση της αξίας μιας εταιρίας θα πρέπει να χρησιμοποιούνται συνδυαστικά ή μεμονωμένα, κατά την κρίση του αναλυτή, διεθνώς παραδεκτές μέθοδοι. Οι πιο διαδεδομένες ομάδες μεθόδων, που αποτελούν αντικείμενο της παρούσας μελέτης είναι :

- Η μέθοδος αποτίμησης με βάση την αγορά (Market Comparison Methods) ή αλλιώς μέθοδος αποτίμησης βάσει σχετικών εκτιμήσεων εταιρικής αξίας. Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει τρεις υποομάδες μεθόδων, κάθε μία από τις οποίες περιλαμβάνει μεμονωμένες μεθόδους αποτίμησης. Η πιο διαδεδομένη υποομάδα περιλαμβάνει μεθόδους που βασίζονται στην εκτίμηση πολλαπλασιαστών (αριθμοδεικτών). Οι άλλες δύο υποομάδες παραθέτουν μεθόδους κεφαλαιοποίησης μελλοντικών κερδών και άλλες πιο συμβατικές μεθόδους.
- Η μέθοδος αποτίμησης βάσει αναπροσαρμογών της λογιστικής αξίας της επιχείρησης (Restated Balance Sheet Method)
- Η μέθοδος αποτίμησης βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Method)

Οι παραπάνω μέθοδοι παρατίθενται αναλυτικά στην συνέχεια της μελέτης. Σημειώνεται όμως ότι στην πράξη μπορούμε να συναντήσουμε περισσότερες μεθόδους οι οποίες ωστόσο αποτελούν απλά παραλλαγές των τριών προαναφερόμενων προσεγγίσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΓΥΡΩ ΑΠΟ ΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 Διαδικασία Δημόσιας Εγγραφής

Για να επιτευχθεί η επιθυμητή ευρεία διασπορά των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην υπ'αριθμ 2/211/1922001 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελεί ο τίτλος των δέκα (10) μετοχών. Κάθε επενδυτής μπορεί να εγγράφεται για μία (1) τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 10 μετοχές) ή για ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 20, 30, 40 κλπ μετοχές). 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 Μεριδα Επενδυτή και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Αυλών Τίτλων (Σ Α Τ) προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν. Ο κωδικός αριθμός της Μεριδας Επενδυτή και ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών 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. Στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής δεν επιθυμεί να ορίσει Χειριστή, στην αίτηση εγγραφής πρέπει να αναγράφεται ο κωδικός αριθμός του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (999), προκειμένου οι μετοχές του να μεταφερθούν στον Ειδικό Λογαριασμό της Μεριδας του, του οποίου Χειριστής είναι το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Συνιστάται πάντως στους επενδυτές να ορίζουν Χειριστή στην αίτηση εγγραφής και να αποφεύγουν τη μεταφορά των μετοχών τους στον Ειδικό Λογαριασμό, προκειμένου να μπορούν αμέσως μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης να διενεργούν πράξεις επί των μετοχών που θα τους κατανεμηθούν. Εφιστάται η προσοχή στους επενδυτές ότι, αν δεν αναγράφονται στην αίτηση εγγραφής ο κωδικός αριθμός της Μεριδας Επενδυτή, ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών και ο κωδικός αριθμός του

Χειριστή, ή αν ο αναγραφόμενος αριθμός είναι λανθασμένος, ο επενδυτής αποκλείεται από την κατανομή των μετοχών

Οι ενδιαφερόμενοι Θεσμικοί επενδυτές εγγράφονται υποβάλλοντας αιτήσεις συμμετοχής στο Βιβλίο Προσφορών (βλέπε παραπάνω) 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 Χ Α Α, διατίθεται το Ενημερωτικό Δελτίο Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των εγγραφών και οι Ανάδοχοι οι οποίοι μέσω των καταστημάτων τους δέχονται τις αιτήσεις εγγραφής ανακοινώνονται εγκαίρως με ανακοίνωση 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 αυτών τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων κεντρικών τ κυβερνήσεων χωρών της Ζώνης Α όπως αυτή ορίζεται στην ΠΔ/ΤΕ/2054/1992 (εφεξής "Ζώνη Α") είτε, τέλος, έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναγοράς φυσικών τίτλων (Reverse Repo) κεντρικών κυβερνήσεων της Ζώνης Α Η αξία της συμμετοχής για τους ιδιώτες επενδυτές ορίζεται ως ο αριθμός 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 (βλ παραπάνω) Συγκεκριμένα σε προσφορές που περιέχουν αριθμό μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το γινόμενο των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή της προσφοράς, ή, αν δεν υπάρχει τέτοια, επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος εύρους τιμών Σε προσφορές που περιέχουν συνολική αξία μετοχών, με ή χωρίς ανώτατη τιμή, ως αξία συμμετοχής νοείται η συνολική αξία των μετοχών Τέλος, σε προσφορές που περιέχουν εναλλακτικούς αριθμούς μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το μέγιστο μεταξύ των γινομένων των αιτούμενων μετοχών επί των αντιστοίχων ανώτατων τιμών, ή, αν δεν υπάρχουν τέτοιες, επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος δεσμευτικού εύρους τιμών Σε κάθε τροποποίηση των υποβαλλομένων προσφορών, η αξία συμμετοχής προσαρμόζεται κατάλληλα στη νέα προσφορά.

Η συμμετοχή στη δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να γίνει με προσωπική επιταγή ή με τη δέσμευση άλλων αξιόγραφων ή αξιών, όπως μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή με την παροχή οποιασδήποτε άλλης μορφής εξασφάλισης όπως εγγυητικών επιστολών, ενεχύρου επί αξιόγραφων, εκχώρησης απαιτήσεων κλπ Οι αιτήσεις γίνονται δεκτές μόνο εφόσον οι

επενδυτές είναι δικαιούχοι ή συνδικαιούχοι των λογαριασμών βάσει των οποίων εγγράφονται Ειδικά για τους αλλοδαπούς Θεσμικούς επενδυτές, οι Ανάδοχοι μπορούν με ευθύνη τους να δέχονται βεβαιώσεις από τράπεζες που εδρεύουν σε χώρες της Ζώνης Α ότι έχουν δεσμευτεί σε αυτές τα απαιτούμενα για την εγγραφή κεφάλαια, σύμφωνα με τα ανωτέρω οριζόμενα Μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των μετοχών

που δικαιούται να αποκτήσει κάθε επενδυτής και της τιμής διάθεσης, αποδίδεται στον δικαιούχο το τυχόν καταβληθέν επιπλέον ποσό μετρητών και αποδεσμεύονται τα ποσά καταθέσεων ή οι αυλοί τίτλοι με ταυτόχρονη χρέωση του λογαριασμού καταθέσεων ή με ταυτόχρονη καταβολή του ισόποσου της αξίας των μετοχών που κατανεμήθηκαν στον επενδυτή κατά περίπτωση από τα ίδια καταστήματα των τραπεζών ή των ΑΧΕ στα οποία είχε υποβληθεί η αίτηση εγγραφής Τα δεσμευθέντα ποσά καταθέσεων υπόκεινται στους όρους της αρχικής κατάθεσης (προθεσμία, επιτόκια, κλπ), καθώς επίσης και η επιστροφή του τυχόν καταβληθέντος επιπλέον ποσού μετρητών γίνεται εντόκως (σύμφωνα με τα ισχύοντα επιτόκια ανά τράπεζα και κατηγορία καταθέσεων)

Εάν μετά το πέρας της Δημόσιας Εγγραφής διαπιστωθούν περισσότερες της μιας εγγραφές των ιδίων φυσικών ή νομικών προσώπων (με βάση τα στοιχεία ΣΑΤ ή/και τα δημογραφικά στοιχεία του εγγραφόμενου), το σύνολο των εγγραφών αυτών αντιμετωπίζεται με ευθύνη του Συντονιστή Κυρίου Αναδόχου ως ενιαία εγγραφή και ισχύουν οι σχετικοί με την κατά προτεραιότητα ικανοποίηση των εγγραφών περιορισμοί.

3.2 Συνήθες Χρονοδιάγραμμα για μία Αρχική Εισαγωγή

Τα χρονοδιαγράμματα εισαγωγής των εταιρειών στο χρηματιστήριο διαφέρουν ανάλογα με το αν η εταιρεία εισέρχεται στην κύρια ή στην παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου. Ο χρόνος που μεσολαβεί μεταξύ της έναρξης και της λήξης της δημόσιας εγγραφής είναι τέσσερις (4) μέρες για την κύρια αγορά του χρηματιστηρίου και τρεις (3) για την παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου μας, όπως αυτές ορίζονται από την απόφαση 201/10.10.2000 (ΦΕΚ Β1419/22.11.2000). Ο χρόνος μεταξύ που μεσολαβεί μεταξύ της λήξης της αρχικής δημόσιας εγγραφής και της εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο δεν μπορεί να είναι μικρότερη από δώδεκα (12) μέρες και μεγαλύτερη από εκατόν είκοσι τέσσερις (124) μέρες για την κύρια αγορά και οκτώ (8) και εκατον

εβδομήντα δύο (172) μέρες αντίστοιχα για την παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου. Οι μικρές αυτές διαφορές μεταξύ των απαιτούμενων χρονοδιαγραμμάτων για την κύρια και παράλληλη αγορά δεν μπορούν να είναι παράγοντες εμφάνισης του φαινομένου της υποτιμήσεως και οι αιτίες του φαινομένου πρέπει να αναζητηθούν αλλού.

3.3 Γενικά Στοιχεία Κατανομής της Δημόσιας Εγγραφής

Η κατανομή των μετοχών στους εγγραφόμενους επενδυτές πραγματοποιείται σύμφωνα με την ισχύουσα απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 833/β/9.11.1994), τηρουμένων σε κάθε περίπτωση των ισχυουσών διατάξεων περί διασποράς, δηλαδή :

- Το 30% του συνόλου της έκδοσης διανέμεται σε θεσμικούς επενδυτές της αλλοδαπής ή της ημεδαπής.
- Το υπόλοιπο 70% διανέμεται σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές.

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

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

Σε περίπτωση που ο αριθμός των μετοχών της έκδοσης που προσφέρονται σε δημόσια εγγραφή δεν καλυφθεί πλήρως, οι ανάδοχοι υποχρεούνται να αναλάβουν τις αδιάθετες μετοχές στην τιμή διάθεσης, ενώ σε περίπτωση που δεν καλυφθεί η έκδοση, ο κύριος ανάδοχος ενημερώνει το διοικητικό συμβούλιο του χρηματιστηρίου για τις ενέργειες στις οποίες θα προβεί ώστε να επιτευχθεί (σύμφωνα με όσα ορίζονται από τον Ν. 2651/1998) η απαιτούμενη διασπορά εφόσον αυτό είναι εφικτό. Η ακριβής διαδικασία καθορίζεται κατά περίπτωση και κοινοποιείται στο Δ.Σ. σε εύλογο χρονικό διάστημα.

3.4 Κατανομή των Μετοχών σε Θεσμικούς Επενδυτές

Η τιμολόγηση και η κατανομή των μετοχών αποφασίζεται από τον κύριο ανάδοχο σε συνεννόηση με το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, συνεκτιμώντας διάφορους παράγοντες, οι κυριότεροι των οποίων είναι το μέγεθος της ζήτησης των μετοχών και η επιθυμία για ικανοποιητική χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της εταιρείας.

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

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

Επισημαίνεται ότι δεν υπάρχει καμία υποχρέωση αναλογική ή άλλου είδους ικανοποίησης των υποβληθεισών προσφορών, ενώ από την κατανομή των μετοχών εξαιρούνται οι ανάδοχοι και οι χρηματιστηριακοί σύμβουλοι, καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και των ανωνύμων εταιρειών διαχείρισεως αμοιβαίων κεφαλαίων, εφ' όσον οι τελευταίες εγγράφονται για λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

3.5 Κατανομή των Μέτοχών σε μη Θεσμικούς Επενδυτές

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

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

3.6 Ενέργειες του Κύριου Αναδόχου για τις Δημόσιες Εγγραφές

Οι διαδικασίες που ακολουθούνται από τον κύριο ανάδοχο πριν, κατά την διάρκεια και μετά από μία δημόσια εγγραφή ποικίλουν ανάλογα με τον ανάδοχο. Όμως, μπορεί να περιγραφεί ένα γενικό πλαίσιο το οποίο μπορεί να δώσει μία ιδέα για τις ενέργειες του κύριου αναδόχου από την αρχή μέχρι το τέλος μίας δημόσιας εγγραφής.

Αρχικά υπογράφεται μία σύμβαση μεταξύ αναδόχου και της εκδότριας εταιρείας. Έπειτα ανατίθενται από τον ανάδοχο σε ανεξάρτητες ελεγκτικές εταιρείες οι διαδικασίες του οικονομικού και νομικού ελέγχου. Αφού ολοκληρωθούν οι έλεγχοι και διαμορφωθεί το ενημερωτικό δελτίο (prospectus) αλλά και το σύνολο του φακέλου από τον κύριο ανάδοχο σε συνεργασία με το συμβούλιο έκδοσης, αυτός (ο φάκελος για την εισαγωγή στο ΧΑΑ) κατατίθεται προς έγκριση τόσο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών όσο και στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

Αφού ο φάκελος εξεταστεί από το ΧΑΑ και γίνουν οι σχετικές παρατηρήσεις, τότε γίνονται οι απαραίτητες διορθώσεις στο ενημερωτικό δελτίο του οποίου το περιεχόμενο εγκρίνεται από το ΧΑΑ το οποίο ενημερώνει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς για την έγκρισή του. Έπειτα η επιτροπή κεφαλαιαγοράς εγκρίνει και αυτή με τη σειρά της το φάκελο και αν δεν υπάρχουν ουσιώδεις παρατηρήσεις δίνει την άδεια για την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ, (σε περίπτωση που υπάρχουν ουσιώδεις μεταβολές και παρατηρήσεις, κατατίθεται εκ νέου προς έγκριση ο φάκελος στο ΧΑΑ).

Μετά την λήψη της άδειας εισαγωγής από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, ο κύριος ανάδοχος δηλώνει τις επιθυμητές ημερομηνίες για τη δημόσια εγγραφή στο ΧΑΑ και σχηματίζει τον όμιλο των αναδόχων. Έπειτα ξεκινά η διαδικασία του premarketing και ο καθορισμός του εύρους τιμών μέσα στο οποίο θα γίνουν οι προσφορές των θεσμικών επενδυτών που θα συμμετέχουν στην διαδικασία του βιβλίου προσφορών.

Το εύρος τιμών θα πρέπει να οριστικοποιηθεί τουλάχιστο μία μέρα πριν την έναρξη της δημόσιας εγγραφής το οποίο ανακοινώνεται σε ΧΑΑ, επιτροπή κεφαλαιαγοράς και τύπο και το οποίο περιλαμβάνει πρόσκληση προς το ευρύ κοινό για να συμμετέχει σε αυτήν. Μόλις ολοκληρωθεί η δημόσια εγγραφή καθορίζεται η τιμή διάθεσης βάσει της προσφοράς και της ζήτησης των θεσμικών επενδυτών που ενεγράφησαν στο βιβλίο προσφορών.

Αφού ολοκληρωθούν όλα τα διαδικαστικά με το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών, υπολογίζονται και εκκαθαρίζονται οι προμήθειες τόσο του κύριου όσο και των λοιπών αναδόχων και αποδίδεται το καθαρό ποσό της δημόσιας εγγραφής στην εκδότρια εταιρεία. Εντός πέντε (5) εργασίμων ημερών κατατίθενται τα δικαιολογητικά για την έγκριση εισαγωγής των μετοχών στο ΧΑΑ και στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

Ο κύριος ανάδοχος στέλνει το τελικό μετοχολόγιο (παλαιοί και νέοι μέτοχοι και πιθανή ιδιωτική τοποθέτηση) στο Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών και γίνονται οι απαραίτητες ενέργειες ώστε να ενταχθούν στο Σύστημα Άϋλων Τίτλων και αν είναι οι μερίδες των επενδυτών έτοιμες για την έναρξη της διαπραγμάτευσης.

Τελικά, αφού το μετοχολόγιο έγκριθεί από το ΧΑΑ κατατίθενται από την εκδότρια εταιρεία και τον κύριο ανάδοχο τα δικαιολογητικά για την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών. Η ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης ανακοινώνεται τουλάχιστον μία ημέρα πριν από αυτή στον τύπο, οπότε όλα είναι έτοιμα για να γίνει η έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών της εκδότριας στο ΧΑΑ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία σχετικά με τις αρχικές εισαγωγές τίτλων περιλαμβάνει θεωρητικές εξηγήσεις του φαινομένου της υποτίμησης κάτω από συνθήκες τέλει οσο και ατελούς πληροφόρησης.

Αγορά με τέλεια πληροφόρηση είναι εκείνη στην οποία όλα τα συναλλασσόμενα μέρη διαθέτουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών σχετικά με την αξία τίτλων.

Αγορά με ατελή πληροφόρηση είναι εκείνη όπου τα συναλλασσόμενα μέρη διαθέτουν ετερογενή υποσύνολα του πλήρους και πραγματικού συνόλου πληροφοριών.

Κάτω από συνθήκες ατελούς πληροφόρησης, ετερογένεια ή ασυμμετρία πληροφοριών είναι δυνατόν να υπάρχει ανάμεσα σε εκδότη και τον ανάδοχο, τον εκδότη και ανάδοχο από την μία πλευρά και τους επενδυτές από την άλλη, ή ανάμεσα σε κατηγορίες επενδυτών.

4.2 Υποτίμηση με Συνθήκες Τέλειας Πληροφόρησης

Όταν όλοι οι συναλλασσόμενοι έχουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών τότε η εισαγωγή των τίτλων σε πλήρη τιμή, δηλαδή σε τιμή εισαγωγής ίση προς την προσδοκώμενη τιμή αγοράς, είναι η ορθολογική πολιτική. Ορισμός της τιμής εισαγωγής πάνω από την τιμή αγοράς δεν είναι ορθολογική γιατί οι επενδυτές θα αρνηθούν να αγοράσουν τους τίτλους. Ορισμός της τιμής εισαγωγής κάτω από την προσδοκώμενη τιμή αγοράς είναι επίσης αδικαιολόγητη καθώς δεν συμφέρει τον εκδότη. Αν και το κόστος εισαγωγής και άρα η εμφανής διαφορά μειώνονται όταν η τιμή εισαγωγής υπολείπεται της αναμενόμενης τιμής αγοράς, οι πρόσδοδοι του εκδότη επίσης μειώνονται, γενικά, και αυτό είναι ενάντια στον στόχο του τελευταίου να μεγιστοποιήσει τις προσόδους από την εισαγωγή.

Παρόλα αυτά, υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών είναι εύλογη έστω και με συνθήκες αγοράς τέλει πληροφόρησης. Οι ακόλουθες θεωρίες ή υποθέσεις είναι σχετικές στην περίπτωση αυτή.

4.2.1 Η Υποτίμηση ως Είδος Συμπληρωματικής Αμοιβής Αναδοχής

Κάτω από ορισμένες διαδικασίες και ρυθμιστικά πλαίσια ή από καθιερωμένη τακτική η εμφανής διαφορά ανάμεσα στην τιμή εισαγωγής και την τιμή στον εκδότη δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί αρκετά ώστε να καλύψει το αναμενόμενο κόστος εισαγωγής αρχικών εισαγωγών με διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου και κόστους. Στις περιπτώσεις αυτές, οι ανάδοχοι χρησιμοποιούν την υποτίμηση των τίτλων για να επηρεάσουν το πραγματικό - ex post - κόστος αναδοχής και να το φέρουν στο επίπεδο της αμοιβής που δικαιολογεί το κόστος έκδοσης. Οι Affleck - Graves και Miller (1989) θεωρούν ότι οι κανονισμοί και οι διαδικασίες εισαγωγής νέων τίτλων στις ΗΠΑ, δεν επιτρέπουν στους αναδόχους να καλύπτουν πάντα το πλήρες κόστος αναδοχής. Επομένως, υποτιμούν τους τίτλους ώστε να εξισορροπήσουν την αμοιβή με το πραγματικό κόστος.

4.2.2 Η Υποτίμηση ως Ασφάλιση έναντι Νομικών Κινδύνων

Ο Time (1988) έχει προτείνει την υπόθεση ότι η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών δικαιολογείται από την πιθανότητα μήνυσης του αναδόχου από επενδύτες στην περίπτωση ζημιών από επενδύσεις σε αρχικές εισαγωγές. Σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου Τίτλων (Securities Act) του 1933 των ΗΠΑ, κάθε φυσικό και νομικό πρόσωπο που λαμβάνει μέρος στην προετοιμασία και δημόσια προσφορά τίτλων φέρει ξεχωριστή και αδιαίρετη ευθύνη για ζημίες που μπορούν να προκληθούν στους επενδυτές λόγω παροχής ελλείπων ή λανθασμένων πληροφοριών.

Η υποχρέωση του νόμου για "οφειλόμενη επιμέλεια" (due dilligence) εκθέτει τον ανάδοχο στον κίνδυνο μήνυσης για αποζημίωση επενδυτών και συνεπώς στον κίνδυνο οικονομικής ζημίας. Επιπλέον, ο ανάδοχος διατρέχει τον κίνδυνο μείωσης της επαγγελματικής του υπόληψης και αξιοπιστίας σε περιπτώσεις μήνυσης, για τον λόγο ότι η τιμή εισαγωγής αποδείχθηκε υψηλότερη από την τιμή αγοράς.

Επομένως, η εμπλοκή του αναδόχου σε μηνύσεις είναι δυνατόν να επιφέρει την απώλεια εσόδων από εργασίες αναδοχής σε μελλοντικές εισαγωγές τίτλων. Αν η συμβαλλόμενη αμοιβή αναδοχής δεν είναι αρκετή να καλύψει τον ασφαλιστικό κίνδυνο του είδους αυτού, ο ανάδοχος έχει κίνητρο να υποτιμήσει τους νέους τίτλους. Η υποτίμηση παρέχει στον ανάδοχο μια αφανή αμοιβή, αφού το κόστος αναδοχής είναι μειωμένο για υποτιμημένους τίτλους και μειώνει την πιθανότητα νομικής εμπλοκής.

Για να ελέγξει την εγκυρότητα της υπόθεσης αυτής ο Tinic ανέλυσε τις αρχικές αποδόσεις εισαγωγών πριν από την καθιέρωση της σχετικής νομοθεσίας το 1933 και

στην μετέπειτα περίοδο. Τα αποτελέσματα των ελέγχων έδειξαν ότι οι αρχικές αποδόσεις, δηλαδή η αφανής διαφορά, έχει σμικρυνθεί στην περίοδο μετά την ψήφιση του Νόμου Τίτλων το 1933. Ο Tinic επίσης βρήκε ότι αναγνωρισμένης ποιότητας ανάδοχοι, οι οποίοι επομένως έχουν πιο καλή φήμη και αξιοπιστία, τείνουν να αποφεύγουν τη συμμετοχή στις αρχικές εισαγωγές εταιριών με υψηλή αβεβαιότητα προοπτικών.

Παρά τα αποτελέσματα αυτά, η υπόθεση ασφάλισης έναντι νομικών κινδύνων δεν έχει βρει γενική αποδοχή. Σε μεταγενέστερη έρευνα, οι Drake και Vetsuypens (1993) βρήκαν ότι οι αρχικές αποδόσεις εισαγωγών που σχετίζονται με μηνύσεις δεν διέφεραν στατιστικώς σημαντικά από εκείνες για εισαγωγές χωρίς μηνύσεις. Επίσης η εκτεταμένη υποτίμηση σε πολλές χώρες, όπου η πιθανότητα μήνυσης των αναδόχων είναι ουσιαστικά ανύπαρκτη καταδεικνύει ότι η υποτίμηση αρχικών εισαγωγών δεν είναι δυνατόν να εξηγηθεί πλήρως από την υπόθεση ασφάλισης του Tinic (βλέπε π.χ. Aggarwal, Leal και Hernandez 1993, για χώρες της Λατινικής Αμερικής, και Keloharju 1993, για τη Φινλανδία).

4.2.3 Η Υποτίμηση ως Αποτέλεσμα Μονοψωνίου

Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, η αγορά αναδόχων δεν είναι πλήρως ανταγωνιστική και συνεπώς οι ανάδοχοι έχουν τη δυνατότητα να καρπώνονται επί πλέον αμοιβή για την αναδοχή μεσώ της υποτίμησης των νέων τίτλων. Εκτός από το γεγονός ότι δεν υπάρχει εμπειρική διερεύνηση της υπόθεσης αυτής, η Απόθεση δεν εξηγεί γιατί οι ανάδοχοι δεν αποκομίζουν απ'ευθείας υψηλότερες αμοιβές με την επιλογή μεγαλύτερων εμφανών διαφορών. Τέλος, μία ακόμα αιτία για την ύπαρξη θετικών αρχικών αποδόσεων είναι η επικρατούσα πρακτική σε ορισμένες χώρες, όπως τη Νότια Κορέα και την Ιαπωνία, να καθορίζονται τιμές εισαγωγής πολύ κοντά στο επίπεδο της λογιστικής αξίας του τίτλου (βλέπε Kim και Lee 1990, για τη Νότια Κορέα και Kummura και Ihara 1985, για την Ιαπωνία).

4.3 Υποτίμηση σε Συνθήκες Ατελούς Πληροφόρησης

Οι περισσότερες θεωρίες για την εξήγηση της υποτίμησης αρχικών εισαγωγών βασίζονται στην παραδοχή ότι οι εκδότες, οι ανάδοχοι και οι επενδυτές διαθέτουν ετερογενή υποσύνολα πληροφοριών. Η κατάσταση αυτή δημιουργεί κίνητρα για την υποτίμηση των τίτλων προς εξυπηρέτηση στόχων που διαφέρουν από θεωρία σε

θεωρία. Η παραδοχή ατελούς πληροφόρησης έχει συμβάλει στη διατύπωση θεωριών δύο κατηγοριών:

- Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις θεωρίες σήμανσης (signalling theories).
- Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις θεωρίες ασύμμετρων πληροφοριών. Η διαφορά των δύο τύπων θεωριών έγκειται στην ουσία του κινήτρου για υποτίμηση.

Στις θεωρίες σήμανσης, η υποτίμηση είναι προϊόν συνειδητής απόφασης της εταιρείας να σημάνει την πραγματική αξία της, έτσι ώστε οι τιμές αγοράς των τίτλων της να αντανakλούν πιο πιστά την εσωτερική της αγοραία αξία. Στο πλαίσιο αυτό, η υποτίμηση είναι ένα πρόσθετο σήμα πέρα από την πολιτική διανομής μερισμάτων και την πολιτική κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας. Στις θεωρίες ασύμμετρων πληροφοριών, η υποτίμηση εξυπηρετεί τη διευκόλυνση της διάθεσης των νέων τίτλων στην αγορά.

4.4 Θεωρίες Σήμανσης

Οι Allen και Faulhaber (1989), Grinblatt και Hwang (1989) και ο Welch (1989) έχουν προτείνει υποθέσεις κατά τις οποίες η υποτίμηση χρησιμοποιείται ως σήμα της εσωτερικής αξίας της εταιρείας. Σύμφωνα με τις θεωρίες αυτές, η εκδότρια εταιρεία έχει πληρέστερες πληροφορίες σε σύγκριση με τους επενδυτές σχετικά με την αξία των στοιχείων της. Με συνθήκες ατελών-πληροφοριών, οι επενδυτές αδυνατούν να διακρίνουν τις εταιρείες υψηλής ποιότητας από τις εταιρείες χαμηλής ποιότητας. Επομένως, οι εταιρείες υψηλής ποιότητας επιλέγουν να υποτιμήσουν τις αρχικές εισαγωγές τους ώστε να σημάνουν την πραγματική τους αξία.

Η υποτίμηση είναι αξιόπιστο σήμα διότι μόνον υψηλής ποιότητας εταιρείες έχουν επενδύσει με υψηλή καθαρή παρούσα αξία. Αυτό συνεπάγεται ότι αυτές οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να υποστούν απώλεια αξίας λόγω της υποτίμησης και να διατηρήσουν μια θετική αξία για τους υπάρχοντες μετόχους τους. Η ζημία από την υποτίμηση των νέων τίτλων αναμένεται να καλυφθεί στο μέλλον λόγω καλύτερης ανταπόκρισης των επενδυτών σε μελλοντικές ανακοινώσεις και αποφάσεις της εταιρείας και επομένως στη μορφή καλύτερων τιμών αγορών για τους τίτλους τους.

Επίσης, οι εταιρείες υψηλής ποιότητας ελπίζουν ότι με τη χρήση της υποτίμησης ως σήματος μεγαλύτερης αξίας θα μπορέσουν στο μέλλον να διαθέσουν νέους τίτλους σε καλύτερες τιμές διάθεσης σε σύγκριση με εταιρείες που δεν χρησιμοποιούν ή δεν

μπορούν να χρησιμοποιήσουν την υποτίμηση ως σήμα αξίας. Για τους αντίστροφους λόγους οι χαμηλής ποιότητας εταιρείες αδυνατούν να χρησιμοποιήσουν την υποτίμηση ως σήμα γιατί δεν μπορούν να ελπίζουν ότι θα καλύψουν το κόστος της υποτίμησης. Αυτό είναι ιδιαίτερα αδύνατο, αφού υπάρχει μεγάλη πιθανότητα οι επενδυτές να διαγνώσουν την πραγματική αξία των εταιρειών αυτών, πριν προλάβουν οι τελευταίες να εκμεταλλευτούν τις ευεργετικές επιπτώσεις της σήμανσης μέσω υποτίμησης.

Ο Welch (1992), ειδικότερα, διαγράφει μια ισχυρότερη σχέση μεταξύ της υποτίμησης αρχικών εισαγωγών και μελλοντικών εκδόσεων τίτλων από τις ίδιες εταιρείες. Προτείνει την υπόθεση ότι υψηλής ποιότητας εταιρείες υποτιμούν τους τίτλους τους, ώστε να μπορέσουν να διαθέσουν νέους τίτλους στην αγορά αργότερα σε καλύτερες τιμές. Τα εμπειρικά του αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρείες που υποτιμούν είναι πιθανότερο να επιστρέψουν στην αγορά νέων κεφαλαίων και για να αντλήσουν μεγαλύτερο σχετικά όγκο κεφαλαίων.

Οι Jegadeesh, Weinstein και Welch (1993) ελέγχουν πιο εμπειριστατωμένα τις παραπάνω υποθέσεις του Welch (1992), και παρόλο που βρίσκουν θετική συσχέτιση ανάμεσα στην υποτίμηση αρχικών εισαγωγών και τα χαρακτηριστικά μεταγενέστερων εκδόσεων τίτλων, συμπεραίνουν ότι η υποτίμηση αυτή καθεαυτή δεν έχει μοναδική σημασία στην εξήγηση της συμπεριφοράς των μεταγενεστέρων εκδόσεων. Αντίθετα, βρίσκουν ότι η συμπεριφορά των τιμών των νέων τίτλων σε χρόνο μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης εξηγεί καλύτερα τις προβλέψεις για τις ίδιες εταιρείες.

Επίσης, ο Garfinkel (1993) βρίσκει ότι η υποτίμηση δεν συσχετίζεται στατιστικώς σημαντικά με την πιθανότητα μεταγενεστέρων εκδόσεων τίτλων. Οι εμπειρικές ενδείξεις αυτών των μελετών φαίνεται να μειώνουν σημαντικά την εγκυρότητα των υποθέσεων σήμανσης, όπως επίσης και την εγκυρότητα της γνώμης που διατυπώνουν οι εταιρείες αναδόχων ότι η υποτίμηση γίνεται για να διευκολυνθεί η μελλοντική άντληση κεφαλαίων από την έκδοση τίτλων.

4.5 Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Ανάλογα με το ποια συναλλασσόμενα μέρη έχουν ετερογενείς ή ασύμμετρες πληροφορίες είναι δυνατόν οι θεωρίες ασυμμετρίας να ταξινομηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

- εκείνες που υποθέτουν ότι η πληροφοριακή ασυμμετρία βρίσκεται ανάμεσα στους εκδότες τίτλων και τους αναδόχους,

- εκείνες που υποθέτουν ότι η ασυμμετρία βρίσκεται ανάμεσα σε κατηγορίες επενδυτών,
- εκείνες που υποθέτουν ότι η ασυμμετρία υπάρχει ανάμεσα στους εκδότες και τους επενδυτές και
- εκείνες που υποθέτουν ότι η ασυμμετρία υπάρχει ανάμεσα στους αναδόχους και τους επενδυτές.

4.5.1 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Εκδότες και Αναδόχους

Ο Baron (1982) έχει αναπτύξει ένα υπόδειγμα, στο οποίο ο ανάδοχος έχει πληρέστερες πληροφορίες σε σύγκριση με τον εκδότη σχετικά με την αγοραία αξία των νέων τίτλων. Η πληροφοριακή υπεροχή του αναδόχου δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι ανάδοχοι έχουν πείρα και τεχνικές γνώσεις γύρω από την αποτίμηση τίτλων, λόγω της φύσης του αντικειμένου των εργασιών τους. Επίσης ο Baron κάνει την παραδοχή ότι ο εκδότης αδυνατεί να έχει γνώση σχετικά με την έκταση της προσπάθειας του αναδόχου στη διάθεση των τίτλων. Συνεπώς ο ανάδοχος χρησιμοποιεί την πλεονεκτική του θέση από πλευράς πληροφοριών για να επιβάλει υποτίμηση των νέων τίτλων. Ταυτόχρονα χρεώνει αμοιβή αναδοχής σαν να πρόκειται για εισαγωγή σε πλήρη τιμή. Έτσι ο ανάδοχος καρπώνεται ένα επιπλέον κέρδος πέρα από το "δίκαιο" ή ορθό επίπεδο του πραγματικού κόστους αναδοχής. Το υπόδειγμα του Baron προβλέπει ότι εκδόσεις που περιβάλλονται από υψηλότερη αβεβαιότητα και επομένως με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφοριών, υφίστανται μεγαλύτερη υποτίμηση. Ένας έλεγχος του υποδείματος του Baron είναι δυνατόν να γίνει, όταν επενδυτικές τράπεζες, δηλαδή εταιρείες αναδόχων, έχουν αρχική εισαγωγή των τίτλων τους στη χρηματιστηριακή αγορά. Στην περίπτωση αυτή δεν πρέπει να υπάρχει ασυμμετρία μεταξύ εκδότη και αναδόχου.

Οι Muscarella και Vetsuypens (1989) χρησιμοποιώντας ένα τέτοιο δείγμα αρχικών εισαγωγών διαπίστωσαν ότι οι αρχικές αποδόσεις ήταν σημαντικά θετικές και επομένως οι αρχικές εισαγωγές εταιρειών αναδόχων υπόκεινται επίσης σε υποτίμηση. Αυτό το εύρημα είναι αντίθετο με την εξήγηση της υποτίμησης που έδωσε ο Baron.

4.5.2 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Επενδυτές

A. Η υπόθεση της κακοτυχίας του γικητού (*winner's curse*): Ο Rock. (1986) εξήγησε την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών ως το αποτέλεσμα της ύπαρξης κατηγοριών επενδυτών με ετερογενείς πληροφορίες. Συγκεκριμένα, υπάρχουν δυο

τύποι επενδυτών κατά τον Rock : πληροφορημένοι επενδυτές και απληροφόρητοι επενδυτές.

Οι πληροφορημένοι επενδυτές έχουν πληρέστερες πληροφορίες για την πραγματική αξία των νέων τίτλων από ό,τι οι απληροφόρητοι επενδυτές. Επομένως οι πληροφορημένοι επενδυτές μπορούν να διακρίνουν ποιες εισαγωγές γίνονται σε τιμή εισαγωγής κατώτερη της πραγματικής αξίας και ποιες εισαγωγές γίνονται σε τιμή εισαγωγής ανώτερη της πραγματικής αξίας.

Ενώ λοιπόν οι πληροφορημένοι επενδυτές εγγράφονται για μεγάλα ποσοστά των υποτιμημένων εκδόσεων και αποφεύγουν τις υπερτιμημένες εκδόσεις, αντίθετα οι απληροφόρητοι επενδυτές διατρέχουν τον κίνδυνο να αποκλεισθούν από τη διανομή υποτιμημένων τίτλων και να καταλήξουν με μεγάλο ποσοστό υπερτιμημένων τίτλων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στις περισσότερες χώρες η διάθεση νέων τίτλων γίνεται σε ορισμένη τιμή εισαγωγής και για ορισμένη ποσότητα τίτλων.

Έτσι για υποτιμημένους τίτλους επικρατούν συνθήκες αυστηρής ποσόστωσης που ευνοεί τους πληροφορημένους και βλάπτει τους απληροφόρητους επενδυτές. Εφόσον, λόγω των συνθηκών αυτών, οι απληροφόρητοι επενδυτές είναι πιθανότερο να καταλήξουν με αυξημένη συμμετοχή σε διανομές υπερτιμημένων τίτλων και μειωμένη συμμετοχή σε υποτιμημένους τίτλους, οι αποδόσεις τους από επενδύσεις σε νέους τίτλους πρέπει να είναι κατά μέσον όρο αρνητικές. Αλλά το αποτέλεσμα αυτό έχει ως συνέπεια να αποσυρθούν οι απληροφόρητοι επενδυτές από την αγορά νέων τίτλων, καθιστώντας έτσι την άντληση νέων κεφαλαίων αβέβαιη.

Επομένως οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να υποτιμούν νέους τίτλους, ώστε να καθιστούν δυνατή τη συμμετοχή των απληροφόρητων επενδυτών στην αγορά νέων εκδόσεων. Η έκταση της υποτίμησης είναι τόση όση επιτρέπει στους απληροφόρητους επενδυτές να αποκομίζουν μια μέση αρχική απόδοση από τις αγορές νέων τίτλων που ισοδυναμεί με την απόδοση (επιτόκιο) επενδύσεων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate). Για την εγκυρότητα της θεωρίας του Rock πρέπει να υπάρχει ένδειξη ότι ισχύει μεγαλύτερη ποσόστωση για υποτιμημένους τίτλους και οι απληροφόρητοι επενδυτές αποκομίζουν το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου από την αγορά αρχικών εισαγωγών.

Οι Koh και Walter (1989) έλεγξαν την υπόθεση του Rock με βάση ένα δείγμα αρχικών εισαγωγών τίτλων στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Η διαδικασία

εισαγωγής στο Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης είναι παρόμοια με εκείνη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι επενδυτές εγγράφονται για ποσοστό νέων τίτλων και, εν συνεχεία, τους κατανέμονται τίτλοι ανάλογα με ένα τύπο που ανακοινώνεται δημόσια. Τα αποτελέσματα των Koh και Walter έδειξαν ότι υπάρχουν ενδείξεις σε επίρρωση της υπόθεσης του Ro'cR. Οι απληροφόρητοι επενδυτές φαίνεται να αποκομίζουν αποδόσεις επενδύσεων μηδενικού κινδύνου και έχουν μεγαλύτερη συχνότητα να καταλήξουν με μεγαλύτερα ποσοστά υπερτιμημένων εκδόσεων τίτλων.

- B. *Η υπόθεση των επιρροών (the "cascades" hypothesis)*: Ο Welch (1992) έχει επίσης προτείνει μια θεωρία σύμφωνα με την οποία οι πληροφορίες είναι ετερογενώς κατανεμημένες ανάμεσα στους επενδυτές. Επενδυτές, οι οποίοι εγγράφονται ή αγοράζουν πρώτοι νέους τίτλους επηρεάζουν άλλους πιο αναποφάσιστους επενδυτές, οι οποίοι παρασύρονται και δηλώνουν επίσης συμμετοχή στην αγορά νέων τίτλων. Ο ανάδοχος γνωρίζει ότι για την πλήρη απορρόφηση της έκδοσης η ανταπόκριση των πρώτων επενδυτών πρέπει να είναι θετική. Στην αντίθετη περίπτωση οι αναποφάσιστοι επενδυτές θα απέχουν από την αγορά νέων τίτλων. Επομένως, ο ανάδοχος έχει λόγους να επιδιώκει την υποτίμηση των τίτλων, ώστε να προσελκύσει τους πρώτους επενδυτές.

Στο υπόδειγμα του Welch το φαινόμενο των επιρροών είναι πιο αποτελεσματικό, εάν οι πρώτοι και οι αργότεροι επενδυτές είναι αποκομμένοι και δεν μπορούν να ανταλλάξουν πληροφορίες. Τότε οι αναποφάσιστοι επενδυτές απλώς έχουν γνώση της έντασης των εγγραφών αλλά δεν γνωρίζουν τις πληροφορίες των πρώτων αγοραστών. Η υπόθεση των επιρροών δικαιολογεί την υποτίμηση όχι στο πλαίσιο της υπόθεσης του Rock (ως αντίδοτο δηλαδή στην "κακοτυχία του νικητού"), αλλά ως μέσο για την εξασφάλιση της πλήρους απορρόφησης των νέων τίτλων.

Η βιβλιογραφία είναι ελλιπής ως προς τον εμπειρικό έλεγχο της υπόθεσης των επιρροών.

4.5.3 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα σε Εκδότες και Επενδυτές

- A. *Η υπόθεση της προστασίας του κεφαλαίου υπόληψης του αναδόχου*: Οι Beatty και Ritter (1986) κάνουν την παραδοχή ότι οι εκδότριες εταιρείες έχουν πληρέστερες πληροφορίες για την αξία των νέων τίτλων σε σύγκριση με τους

επενδυτές. Η κατάσταση αυτή δημιουργεί πρόβλημα για τους επενδυτές, οι οποίοι αδυνατούν να διακρίνουν ποιες αρχικές εισαγωγές έχουν δίκαιες τιμές (που αντανακλούν την πραγματική τους αξία) και ποιες είναι υπερτιμημένες.

Κατά τη θεωρία αυτή η εταιρεία δεν έχει αρκετή αξιοπιστία ώστε να σημάνει την πραγματική αξία των νέων τίτλων. Γι'αυτό, εκδότριες εταιρείες χρησιμοποιούν αναδόχους για να πιστοποιήσουν την αξία των τίτλων. Οι ανάδοχοι επιθυμούν να χαίρουν αξιοπιστίας γιατί είναι υποχρεωμένοι να επιστρέψουν στην αγορά νέων τίτλων για μελλοντικές εκδόσεις. Επομένως δεν έχουν συμφέρον να εξαπατήσουν τους επενδυτές. Σύμφωνα όμως με την υπόθεση των Beatty και Ritter, οι ανάδοχοι δεν έχουν πλήρεις πληροφορίες για να προσδιορίσουν την πραγματική αξία των τίτλων. Αυτό υποχρεώνει τους αναδόχους να υποτιμήσουν τους νέους τίτλους ώστε να προστατέψουν την υπόληψη τους ως πιστοποιητές της αξίας τίτλων. Αν οι ανάδοχοι αποπειραθούν να υπερτιμήσουν ή υποτιμήσουν νέους τίτλους κατά συστηματικό τρόπο, θα υποστούν απώλεια στο κεφάλαιο υπόληψης που έχουν. Δηλαδή η επαγγελματική υπόληψη είναι, για τους αναδόχους ένα κεφαλαιακό στοιχείο, στο οποίο έχουν επενδύσει πόρους και βοηθά τους αναδόχους να αποκομίζουν έσοδα.

Με βάση τους συλλογισμούς αυτούς οι Beatty και Ritter συμπεραίνουν ότι υπάρχει ένα σημείο ισορροπίας που χαρακτηρίζει την υποτίμηση νέων τίτλων. Αποκλίσεις από το σημείο αυτό επιφέρουν απώλειες στο μερίδιο των αναδόχων στην αγορά νέων τίτλων. Επειδή αρχικές εισαγωγές με μεγαλύτερη αβεβαιότητα είναι πιο πιθανό να δημιουργήσουν συνθήκες εναντίων επιλογών για τους επενδυτές, τέτοιες εισαγωγές προβλέπονται να έχουν μεγαλύτερη υποτίμηση σε σχέση με εισαγωγές που έχουν λιγότερη αβεβαιότητα.⁶

Οι Beatty και Ritter έλεγξαν τις εμπειρικές προβλέψεις της θεωρίας τους και βρήκαν θετικές ενδείξεις. Συγκεκριμένα, η έκταση της υποτίμησης βρέθηκε να έχει θετική σχέση με μεταβλητές που μετρούν την ex ante αβεβαιότητα των αρχικών εισαγωγών και, επίσης, ανάδοχοι με σοβαρές αποκλίσεις από τον γενικό μέσο όρο υποτίμησης είχαν απώλεια μεριδίου αγοράς στα επόμενα χρόνια.

B. Η υπόθεση της πιστοποίησης: Οι Booth και Smith (1986) υποθέτουν επίσης ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα στους εκδότες και τους

⁶ Με τον όρο "ενάντια επιλογή" (adverse selection) εννοείται η επιλογή εκείνη που αποδεικνύεται να έχει χαρακτηριστικά αντίθετα από εκείνα που την υπαγόρευσαν. Π.χ. ο επενδυτής επιλέγει μια επένδυση πιστεύοντας ότι είναι καλής ποιότητας, όταν ουσιαστικά δεν είναι.

επενδυτές, αλλά οι εκδότες υπερτερούν από την άποψη της πληρότητας και ποιότητας των πληροφοριών. Και στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές είναι εκτεθειμένοι στον κίνδυνο να κάνουν ενάντιες επιλογές. Επειδή οι εκδότριες εταιρείες δεν έχουν αρκετή αξιοπιστία να σημάνουν την πραγματική αξία των νέων τίτλων τους, χρησιμοποιούν αναδόχους ως πιστοποιητές. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, ο ανάδοχος εκμισθώνει την υπόληψη του ονόματος του και την ικανότητα πιστοποίησης που έχει, ώστε η εκδότρια εταιρεία να σημάνει την πραγματική της αξία.

Η ανάγκη του αναδόχου να διατηρήσει την πιστοποιητική του υπόληψη τον υποχρεώνει να επωμισθεί το κόστος και την προσπάθεια να εξοικειωθεί με τις εσωτερικές πληροφορίες που αφορούν την εταιρεία και τους τίτλους της. Το κόστος της εργασίας αυτής βαρύνει τελικά τον εκδότη. Επιπρόσθετα, οι ανάδοχοι έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να παραμείνουν αξιόπιστοι αν αποφεύγουν να πιστοποιούν με την παρουσία τους εισαγωγές που αποδεικνύονται υπερτιμημένες. Αυτό δημιουργεί κίνητρο για τον ανάδοχο να υποτιμά τους νέους τίτλους.

Η υπόθεση της πιστοποίησης προβλέπει ότι η εμφανής διαφορά σχετίζεται θετικά με το κόστος πιστοποίησης. Οι Booth και Smith παρέχουν εμπειρικές ενδείξεις ότι η σχέση αυτή πράγματι ισχύει. Συγκεκριμένα, βρίσκουν ότι οι εμφανείς διαφορές επηρεάζονται θετικά από παράγοντες που μετρούν την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις εκδότριες εταιρείες.

Γ. Η υπόθεση προστασίας του γοήτρου του αναδόχου: Οι Carter και Alanaster (1990) χρησιμοποιούν τις θεωρίες του κεφαλαίου υπόληψης και της πιστοποίησης για να προτείνουν την υπόθεση ότι η ανάγκη της προστασίας του επαγγελματικού γοήτρου του αναδόχου επηρεάζει την επιλογή αρχικών εισαγωγών και την αποτίμηση των νέων τίτλων.

Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, ανεγνωρισμένοι ανάδοχοι έχουν την ικανότητα να διακρίνουν ποιες εκδότριες εταιρείες έχουν υψηλή ποιότητα και ποιες έχουν χαμηλή ποιότητα.

Για να προστατέψουν το γόητρο τους και την περίοπτη θέση τους στον κλάδο αναδόχων, οι ανεγνωρισμένοι ανάδοχοι τείνουν να αποφεύγουν την αναδοχή αρχικών εισαγωγών χαμηλής ποιότητας. Το κόστος αναδοχής με συμμετοχή ανεγνωρισμένων αναδόχων επηρεάζεται από δύο παράγοντες. Από τη μία πλευρά, ανεγνωρισμένοι ανάδοχοι χρεώνουν υψηλότερη αμοιβή γιατί προσφέρουν πιο

αξιόπιστη πιστοποίηση. Από την άλλη πλευρά, όμως, οι ανεγνωρισμένοι ανάδοχοι υποτιμούν λιγότερο τις αρχικές εισαγωγές που αναδέχονται γιατί χαίρουν μεγαλύτερης εκτίμησης και γοήτρου ανάμεσα στους επενδυτές. Οι εμπειρικές προβλέψεις της θεωρίας των Carter και Manaster είναι ότι ανεγνωρισμένοι ανάδοχοι σχετίζονται περισσότερο με (α) εκδόσεις υψηλής ποιότητας, και (β) λιγότερο υποτιμημένες αρχικές εισαγωγές. Οι στατιστικοί έλεγχοι επαληθεύουν αυτές τις προβλέψεις.

4.5.4 Ασυμμετρία Πληροφοριών ανάμεσα στους Αναδόχους και Επενδυτές

Η υποτίμηση ως αμοιβή για ιδιωτικές πληροφορίες: Οι Benveniste και Spindt (1990) υποθέτουν ότι οι επενδυτές κατέχουν πληρέστερες πληροφορίες από τους αναδόχους. Κάνοντας χρήση αυτών των πληροφοριών, οι ανάδοχοι θα ήταν δυνατόν να αποτιμήσουν τους νέους τίτλους καλύτερα. Η πρακτική αρχικών εισαγωγών στις ΗΠΑ επιτρέπει στους αναδόχους να προκαθορίζουν το εύρος των πιθανών τιμών εισαγωγής στο προκαταρκτικό ενημερωτικό φυλλάδιο που διανέμουν πριν την επίσημη διάθεση των τίτλων.

Με βάση το προκαταρκτικό ενημερωτικό φυλλάδιο (preliminary prospectus ή red herring) οι ανάδοχοι μπορούν και συλλέγουν εντολές αγορών που όμως δεν επιτρέπεται να είναι δεσμευτικές για τους επενδυτές. Κατ' αυτό τον τρόπο, οι ανάδοχοι είναι σε θέση να εκτιμήσουν καλύτερα την προσδοκώμενη τιμή αγοράς. Αλλά αυτό προϋποθέτει ότι οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές θα αποκαλύψουν τις ιδιαίτερες πληροφορίες που έχουν. Αυτό είναι δυνατόν να επιτευχθεί λόγω της πρακτικής που ισχύει στην αναδοχή και διάθεση στις ΗΠΑ. Ειδικότερα, οι ανάδοχοι έχουν τον έλεγχο όχι μόνο σχετικά με τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής αλλά και με την κατανομή των τίτλων στους επενδυτές που έχουν υποβάλλει εντολές αγοράς. Ο έλεγχος πάνω στην κατανομή των τίτλων είναι ιδιαίτερα σημαντικός γιατί η προσφορά των νέων τίτλων είναι δεδομένη και επομένως κάθε επενδυτής εξαρτάται από τη διάκριση του αναδόχου, ως προς το ποσό των τίτλων που τελικά θα του διατεθεί. Λόγω αυτών των ιδιαιτεροτήτων, ο ανάδοχος έχει την ευχέρεια να χρησιμοποιήσει την τιμή εισαγωγής σε συνδυασμό με την κατανομή των τίτλων για να αμείψει εκείνους τους επενδυτές που αποκαλύπτουν θετικές, δηλαδή ευνοϊκές πληροφορίες, οι οποίες επιτρέπουν τον καθορισμό υψηλότερης τιμής εισαγωγής που βρίσκεται πληρέστερα στην προσδοκώμενη τιμή αγοράς.

Καλά πληροφορημένοι επενδυτές έχουν λόγους να αποφεύγουν την αποκάλυψη ανακριβών πληροφοριών ή την παρακράτηση πληροφοριών γιατί διατρέχουν τον

κίνδυνο να αποκλεισθούν από τη διάθεση μελλοντικών εκδόσεων. Ο ανάδοχος, από την πλευρά του, είναι επίσης αναγκασμένος να αμείβει αυτούς τους επενδυτές ώστε να έχουν κίνητρο να μοιράζονται μαζί του τις καλύτερες πληροφορίες που διαθέτουν. Ο ανάδοχος αμείβει αυτούς τους επενδυτές με μεγαλύτερη διάθεση νέων τίτλων και σε τιμή εισαγωγής, η οποία δεν αντανακλά πλήρως τις πληροφορίες των επενδυτών αυτών αλλά επιτρέπει μια υποτίμηση των τίτλων. Έτσι ο συνδυασμός μεγαλύτερης κατανομής νέων τίτλων και σε τιμή εισαγωγής χαμηλότερης από την προσδοκώμενη τιμή αγοράς επιτρέπει στους καλύτερα πληροφορημένους επενδυτές να αποκομίζουν ένα καθαρό κέρδος από αγορές αρχικών εισαγωγών μέσω της αποκάλυψης ευνοϊκών πληροφοριών που διαθέτουν.

Η θεωρία αυτή προβλέπει ότι όσο πιο ευνοϊκές είναι οι πληροφορίες που έχουν οι επενδυτές τόσο μεγαλύτερη είναι η υποτίμηση. Επίσης προβλέπει ότι οι ανάδοχοι έχουν κίνητρο να διαθέτουν σχετικά μεγαλύτερο μέρος κάθε αρχικής εισαγωγής στους συχνούς και πιστούς πελάτες τους, οι οποίοι μοιράζονται με συνέπεια τις πληροφορίες που διαθέτουν με τον ανάδοχο.

Μια ενδιαφέρουσα απόρροια του υποδείγματος των Benveniste και Spindt είναι η πρόταση ότι αρχικές εισαγωγές με τιμές εισαγωγής πλησιέστερα στο άνω όριο του εύρους τιμών στο προκαταρκτικό ενημερωτικό φυλλάδιο είναι πιο πιθανό να έχουν υποτίμηση, σε σύγκριση με εκδόσεις που έχουν τιμές εισαγωγής πλησιέστερα προς το κάτω όριο του εύρους τιμών. Η εμπειρική αυτή πρόταση έχει ελεγχθεί από την Weiss-Hanley (1993). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τίτλοι αποτιμημένοι υπεράνω ή και κοντά στο ανώτερο όριο του εύρους τιμών είχαν υψηλότερες αρχικές αποδόσεις (άρα μεγαλύτερη υποτίμηση) από ό,τι εισαγωγές με τίτλους αποτιμημένους κάτω από το εύρος τιμών.

Πρόσθετες ενδείξεις υπέρ της υπόθεσης των Benveniste και Spindt παρουσιάζουν οι Barry και Jennings (1993) οι οποίοι βρήκαν ότι το μεγαλύτερο ποσοστό της διαφοράς ανάμεσα στην τιμή αγοράς και την τιμή εισαγωγής σημειώνεται στην τιμή ανοίγματος των τίτλων κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά. Το εύρημα αυτό ερμηνεύεται-ως ένδειξη ότι η αμέσως πραγματοποιούμενη διαφορά αποτελεί αμοιβή των καλά πληροφορημένων επενδυτών οι οποίοι μοιράζονται τις πληροφορίες τους με τους αναδόχους.⁷

⁷ Επίσης ο Welch (1991) βρίσκει ενδείξεις που ενισχύουν την υπόθεση των Benveniste και Spindt σε έρευνα που εξετάζει την επίπτωση του δικαιώματος υπερδιάθεσης (over-allotment option) στην αποτίμηση νέων τίτλων.

Μια προέκταση της θεωρίας των Benveniste και Spindt είναι το υπόδειγμα των Benveniste και Wilhelm (1990). Οι συγγραφείς συγκρίνουν την αποτίμηση αρχικών εισαγωγών κάτω από δύο διαφορετικά συστήματα, όταν ο ανάδοχος έχει τον έλεγχο της κατανομής των νέων τίτλων και όταν η κατανομή γίνεται κατά αντικειμενικό τρόπο. Και στις δύο περιπτώσεις, ο ανάδοχος υποτίθεται ότι έχει τον έλεγχο στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής. Το υπόδειγμα αυτό προβλέπει ότι υπάρχουν επενδυτές με κανονική και συχνή συμμετοχή σε αγορές αρχικών εισαγωγών και επενδυτές με μικρή συμμετοχή. Η πρώτη κατηγορία επενδυτών έχει ιδιαίτερες πληροφορίες ενώ η δεύτερη στερείται τέτοιων πληροφοριών.

Αν η κατανομή των τίτλων είναι έξω από τον έλεγχο του αναδόχου, ο τελευταίος αδυνατεί να αμείψει τους συχνούς επενδυτές για τις πληροφορίες που του προσφέρουν. Συνεπώς οι συχνοί επενδυτές δεν έχουν κίνητρο να αποκαλύψουν τις τυχόν θετικές πληροφορίες που έχουν για ορισμένες αρχικές εισαγωγές. Επειδή η έκδοση πρέπει να απορροφηθεί και από τους μικρούς επενδυτές, ο ανάδοχος πρέπει να υποτιμήσει αρκετά τους τίτλους για να μειώσει το κίνδυνο των μικρο-επενδυτών να κάνουν ενάντιες επιλογές νέων τίτλων. Αν όμως ο ανάδοχος ελέγχει την κατανομή των τίτλων, μπορεί να αμείψει τους συχνούς επενδυτές και επομένως να τους παρακινήσει να μοιραστούν τις θετικές πληροφορίες που έχουν. Οι Benveniste και Wilhelm συμπεραίνουν ότι διαδικασίες που επιτρέπουν στους αναδόχους να ελέγχουν την κατανομή των νέων τίτλων επιφέρουν μικρότερη υποτίμηση σε σύγκριση με διαδικασίες που αποστερούν το διάδοχο από τον έλεγχο αυτό.⁸

4.5.5 Οι Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις των Αρχικών Εισαγωγών

Οι θεωρίες και οι εμπειρικές ενδείξεις που παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο τμήμα υποδεικνύουν ότι, για διάφορους λόγους, αρχικές εισαγωγές τίτλων έχουν, κατά μέσον όρο, τιμές εισαγωγής που αποδεικνύεται ότι υπολείπονται από τις τιμές αγοράς που σημειώνονται κατά την αρχική διαπραγμάτευση των τίτλων στη δευτερογενή αγορά. Ένα σχετιζόμενο ερώτημα είναι τί αποδόσεις έχουν οι αρχικές εισαγωγές μακροπρόθεσμα και σε σχέση με την τιμή αγοράς που σημειώνεται στην αρχική διαπραγμάτευση των τίτλων.

Αν και οι θετικές αρχικές αποδόσεις αποτελούν ένδειξη ενάντια στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών χρηματιστηριακών τίτλων, η υπόθεση αυτή

⁸ Η θεωρία των Benveniste και Wilhelm έχει σημασία για την Ελληνική πρακτική σχετικά με αρχικές εισαγωγές, κατά την οποία η κατανομή τίτλων δεν ελέγχεται από τον ανάδοχο.

υπαγορεύει ότι οι τιμές αγοράς των νέων τίτλων στην περίοδο μετά την αρχική διαπραγμάτευση πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να μην σημειώνονται επιπλέον αποδόσεις που δεν δικαιολογούνται από το είδος πληροφοριών που αφορούν τους τίτλους αυτούς.⁹ Ο Ibbotson (1975), π.χ., παρουσιάζει αποτελέσματα που δείχνουν ότι οι νέοι τίτλοι δεν έχουν σημαντικές επιπλέον αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά. Βρίσκει όμως ότι οι τίτλοι του δείγματος του είχαν μια ελαφρά τάση προς θετικές επιπλέον αποδόσεις τον πρώτο χρόνο εισαγωγής και αρνητικές επιπλέον αποδόσεις τα επόμενα τρία χρόνια.

Με βάση ένα μεγάλο δείγμα από 1.526 αρχικές εισαγωγές τίτλων στην περίοδο 1975-1984 ο Ritter (1991) βρήκε σημαντική ένδειξη ότι οι νέοι τίτλοι παράγουν αποδόσεις που υπολείπονται των αποδόσεων της αγοράς τίτλων στο διάστημα τριών ετών μετά την αρχική εισαγωγή. Ειδικότερα, ο Ritter βρήκε ότι η μέση απόδοση της τριετούς περιόδου (και σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρας διαπραγματεύσεως των τίτλων) ήταν 34,47%. Η μέση απόδοση όμως ενός ισοδύναμου δείγματος ήδη εισηγμένων τίτλων ήταν 61,86% στην ίδια τριετή περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι το δείγμα των αρχικών εισαγωγών είχε απόδοση κατώτερη της αγοράς.

Ο Ritter επρότεινε τρεις πιθανές εξηγήσεις για την κατώτερη απόδοση των αρχικών εισαγωγών. Κατά την πρώτη εξήγηση, είναι δυνατόν ο κίνδυνος των αρχικών εισαγωγών να έχει εκτιμηθεί εσφαλμένα και επομένως οι αποδόσεις έχουν εκτιμηθεί με σφάλμα. Κατά τη δεύτερη εξήγηση, η κατώτερη απόδοση είναι δυνατόν να οφείλεται σε κακή τύχη και σύμπτωση. Κατά την τρίτη εξήγηση, η συμπεριφορά αυτή οφείλεται σε υπερβολική αισιοδοξία και την επενέργεια του φαινομένου του "συρμού" (fads) στη χρηματιστηριακή αγορά.¹⁰

Τελικά ο Ritter κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νέων τίτλων οφείλονται περισσότερο στο φαινόμενο του "συρμού" ή της υπεραισιοδοξίας που υπάρχει, όταν οι επενδυτές παρασύρονται και αγοράζουν νέους τίτλους σε υπέρμετρα υψηλές αρχικές τιμές αγοράς, οι οποίες όμως δεν διατηρούνται στο επίπεδο αυτό μακροπρόθεσμα.

Επίσης ο Ritter βρήκε ότι οι κατώτερες αποδόσεις εμφανίζονται στην κατηγορία νέων εταιρειών με προοπτικές ανάπτυξης, και ειδικά εκείνων που είχαν δημόσιες

⁹ Η επιπλέον απόδοση μετρά την απόκλιση της πραγματικής απόδοσης μιας επένδυσης σε ορισμένο χρονικό διάστημα από το θεωρητικό ή προσδοκώμενο επίπεδο απόδοσης. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε Τραυλός (1993).

¹⁰ Με τον όρο "συρμό" εννοείται η κατάσταση αγοράς, στην οποία πολλοί επενδυτές αγοράζουν τίτλους, επειδή συμβαίνει να θεωρούνται δημοφιλείς ως επενδύσεις, δηλαδή να είναι του "συρμού".

προσφορές τίτλων στα χρόνια έντονης δραστηριότητας της αγοράς αρχικών εισαγωγών στη δεκαετία του 1980. Σύμφωνα με τον Ritter, το εύρημα αυτό υποδεικνύει ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις αναπτυξιακές δυνατότητες νέων εταιρειών. Η ένδειξη, ότι οι αποδόσεις είναι κατώτερες, ειδικότερα για χρόνια με έντονη εκδοτική δραστηριότητα, υποδεικνύει κατά τον Ritter ότι οι εταιρείες προτιμούν να εισάγουν τίτλους στο Χρηματιστήριο όταν οι λόγοι τιμής προς κέρδη που ισχύουν στην αγορά αντανακλούν αισιόδοξες εκτιμήσεις σχετικά με την αξία των αναπτυξιακών προοπτικών των εταιρειών.

Οι Aggarwal και Rivoli (1990) προτείνουν τη θεωρία του "συρμού" για να ισχυρισθούν ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υφίστανται ουσιαστική υποτίμηση. Αντίθετα, ισχυρίζονται ότι οι ανάδοχοι αποτιμούν τους νέους τίτλους σύμφωνα με την πραγματική τους αξία. Οι επενδυτές όμως, υπεραισιόδοξοι για τις προοπτικές των εταιρειών, αγοράζουν τους νέους τίτλους σε υπερβολικές τιμές κατά την έναρξη των διαπραγματεύσεων. Μόλις η πληροφοριακή πληρότητα και αποτελεσματικότητα αποκαθίστανται, επέρχεται διόρθωση των τιμών αγοράς προς το κατώτερο επίπεδο της πραγματικής αξίας. Αν η διόρθωση γίνει πολύ σύντομα μετά την αρχική διαπραγμάτευση των τίτλων, οι επιπλέον αποδόσεις πρέπει να μη διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της εργασίας των Aggarwal και Rivoli δείχνουν ότι οι αρνητικές επιπλέον αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών του δείγματος τους διαρκούν για διάστημα που δεν δικαιολογείται από την υπόθεση της πληροφοριακής αποτελεσματικότητας των αγορών. Όταν μετρούν τις επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με την τιμή εισαγωγής, βρίσκουν επίσης αρνητικές αποδόσεις για την ίδια περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι νέοι τίτλοι που αγοράζονται στην τιμή εισαγωγής αποδίδουν κατά μέσον όρο αρνητικές επιπλέον αποδόσεις στην περίοδο των 250 ημερών.

Επομένως, μετά την αρχική άνοδο της τιμής αγοράς, οι τίτλοι σημειώνουν σημαντική κάμψη τιμής ακόμα και σε σχέση με την τιμή εισαγωγής. Η διαπίστωση αυτή ερμηνεύεται από τους Aggarwal και Rivoli ως ένδειξη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υποτιμούνται συστηματικά, όπως γενικά πιστεύεται.

Το φαινόμενο της αρνητικής μακροπρόθεσμης απόδοσης των αρχικών εισαγωγών εμφανίζεται να έχει παγκόσμια εγκυρότητα. Ο Levis (1993) έχει βρει ότι ένα δείγμα αρχικών εισαγωγών στη Μ. Βρετανία είχε σημαντικά θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά σημαντικά αρνητικές αποδόσεις για μια τριετή περίοδο από την εισαγωγή.

Οι Aggarwal, Leal και Hernandez (1993) ανέλυσαν τις αποδόσεις αρχικών εισαγωγών σε χώρες της Λατινικής Αμερικής και διαπίστωσαν ότι υπάρχουν θετικές αρχικές αποδόσεις, αλλά αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

Ο Ljungqvist (1993) διερεύνησε την απόδοση αρχικών εισαγωγών στη Γερμανία και βρήκε θετικές αρχικές αποδόσεις και αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

Ο Keloaharju (1993), χρησιμοποιώντας δείγμα αρχικών εισαγωγών στη Φινλανδία, επίσης βρήκε αρνητικές αποδόσεις μετά το δέκατο μήνα από την εισαγωγή.

Στην περίπτωση της Ελβετίας, όμως, οι Kunz και Aggarwal (1994) βρήκαν θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά ουδέτερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις, με

4.6 Η Μέθοδος Κοστολόγησης των IPO ως Παράγοντας Υποτιμολόγησης

Οι δύο μέθοδοι που κυριαρχούν στην παγκόσμια χρηματαγορά είναι η μέθοδος του βιβλίου και η μέθοδος της δημοπρασίας. Εκτός από τις δύο αυτές μεθόδους υπάρχει και μία τρίτη η οποία δεν χρησιμοποιείται τόσο, μπορούμε να πούμε ότι πρακτικά έχει εξαλειφθεί, και η οποία είναι η μέθοδος της σταθερής τιμής. Η τελευταία αυτή μέθοδος και η μέθοδος του βιβλίου προσφορών είναι αυτές που κυριάρχησαν στην ελληνική χρηματαγορά. Στην ενότητα αυτή θα δούμε το κατά πόσο οι μέθοδοι αυτοί επηρεάζουν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, και αν ναι σε ποιο βαθμό.

4.6.1 Γενικά

Ο Ritter (2003) που είναι ο πρώτος που ασχολήθηκε τις αποδόσεις των IPO έχει συγγράψει ένα σημαντικό αριθμό άρθρων σχετικά με το θέμα των IPO. Από σημαντική μελέτη αναλύει τις διαφορές των IPO σε Ευρώπη και Αμερική. Το άρθρο αυτό είναι εντελώς θεωρητικό και ασχολείται, όπως φαίνεται και από τον τίτλο του με τις διαφορές μεταξύ των αμερικανικών και ευρωπαϊκών IPO. Γίνεται λόγος για τις αμοιβές των συμβούλων έκδοσης, για το κόστος που έχει ένα IPO σε μία εταιρεία που θέλει να εισέλθει σε μία χρηματαγορά και άλλα συναφεί θέματα. Αναφέρονται ποιοι κερδίζουν και ποιοι χάνουν από κάθε μία από τις μεθόδους τιμολόγησης ενός IPO και ιστορικά στοιχεία που έχουν να κάνουν με κάθε μέθοδο. Σε αυτό το άρθρο θεωρείται δεδομένο ότι με τη μέθοδο του βιβλίου (bookbuilding) υπάρχει μεγαλύτερη υποτίμηση των μετοχών σε σχέση με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Τέλος γίνεται λόγος και για το κατά πόσο επηρέασε η μέθοδος του βιβλίου προσφορών, εξαιτίας της υποτίμησης των μετοχών, τη δημιουργία της φούσκας της νέας οικονομίας στις χρηματαγορές της Αμερικής και της Ευρώπης.

Μία από τις σημαντικότερες μελέτες πάνω στο θέμα είναι των Kaneko, Pettway (2003) του, γιατί το θέμα του άρθρου είναι σχετικό με το δικό μας. Σε αυτή την εργασία μελετάτε η αλλαγή του τρόπου με τον οποίο οι εταιρείες στην Ιαπωνία μπορούσαν πλέον να εισέλθουν στο χρηματιστήριο του Τόκιο. Πρίν το 1997 η μέθοδος που χρησιμοποιούνταν ήταν η μέθοδος της δημοπρασίας (auction), ενώ μετά το 1997 μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν και τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών. Στην εργασία αυτή αναλύονται οι δύο αυτοί τρόποι και η λειτουργία τους, δίνεται αιτιολογία γιατί συνέβει κάτι τέτοιο και γίνεται μία εκτεταμένη έρευνα για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της κάθε μεθόδου. Το δείγμα που μελετάτε περιλαμβάνει όλες της εταιρείες που εισήλθαν στο χρηματιστήριο του Τόκιο, περίπου 480 στον αριθμό, την περίοδο 1/1/1993 μέχρι 31/12/2001. Τρέχονται διάφορες παλινδρομήσεις και προσπαθούνε να εντοπίσουνε την μεταβλητή ή τις μεταβλητές που επηρεάζουν την αρχική απόδοση των μετοχών αυτών τις πρώτες ημέρες της διαπραγματεύσεως τους στο χρηματιστήριο (initial return). Εντοπίζονται οι μεταβλητές αυτές και προσπαθούνε να δώσουνε εξήγηση γιατί συμβαίνει κάτι τέτοιο. Λαμβάνεται υπόψη η καλή οικονομική δυναμική που υπήρχε την περίοδο 1998 – 2000. Τέλος ένα βασικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουνε είναι ότι με τη μέθοδο βιβλίου προσφορών υπάρχει μεγαλύτερη αρχική απόδοση, για τις εταιρείες που τη χρησιμοποίησαν, το πρώτο διάστημα.

Συμπληρωματικά δρά και η μελέτη των Kutsuma, Smith (2000) που είναι σε πλήρη σύνδεση με τους Kaneko, Pettway. Όμοιος και αυτό ασχολείται με την αλλαγή του τρόπου με τον οποίο οι εταιρείες στην Ιαπωνία μπορούσαν πλέον να εισέλθουν στο χρηματιστήριο του Τόκιο. Πρίν το 1997 η μέθοδος που χρησιμοποιούνταν ήταν η δημοπρασία, ενώ μετά το 1997 μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν και τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών. Σε αυτό όμως το άρθρο γίνεται λόγος, επίσης, και για την αλλαγή από τη μέθοδο τη σταθερής τιμής στη μέθοδο της δημοπρασίας που έγινε το 1989, εξαιτίας κάποιον σκανδάλων. Σε αυτό το άρθρο βλέπουμε ολόκληρο των μετασχηματισμό και τη μετάβαση από τη μέθοδο τη σταθερής τιμής στη μέθοδο του βιβλίου. Επίσης το δείγμα που μελετάτε αποτελείται από 480 περίπου εταιρείες, αλλά για το χρονικό διάστημα 1/1/1995 μέχρι 31/12/1999. η διαφορά από το πιο πάνω άρθρο έγκειται στα συμπεράσματα που καταλήγει το παρόν άρθρο. Οι συγγραφείς εδώ καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μέθοδος της σταθερής τιμής ευνοεί τις παλαιές και μεγάλες εταιρείες οι οποίες θέλουν να αντλήσουν κεφάλαια, ενώ η μέθοδος του βιβλίου προσφορών ευνοεί τις καινούργιες και μικρότερες εταιρείες οι οποίες θέλουν να αντλήσουν κεφάλαια. Τέλος όσο αναφορά το φαινόμενο της υποτιμολογήσεως

(underpricing) καταλήγουν να πιστεύουν ότι εξαρτάται από τον υπεύθυνο έκδοσης, δηλαδή όσο πιο μεγάλος και έγκυρος είναι ο σύμβουλος έκδοσης τόσο μεγαλύτερη είναι και η υποτίμηση.

Ο Vandemaele (2003) παρουσιάζει πολλές ομοιότητες με τα δύο πιο πάνω άρθρα μίας και αυτό ασχολείται με τον μηχανισμό πώλησης των μετοχών κατά την διάρκεια ενός IPO. Βέβαια υπάρχουν δύο στοιχειώδεις διαφορές σε σχέση με τα προηγούμενα. Καταρχάς εδώ έχουμε να κάνουμε με την γαλλική χρηματαγορά και κατά δεύτερο οι δύο μηχανισμοί που υπήρχαν την περίοδο που μελετάμε είναι η μέθοδος της σταθερής τιμής και η μέθοδος της δημοπρασίας. Η περίοδος του μελετάμε είναι αρκετά διαφορετική με τις πιο πάνω μίας και είναι από 1/1/1984 μέχρι 31/12/1995 και ο αριθμός των εταιρειών του δείγματος είναι 220. Σύμφωνα πάντα με τον συγγραφέα τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματά του, τα οποία μοιάζουν πολύ με αυτά του δεύτερου άρθρου. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η μέθοδος της σταθερής τιμής ευνοεί τις παλαιές και μεγάλες εταιρείες οι οποίες θέλουν να αντλήσουν κεφάλαια, ενώ η μέθοδος της δημοπρασίας ευνοεί τις καινούργιες και μικρότερες εταιρείες. Επίσης ο συγγραφέας πιστεύει ότι όσο πιο αβέβαιη είναι η τιμολόγηση του IPO τόσο πιο πιθανό είναι να επιλεγεί η μέθοδος της δημοπρασίας. Τέλος η μέθοδος της δημοπρασίας επιλέγεται όταν επενδυτικές τράπεζες και άλλοι επενδυτές (venture capitalists) σκοπεύουν να δώσουν τις μετοχές τους.

Οι Bierbaum και Grimm (2002) κάνουν μία σύγκριση ανάμεσα στην μέθοδο της σταθερής τιμής και την μέθοδο της δημοπρασίας. Καταλήγουν να υποστηρίζουν ότι η μέθοδος της σταθερής τιμής οδηγεί σε μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με την μέθοδο της δημοπρασίας. Βέβαια τονίζεται ότι αυτά δεν μπορούν να υιοθετηθούν και να θεωρηθούν κανόνας μίας και οι αποδόσεις στις δύο αυτές μεθόδους δεν εξαρτώνται από τις ίδιες μεταβλητές. Μάλιστα η προσέγγιση αυτή είναι στατιστική και όχι εμπειρική, και εκεί βασίζεται η μη υιοθέτηση τους.

Οι προτίμηση των ερευνητών, αλλά και των επενδυτών στη μέθοδο του βιβλίου προσφορών είναι συντριπτική. Η Sherman (2003) ασχολείται και αυτή με τη σύγκριση της μεθόδου του βιβλίου προσφορών με αυτή της δημοπρασίας. Για την ακρίβεια αυτό το άρθρο έχει γραφεί για να τεκμηριώσει την άποψη της συγγραφέως του ότι η μέθοδος του βιβλίου είναι προτιμητέα σε σχέση με τη μέθοδο της δημοπρασίας. Μάλιστα η άποψη της Sherman είναι ότι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών εμπεριέχει μικρότερο κίνδυνο τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους εκδότες, και επιπλέον είναι πιο εύκολη η συλλογή πληροφοριών όσο αναφορά την εκδότηρια εταιρεία. Ακόμα τονίζει ότι η

μεγαλύτερη διασπορά των μετοχών βοηθάει και τους μικρούς επενδυτές οι οποίοι μπορεί να μην έχουν την δυνατότητα ανάλογης πληροφόρησης με αυτή που έχουν οι θεσμικοί επενδυτές. Μάλιστα η συγγραφέας ισχυρίζεται ότι η πιθανώς μεγαλύτερη υποτίμηση που προκύπτει από τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών σε σχέση με τη μέθοδο της δημοπρασίας εξουδετερώνεται από την μικρότερη διακύμανση που έχουν στη συνέχεια, οι μέτοχές που εισήλθαν στο χρηματιστήριο με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών. Πιστεύει ότι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών είναι πιο κοντά στον ιδεατό μηχανισμό κοστολόγησης των μετοχών ενός IPO.

Άλλο ένα άρθρο το οποίο μπορεί να καταχωρηθεί σε αυτά που ανήκουν στην πλευρά που υποστηρίζουν ότι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών είναι καλύτερη, είναι του Derrien (2002). Το άρθρο αυτό τονίζει ότι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών είναι καλύτερη διότι φαίνεται τι πιστεύουν οι επενδυτές για το συγκεκριμένο IPO, και μπορείς να δεις αν κάποιος έχει εσωτερική πληροφόρηση για την εταιρεία ή όχι. Επίσης μπορεί ο σύμβουλος έκδοσης να θέσει μεγαλύτερη τιμή για την μετοχή σε περιόδους ευφορίας, που σημαίνει περισσότερα έσοδα για αυτόν. Όλα τα παραπάνω είναι οι λόγοι που οι σύμβουλοι έκδοσης προτιμούν τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών. Ο συγγραφέας λέει ότι οι θεσμικοί επενδυτές την προτιμούν διότι θα πάρουν μετοχές που θα έχουν σεβαστή αρχική απόδοση. Αλλά και οι εκδότες την προτιμούν γιατί σε καλές περιόδους μπορούν να αντλήσουν περισσότερα κεφάλαια σε σχέση με τις άλλες μεθόδους. Το τελικό συμπέρασμα αυτής της εργασίας είναι ότι στη μέθοδο του βιβλίου προσφορών ακόμα και αν υπερτιμηθούν οι μετοχές, αυτές θα δώσουν θετική αρχική απόδοση.

Επίσης ο Derrien (2001) σε άρθρο παρουσιάζει και οι τρεις μέθοδοι που υπάρχουν και γίνεται μία ανάλυση πάνω στο γαλλικό χρηματιστήριο. Το άρθρο αυτό ασχολείται με το ποια μέθοδος είναι καλύτερη για να ελέγξουμε το φαινόμενο της υποτίμησης σε καλές και κακές χρηματιστηριακές περιόδους. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγει ύστερα από μία προσεκτική εμπειρική ανάλυση είναι ότι με τη μέθοδο της δημοπρασίας περιορίζεται περισσότερο το φαινόμενο της υποτίμησης, από ότι με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών. Παρ' όλα αυτά όμως η μέθοδος που επικρατεί τα τελευταία χρόνια είναι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών και αυτό οφείλεται σε άλλους λόγους με τους οποίους ο συγγραφέας δεν ασχολείται και αφήνει το θέμα ανοικτό.

Εν συνέχεια έχουμε τους Ritter και Welch (2002) σε μία εργασία που είναι λίγο πιο γενική και ξεκινάει λίγο πολύ όπως θα ξεκινήσουμε και εμείς την δικιά μας. Αναφέρει γιατί η εταιρείες μπαίνουν στο χρηματιστήριο, γιατί υπάρχουν θετικές αποδόσεις την πρώτη μέρα, ποία είναι η μακροχρόνια απόδοση των μετοχών αυτών και άλλα τέτοια

γενικά στοιχεία. Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει είναι ότι οι λόγοι που οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο είναι κυρίως οι συνθήκες της αγοράς και κατά δεύτερο ο κύκλος ζωής της εταιρείας. Το φαινόμενο της υποτίμησης το εντοπίζει κατά κύριο λόγο στη μεγάλη διασπορά των μετοχών που προκύπτει με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών η οποία εφαρμόζεται κατά κόρον στις ημέρες μας και κυρίως στην αμερικανική χρηματαγορά. Τέλος δεν μπορεί να βγάλει ασφαλή συμπεράσματα για την μακροχρόνια συμπεριφορά των μετοχών με μεγάλα αρχικά κέρδη διότι τα αποτελέσματά του είναι αντιφατικά. Μάλιστα σε αυτό συμβάλει και η περίοδος που έγινε η μελέτη γιατί περιέχει και την φούσκα των μετοχών της νέας οικονομίας.

Συμπληρωματικά προς τα πιο πάνω δρα αυτά που ισχυρίζονται οι Ritter και Loughran (2002). Η εργασία αυτή ασχολείται με την αλλαγή που επήλθε τις τελευταίες δεκαετίες στις αρχικές αποδόσεις των IPO. Από 7% την δεκαετία του 80 διπλασιάστηκε και έφτασε το 15% την περίοδο 1990 – 1998, και ξεπέρασε το 65% στην διάρκεια της φούσκας της νέας οικονομίας. Η άνοδος αυτή του ποσοστού της υποτιμήσεως αποδίδεται από τους συγγραφείς σε δύο κυρίως λόγους. Πρώτον ότι έχει μεγαλώσει ο κίνδυνος για τους επενδυτές, διότι στον χρηματιστήριο εισέρχονται και εταιρείες μεγαλύτερου κινδύνου οι οποίες ψάχνουν χρηματοδότηση, και δεύτερον επειδή τα στελέχη που παίρνουν τις αποφάσεις για την εκλογή του συμβούλου έκδοσης έχουν συμφέρον να επιλέξουν ένα συμβούλου έκδοσης που είναι γνωστό ότι “αφήνει λεφτά στο τραπέζι”. Αυτό συμβαίνει διότι τα στελέχη αυτά έχουν δικαιώματα μετοχών (stock option) και τα συμφέρεται το φαινόμενο της μεγάλης αρχικής απόδοσης.

Οι Lin, Lee και Liu (2000) υποστηρίζουν ότι με βάση τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν από την Ταϊβάν το φαινόμενο της υποτίμησης φαίνεται να είναι μεγαλύτερο με τη χρήση της μεθόδου της δημοπρασίας, αντί με τη χρήση του βιβλίου προσφορών. Τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι θεωρητικά, αλλά προκύπτουν από την ανάλυση του δείγματος που γίνεται στην έρευνα αυτή. Βέβαια τονίζεται ότι αυτά ισχύουν για τους θεσμικούς επενδυτές που είναι αυτοί οι οποίοι καρπώνονται και τα μεγάλα κέρδη, διότι οι μικροεπενδυτές παρουσιάζονται να έχουν αρνητικές αρχικές αποδόσεις. Μάλιστα τονίζεται ότι η Ταϊβάν είναι μία από τις δύο χώρες που συνεχίζουν να έχουν την μέθοδο της δημοπρασίας σαν την κύρια μέθοδο κοστολόγησης των μετοχών σε ένα IPO.

4.6.2 Το Ελληνικό Φαινόμενο

Η δική μας μελέτη έχει να κάνει με την ελληνική χρηματαγορά η οποία έχει αρκετές ιδιαιτερότητες και δεν μπορεί να κριθεί αποκλειστικά με βάση τα ξένα πρότυπα, καθώς και δεν πρέπει να κριθεί με βάση μόνο χρηματιστηριακά κριτήρια. Στην ελληνική χρηματαγορά και τον ελληνικό τραπεζικό χώρο υπήρξε μία μεγάλη απελευθέρωση η οποία οδήγησε και στο να τονωθεί το χρηματιστήριο. Σε αυτό συνηγορεί και η μελέτη των Martell και Stultz (2003) οι οποίοι λένε αυτό ακριβώς το πράγμα ότι η απελευθέρωση της χρηματαγοράς οδηγεί σε συνδυασμό με την γενικότερη οικονομική εικόνα της χώρας σε μεγαλύτερες αποδόσεις. Η δική μας μελέτη θα αναλύσει την πιθανή αύξηση ή μείωση του φαινομένου της υποτιμολόγησης από την αλλαγή της μεθόδου κοστολόγησης των μετοχών σε ένα IPO.

Οι μεγάλες αυτές αποδόσεις που παρουσιάζουν οι εταιρείες κατά την είσοδο τους στο ΧΑΑ έχουν να κάνουν και με το γεγονός ότι η ευρύτερη οικονομική κατάσταση ήταν ιδιαίτερα αισιόδοξη με αποτέλεσμα να οδηγηθούν σε υπεραποδόσεις τα περισσότερα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Οι αποδόσεις αυτές έχουν να κάνουν και με το γεγονός ότι στις αισιόδοξες αυτές περιόδους οι επενδυτές πέρνουν μεγαλύτερα ρίσκα από ότι σε άλλες περιόδους, πράγμα που υποστηρίζουν και οι Helwege και Hang (2002).

Η δικές μας, στο ΧΑΑ, αποδόσεις δείχνουν ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης εννοείται με τη μέθοδο της σταθερής τιμής αντί της μεθόδου του βιβλίου προσφορών. Βέβαια, μελέτες παγκοσμίως έχουν δείξει ότι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης εννοείται με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών αντί της μεθόδου της σταθερής τιμής, όπως φαίνεται σε εμπειρικές κυρίως μελέτες, όπως Benveniste (1997). Βέβαια εδώ θα πρέπει να λειφθεί υπόψη ότι έχει αλλάξει και το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει στο ΧΑΑ και αφορά τους κανόνες που διέπουν τις αποδόσεις των μετοχών, και που όπως φαίνεται και στην διεθνή βιβλιογραφία αποτελεί ένα παράγοντα που όχι μόνο επηρεάζει τα αποτελέσματα, αλλά μπορεί και να διαστρεβλώσει την πραγματική εικόνα, όπως υποστηρίζει και ο Benvenstein (1990).

Με βάση όλα τα παραπάνω δεν μπορεί να μπορούν να μας οδηγήσουν σε κάποια στέρια συμπεράσματα γιατί η αλληλεπίδραση όλων των παραπάνω δεν μπορεί να εκτιμηθεί στο σύνολο της. Παρόλα αυτά θα εξετάσουμε έξι ανεξάρτητες μελέτες – των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995), Τυλιγάδας (1994), Παπαματθαίου (1995), Kazantzi and Levis (1995), Kazantzi και Thomas (1996) και Κολλίτζα, Σφακιανάκη και Τυλιγάδας (1997) – καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δημόσιες εγγραφές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών χαρακτηρίζονται από σημαντικές υποτιμολογήσεις της πραγματικής τους

αξίας και ως αποτέλεσμα, από σημαντικές βραχυχρόνιες ανατιμήσεις της χρηματιστηριακής τους αξίας. .ηλαδή, η ελληνική αγορά δημοσίων εγγραφών χαρακτηρίζεται από υψηλές αποδόσεις και οι επενδυτές που δαπανούν μέρος των ρευστών τους διαθέσιμων για αγορά νεοεισαγόμενων τίτλων αποκομίζουν υψηλά κέρδη βραχυχρόνιως από την ρευστοποίηση των τίτλων αυτών στην χρηματιστηριακή αγορά.. Με άλλα λόγια, κοινός τόπος των συμπερασμάτων όλων των προγενέστερων ερευνών περί των ελληνικών δημοσίων εγγραφών είναι ότι οι τιμές που οι ανάδοχοι καθορίζουν για τις μετοχές των εταιρειών των οποίων επίκειται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο είναι κατά κανόνα σημαντικά χαμηλότερες (υποτιμολογημένες) από τις τιμές ισορροπίας που λαμβάνουν οι μετοχές αυτές όταν εισέρχονται στην αγορά και υπόκεινται σε καθεστώς ελεύθερης χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης.

Πιο αναλυτικά, χρησιμοποιώντας στοιχεία για την περίοδο 1971-1994, η Τυλιγάδα βρίσκει ότι οι τιμές εισαγωγής των δημοσίων εγγραφών στο Χ.Α.Α. είναι κατά μέσο όρο περίπου 40% χαμηλότερες των τιμών κλεισίματος των μετοχών αυτών μετά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι Παπαϊωάννου και Τραυλός για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-28/9/1994, εξάγουν το συμπέρασμα ότι η μέση απόδοση της επένδυσης που απολαμβάνει κάποιος όταν αγοράζει μετοχές κατά την διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τις πουλάει την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (στην τιμή κλεισίματος) είναι περίπου 34 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη από την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς στο ίδιο χρονικό διάστημα.

Ο Παπαμαθαίου για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-31/12/1995 υπολογίζει μέση αρχική απόδοση 20,37%. Η συγκεκριμένη απόδοση αφορά την υπερβάλλουσα μέση απόδοση των δημοσίων εγγραφών, δηλαδή την προσαρμοσμένη ως προς τις διακυμάνσεις του γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α. απόδοση. Η έρευνα των Kazantzis και Levis για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1987 - 1991 δίνει ποσοστό μέσης απόδοσης πρώτης ημέρας της τάξεως του 48,5%.

Επιπλέον, από την μελέτη των Kazantzis και Thomas για την χρονική περίοδο 1/1/1987 - 30/11/1994 προκύπτει στατιστικά σημαντική, μέση αρχική απόδοση 50,89% και προσαρμοσμένη (ως προς τις μεταβολές της αγοράς) 51,73%. Τέλος, οι Κολλίντζας, Σφακιανάκης και Τυλιγάδα εξετάζοντας από κοινού τις νέες εισαγωγές στο Χ.Α.Α κατά την χρονική περίοδο 1972-1994, εξάγουν ως μέση αρχική υπερβάλλουσα απόδοση από δημόσιες εγγραφές το ποσοστό του 26,3%.

Από την άλλη πλευρά, στοιχεία ετήσιων αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών του ελληνικού χρηματιστηρίου αντλούνται από την μελέτη των Τραυλού Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Ι., Φίλιππα Ν., Safieddine Α. (1997). Η συγκεκριμένη μελέτη βρίσκει, για τη περίοδο 1987-1994, μέση ετήσια απλή και επιπλέον απόδοση 50,12% και 57,08% αντίστοιχα για τις νέες εισαγωγές τίτλων που έλαβαν χώρα το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο Χ.Α.Α. Κοινή συνισταμένη των συμπερασμάτων όλων των παραπάνω εργασιών είναι η καταγραφή θετικών και μάλιστα ιδιαίτερος σημαντικών αρχικών αποδόσεων στην ελληνική αγορά των δημοσίων εγγραφών. Οι αποδόσεις αυτές μάλιστα αποδείχθηκαν, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, ανώτερες και από τις αντίστοιχες αποδόσεις της αγοράς, γεγονός που ενισχύει ακόμα περισσότερο την ελκυστικότητα της αγοράς των δημοσίων εγγραφών και την καθιστά στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των επενδυτών, στην προσπάθειά τους για εντοπισμό και άντληση υπερβαλλουσών αποδόσεων στις αγορές κεφαλαίου.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

5.1 Μεθοδολογία

Ο στόχος αυτής της μελέτης είναι η εμπειρική διερεύνηση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθισών μετοχών. Αυτό επιτυγχάνεται με την ανάλυση των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι επενδυτές, όταν αγοράζουν μετοχές στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής. Οι αποδόσεις μετριοούνται με δύο τρόπους:¹¹

(α) **Απλές Αποδόσεις (Raw Return)** : Είναι οι αποδόσεις που βασίζονται στη σύγκριση της τιμής εισαγωγής με την τιμή της μετοχής στο ΧΑΑ σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή μετά την εισαγωγή της. Ως σημεία αναφοράς λαμβάνουμε :

- (α) Την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ
- (β) Μία εβδομάδα αργότερα (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- (γ) Ένα μήνα αργότερα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- (δ) Δύο μήνες αργότερα (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης) και
- (ε) Ένα χρόνο αργότερα (365 ημερολογιακές ημέρες)

Έτσι υπολογίζονται οι Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης (R1), Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (R5), Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (R23), Πρώτου Διμήνου Διαπραγμάτευσης (R45), και Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (R365).

Για παράδειγμα η απόδοση R1 υπολογίζεται ως :

$$R1 = \frac{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

¹¹ Τα συγκεκριμένα χρονικά σημεία με βάση τα οποία υπολογίζονται οι αποδόσεις των νεοεισηγμένων τίτλων, είναι αυτά που χρησιμοποιήθηκαν και σε προηγούμενες μελέτες του φαινομένου της υποτιμολόγησης των ελληνικών δημοσίων εγγραφών, κυρίως δε αυτά που υιοθετήθηκαν από τους Παπαϊωάννου και Τραυλό στις σχετικές εργασίες τους.

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R5, R23, R45 και R365, αντί της τιμής κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την 5^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 23^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης και ένα χρόνο αργότερα.

Ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, δύο μηνών και ενός έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις μίας εβδομάδας (R1E), ενός μηνός (R1M), δύο μηνών (R2M), και ενός έτους (R12M) με βάση την τιμή κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η απόδοση R1M υπολογίζεται από τον τύπο :

$$R1M = \frac{\text{Τιμή μετοχής την 23}^{\text{η}} \text{ ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή πρώτης συναλλαγής}}{\text{Τιμή πρώτης συναλλαγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων (R1E), (R2M) και (R12M) χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 5^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η ημέρα διαπραγμάτευσης και 365 ημερολογιακές ημέρες αργότερα, αντίστοιχως.

(β) Επιπλέον Αποδόσεις (Excess returns, or Adjusted Returns) : Εκτός των Απλών Αποδόσεων υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις. Για τον υπολογισμό της Επιπλέον Απόδοσης αφαιρείται από την Απλή Απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της Απλής Απόδοσης. Ως απόδοση χρηματιστηριακής αγοράς (Rm) λαμβάνεται η ποσοστία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ,

$$Rm = \frac{\Gamma\Delta\chi1 - \Gamma\Delta\chi0}{\Gamma\Delta\chi0} * 100$$

Όπου : ΓΔΧ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης του υπολογισμού των αποδόσεων, και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Για τις αποδόσεις R1, R5, R23, R45 και R365 ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών. Για τις αποδόσεις R1E, R1M, R2M και R12M ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η ημερομηνία πρώτης διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο.

Αυτή η προσαρμογή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους, αλλά επηρεάζονται και από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται ιδιαίτερα αναγκαία, όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μίας ημέρας, όπως η περισσότεροι περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης. Ας σημειωθεί πως η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής κάνει τη σιωπηρή υπόθεση πως οι νεοεισαγόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο αγοράς (δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1).

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

Η Επιπλέον Απόδοση πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης, ER1, υπολογίζεται ως : $ER1 = R1 - R_m(1)$. Ανάλογα υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M και ER12M. Συνολικά, λοιπόν, υπολογίζονται και αναλύονται για κάθε μετοχή δεκαοκτώ αποδόσεις : R1, R5, R23, R45, R365, R1E, R1M, R2M, R12M ER1, ER5, ER23, ER45, ER365, ER1E, ER1M, ER2M, ER12M.

5.2 Δεδομένα

5.2.1 Γενικά Στοιχεία

Τα δεδομένα που πρόκειται να χρησιμοποιήσουμε στην δική μας εργασία θα προέλθουν από τα διάφορα ενημερωτικά δελτία του ΧΑΑ. Αναλυτικά από τα ημερήσια δελτία τιμών των μετοχών, τα μηνιαία στατιστικά δελτία και τα ετήσια στατιστικά δελτία. Επιπλέον θα χρησιμοποιηθεί και η γνωστή βάση δεδομένων EFFECT FINANCE. Σε όλα τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν έχουν γίνει οι κατάλληλες προσαρμογές, δηλαδή θα χρησιμοποιηθούν οι προσαρμοσμένες τους τιμές. Κατ'αρχήν η περίοδος που θα μελετήσουμε είναι από 1/1/1994 μέχρι 31/12/2002, αλλά με την επισήμανση ότι το πιο πρὶν χρονικό διάστημα μπορεί να αλλάξει σε περίπτωση που τα δεδομένα το απαιτήσουν. Η πιθανή αλλαγή αυτή στο χρονικό διάστημα έχει να κάνει με το κατά πόσο η περίοδος 1998 – 1999 , μία ανώμαλη συμπεριφορά της ελληνικής χρηματαγοράς (φούσκα μετοχών), θα επηρεάσει σε τέτοιο σημείο το δείγμα μας που θα καταστεί αναγκαία η μεταβολή αυτή. Εν συνεχεία θα χωρήσουμε το δείγμα στις μετοχές που χρησιμοποίησαν σαν μηχανισμό κοστολόγησης των μετοχών τη μέθοδο σταθερής τιμής, και τις μετοχές που χρησιμοποίησαν την μέθοδο του βιβλίου. Ένας ακόμη διαχωρισμός έχει να κάνει και με το σε ποια αγορά εισήλθαν οι μετοχές αυτές, δηλαδή την παράλληλη ή την κύρια. Πιο αναλυτικά το δείγμα μας φαίνεται στον πιο κάτω πίνακα.

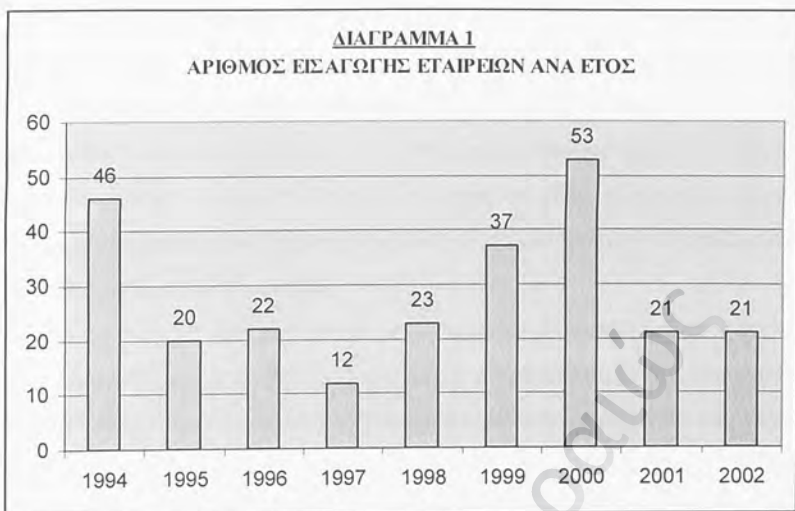
ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΤΑ ΕΤΟΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ¹²
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1/1/1994 – 31/12/2002

ΕΤΟΣ	Αριθμός Εταιρειών στην Κύρια Αγορά	Αριθμός Εταιρειών στην Παράλληλη Αγορά	Αριθμός Εταιρειών στην ΝΕΧΑ	Σύνολο Εταιρειών
1994	35	11	-	46
1995	10	10	-	20
1996	9	13	-	22
1997	3	9	-	12
1998	10	13	-	23
1999	14	23	-	37
2000	18	35	-	53
2001	12	8	1	21
2002	7	10	4	21
Σύνολο	118	132	5	255

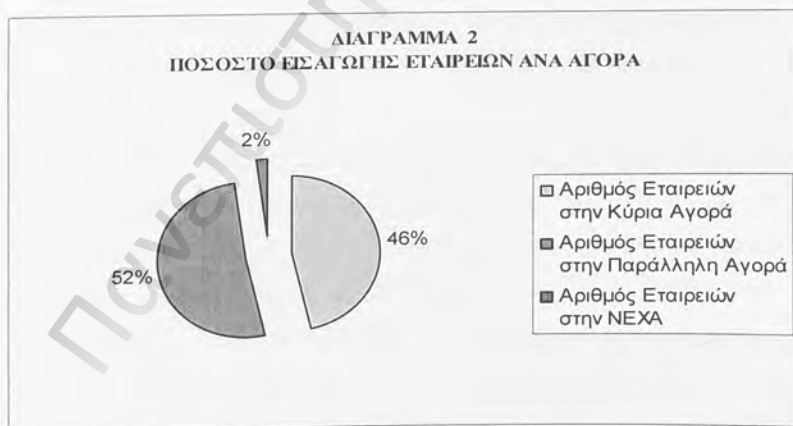
Πηγή : Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς - Ετήσια & Μηνιαία Στατιστικά δελτία Χ.Α.Α.

Από τον παραπάνω πίνακα μπορεί εύκολα να διαπιστωθεί ότι η χρόνια με τις περισσότερες εισαγωγές εταιρειών στο χρηματιστήριο είναι το 2000, η επομένη χρονιά της μεγάλης ανόδου του χρηματιστηρίου. Σαφώς δεν είναι τυχαίο ένα τέτοιο γεγονός. Σε αριθμό εισαγωγής εταιρειών στο ΧΑΑ έπεται το έτος 1994, ενώ η χρόνια με τις λιγότερες εισαγωγές είναι το 1997. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι κατά το έτος 2001 είχαμε και την πρώτη εισαγωγή εταιρείας στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA). Παρακάτω φαίνεται η διαγραμματική (Διάγραμμα 1) αναπαράσταση του πιο πάνω πίνακα..

¹² Η κατανομή των εισαγωγών κατά έτος έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής των εταιρειών στο Χ.Α.Α. και όχι με βάση την περίοδο ισχύος των δημοσίων εγγραφών που χρησιμοποιείται σε άλλες σχετικές μελέτες



Από τις 255 εταιρείες που εισήχθησαν στο ΧΑΑ την περίοδο 1/1/1994 μέχρι και 31/12/2002 118 εισήχθησαν στην κύρια αγορά του ΧΑΑ, 132 εισήχθησαν στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ και 5 εισήχθησαν στην ΝΕΧΑ του ΧΑΑ. Αναλυτικότερα φαίνεται η κατανομή των εταιρειών του ΧΑΑ στις διάφορες αγορές Διάγραμμα 2.



5.2.2 Διαχωρισμός Δείγματος

Το δείγμα το 255 εταιρειών το οποίο και θα μελετήσουμε θα το χωρίσουμε με τρεις διαφορετικούς τρόπους και να προχωρήσουμε στην περαιτέρω ανάλυση και επεξεργασία του. Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι δεν θα ασχοληθούμε με την NEXA (Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά) διότι το δείγμα των μετοχών είναι πάρα πολύ μικρό και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Οι τρεις αυτή τρόποι παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω :

- Ο πρώτος διαχωρισμός έχει να κάνει με το σε ποία αγορά εισήλθε η μετοχή κατά την εισαγωγή της στο ΧΑΑ. Οι εταιρείες μικρότερου ρίσκου εισέρχονται στην κύρια αγορά, ενώ οι εταιρείες μεγαλύτερου ρίσκου εισέρχονται στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. Τα τελευταία χρόνια δημιουργήθηκε και η NEXA, αλλά εξαιτίας του μικρού αριθμού εισαγωγής εταιρειών στην παραπάνω αγορά δεν μπορεί να υπάρξει μία μελέτη η οποία θα μας οδηγήσει σε ασφαλή συμπεράσματα για τις αποδόσεις του κλάδου αυτού. Οι εταιρείες που εισήλθαν στην κύρια αγορά του ΧΑΑ είναι 118, σε αντίθεση με την παράλληλη αγορά του ΧΑΑ στην οποία εισήλθαν 132 εταιρείες. Οι αριθμοί αυτοί μας εγγυούνται μία ασφαλή και ικανοποιητική ανάλυση του δείγματος, και η διαφορά των 14 εταιρειών δεν θεωρείται σημαντική έτσι ώστε να μας οδηγήσει σε επιλογή εταιρειών από αυτές που εισήλθαν στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ. Τέλος ο αριθμός των 5 εταιρειών που εισήλθαν στην NEXA θα εξαλειφθεί από το δείγμα μας.
- Ο δεύτερος διαχωρισμός του δείγματος μας έχει να κάνει με την διαδικασία κοστολόγησης των προς εισαγωγή μετοχών. Η μέχρι πρότινος μέθοδος της σταθερής τιμής αντικαταστάθηκε από τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών με βάση την απόφαση 201/10.10.2000 (ΦΕΚ Β1419/22.11.2000). Στην ουσία η μέθοδος του βιβλίου προσφορών άρχισε να ισχύει για τις εταιρείες που εισήλθαν στο ΧΑΑ από το έτος 2001 και ύστερα, με τέσσερις βασικές εξαιρέσεις εταιρειών οι οποίες είναι οι παρακάτω :
 - i) Την εταιρεία “Τράπεζα Κύπρου” η οποία χρησιμοποίησε την μέθοδο του βιβλίου προσφορών για την κοστολόγηση των μετοχών της, και η οποία εισήλθε στην κύρια αγορά του ΧΑΑ την 8/11/2000

- ii) Την εταιρεία “Cosmote” η οποία επίσης χρησιμοποίησε την μέθοδο του βιβλίου προσφορών για την κοστολόγηση των μετοχών της, και η οποία εισήλθε στην κύρια αγορά του ΧΑΑ την 12/10/2000
- iii) Την εταιρεία “NESTOS” η οποία χρησιμοποίησε την μέθοδο της σταθερής τιμής για την κοστολόγηση των μετοχών της, και η οποία εισήλθε στην κύρια αγορά του ΧΑΑ την 31/05/2001
- iv) Και την εταιρεία “Fitco” η οποία επίσης χρησιμοποίησε την μέθοδο της σταθερής τιμής για την κοστολόγηση των μετοχών της, και η οποία εισήλθε στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ την 24/04/2000

Στην πιο πάνω περίπτωση θα γίνει διαχωρισμός με βάση όλες τις εταιρείες που χρησιμοποίησε κάθε μέθοδος, δηλαδή όλες οι εταιρείες που απαρτίζουν το δείγμα πλύν 38 εταιρειών χρησιμοποίησαν την μέθοδο της σταθερής τιμής και των 38 εταιρειών που έκαναν χρήση της μεθόδου του βιβλίου προσφορών. Επειδή όμως οι σύγκριση αυτή είναι αρκετά ετεροβαρής θα κάνουμε άλλη μία σύγκριση που θα περιλαμβάνει τις εταιρείες που έκαναν χρήση της μεθόδου του βιβλίου προσφορών και των τελευταίων 38 εταιρειών που χρησιμοποίησαν την μέθοδο της σταθερής τιμής.

- Ο τρίτος διαχωρισμός του δείγματος παρουσιάζει την εμπειρική ανάλυση του δείγματος των δημοσίων εγγραφών που έγινε λαμβάνοντας ως κριτήριο τις θεσμικές μεταβολές που έλαβαν χώρα κατά το χρονικό διάστημα 1994-2001 και αφορούσαν στο επιτρεπόμενο όριο διακύμανσης των τιμών των νεοεισαγόμενων τίτλων. Ειδικότερα, το κανονιστικό πλαίσιο για το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο διακύμανσης των τιμών των τίτλων των νέων εκδόσεων κατά τη διάρκεια των τριών πρώτων ημερών εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο, υπέστη τρεις σημαντικές μεταβολές εντός του συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος που εξετάστηκε το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών. Η πρώτη αλλαγή, η οποία έγινε κατόπιν σχετικής απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Απόφαση Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 1049 της συνεδρίασης 79/9.7.1996), έλαβε χώρα στα μέσα του 1996 με σκοπό την αποφυγή των στρεβλώσεων στη χρηματιστηριακή αγορά. Με την απόφαση αυτή, καταργήθηκε το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο ημερήσιας διακύμανσης των τιμών κατά τις τρεις

πρώτες ημέρες εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών των μετοχών των νεοεισερχομένων εταιρειών. Ωστόσο, λόγω αδυναμίας του τότε υπάρχοντος ηλεκτρονικού συστήματος διενέργειας των συναλλαγών, γνωστού ως Α.Σ.Η.Σ. (Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών), να εφαρμόσει τη πλήρη απελευθέρωση στις τιμές, το εύρος διακύμανσης των νεοεισαγόμενων μετοχών περιορίστηκε στο $\pm 100\%$. Η συγκεκριμένη θεσμική μεταβολή έτυχε εφαρμογής στο Χ.Α.Α. στα τέλη του έτους 1996 (και ακριβέστερα στις 9/12/1996 με την εισαγωγή της εταιρείας Ιατρικό Αθηνών Κλινική Παλαιού Φαλήρου). Η δεύτερη αλλαγή, η οποία έτυχε εφαρμογής τον Ιανουάριο του 1999 (και για την ακρίβεια στις 12/1/1999 με την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. της εταιρείας Π. Πετρόπουλος Α.Ε.Β.Ε.), ήταν φυσικά η πλήρης απελευθέρωση της διακύμανσης των τιμών των νέων μετοχών κατά τις πρώτες μέρες εισαγωγής και διαπραγματέυσής τους στο Χ.Α.Α., η οποία κατέστη εφικτή με την εισαγωγή του νέου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών Ο.Α.Σ.Η.Σ (Ολοκληρωμένο Αυτόματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών). Με βάση λοιπόν τις παραπάνω αλλαγές και με αντικειμενικό σκοπό την περισσότερο ενδελεχή και εμπειριστατωμένη μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών, έγινε διάσπαση του δείγματος σε τρεις χρονικές περιόδους, ήτοι:

- ✓ από 1/1/1994 έως 08/12/1996, όπου το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν $\pm 8\%$
- ✓ από 09/12/1996 έως 30/11/1999, όπου το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν $\pm 100\%$ για τις τρεις πρώτες ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγματέυσης
- ✓ από 1/12/1999 έως 31/12/2002, όπου απελευθερώθηκε πλήρως η διακύμανση των τιμών των μετοχών κατά τις τρεις πρώτες ημέρες εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο

Στους πιο πάνω διαχωρισμούς θα γίνει και ένας επιπλέον διαχωρισμός. Σε κάθε μία από τις τρεις περιπτώσεις θα γίνει και ταξινόμηση μεταξύ κύριας και παράλληλης αγοράς για να μπορέσουμε να οδηγηθούμε σε πιο ασφαλή συμπεράσματα.

5.2.3 Εξαιρέσεις Δείγματος

Από το δείγμα μας θα εξαιρεθούν οι εταιρείες εκείνες η οποίες θα πληρούν μία από τις παρακάτω προϋποθέσεις :

- Δεν έχουν συμπληρώσει δύο συνεχεί χρόνια ζωής μέσα στο ΧΑΑ, πράγμα του σημένει ότι υπάρχουν χρηματιστηριακά αρχεία και ιστορικές τιμές της μετοχής για τουλάχιστον 250 συνεδριάσεις. (Κατηγορία I)
- Και μετοχές που η εταιρεία διαθέτει πριν την είσοδο της στο ΧΑΑ το απαιτούμενο ποσοστό διασποράς των μετοχών της, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει δημόσια εγγραφή. (Κατηγορία II)

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΤΟΣ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ
Δομικά Υλικά Φιλίππου	1994	I
Αλτεκ	1995	I
Computer Logic	1999	I
Datamedia	2000	II
Forthnet	2000	II

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

6.1 Ολόκληρο το Δείγμα

Στον Πίνακα 6.1 (αναλυτικότερα στο Παράρτημα) παρουσιάζονται οι αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα για όλα τα χρόνια της περιόδου 1994 – 2002. Τα αποτελέσματα έχουν χωριστεί σε τμήματα όπου στον πρώτο πίνακα φαίνονται οι απλές αποδόσεις και στον δεύτερο οι επιπλέον αποδόσεις. Κάθε πίνακας περιέχει εννέα διαφορετικές αποδόσεις. Ο πίνακας περιέχει τον μέσο, τον διάμεσο, την τυπική απόκλιση, την μέγιστη και την ελάχιστη τιμή κάθε απόδοσης.

Όπως προκύπτει και από τον Πίνακα 6.1, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 41,77% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 69,41%. Η απλή απόδοση πρώτης εβδομάδας, R5, είναι 65,13% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 121,85%. Η απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 80,71% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 151,78%. Η απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 83,43% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 155,65%. Οι παραπάνω αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που αγοράζουν τις εισαγόμενες στο ΧΑΑ μετοχές στην τιμή εισαγωγής απολαμβάνουν μεγάλη απόδοση ακόμη και σε διάστημα ενός χρόνου από την εισαγωγή της. Δηλαδή είναι σαφές πως οι μετοχές εισάγονται σε τιμή που υπολείπεται αισθητά της τιμής ισορροπίας που διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή. Η ανάλογη υποτίμολόγηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, μία εβδομάδα, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 13,95%, 24,13%, 25,89% και 64,32%, αντίστοιχα.

Οι επιπλέον αποδόσεις του τμήματος Β του Πίνακα 6.1 προκύπτουν αφαιρώντας από τις απλές αποδόσεις τις αντίστοιχες αποδόσεις του ΧΑΑ. Από αυτήν την άποψη, οι διορθωμένες αποδόσεις, επιπλέον αποδόσεις, μετρούν καλύτερα τις αποδόσεις των νεοεισαχθισών μετοχών την πρώτη ημέρα, την πρώτη εβδομάδα, τον πρώτο μήνα, τους πρώτους δύο μήνες και τον πρώτο χρόνο εισαγωγής αντιστοίχως. Οι αντίστοιχες αποδόσεις ER1, ER5, ER23, ER45 και ER365 είναι 41,39%, 64,55%, 79,30%, 82,32%

και 127,47%, αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τις αποδόσεις που μετριοούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις μίας εβδομάδας (ER1E), ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 13,73%, 23,23%, 25,27% και 57,40%.

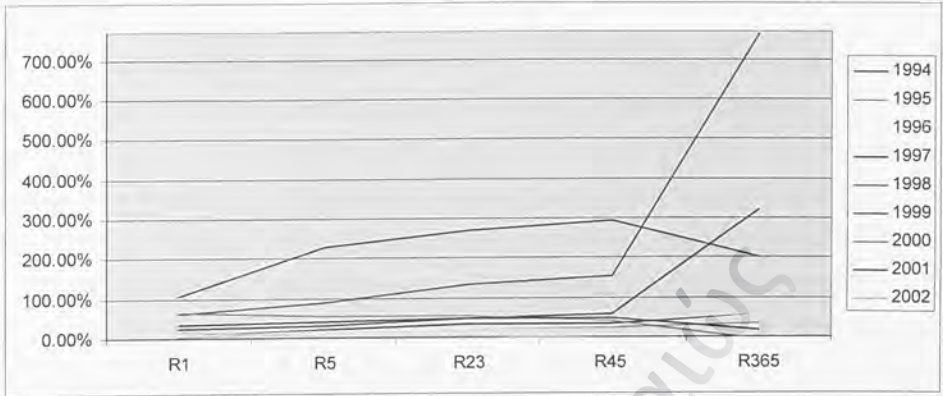
Όπως όμως γνωρίζουμε από την σύγχρονη ελληνική χρηματιστηριακή ιστορία το έτος 1999 δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ομαλό, με αποτέλεσμα να επηρεάζει τα συγκεντρωτικά μας αποτελέσματα. Έτσι αν αφαιρέσουμε τα δεδομένα της συγκεκριμένης χρονιάς από το δείγμα μας τα αποτελέσματα μας θα αλλάξουν και μάλιστα σημαντικά. Όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 6.1Α η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 30,84% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 62,52%. Αντίστοιχα και τα υπόλοιπα δεδομένα είναι σημαντικά πιο μειωμένα.

6.2 Αποτελέσματα ανά Χρονία

Τα αποτελέσματα του προηγούμενου τμήματος δίνουν μία γενική εικόνα της έκτασης της υποτιμολόγησης των νεοεισαγομένων μετοχών στο ΧΑΑ. Η ερμηνεία αυτών των αποτελεσμάτων, όμως, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή καθ' όσον οι διάφορες αποδόσεις δεν είναι πάνω κάτω οι ίδιες όλες τις χρονίες που μελετάμε. Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω το 1999 υπήρξε μία ανώμαλα περίοδος και θα πρέπει να την προσέξουμε. Συγκεκριμένα κρίναμε σκόπιμο να μελετήσουμε τα αποτελέσματα του δείγματος μας και ανα χρονία για να έχουμε μία πιο εμπεριστατωμένη άποψη για τα αποτελέσματα μας.

Είναι προφανές πως οι εννέα αυτές χρονίες δεν είναι ομοιογενείς και επομένως είναι χρήσιμο να παρουσιασθούν τα αποτελέσματα ξεχωριστά. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στους Πίνακες 6.2Α μέχρι και τον Πίνακα 6.2Ι. Επειδή όμως είναι αρκετοί οι πίνακες και τα στατιστικά στοιχεία αρκετά κάναμε μία γραφική αναπαράσταση πέντε ποσοστών για όλα τα χρόνια. Η γραφική αυτή αναπαράσταση φαίνεται παρακάτω :

ΓΡΑΦΗΜΑ 6.1



Από το παραπάνω γράφημα προκύπτουν κάποια πολύ σημαντικά συμπεράσματα για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Οι αρχικές αποδόσεις των μετοχών φαίνεται να κινούνται στις ίδιες περίπου τιμές και όσες αποκλίσεις υπάρχουν συγκλίνουν περίπου στις ίδιες τιμές στο ποσοστό R45 και R365. Εξαιρέση αποτελούν οι χρονιές 1998, 1999 και 1997. Η τελευταία όμως χρονολογία παρουσιάζει απόκλιση μεγάλη από τα υπόλοιπα ποσοστά μόνο στο ποσοστό R365, που οι τιμές του εισέρχονται μέσα στο έτος 1998, χρονία προηγείται της χρονιάς ορόσημο του ΧΑΑ.

Μελετώντας τους παραπάνω πίνακες αναλυτικότερα βλέπουμε ότι και τα υπόλοιπα ποσοστά παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές σε αυτά τα έτη (1997,1998,1999) τόσο για τις απλές όσο και για τις επιπλέον αποδόσεις. Όλα τα παραπάνω συγκλίνουν στο γεγονός ότι η μεγάλη άνοδος του 1999, είχε αρχίσει να φαίνεται από το 1998.

6.3 Αποτελέσματα ανά Αγορά

Η κύρια και η παράλληλη αγορά του ΧΑΑ είναι ένας παράγοντας ο οποίος επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών κατά την είσοδο τους στο ταμπλό του χρηματιστηρίου. Είναι γεγονός ότι στην κύρια αγορά του ΧΑΑ εισέρχονται μεγαλύτερες, πιο παλιές και πιο οικονομικά εύβροστες εταιρείες από ότι στην παράλληλη αγορά. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες που εισέρχονται στην παράλληλη αγορά του ΧΑΑ εμπεριέχουν

μεγαλύτερο κίνδυνο και ως αποτέλεσμα περιμένουμε να δούμε και μεγαλύτερες αποδόσεις.

Όπως βλέπουμε και από τον Πίνακα 6.3 , για την κύρια αγορά η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 23,35% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 46,57%. Η απλή απόδοση πρώτης εβδομάδας, R5, είναι 32,00% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 64,34%. Η απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 41,96% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 86,68%. Η απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 43,90% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 89,79%. Η ανάλογη υποτιμολόγηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, μία εβδομάδα, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 5,99%,12,47%, 13,66% και 39,89%, αντίστοιχα.

Οι επιπλέον αποδόσεις, του τμήματος Β του Πίνακα 6.3, για την κύρια αγορά ER1, ER5, ER23, ER45 και ER365 είναι 22,44%, 31,79%, 39,67%, 41,56% και 66,07%, αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τις αποδόσεις που μετριούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις μίας εβδομάδας (ER1E), ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 6,66%, 11,30%, 12,34% και 31,51%.

Όπως βλέπουμε και από τον Πίνακα 6.4 , για την κύρια αγορά η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 57,78% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 81,25%. Η απλή απόδοση πρώτης εβδομάδας, R5, είναι 93,93% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 149,87%. Η απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 114,39% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 185,04%. Η απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 117,79% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 189,45%. Η ανάλογη υποτιμολόγηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, μία εβδομάδα, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 20,87%, 34,27%, 36,53% και 85,55%, αντίστοιχα.

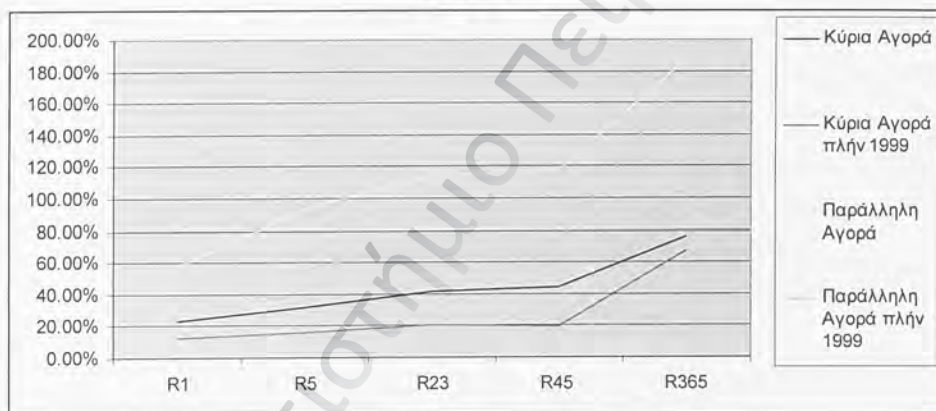
Οι επιπλέον αποδόσεις, του τμήματος Β του Πίνακα 6.3, για την κύρια αγορά ER1, ER5, ER23, ER45 και ER365 είναι 57,87%, 93,03%, 113,75%, 117,74% και 180,84%, αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τις αποδόσεις που μετριούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις μίας εβδομάδας (ER1E), ενός μηνός

(ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 19.86%, 33.59%, 36.51% και 79.89%.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω το έτος 1999 επηρεάζει τα αποτελέσματα του δείγματος μας σημαντικά. Έτσι και σε αυτή την περίπτωση μπορούμε να εξετάσουμε το δείγμα αφαιρώντας τα δεδομένα που αφορούν το 1999. Στους Πίνακες 6.3Α και 6.4Α μπορούμε να δούμε τα νέα αποτελέσματα που προκύπτουν. Άμα παρατηρήσουμε θα δούμε ότι παρουσιάζεται μία διαφορά της τάξεως του 10% στα αποτελέσματα, διαφορά που είναι σχεδόν ίδια και με αυτή εμφανίζεται μεταξύ των αποτελεσμάτων των Πινάκων 6.1 και 6.1Α.

Παρακάτω φαίνονται στο γράφημα 6.2 διαγραμματικά όλα τα παραπάνω.

Γράφημα 6.2



6.4 Αποτελέσματα ανά Περίοδο

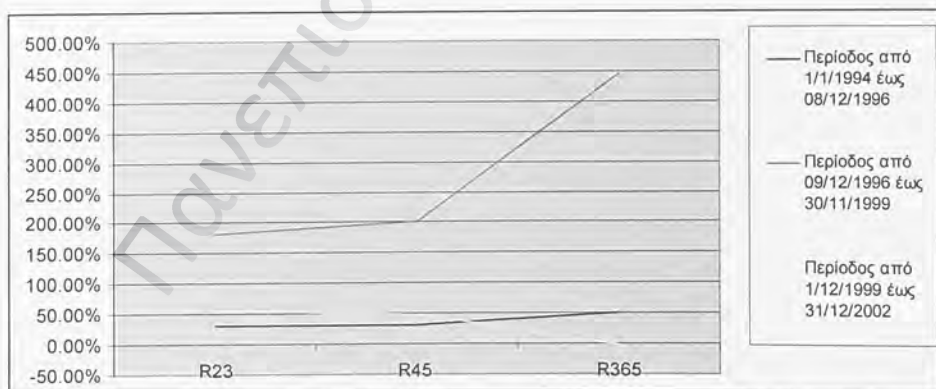
Τα αποτελέσματα του προηγούμενου τμήματος δίνουν μία γενική εικόνα της έκτασης της υποτιμολόγησης των νεοεισαγομένων μετοχών στο ΧΑΑ. Η ερμηνεία αυτών των αποτελεσμάτων, όμως, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή καθ' όσον το θεσμικό πλαίσιο διαπραγμάτευσης των μετοχών των νεοεισαγομένων μετοχών στην Ελλάδα έχει αλλάξει κατά την υπό εξέταση περίοδο. Θα χωρίσουμε το δείγμα μας σε τρεις περιόδους οι οποίες είναι :

- από 1/1/1994 έως 08/12/1996, όπου το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν $\pm 8\%$
- από 09/12/1996 έως 30/11/1999, όπου το μέγιστο ημερήσιο όριο διακύμανσης των τιμών των μετοχών ήταν $\pm 100\%$ για τις τρεις πρώτες ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης
- από 1/12/1999 έως 31/12/2002, όπου απελευθερώθηκε πλήρως η διακύμανση των τιμών των μετοχών κατά τις τρεις πρώτες ημέρες εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο

Βέβαια τα αποτελέσματα που θα βγούν από την μελέτη των πιο πάνω δεδομένων δεν θα μας οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα καθώς οι αλλαγές αυτές συνέπεσαν μαζί με την μεγάλη άνοδο του χρηματιστηρίου. Τα αποτελέσματα της μελέτης μας παρουσιάζονται παρακάτω στους πίνακες 6.5Α μέχρι και 6.5Γ. Οι όποιες συγκρίσεις θέλουμε να κάνουμε δεν μπορούν να γίνουν με τις αποδόσεις ημέρας και εβδομάδας, αλλά με τις υπόλοιπες. Οι απλές αποδόσεις της πρώτης περιόδου ενός μήνα, ενός διμήνου και ενός έτους είναι 30.60%, 31.46% και 50.25% αντίστοιχα. Της δεύτερης 180.63%, 200.18% και 445.74%. Και της τρίτης 55.59%, 48.60% και -1.09%.

Παρακάτω φαίνονται στο γράφημα 6.3 διαγραμματικά όλα τα παραπάνω.

Γράφημα 6.3

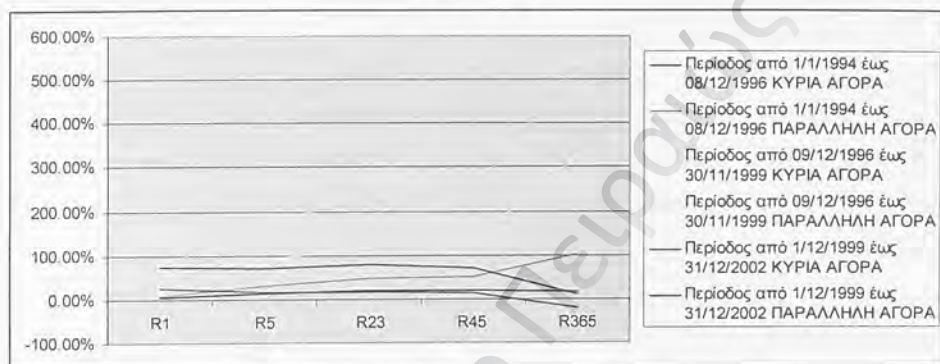


Εδώ θα πρέπει να τονισθεί, όπως αυτό φαίνεται και από τους Πίνακες 6.5Α-I, 6.5Α-II, 6.5Β-I, 6.5Β-II, 6.5Γ-I, 6.5Γ-II οι αποδόσεις των εταιρειών που εισέρχονται στην κύρια

αγορά είναι αρκετά μεγαλύτερες των εταιρειών που εισέρχονται στην κύρια αγορά του ΧΑΑ. Μάλιστα θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στο γεγονός ότι η διαφορά αυτή των αποδόσεων μεγαλώνει όλο και περισσότερο με το πέρασμα του χρόνου, αλλά κυρίως με τις αλλαγές του νομοθετικού πλαισίου.

Παρακάτω φαίνονται στο γράφημα 6.31 διαγραμματικά όλα τα παραπάνω.

Γράφημα 6.31



6.5 Αποτελέσματα ανά Διαδικασία Κοστολόγησης Μετοχών

Τα αποτελέσματα των προηγούμενων τμημάτων δίνουν μία γενική εικόνα της έκτασης της υποτιμολόγησης των νεοεισαγομένων μετοχών στο ΧΑΑ. Η ερμηνεία αυτών των αποτελεσμάτων, όμως, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή καθ' όσον το θεσμικό πλαίσιο Δημόσιων Εγγραφών στην Ελλάδα έχει αλλάξει την περίοδο που εξετάζουμε. Συγκεκριμένα έχει αλλάξει η διαδικασία κοστολόγησης των μετοχών και από τη διαδικασία της σταθερής τιμής πηγαμε στην διαδικασία του βιβλίου προσφορών.

Όπως βλέπουμε και από τον Πίνακα 6.6, για την διαδικασία της σταθερής τιμής η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 46.48% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 72.17%. Η απλή απόδοση πρώτης εβδομάδας, R5, είναι 75.47% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 128.46%. Η απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 92.66% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 159.66%. Η απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 96.78% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 163.57%. Η ανάλογη υποτιμολόγηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, μία εβδομάδα,

ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 17.67%, 28.89%, 31.68% και 76.61%, αντίστοιχα.

Οι επιπλέον αποδόσεις, του τμήματος Β του Πίνακα 6.6, για την διαδικασία της σταθερής τιμής ER1, ER5, ER23, ER45 και ER365 είναι 45.46%, 73.95%, 89.99%, 93.60% και 145.66%, αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τις αποδόσεις που μετριοούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις μίας εβδομάδας (ER1E), ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 17.15%, 27.42%, 29.69% και 64.74%. Αν τώρα αφαιρέσουμε το έτος 1999 όπως έχουμε κάνει και σε προηγούμενα δείγματα τα αποτελέσματα μας επηρεάζονται σημαντικά, και πιο συγκεκριμένα μειώνονται κατά ποσοστά ανάλογα με τις προηγούμενες φορές.

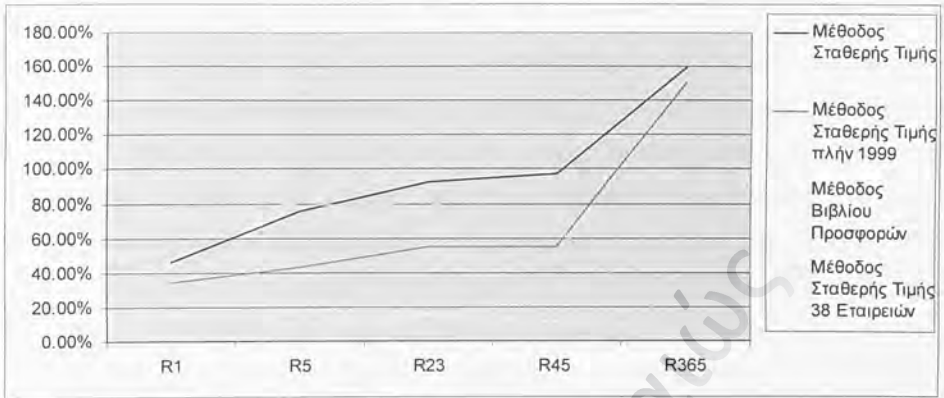
Για την διαδικασία του βιβλίου προσφορών η μέση απόδοση πρώτης ημέρας, R1, είναι κατά μέσο όρο 16.37% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 44.88%. Η απλή απόδοση πρώτης εβδομάδας, R5, είναι 9.33% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 48.25%. Η απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 16.23% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 71.29%. Η απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 11.40% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 67.97%. Η ανάλογη υποτιμολόγηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, μία εβδομάδα, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι -6.14%, -1.53%, -5.32% και -1.96%, αντίστοιχα.

Οι επιπλέον αποδόσεις, του τμήματος Β του Πίνακα 6.6, για την διαδικασία της σταθερής τιμής ER1, ER5, ER23, ER45 και ER365 είναι 19.47%, 13.84%, 21.66%, 21.49% και 29.35%, αντίστοιχα. Σε ότι αφορά τις αποδόσεις που μετριοούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις μίας εβδομάδας (ER1E), ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι -4.73%, 0.60%, 1.40% και 17.79%.

Αν τώρα αντί για όλο το δείγμα των εταιρειών που έκαναν χρήση της μεθόδου της σταθερής τιμής, πάρουμε τις τελευταίες 38 εταιρείες που χρησιμοποίησαν την εν λόγω μέθοδο τότε παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις σχεδόν διπλασιάζονται αρχικά και στη συνέχεια πέφτουν κατακόρυφα. Αυτό έχει να κάνει με την περίοδο του χρησιμοποιήσαμε και η οποία στην ουσία είναι η 1999 – 2001.

Παρακάτω φαίνονται στο γράφημα 6.4 διαγραμματικά όλα τα παραπάνω.

Γράφημα 6.4



6.6 Εμπειρικά Ευρήματα Προηγούμενων Μελετών για την Αγορά Δημοσίων Εγγραφών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Έξι ανεξάρτητες μελέτες – των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995), Τυλιγάδας (1994), Παπαμαθαίου (1995), Kazantzi and Levis (1995), Kazantzi και Thomas (1996) και Κολλίτζα, Σφακιανάκη και Τυλιγάδας (1997) – καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δημόσιες εγγραφές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών χαρακτηρίζονται από σημαντικές υποτιμολογήσεις της πραγματικής τους αξίας και ως αποτέλεσμα, από σημαντικές βραχυχρόνιες ανατιμήσεις της χρηματιστηριακής τους αξίας. Δηλαδή, η ελληνική αγορά δημοσίων εγγραφών χαρακτηρίζεται από υψηλές αποδόσεις και οι επενδυτές που δαπανούν μέρος των ρευστών τους διαθέσιμων για αγορά νεοεισαγόμενων τίτλων αποκομίζουν υψηλά κέρδη βραχυχρονίως από την ρευστοποίηση των τίτλων αυτών στην χρηματιστηριακή αγορά. Με άλλα λόγια, κοινός τόπος των συμπερασμάτων όλων των προγενέστερων ερευνών περί των ελληνικών δημοσίων εγγραφών είναι ότι οι τιμές που οι ανάδοχοι καθορίζουν για τις μετοχές των εταιρειών των οποίων επίκειται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο είναι κατά κανόνα σημαντικά χαμηλότερες (υποτιμολογημένες) από τις τιμές ισορροπίας που λαμβάνουν οι μετοχές αυτές όταν εισέρχονται στην αγορά και υπόκεινται σε καθεστώς ελεύθερης χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης.

Πιο αναλυτικά, χρησιμοποιώντας στοιχεία για την περίοδο 1971-1994, η Τυλιγάδα βρίσκει ότι οι τιμές εισαγωγής των δημοσίων εγγραφών στο Χ.Α.Α. είναι κατά μέσο όρο

περίπου 40% χαμηλότερες των τιμών κλεισίματος των μετοχών αυτών μετά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Οι Παπαϊωάννου και Τραυλός για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-28/9/1994, εξαγωγή το συμπέρασμα ότι η μέση απόδοση της επένδυσης που απολαμβάνει κάποιος όταν αγοράζει μετοχές κατά την διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τις πουλάει την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (στην τιμή κλεισίματος) είναι περίπου 34 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη από την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς στο ίδιο χρονικό διάστημα.

Ο Παπαματθαίου για το χρονικό διάστημα 1/1/1987-31/12/1995 υπολογίζει μέση αρχική απόδοση 20,37%. Η συγκεκριμένη απόδοση αφορά την υπερβάλλουσα μέση απόδοση των δημοσίων εγγραφών, δηλαδή την προσαρμοσμένη ως προς τις διακυμάνσεις του γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α. απόδοση. Η έρευνα των Kazantzis και Levis για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1987 - 1991 δίνει ποσοστό μέσης απόδοσης πρώτης ημέρας της τάξεως του 48,5%.

Επιπλέον, από την μελέτη των Kazantzis και Thomas για την χρονική περίοδο 1/1/1987 - 30/11/1994 προκύπτει στατιστικά σημαντική, μέση αρχική απόδοση 50,89% και προσαρμοσμένη (ως προς τις μεταβολές της αγοράς) 51,73%. Τέλος, οι Κολλίντζας, Σφακιανάκης και Τυλιγάδα εξετάζοντας από κοινού τις νέες εισαγωγές στο Χ.Α.Α κατά την χρονική περίοδο 1972-1994, εξαγωγή ως μέση αρχική υπερβάλλουσα απόδοση από δημόσιες εγγραφές το ποσοστό του 26,3%.

Από την άλλη πλευρά, στοιχεία ετήσιων αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών του ελληνικού χρηματιστηρίου αντλούνται από την μελέτη των Τραυλού Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Ι., Φίλιππα Ν., Safieddine Α. (1997). Η συγκεκριμένη μελέτη βρίσκει για τη περίοδο 1987-1994, μέση ετήσια απλή και επιπλέον απόδοση 50,12% και 57,08% αντίστοιχα για τις νέες εισαγωγές τίτλων που έλαβαν χώρα το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα στο Χ.Α.Α. Κοινή συνισταμένη των συμπερασμάτων όλων των παραπάνω εργασιών είναι η καταγραφή θετικών και μάλιστα ιδιαίτερος σημαντικών αρχικών αποδόσεων στην ελληνική αγορά των δημοσίων εγγραφών. Οι αποδόσεις αυτές μάλιστα αποδείχθηκαν, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, ανώτερες και από τις αντίστοιχες αποδόσεις της αγοράς, γεγονός που ενισχύει ακόμα περισσότερο την ελκυστικότητα της αγοράς των δημοσίων εγγραφών και την καθιστά στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος των

επενδυτών, στην προσπάθειά τους για εντοπισμό και άντληση υπερβαλλουσών αποδόσεων στις αγορές κεφαλαίου.

6.7 Εμπειρικά Ευρήματα Άλλων Χωρών για την Αγορά Δημόσιων Εγγραφών

Σε αυτό το τμήμα θα παρουσιάσουμε τις αρχικές αποδόσεις άλλων χρηματιστηρίων, και βασικότερα θα μελετήσουμε τις αρχικές αποδόσεις πρώτης ημέρας μίας και οι πλειοψηφία των μελετών δεν περιέχουν μεγαλύτερες σε ημέρες αποδόσεις. Θα ξεκινήσουμε με την παρουσίαση μελετών για χρηματιστήρια στα οποία άλλαξε ο μηχανισμός κοστολόγησης των μετοχών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Αυτό είναι κυρίως που μας ενδιαφέρει για να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα με αυτά που βρήκαμε εμείς. Οι τρεις κύριοι μηχανισμοί είναι η διαδικασία της σταθερής τιμής, η διαδικασία της δημοπρασίας και η διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Εν συνεχεία θα δούμε κάποια στοιχεία για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης γενικότερα. Τα στοιχεία αυτά θα αφορούν διάφορες χώρες και χρηματιστήρια.

Η πρώτη μελέτη που θα παρουσιάσουμε αφορά το Ιαπωνικό χρηματιστήριο και την ιαπωνική χρηματαγορά γενικότερα. Κατά την περίοδο 1995 μέχρι και 1999 στο Ιαπωνικό χρηματιστήριο εισήλθαν 484 εταιρείες με τη διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Από αυτές οι 321 χρησιμοποίησαν τη διαδικασία της δημοπρασίας για την κοστολόγηση των μετοχών τους και οι 163 τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Εδώ θα ήταν χρήσιμο να αναφέρουμε ότι πρόκειται για τη δεύτερη τέτοιος είδους θεσμική αλλαγή στην Ιαπωνία, καθώς η πρώτη έλαβε χώρα το 1989 όταν εξαιτίας κάποιων σκανδάλων, με τη συμμετοχή και πολιτικών, που είχαν να κάνουν με φαινόμενα εσκεμμένης υποτιμολόγησης άλλαξε η διαδικασία κοστολόγησης των μετοχών από τη διαδικασία της σταθερής τιμής στην διαδικασία της δημοπρασίας. Αναφορικά, τώρα, με το επίμαχο διάστημα που μελετάμε οι μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία της δημοπρασίας παρουσιάζουν αρχική απόδοση πρώτης ημέρας 11,5%, ενώ η αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών είναι 70,8%. Είναι βέβαια ολοφάνερο ότι η διαδικασία του βιβλίου προσφορών ευνοεί το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των τίτλων. Θα ήταν χρήσιμο να δούμε τους λόγους που οδήγησαν στην θεσμική αυτή αλλαγή. Οι κυριότεροι λόγοι που αναφέρονται είναι ότι με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών μπορούν να εισέλθουν και

κατά συνέπεια να βρουν χρηματοδότηση μικρότερες και πιο καινούργιες εταιρείες οι οποίες επειδή εμπεριέχουν και μεγαλύτερο κίνδυνο δίνουν και μεγαλύτερες απόδόσεις.

Μία άλλη μελέτη για το Ιαπωνικό χρηματιστήριο εξετάζει διαφορετική περίοδο. Ασχολείται με την περίοδο 1993 μέχρι και 2001 και μελετά ένα δείγμα 848 εταιρειών από τις οποίες 481 χρησιμοποίησαν τη διαδικασία της δημοπρασίας για την κοστολόγηση των μετοχών τους και οι 357 τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγουν είναι ότι οι μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία της δημοπρασίας παρουσιάζουν αρχική απόδοση πρώτης ημέρας 11,4%, ενώ η αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών είναι 47,6%. Όπως παρατηρούμε υπάρχει μία διαφοροποίηση σε σχέση με τα αποτελέσματα της προηγούμενης μελέτης. Η αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία της δημοπρασίας είναι ίδια σε αντίθεση με την αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών η οποία παρουσιάζει μία απόκλιση της τάξεως του 23%. Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί αν συνυπολογίσουμε το γεγονός ότι η επιπλέον περίοδος του μελετά το άρθρο αυτό είναι η περίοδος της παγκόσμιας πτώσης των χρηματιστηρίων, ή αλλιώς το σκάσιμο της φούσκας των μετοχών της νέας οικονομίας.

Η επόμενη μελέτη αφορά το γαλλικό χρηματιστήριο και την θεσμική αλλαγή που έκανε επιτρέποντας στους αναδόχους να επιλέψουν τη διαδικασία της κοστολόγησης των μετοχών έχοντας να διαλέξουν μεταξύ δύο διαδικασιών. Οι δύο αυτές διαδικασίες είναι η διαδικασία της σταθερής τιμής και η διαδικασία της δημοπρασίας, ενώ πριν υπήρχε μόνο η διαδικασία της σταθερής τιμής. Το διάστημα που μελετάμε είναι από το 1983 μέχρι και το 1996. Το δείγμα μας αποτελείται από 220 εταιρείες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία της δημοπρασίας είναι 12,75%, σε αντίθεση με την αρχική απόδοση πρώτης ημέρας για τις μετοχές που κοστολογήθηκαν με τη διαδικασία της σταθερής τιμής η οποία είναι 23,76%. Βέβαια εδώ πρέπει να τονιστεί ότι υπάρχουν δύο παραλλαγές της διαδικασίας της δημοπρασίας στην γαλλική χρηματαγορά και για αυτό το λόγο χρησιμοποιήθηκε το δείγμα μόνο αυτής που μοιάζει περισσότερο με την κλασική διαδικασία της δημοπρασίας. Τα συμπεράσματα που κατέληξαν είναι ότι οι εταιρείες που

προτιμούν τη διαδικασία της δημοπρασίας είναι εταιρείες μικρότερες και πιο καινούργιες, και όπως είπαμε και παραπάνω και μεγαλύτερου κινδύνου, καθώς και αν ο ανάδοχος είναι μικρός σε μέγεθος οργανισμός οπότε με αυτόν τον τρόπο εκτιμούν καλύτερα την εσωτερική αξία της εταιρείας και βρίσκουν την δίκαιη τιμή για την μετοχή της. Βέβαια τα αποτελέσματα δείχνουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση με τη μέθοδο της σταθερής τιμής.

Μία άλλη μελέτη που αφορά το γαλλικό χρηματιστήριο θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της. Σε αυτήν την μελέτη θα γίνει σύγκριση και των τριών διαδικασιών κοστολόγησης των μετοχών αρχικών δημόσιων εγγραφών. Αλλάζει, επίσης, και η περίοδος που εξετάζουμε και η οποία είναι από το 1992 μέχρι και το 1998 και το δείγμα μας αποτελείται από 264 μετοχές. Σε αυτή την εργασία διαπιστώνεται ότι με τη διαδικασία της δημοπρασίας παρουσιάζεται αρχική απόδοση πρώτης ημέρας 9,68%, με τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών είναι 16,89% και με τη διαδικασία της σταθερής τιμής είναι 8,88%. Όπως διαπιστώνουμε υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με την προηγούμενη ανάλυση.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένας πίνακας με αποτελέσματα αρχικών αποδόσεων δημόσιων εγγραφών σε διάφορες χρηματαγορές του κόσμου. Επιλέξαμε να αναφέρουμε τα αποτελέσματα αυτά τα οποία το δείγμα της μελέτης τους τελειώνει τουλάχιστον το 2000, γιατί μας ενδιαφέρει να περιέχουν και την περίοδο της μεγάλης αύξησης των μετοχών. Κάτι άλλωστε που γίνεται και στο δικό μας δείγμα.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 Γενικά

Η διερεύνηση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθεισών μετοχών στο ΧΑΑ την περίοδο 1994 – 2002 αποκαλύπτει πως οι νεοεισαχθείσες εταιρείες εισηγαγάν τις μετοχές τους σε τιμές πολύ χαμηλότερες σε σχέση με τις χρηματιστηριακές τιμές που διαμορφώθηκαν στο χρηματιστήριο κατά την έναρξη διαπραγμάτευσης τους. Επομένως, οι νέες εταιρείες εισηχθηκαν με υποτιμημένες μετοχές. Ιδιαίτερα, αυτό το συμπέρασμα βασίζεται στη συμπεριφορά των μετοχικών αποδόσεων που υπολογίστηκαν :

- ο με βάση (αρχική τιμή) την τιμή εισαγωγής και τελεική τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος την 1^η, 5^η, 23^η, 45^η και 365^η ημέρα διαπραγμάτευσης αντίστοιχα, και
- ο με βάση (αρχική τιμή) την τιμή κλεισίματος την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης και τελεική τιμή τη χρηματιστηριακή τιμή μία εβδομάδα, ένα μήνα, δύο μήνες και δώδεκα μήνες, αντίστοιχα, μετά την πρώτη διαπραγμάτευση.

Αναφορικά με τις αποδόσεις των μετοχών, η ανάλυση περιέλαβε τόσο απλές όσο και επιπλέον αποδόσεις. Για ολόκληρο το δείγμα, τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που αγόρασαν τις νέες μετοχές στην τιμή εισαγωγής τους αποκόμισαν σημαντικές θετικές αποδόσεις για μία περίοδο τουλάχιστον ενός χρόνου από την ημέρα διαπραγμάτευσης. Βέβαια οι θετικές αποδόσεις αυτές ποικίλουν ανάλογα με τη χρονιά, τη νομοθεσία και την μέθοδο κοστολόγησης των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Επίσης, οι επενδυτές που αγόρασαν τις νέες μετοχές την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης τους αποκόμισαν θετικές αποδόσεις, αλλά σημαντικά μικρότερες από αυτούς που τις αγόρασαν στην αρχική δημόσια εγγραφή. Όλες οι πιο πάνω αποδόσεις επηρεάζονται σημαντικά, και μάλιστα αρνητικά, αν από το δείγμα μας αφαιρέσουμε τα στοιχεία που αφορούν το έτος 1999, έτος όπου και παρουσιάστηκαν φαινόμενα

αδικαιολόγητων υπεραποδόσεων. Τα γενικά ευρύματα αναφορικά με τις αρχικές αποδόσεις των ελληνικών νέων αποδόσεων είναι συνεπή με τα αντίστοιχα ευρύματα από άλλες χώρες, τουλάχιστον όσο αναφορά την διετία 1998 – 1999. Πράγματι, οι μετοχές των ελληνικών νεοεισαγομένων εταιρειών παρουσιάζουν παρόμοια χρηματιστηριακή συμπεριφορά με αυτήν που παρατηρείται σε χώρες με ανάλογους βαθμούς ανάπτυξης των αγορών κεφαλαίου.

Αυτό φανερώνει πως το φαινόμενο του υψηλού χρηματιστηριακού πυρετού (“hot issues market”) ισχύει και για τις ελληνικές εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ. Δηλαδή, σε περιόδους υψηλού χρηματιστηριακού πυρετού οι μετοχές των νεοεισαγόμενων εταιρειών είναι περισσότερο υποτιμημένες σε σύγκριση με τις φυσιολογικές περιόδους της χρηματιστηριακής αγοράς. Βέβαια υπάρχει και το φαινόμενο της φούσκας. Η φούσκα το μετοχών της νέας οικονομίας οδήγησε σε ύφεση την παγκόσμια χρηματαγορά που ακόμα αναζητεί διέξοδο, αλλά πολλές φορές είναι διαδιάκριτοι οι λόγοι που οδηγούν στις υπεραποδόσεις αυτές.

Ο συνδυασμός της αλλαγής νομοθεσίας σχετικά με τα όρια διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ, με την αλλαγή του τρόπου κοστολόγησης των νέων μετοχών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές, αλλά και το φαινόμενο των υπεραποδόσεων έχουν δημιουργήσει μία σειρά από καταστάσεις και φαινόμενα τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με απλό τρόπο. Καταρχήν επειδή στα πρώτα χρόνια της μελέτης μας τα όρια διακύμανσης των μετοχών είναι ιδιαίτερα χαμηλά για τις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης της μετοχής δεν μπορεί να γίνει σύγκριση των στοιχείων μας για αποδόσεις μικρότερες του ενός μήνα. Αυτό συμβαίνει επειδή το όριο αυτό διακύμανσης στη συνέχεια αυξάνονται αρκετά. Μάλιστα, όσο αναφορά τη νομοθεσία αυτή, υπάρχει και τρίτη αλλαγή στον κανονισμό διακύμανσης των μετοχών της πρώτες ημέρες της διαπραγμάτευσης τους, αλλά επειδή δεν είναι σημαντική δεν επηρεάζει τα αποτελέσματα μας σε βαθμό που το έκανε η πρώτη αλλαγή.

Εδώ προκύπτει, βέβαια, και ένα σημαντικό θέμα το οποίο είναι ότι παράλληλα με τις νομοθετικές αλλαγές υπήρξε και μία ραγδαία άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς η οποία οφείλονταν σε κάποιες χρηματοοικονομικές αλλαγές, που έχουν να κάνουν κυρίως με κάποιες απελευθερώσεις στην αγορά κεφαλαίων, στον μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης της χώρας μας που είχε να κάνει με την εισροή κεφαλαίων από τα διάφορα κοινοτικά

πλαίσια και τα έργα που γίνονταν λόγω ολυμπιακών αγώνων, στην γενικότερη οικονομική ευφορία που υπήρχε παγκοσμίως και τέλος από την πτώση των επιτοκίων που οδήγησε τους μικροεπενδυτές στην αναζήτηση εναλλακτικών μορφών επένδυσσης των χρημάτων τους. Το θέμα το οποίο δημιουργείται τώρα ανάγεται στο πρόβλημα του “η κότα έκανε το αυγό ή το αυγό την κότα”. Δηλαδή του κατά πόσο οι διαρθρωτικές αυτές αλλαγές έγιναν για να αναπτυχθεί η ελληνική χρηματαγορά ή η ανάπτυξη της χρηματαγοράς οφείλεται κατά ένα λόγο και στις αλλαγές αυτές. Επιπρόσθετα υπάρχει και το γεγονός της πολύ μεγάλης πτώσης μετά την άνοδο το οποίο έχει οδηγήσει σε ύφεση την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, και η οποία δεν έχει ανακάμψει έκτοτε.

Τόνισα όλα τα παραπάνω για ένα και μοναδικό λόγο. Η εργασία αυτή είχε σαν κύριο σκοπό να εξετάσει κατά πόσο η αλλαγή στον τρόπο κοστολόγησης, από τη μέθοδο της σταθερής τιμής στην μέθοδο του βιβλίου προσφορών, των νέων μετοχών στις αρχικές δημόσιες εγγραφές επηρέασε τις αποδόσεις των μετοχών αυτών. Αφού αναλύσαμε τα ευρήματα που προήλθαν από την επεξεργασία των στοιχείων μας καταλήξαμε στο εξής εκπληκτικό συμπέρασμα ότι η μέθοδος της σταθερής τιμής φαίνεται να ευνοεί το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Ευρήματα που έρχονται σε πλήρη αντίθεση με όσα ισχύουν στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, καθώς επίσης στο αμερικάνικο και στο ιαπωνικό όπως φαίνεται και σε μελέτες που παρουσιάσαμε σε προηγούμενα κεφάλαια.

Το αποτέλεσμα αυτό σαφώς και δεν μπορεί να εκτιμηθεί αυτόνομα και να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα στηριζόμενοι αποκλειστικά και μόνο σε αυτά. Η αλλήλεπίδραση όλων των πιο πάνω παραγόντων σε μπορεί να εκτιμηθεί σε πιο βαθμό επηρεάζει τα αποτελέσματα μας, με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να βγάλουμε κάποια ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με το θέμα που θέλαμε να μελετήσουμε. Απαιτείται μεγαλύτερο χρονικό εύρος στοιχείων το οποίο δεν είναι διαθέσιμο την παρούσα στιγμή, αλλά απαιτεί και μία εξομάλυνση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Στο Παράρτημα Α παρουσιάζονται όλοι οι πίνακες εκείνοι στους οποίους γίνεται αναφορά στο Κεφάλαιο 6 (Εμπειρικά Αποτελέσματα). Οι πίνακες αυτοί είναι χρήσιμοι στην μελέτη και καλύτερη κατανόηση του παραπάνω κεφαλαίου, και για αυτόν ακριβώς το λόγο παρατίθενται αναλυτικά στο Παράρτημα Α. Μάλιστα οι πίνακες θα πρέπει να μελετηθούν παράλληλα με το Κεφάλαιο 6 (Εμπειρικά Αποτελέσματα), έτσι ώστε αυτός που θα διαβάσει την μελέτη μας να μπορεί να έχει μία σφαιρικότερη άποψη για τα συμπεράσματα που καταλήγουμε στο Κεφάλαιο 7 (Συμπεράσματα). Οι πίνακες αυτοί παρουσιάζουν τις διάφορες αποδόσεις που έχουν οι διαχωρισμοί του δείγματος μας ανάλογα με το επίκεντρο του ενδιαφέροντος μας. Τέλος υπάρχει και ένας πίνακας με αποδόσεις ξένων IPOs.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1
ΑΠΟΛΟΓΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΛΕΙΨΜΑΤΟΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 – 2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	41,77%	65,13%	80,71%	83,43%	135,54%	13,95%	24,13%	25,89%	64,32%
Τυπική Απόκλιση	69,41%	121,85%	151,78%	155,65%	335,53%	48,73%	66,63%	69,58%	193,08%
Διάμεσος	8,00%	24,45%	32,67%	34,44%	24,58%	0,72%	4,78%	6,30%	8,22%
Μέγιστη Τιμή	472,42%	819,14%	985,71%	934,07%	2299,95%	361,88%	445,59%	419,63%	1226,71%
Ελάχιστη Τιμή	-37,50%	-41,25%	-47,48%	-63,84%	-80,83%	-42,23%	-57,30%	-61,70%	-86,32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	41,39%	64,55%	79,30%	82,32%	127,47%	13,73%	23,23%	25,27%	57,40%
Τυπική Απόκλιση	68,81%	119,33%	147,78%	150,59%	309,21%	48,11%	64,75%	66,62%	167,23%
Διάμεσος	13,37%	26,65%	35,09%	40,36%	27,39%	0,97%	4,86%	7,76%	7,98%
Μέγιστη Τιμή	468,53%	818,31%	973,67%	936,09%	2219,61%	364,97%	444,09%	425,46%	1071,65%
Ελάχιστη Τιμή	-36,77%	-39,15%	-46,40%	-55,70%	-94,16%	-38,83%	-44,23%	-55,98%	-94,77%

R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης Διαπραγματεύσεως (5^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης Διαπραγματεύσεως (5^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης Διαπραγματεύσεως (23^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγματεύσεως (45^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγματεύσεως (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης (5^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (23^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης Διαπραγματεύσεως
ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης Διαπραγματεύσεως (5^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγματεύσεως (23^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγματεύσεως (45^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγματεύσεως (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εξομοίωσης (5^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (23^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1Α
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΞΑΓΟΥΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 1999
ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 - 1998 και 2000 - 2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R2M	R12M
Μέσος	30.84%	36.67%	47.85%	47.25%	123.98%	5.21%	14.02%	64.95%
Τυπική Απόκλιση	62.52%	70.45%	100.30%	101.62%	349.93%	24.21%	50.77%	202.47%
Διάμεσος	8.00%	17.46%	23.46%	27.10%	16.87%	0.26%	1.82%	6.89%
Μέγιστη Τιμή	390.55%	409.59%	899.98%	782.71%	2299.95%	156.13%	343.57%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-42.23%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER2M	ER12M
Μέσος	31.37%	37.54%	48.26%	48.74%	115.22%	5.56%	14.98%	56.36%
Τυπική Απόκλιση	62.41%	69.99%	97.96%	98.19%	322.71%	23.72%	47.46%	175.85%
Διάμεσος	9.62%	19.22%	26.98%	24.67%	18.51%	0.21%	4.11%	5.74%
Μέγιστη Τιμή	391.95%	409.46%	878.02%	744.60%	2219.61%	151.13%	313.53%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-55.70%	-94.16%	-38.83%	-55.98%	-94.77%

R1 Απόδραση Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόδραση Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόδραση Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόδραση Πρώτου Τριμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόδραση Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόδραση Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόδραση Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόδραση Πρώτου Τριμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόδραση Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Εππλέον Απόδραση Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Εππλέον Απόδραση Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Εππλέον Απόδραση Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Εππλέον Απόδραση Πρώτου Τριμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Εππλέον Απόδραση Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Εππλέον Απόδραση Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Εππλέον Απόδραση Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Εππλέον Απόδραση Πρώτου Τριμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Εππλέον Απόδραση Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2B
ΑΠΟΛΟΓΙΣΤΕΣ ΔΕΗΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1995

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	3.74%	17.29%	24.16%	24.08%	34.80%	12.47%	18.49%	18.57%	29.91%
Τυπική Απόκλιση	6.03%	22.79%	48.57%	46.14%	68.57%	17.29%	42.27%	40.12%	65.45%
Διάμεσος	8.00%	9.75%	5.91%	2.95%	18.62%	2.62%	-0.16%	0.22%	16.67%
Μέγιστη Τιμή	8.00%	46.78%	133.91%	122.50%	192.92%	35.91%	116.59%	106.02%	171.22%
Ελάχιστη Τιμή	-8.00%	-16.64%	-28.18%	-25.91%	-50.00%	-10.38%	-21.94%	-19.47%	-53.70%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	3.35%	16.78%	21.19%	20.17%	29.42%	12.34%	15.85%	15.01%	24.80%
Τυπική Απόκλιση	8.44%	24.23%	50.78%	48.89%	68.54%	16.92%	42.66%	41.17%	65.56%
Διάμεσος	4.20%	13.09%	1.88%	2.84%	3.61%	3.84%	-2.69%	3.16%	12.44%
Μέγιστη Τιμή	13.93%	51.29%	132.87%	121.72%	197.14%	36.91%	109.17%	108.93%	178.96%
Ελάχιστη Τιμή	-16.51%	-22.19%	-35.16%	-42.24%	-54.94%	-12.35%	-25.93%	-26.45%	-57.56%

R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Μηνός (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Αιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπέδων Αποδόσεων Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Γ
ΑΠΟΛΟΓΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1996

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	5.59%	17.52%	24.76%	28.96%	54.92%	11.01%	17.68%	21.51%	45.63%
Τυπική Απόκλιση	4.45%	18.08%	32.05%	40.47%	93.88%	14.37%	27.89%	35.81%	85.88%
Διάμεσος	8.00%	15.62%	17.69%	26.75%	37.16%	7.63%	13.69%	22.27%	27.86%
Μέγιστη Τιμή	8.00%	46.73%	98.33%	135.46%	302.76%	35.86%	83.64%	118.02%	272.93%
Ελάχιστη Τιμή	-8.00%	-10.53%	-15.37%	-21.16%	-38.40%	-5.41%	-12.85%	-19.28%	-38.47%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	5.55%	17.11%	22.39%	24.46%	4.94%	10.65%	15.35%	16.99%	-4.44%
Τυπική Απόκλιση	4.46%	18.15%	34.95%	46.14%	89.55%	14.85%	31.38%	42.04%	81.67%
Διάμεσος	6.28%	16.96%	10.03%	6.04%	-12.12%	7.18%	2.02%	-2.40%	-19.58%
Μέγιστη Τιμή	12.89%	50.75%	89.07%	143.85%	263.50%	39.11%	76.53%	125.88%	233.89%
Ελάχιστη Τιμή	-2.90%	-5.88%	-25.27%	-47.22%	-84.47%	-5.43%	-27.59%	-45.22%	-86.43%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιχμίου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιχμίου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιχμίου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιχμίου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Α
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1997

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	35.08%	41.96%	47.54%	56.23%	320.74%	4.63%	8.11%	13.28%	187.57%
Τυπική Απόκλιση	35.57%	50.31%	68.42%	81.14%	410.04%	26.48%	34.69%	41.17%	244.74%
Διάμεσος	24.69%	34.52%	31.05%	28.68%	180.19%	-2.25%	-7.80%	-8.83%	113.46%
Μέγιστη Τιμή	99.00%	124.21%	225.26%	262.11%	1303.03%	85.38%	79.24%	85.38%	742.97%
Ελάχιστη Τιμή	-4.55%	-18.17%	-20.68%	-23.42%	-12.44%	-18.17%	-24.98%	-20.00%	-16.92%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	33.01%	39.59%	43.00%	48.42%	263.53%	4.34%	5.83%	7.87%	133.33%
Τυπική Απόκλιση	40.84%	52.33%	70.67%	84.32%	415.12%	27.89%	36.98%	43.22%	250.42%
Διάμεσος	19.12%	31.58%	38.17%	28.24%	122.16%	-2.69%	-10.34%	-12.42%	54.07%
Μέγιστη Τιμή	110.00%	126.76%	215.80%	260.79%	1259.02%	88.94%	91.28%	92.50%	695.77%
Ελάχιστη Τιμή	-17.15%	-31.98%	-46.40%	-54.90%	-74.60%	-22.30%	-28.55%	-43.24%	-75.80%

- R1 Απόδosis Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
- R5 Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R23 Απόδosis Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R45 Απόδosis Πρώτου Αιχρόνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R365 Απόδosis Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
- R1E Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R1M Απόδosis Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R2M Απόδosis Πρώτου Αιχρόνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- R12M Απόδosis Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
- ER1 Επιπλέον Απόδosis Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
- ER5 Επιπλέον Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER23 Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER45 Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Αιχρόνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER365 Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
- ER1E Επιπλέον Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER1M Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER2M Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Αιχρόνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- ER12M Επιπλέον Απόδosis Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Ε
ΑΠΟΛΟΓΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1998

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	62.83%	87.88%	131.77%	153.75%	764.76%	11.72%	36.06%	48.74%	412.33%
Τυπική Απόκλιση	36.74%	103.16%	204.22%	218.62%	697.06%	42.46%	95.29%	101.75%	389.95%
Διάμεσος	65.83%	59.16%	49.06%	53.21%	597.73%	-3.60%	8.63%	13.60%	250.62%
Μέγιστη Τιμή	99.00%	409.59%	899.98%	782.71%	2299.95%	156.13%	402.61%	343.57%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	4.06%	0.31%	-0.10%	-9.80%	42.75%	-18.77%	-27.41%	-42.75%	13.31%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	55.81%	79.10%	114.52%	131.83%	652.47%	10.22%	27.04%	34.78%	311.63%
Τυπική Απόκλιση	40.49%	105.46%	201.01%	211.13%	690.69%	41.03%	88.76%	92.02%	372.68%
Διάμεσος	57.58%	39.72%	42.75%	49.01%	518.22%	-2.78%	-0.72%	16.57%	189.09%
Μέγιστη Τιμή	120.68%	403.84%	878.02%	744.60%	2219.61%	151.13%	381.52%	313.53%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-31.02%	-25.95%	-94.16%	-28.07%	-38.73%	-46.09%	-94.77%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Ζ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 1999

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	104.60%	228.76%	269.64%	291.51%	202.00%	64.20%	84.95%	94.20%	60.70%
Τυπική Απόκλιση	74.44%	202.76%	238.71%	233.36%	228.80%	99.59%	117.61%	112.55%	128.28%
Διάμεσος	99.00%	190.80%	187.35%	248.55%	138.44%	21.35%	35.10%	60.80%	30.64%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	819.14%	985.71%	934.07%	923.75%	361.88%	445.59%	419.63%	414.45%
Ελάχιστη Τιμή	-1.00%	-1.00%	3.47%	9.94%	-50.38%	-33.59%	-23.25%	-21.62%	-75.20%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	99.05%	219.88%	257.80%	275.42%	197.90%	60.69%	79.21%	84.45%	63.32%
Τυπική Απόκλιση	76.12%	201.24%	236.76%	234.55%	205.32%	100.13%	118.37%	114.90%	106.38%
Διάμεσος	87.73%	181.29%	167.99%	230.44%	120.24%	16.13%	30.60%	62.80%	25.79%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	818.31%	973.67%	936.09%	807.32%	364.97%	444.09%	425.46%	334.13%
Ελάχιστη Τιμή	-25.11%	-25.04%	-12.31%	-40.18%	-22.74%	-35.07%	-23.99%	-36.77%	-45.87%

R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Εξημοσίου Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αρτίου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας (5^η ημερολογιακές ημέρες)
R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αρτίου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Εξημοσίου Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αρτίου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αρτίου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Η
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2000

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	64.53%	54.21%	55.56%	41.00%	-6.35%	-4.34%	-1.85%	-6.99%	-34.14%
Τυπική Απόκλιση	102.93%	93.92%	97.24%	68.16%	53.65%	16.17%	27.98%	30.57%	40.72%
Διάμεσος	25.80%	19.08%	31.94%	27.10%	-11.52%	-5.05%	-3.77%	-8.61%	-41.41%
Μέγιστη Τιμή	390.55%	408.50%	494.32%	298.83%	186.43%	38.83%	98.03%	69.68%	117.82%
Ελάχιστη Τιμή	-22.32%	-33.71%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-35.09%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	67.60%	58.40%	62.30%	51.70%	29.98%	-3.31%	1.63%	0.52%	-0.11%
Τυπική Απόκλιση	101.24%	93.30%	96.05%	69.65%	54.65%	15.92%	26.58%	29.65%	40.91%
Διάμεσος	29.50%	24.18%	34.73%	34.64%	21.42%	-3.31%	1.65%	-2.06%	-10.36%
Μέγιστη Τιμή	391.95%	409.46%	490.30%	312.74%	225.45%	40.41%	92.54%	76.00%	156.11%
Ελάχιστη Τιμή	-27.09%	-27.56%	-45.31%	-55.70%	-44.88%	-30.04%	-44.23%	-55.98%	-50.21%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2Θ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2001

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	25.50%	32.21%	47.24%	48.15%	17.83%	2.63%	11.58%	11.54%	1.02%
Τυπική Απόκλιση	48.98%	85.59%	114.33%	121.52%	49.49%	34.65%	43.65%	52.12%	43.55%
Διάμεσος	0.23%	-0.67%	4.83%	2.38%	3.96%	-2.74%	-4.11%	-2.79%	-7.12%
Μέγιστη Τιμή	160.00%	308.16%	400.33%	412.24%	137.67%	135.29%	154.12%	195.29%	94.34%
Ελάχιστη Τιμή	-11.45%	-21.99%	-19.58%	-33.20%	-36.47%	-42.23%	-49.27%	-39.81%	-64.81%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	29.15%	37.24%	52.78%	58.23%	45.67%	4.00%	13.13%	17.31%	25.71%
Τυπική Απόκλιση	48.86%	82.93%	112.90%	122.29%	50.10%	33.57%	41.98%	52.50%	43.03%
Διάμεσος	5.66%	5.19%	11.40%	13.40%	33.05%	-1.06%	4.14%	0.08%	11.50%
Μέγιστη Τιμή	163.62%	302.43%	403.23%	425.44%	165.31%	133.56%	154.37%	211.78%	121.40%
Ελάχιστη Τιμή	-22.02%	-17.83%	-28.06%	-24.64%	-9.73%	-38.83%	-36.13%	-30.17%	-39.19%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιχμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιχμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιχμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιχμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.21
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	16.83%	2.33%	2.04%	-3.14%	-2.92%	-10.24%	-9.06%	-13.47%	-7.80%
Τυπική Απόκλιση	51.99%	38.77%	36.28%	35.13%	55.24%	9.68%	17.15%	19.78%	50.28%
Διάμεσος	0.00%	-6.93%	-17.01%	-18.06%	-21.95%	-6.00%	-10.84%	-14.23%	-14.23%
Μέγιστη Τιμή	146.54%	107.85%	74.55%	69.09%	165.48%	8.21%	29.95%	31.76%	114.10%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-44.42%	-57.71%	-26.14%	-39.39%	-46.82%	-66.10%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	19.00%	5.55%	6.89%	6.70%	12.08%	-9.19%	-6.41%	-5.69%	5.01%
Τυπική Απόκλιση	52.85%	40.13%	37.36%	35.69%	51.03%	9.48%	16.59%	21.01%	36.65%
Διάμεσος	2.03%	-10.12%	-8.39%	-3.35%	0.25%	-6.53%	-8.74%	-7.27%	1.68%
Μέγιστη Τιμή	151.73%	117.26%	79.27%	75.79%	156.40%	10.56%	32.08%	46.62%	92.62%
Ελάχιστη Τιμή	-34.46%	-35.13%	-29.69%	-33.25%	-40.55%	-23.94%	-32.49%	-34.63%	-32.97%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνός Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνός (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνός Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνός (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 -2002

ΤΜΗΜΑ Α	RI	R5	R23	R45	R365	RIE	RIM	R2M	RI2M
Μέσος	23.35%	32.00%	41.96%	43.90%	75.92%	5.99%	12.47%	13.66%	39.89%
Τυπική Απόκλιση	46.57%	64.34%	86.68%	89.79%	249.03%	22.62%	37.24%	39.61%	170.70%
Διάμεσος	8.00%	8.37%	13.75%	17.69%	10.43%	0.00%	-0.74%	3.70%	7.67%
Μέγιστη Τιμή	252.67%	301.29%	473.08%	415.38%	1567.87%	101.65%	187.98%	158.99%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-41.79%	-80.83%	-42.23%	-49.27%	-46.82%	-80.71%
ΤΜΗΜΑ Β	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
Μέσος	22.44%	31.79%	39.67%	41.56%	66.07%	6.66%	11.30%	12.34%	31.51%
Τυπική Απόκλιση	46.17%	62.25%	81.58%	84.25%	224.34%	22.12%	35.06%	36.05%	147.74%
Διάμεσος	8.10%	13.09%	10.95%	15.76%	10.64%	0.05%	2.84%	5.62%	0.93%
Μέγιστη Τιμή	252.45%	293.08%	416.32%	390.03%	1387.37%	95.05%	157.86%	152.71%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-42.24%	-94.16%	-38.83%	-36.13%	-46.09%	-94.77%

R1 Απόλλης Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόλλης Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
RIE Απόλλης Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
RIM Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
RI2M Απόλλης Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ERIE Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ERIM Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3Α
 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΕΞΑΙΡΟΥΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 1999
 ΗΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 -1998 και 2000 - 2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	RIE	RIM	R2M	RI2M
Μέσος	12.74%	16.02%	20.21%	19.03%	66.86%	3.42%	6.85%	6.65%	39.45%
Τυπική Απόκλιση	33.28%	35.87%	45.38%	42.42%	260.66%	16.51%	26.61%	29.37%	177.28%
Διάμεσος	8.00%	4.86%	4.00%	12.00%	7.47%	0.00%	-1.09%	1.49%	1.12%
Μέγιστη Τιμή	185.26%	156.82%	227.39%	180.46%	1567.87%	85.38%	102.78%	94.91%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-41.79%	-80.83%	-42.23%	-49.27%	-46.82%	-80.71%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
Μέσος	13.03%	17.42%	20.54%	20.08%	57.93%	4.49%	6.95%	7.32%	30.62%
Τυπική Απόκλιση	34.16%	36.75%	45.32%	42.27%	235.65%	16.47%	26.83%	28.30%	154.25%
Διάμεσος	4.57%	6.80%	7.78%	9.05%	6.05%	0.15%	2.66%	4.11%	0.44%
Μέγιστη Τιμή	185.06%	170.07%	230.94%	199.51%	1387.37%	88.94%	105.36%	96.43%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-42.24%	-94.16%	-38.83%	-36.13%	-46.09%	-94.77%

R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
 R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
 ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης
 ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
 ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 -2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R2M	R12M
Μέσος	57.78%	93.93%	114.39%	117.79%	187.37%	20.87%	34.27%	85.55%
Τυπική Απόκλιση	81.25%	149.87%	185.04%	189.45%	389.27%	62.50%	83.07%	208.95%
Διάμεσος	26.99%	46.69%	53.35%	52.85%	45.22%	1.49%	9.57%	11.52%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	819.14%	985.71%	934.07%	2299.95%	361.88%	445.59%	1106.04%
Ελάχιστη Τιμή	-24.38%	-36.78%	-47.48%	-63.84%	-69.23%	-35.09%	-57.30%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER2M	ER12M
Μέσος	57.87%	93.03%	113.75%	117.74%	180.84%	19.86%	33.59%	79.89%
Τυπική Απόκλιση	80.27%	146.94%	180.62%	183.46%	359.85%	61.93%	83.21%	180.05%
Διάμεσος	30.03%	44.29%	61.33%	62.60%	54.97%	1.79%	11.27%	12.46%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	818.31%	973.67%	936.09%	2219.61%	364.97%	444.09%	1009.43%
Ελάχιστη Τιμή	-27.09%	-32.04%	-45.31%	-55.70%	-74.60%	-35.07%	-44.23%	-75.80%

R1 Απόδοσις Πρόωτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόδοσις Πρόωτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόδοσις Πρόωτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόδοσις Πρόωτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόδοσις Πρόωτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόδοσις Πρόωτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόδοσις Πρόωτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόδοσις Πρόωτου Αιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόδοσις Πρόωτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Αιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Απόδοσις Πρόωτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4Α
 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΛΙΤΩΡΑ ΕΞΑΙΡΟΥΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 1999
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1994 -1998 και 2000 - 2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	47.44%	55.60%	73.19%	73.11%	176.34%	6.85%	19.70%	20.77%	88.33%
Τυπική Απόκλιση	77.01%	87.30%	126.99%	129.70%	409.56%	29.56%	57.68%	63.85%	221.33%
Διάμεσος	13.00%	38.22%	40.51%	42.32%	31.29%	0.78%	6.93%	3.28%	8.49%
Μέγιστη Τιμή	390.55%	409.59%	899.98%	782.71%	2299.95%	156.13%	402.61%	343.57%	1106.04%
Ελάχιστη Τιμή	-24.38%	-36.78%	-47.48%	-63.84%	-69.23%	-35.09%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ERI	ERS	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	48.17%	55.99%	73.67%	75.00%	167.74%	6.54%	19.49%	21.99%	79.96%
Τυπική Απόκλιση	76.39%	86.46%	123.42%	124.38%	379.23%	28.85%	54.10%	59.15%	191.22%
Διάμεσος	21.12%	36.04%	46.46%	46.03%	47.79%	0.33%	6.69%	5.82%	10.63%
Μέγιστη Τιμή	391.95%	409.46%	878.02%	744.60%	2219.61%	151.13%	381.52%	313.53%	1009.43%
Ελάχιστη Τιμή	-27.09%	-32.04%	-45.31%	-55.70%	-74.60%	-30.04%	-44.23%	-55.98%	-75.80%

- R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
 R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
 ERI Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
 ERS Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
 ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
 ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5Α
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ 1/1/1994 - 08/12/1996

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	5.22%	19.87%	30.60%	31.46%	50.25%	13.52%	23.35%	24.24%	42.05%
Τυπική Απόκλιση	4.96%	20.33%	40.36%	41.55%	94.52%	16.02%	35.23%	36.64%	87.06%
Διάμεσος	8.00%	17.50%	22.22%	22.39%	21.78%	9.94%	13.17%	15.74%	16.51%
Μέγιστη Τιμή	8.00%	46.88%	133.91%	157.27%	457.41%	36.00%	116.59%	138.21%	416.12%
Ελάχιστη Τιμή	-8.00%	-16.64%	-28.18%	-35.42%	-50.10%	-14.71%	-21.94%	-35.42%	-53.70%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	5.53%	20.42%	31.35%	32.61%	37.55%	13.75%	23.76%	24.97%	28.83%
Τυπική Απόκλιση	8.40%	20.72%	40.38%	43.30%	96.00%	16.15%	35.24%	37.19%	87.40%
Διάμεσος	6.17%	18.27%	26.34%	25.40%	15.83%	9.07%	15.06%	16.75%	7.80%
Μέγιστη Τιμή	22.29%	55.24%	132.87%	170.28%	463.67%	40.06%	109.17%	137.48%	407.58%
Ελάχιστη Τιμή	-16.51%	-22.19%	-35.16%	-42.24%	-84.47%	-14.98%	-25.93%	-26.45%	-86.43%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5Α-1
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ 1/1/1994 - 08/12/1996 ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	4.28%	13.30%	18.98%	19.79%	17.90%	8.28%	13.41%	14.31%	12.82%
Τυπική Απόκλιση	5.52%	18.97%	34.73%	33.83%	37.96%	14.60%	29.89%	29.54%	34.88%
Διάμεσος	8.00%	8.35%	9.07%	14.69%	16.58%	2.49%	2.52%	8.02%	9.17%
Μέγιστη Τιμή	8.00%	46.88%	119.00%	110.50%	124.80%	36.00%	102.78%	94.91%	108.15%
Ελάχιστη Τιμή	-8.00%	-16.64%	-28.18%	-35.42%	-50.10%	-14.71%	-21.94%	-35.42%	-50.10%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	4.74%	14.30%	19.75%	20.84%	7.82%	8.82%	13.67%	14.80%	2.03%
Τυπική Απόκλιση	9.13%	19.98%	34.32%	35.41%	42.32%	14.91%	30.29%	30.39%	40.47%
Διάμεσος	6.03%	12.50%	12.77%	16.81%	9.40%	3.67%	3.45%	7.64%	2.38%
Μέγιστη Τιμή	22.16%	55.24%	121.24%	113.11%	111.95%	40.06%	105.36%	96.43%	95.68%
Ελάχιστη Τιμή	-16.51%	-22.19%	-35.16%	-42.24%	-84.47%	-14.98%	-25.93%	-26.45%	-86.43%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγματεύσεως
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγματεύσεως (5 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγματεύσεως (23 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Διμήνου Διαπραγματεύσεως (45 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγματεύσεως (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγματεύσεως (5 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Διμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγματεύσεως
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγματεύσεως (5 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγματεύσεως (23 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Διμήνου Διαπραγματεύσεως (45 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγματεύσεως (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Διμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγματεύσεως)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	6.74%	30.46%	49.34%	50.28%	102.42%	21.96%	39.38%	40.26%	89.19%
Τυπική Απόκλιση	3.47%	18.08%	42.27%	46.27%	130.05%	14.71%	37.70%	41.53%	120.42%
Διάμεσος	8.00%	37.50%	40.62%	50.00%	47.27%	27.32%	31.58%	38.89%	36.36%
Μέγιστη Τιμή	8.00%	46.80%	133.91%	157.27%	457.41%	35.93%	116.59%	138.21%	416.12%
Ελάχιστη Τιμή	-7.43%	-5.00%	-13.20%	-19.60%	-50.00%	-5.41%	-12.85%	-19.28%	-53.70%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	6.80%	30.28%	50.06%	51.59%	85.50%	21.72%	40.03%	41.37%	72.04%
Τυπική Απόκλιση	7.01%	18.16%	42.87%	48.46%	133.41%	15.03%	37.01%	41.59%	120.70%
Διάμεσος	6.17%	37.87%	44.17%	52.92%	21.71%	29.31%	33.54%	36.23%	10.52%
Μέγιστη Τιμή	22.29%	54.33%	132.87%	170.28%	463.67%	39.11%	109.17%	137.48%	407.58%
Ελάχιστη Τιμή	-10.75%	-4.65%	-8.26%	-12.25%	-69.22%	-5.43%	-7.97%	-12.91%	-69.27%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Ημέρας Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Ημέρας Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρόσθης Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρόσθης Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5B
ΑΠΟΛΟΓΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 09/12/1996 - 30/11/1999

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	65.80%	144.36%	180.63%	200.18%	445.74%	39.31%	58.96%	69.73%	224.97%
Τυπική Απόκλιση	38.57%	181.72%	233.04%	234.68%	524.62%	81.90%	107.54%	107.47%	299.29%
Διάμεσος	88.21%	72.50%	95.83%	122.45%	232.11%	1.34%	20.46%	42.70%	97.79%
Μέγιστη Τιμή	99.00%	819.14%	985.71%	934.07%	2299.95%	361.88%	445.59%	419.63%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-4.55%	-18.17%	-20.68%	-23.42%	-12.44%	-18.77%	-27.41%	-42.75%	-46.77%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	58.89%	135.42%	165.23%	179.59%	385.06%	37.40%	51.26%	56.92%	173.28%
Τυπική Απόκλιση	40.00%	180.56%	231.29%	233.52%	503.89%	81.87%	106.90%	107.26%	273.16%
Διάμεσος	69.94%	60.57%	81.36%	113.23%	206.20%	-0.16%	11.31%	22.96%	74.88%
Μέγιστη Τιμή	120.68%	818.31%	973.67%	936.09%	2219.61%	364.97%	444.09%	425.46%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-54.90%	-94.16%	-28.07%	-38.73%	-46.09%	-94.77%

R1	Απίλες Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απίλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απίλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απίλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5B-1
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 09/12/1996 - 30/11/1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	56.37%	89.54%	120.35%	133.14%	322.63%	17.42%	35.03%	42.74%	185.19%
Τυπική Απόκλιση	40.31%	94.43%	133.16%	133.18%	435.83%	37.06%	55.87%	55.65%	309.93%
Διάμεσος	62.02%	62.96%	77.07%	86.83%	146.88%	1.47%	18.37%	31.21%	40.64%
Μέγιστη Τιμή	99.00%	301.29%	473.08%	415.38%	1567.87%	101.65%	187.98%	158.99%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-4.55%	-6.82%	-20.68%	-23.42%	5.92%	-18.77%	-22.43%	-42.75%	-46.77%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	48.22%	80.09%	100.89%	108.02%	258.00%	16.00%	24.96%	26.92%	130.85%
Τυπική Απόκλιση	43.89%	94.10%	131.64%	134.98%	412.64%	37.13%	54.32%	55.39%	281.64%
Διάμεσος	65.56%	53.57%	73.30%	54.91%	73.42%	-0.57%	11.70%	17.67%	11.20%
Μέγιστη Τιμή	120.68%	293.08%	416.32%	390.03%	1387.37%	95.05%	157.86%	152.71%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-40.18%	-94.16%	-23.68%	-31.94%	-46.09%	-94.77%

R1 Απόξες Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόξες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45* ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόξες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45* ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5B-11
 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 09/12/1996 - 30/11/1999 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	72.09%	180.90%	220.82%	244.87%	527.81%	53.90%	74.92%	87.73%	251.49%
Τυπική Απόκλιση	36.55%	215.23%	275.06%	275.61%	566.82%	99.23%	129.50%	128.78%	293.03%
Διάμεσος	98.98%	88.18%	115.00%	141.80%	328.12%	1.34%	21.74%	48.56%	173.24%
Μέγιστη Τιμή	99.00%	819.14%	985.71%	934.07%	2299.95%	361.88%	445.59%	419.63%	1106.04%
Ελάχιστη Τιμή	0.00%	-18.17%	-9.57%	-17.83%	-12.44%	-18.17%	-27.41%	-34.16%	-16.92%
ΤΜΗΜΑ Β	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	66.00%	172.31%	208.12%	227.30%	469.76%	51.67%	68.79%	76.93%	201.57%
Τυπική Απόκλιση	36.02%	213.52%	271.99%	272.06%	545.15%	99.30%	128.52%	127.79%	267.27%
Διάμεσος	80.63%	80.01%	88.20%	126.53%	293.50%	0.16%	11.31%	29.88%	124.07%
Μέγιστη Τιμή	112.47%	818.31%	973.67%	936.09%	2219.61%	364.97%	444.09%	425.46%	1009.43%
Ελάχιστη Τιμή	-9.30%	-31.98%	-39.10%	-54.90%	-74.60%	-28.07%	-38.73%	-45.22%	-75.80%

R5 Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R23 Απόδosis Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R45 Απόδosis Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R365 Απόδosis Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)

R1E Απόδosis Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R1M Απόδosis Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R2M Απόδosis Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R12M Απόδosis Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ERI Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης

ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)

R1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

R1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5Γ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1/12/1999 έως 31/12/2002

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	56.18%	49.83%	55.59%	48.60%	-1.09%	-2.69%	1.44%	-2.10%	-24.73%
Τυπική Απόκλιση	96.98%	94.08%	104.87%	100.91%	52.10%	24.18%	33.22%	35.92%	45.15%
Διάμεσος	19.53%	11.69%	20.20%	14.33%	-9.04%	-5.38%	-4.32%	-8.61%	-33.38%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	408.50%	494.32%	553.03%	186.43%	135.29%	154.12%	195.29%	117.82%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-42.23%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	59.62%	53.92%	61.76%	58.65%	29.95%	-2.16%	4.00%	4.31%	3.59%
Τυπική Απόκλιση	95.82%	92.98%	103.84%	100.94%	52.08%	22.65%	31.80%	35.27%	41.00%
Διάμεσος	24.98%	19.41%	28.75%	24.68%	13.48%	-3.42%	-1.25%	-2.06%	-5.11%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	409.46%	490.30%	555.69%	225.45%	133.56%	154.37%	211.78%	156.11%
Ελάχιστη Τιμή	-34.46%	-35.13%	-45.31%	-55.70%	-44.88%	-38.83%	-44.23%	-55.98%	-50.21%

- R1 Απόλες Αποδόσεως Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόλες Αποδόσεως Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόλες Αποδόσεως Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Μηνός (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόλες Αποδόσεως Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Μηνός (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Λιμήνου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεως Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΗΝΑΚΑΣ 6.5Γ-1
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1/12/1999 Έως 31/12/2002 ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	25.91%	16.84%	17.92%	13.79%	-19.05%	-5.15%	-4.65%	-7.66%	-25.61%
Τυπική Απόκλιση	65.40%	55.55%	60.44%	60.97%	34.22%	10.88%	16.11%	21.56%	40.19%
Διάμεσος	0.30%	-0.97%	-4.00%	-8.02%	-24.75%	-2.84%	-4.32%	-11.17%	-31.73%
Μέγιστη Τιμή	252.67%	221.00%	227.39%	276.00%	92.72%	13.76%	27.22%	59.52%	94.34%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-41.79%	-80.83%	-42.23%	-49.27%	-46.82%	-80.71%
ΤΜΗΜΑ Β	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
Μέσος	28.23%	21.47%	23.58%	22.87%	9.94%	-2.81%	-1.51%	-1.24%	1.55%
Τυπική Απόκλιση	65.04%	56.09%	59.52%	59.83%	36.59%	10.00%	14.67%	17.44%	36.54%
Διάμεσος	3.09%	3.88%	1.67%	-2.98%	3.16%	-2.52%	-2.24%	-2.17%	-1.30%
Μέγιστη Τιμή	252.45%	225.66%	230.94%	277.06%	120.19%	14.67%	26.55%	43.14%	121.40%
Ελάχιστη Τιμή	-34.46%	-35.13%	-29.69%	-33.25%	-44.88%	-38.83%	-36.13%	-34.63%	-44.71%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5Γ-II
 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΛΤΗΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1/12/1999 έως 31/12/2002 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	74.85%	70.18%	78.82%	70.07%	9.98%	-1.18%	5.20%	1.34%	-24.18%
Τυπική Απόκλιση	108.47%	106.84%	119.27%	114.34%	58.09%	29.55%	39.99%	42.24%	48.27%
Διάμεσος	35.51%	37.38%	46.06%	39.77%	-1.29%	-7.72%	-4.52%	-5.73%	-36.19%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	408.50%	494.32%	553.03%	186.43%	135.29%	154.12%	195.29%	117.82%
Ελάχιστη Τιμή	-24.38%	-36.78%	-47.48%	-63.84%	-69.23%	-35.09%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	78.97%	73.93%	85.32%	80.72%	42.29%	-1.76%	7.39%	7.73%	4.86%
Τυπική Απόκλιση	106.58%	105.27%	117.92%	114.44%	56.49%	27.81%	38.51%	42.51%	43.78%
Διάμεσος	38.55%	39.30%	48.67%	48.70%	30.89%	-10.03%	0.20%	-1.17%	-5.26%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	409.46%	490.30%	555.69%	225.45%	133.56%	154.37%	211.78%	156.11%
Ελάχιστη Τιμή	-27.09%	-32.04%	-45.31%	-55.70%	-37.49%	-35.07%	-44.23%	-55.98%	-50.21%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μηνός (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αμηνού (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΘΑΝ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΗΝ
ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΤΙΜΗΣ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	RIE	RIM	R2M	RI2M
Μέσος	46.48%	75.47%	92.66%	96.78%	159.40%	17.67%	28.89%	31.68%	76.61%
Τοπική Απόκλιση	72.17%	128.46%	159.66%	163.57%	359.73%	52.00%	70.90%	73.56%	207.07%
Διάμεσος	8.00%	32.42%	38.17%	42.50%	30.55%	2.02%	9.46%	9.74%	12.14%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	819.14%	985.71%	934.07%	2299.95%	361.88%	445.59%	419.63%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-22.32%	-33.71%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-42.23%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
Μέσος	45.46%	73.95%	89.99%	93.60%	145.66%	17.15%	27.42%	29.69%	64.74%
Τοπική Απόκλιση	71.69%	126.11%	155.72%	158.87%	332.87%	51.45%	69.12%	70.99%	180.35%
Διάμεσος	15.74%	32.59%	42.18%	44.98%	27.89%	2.98%	7.86%	13.40%	7.08%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	818.31%	973.67%	936.09%	2219.61%	364.97%	444.09%	425.46%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-55.70%	-94.16%	-38.83%	-44.23%	-55.98%	-94.77%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
RIE	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
RI2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ERIE	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπέδων Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΚΟΣΤΟΛΟΗΘΑΝ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΗΝ
 ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΤΙΜΗΣ ΕΞΑΙΡΟΥΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 1999
 ΠΕΡΙΟΔΟΣ : 1/1/1994 – 31/12/1998

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	34.09%	42.82%	54.96%	55.31%	150.32%	7.76%	16.95%	18.36%	80.00%
Τυπική Απόκλιση	65.51%	73.25%	104.59%	106.25%	381.78%	25.57%	49.05%	53.99%	220.39%
Διάμεσος	8.00%	21.39%	29.41%	31.89%	24.58%	1.52%	5.67%	6.09%	8.37%
Μέγιστη Τιμή	390.55%	409.59%	899.98%	782.71%	2299.95%	156.13%	402.61%	343.57%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-22.32%	-33.71%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-42.23%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	34.04%	42.87%	54.24%	54.86%	134.53%	7.87%	16.39%	18.03%	65.04%
Τυπική Απόκλιση	65.47%	73.09%	102.20%	102.92%	353.63%	25.16%	46.74%	50.89%	192.71%
Διάμεσος	10.28%	23.01%	33.20%	34.59%	20.44%	2.55%	3.49%	7.52%	5.13%
Μέγιστη Τιμή	391.95%	409.46%	878.02%	744.60%	2219.61%	151.13%	381.52%	313.53%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-55.70%	-94.16%	-38.83%	-44.23%	-55.98%	-94.77%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Λιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6B

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΙΣ 38 ΤΕΛΕΥΤΑΙΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΥ ΚΩΣΤΟΛΟΓΗΞΑΝ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΤΙΜΗΣ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	87.04%	79.22%	80.32%	65.86%	3.13%	-1.39%	1.30%	-2.18%	-34.25%
Τυπική Απόκλιση	112.72%	109.41%	115.15%	92.67%	57.79%	29.43%	40.61%	47.29%	44.08%
Διάμεσος	47.55%	52.75%	48.73%	43.31%	-7.37%	-6.84%	-4.20%	-7.48%	-44.45%
Μέγιστη Τιμή	390.55%	408.50%	494.32%	412.24%	186.43%	135.29%	154.12%	195.29%	117.82%
Ελάχιστη Τιμή	-22.32%	-33.71%	-47.48%	-63.84%	-69.23%	-42.23%	-57.30%	-61.70%	-86.32%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	89.90%	82.52%	86.70%	76.53%	39.09%	-1.13%	4.60%	5.44%	-0.51%
Τυπική Απόκλιση	110.75%	108.66%	113.42%	94.54%	59.00%	29.05%	39.07%	47.91%	44.48%
Διάμεσος	53.41%	53.66%	55.79%	63.22%	25.67%	-6.96%	-0.88%	-2.18%	-14.01%
Μέγιστη Τιμή	391.95%	409.46%	490.30%	425.44%	225.45%	133.56%	154.37%	211.78%	156.11%
Ελάχιστη Τιμή	-27.09%	-27.56%	-45.31%	-55.70%	-37.49%	-38.83%	-44.23%	-55.98%	-50.21%

R1	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E	Απλές Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M	Απλές Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου Διαπραγμάτευσης (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμήνου (45 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M	Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.7

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΑΝ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΗΝ ΑΡΧΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΜΕ ΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΒΙΒΛΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ

ΤΜΗΜΑ Α	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
Μέσος	16.37%	9.33%	16.23%	11.40%	6.85%	-6.14%	-1.53%	-5.32%	-1.96%
Τυπική Απόκλιση	44.88%	48.25%	71.29%	67.97%	52.06%	11.59%	22.72%	25.41%	45.56%
Διάμεσος	-0.42%	-2.39%	-4.91%	-5.32%	-5.59%	-5.42%	-5.53%	-13.12%	-10.77%
Μέγιστη Τιμή	160.00%	230.67%	400.33%	369.00%	165.48%	27.18%	92.44%	80.38%	114.10%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-44.42%	-57.71%	-26.14%	-39.39%	-46.82%	-66.10%
ΤΜΗΜΑ Β	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ER1M	ER2M	ER12M
Μέσος	19.47%	13.84%	21.66%	21.49%	29.35%	-4.73%	0.60%	1.40%	17.79%
Τυπική Απόκλιση	45.26%	48.09%	71.50%	68.18%	52.08%	11.15%	21.48%	23.47%	40.77%
Διάμεσος	3.68%	1.76%	1.52%	5.34%	10.79%	-3.20%	-3.92%	-2.62%	7.16%
Μέγιστη Τιμή	163.62%	234.10%	403.23%	381.09%	165.31%	26.99%	91.69%	89.17%	121.40%
Ελάχιστη Τιμή	-34.46%	-35.13%	-29.69%	-33.25%	-40.55%	-23.94%	-32.49%	-34.63%	-32.97%

- R1 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
R5 Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R23 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R45 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αιμίσθου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R365 Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
R1E Απόλες Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R1M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R2M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Αιμίσθου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
R12M Απόλες Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης
ER5 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας Διαπραγμάτευσης (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER23 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER45 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμίσθου Διαπραγμάτευσης (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER365 Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου Διαπραγμάτευσης (365 ημερολογιακές ημέρες)
ER1E Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτης Εβδομάδας (5^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER1M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Μήνα (23^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER2M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Αιμίσθου (45^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
ER12M Επιπλέον Αποδόσεις Πρώτου Χρόνου (365 ημερολογιακές ημέρες)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8
ΑΡΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ
ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Χώρα	Πηγή	Δείγμα	Περίοδος	Μέση Αρχική Απόδοση
Αυστρία	Ausseneegg	83	1984 - 2002	6,3%
Κίνα	Datar & Mao, Gu & Qin	432	1990 - 2000	25,9%
Γαλλία	Husson & Jacquillat, Leleux & Muzyka, Paliard & Belletante, Darrrien & Womack, Chalhine	571	1983 - 2000	11,6%
Χονγκ Κονγκ	McGuinness, Zao & Wu, Ljungqvist & Yu	857	1980 - 2001	17,3%
Ισραήλ	Kandel, Sarig & Wohl, Amihud, Hauser & Kirsh	237	1989 - 2001	19,7%
Ιταλία	Arosio, Giudici & Paleari, Cassia, Paleari & Redondi	181	1985 - 2001	21,7%
Ιαπωνία	Fukuda, Dawson & Hiraki, Hebner & Hiraki, Hamao & Packer & Ritter, Kaneko & Pettway	1689	1970 - 2001	28,4%
Σιγκαπούρη	Lee, Taylor & Walter, Dawson	441	1973 - 2001	29,5%
Ελβετία	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983 - 2000	34,9%
Ηνωμένο Βασίλειο	Dimson, Levis, Ljungqvist	3122	1959 - 2001	17,4%
Ηνωμένες Πολιτείες	Ibhotson, Sindelar & Ritter	14840	1960 - 2001	18,4%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Στο Παράρτημα Β παρουσιάζονται αναλυτικά όλες οι αποδόσεις, τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον, των μετοχών που αποτέλεσαν το δείγμα της μελέτης μας.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΑΠΛΗΣ
ΑΠΟΛΟΓΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	RI	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΑΒΑΣ Α.Ε. ΕΡΓΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	8.00%	46.80%	76.00%	44.66%	32.33%	35.92%	62.96%	33.95%	22.53%
Α.Ε.Ε. ΑΡΓΥΡΤΩΝ & ΒΑΡΥΤ.	-8.00%	-2.00%	-9.00%	-5.83%	42.67%	6.52%	-1.09%	2.35%	55.07%
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	5.45%	0.91%	37.46%	39.27%	-1.82%	-4.31%	30.35%	32.07%	-6.90%
CHIRITA INTERNATIONAL S.A.	8.00%	25.72%	25.72%	28.57%	16.29%	16.40%	16.40%	19.05%	7.67%
ΔΑΝΕ SEA LINES Α.Ε.	8.00%	19.54%	22.73%	17.73%	5.45%	10.69%	13.64%	9.01%	-2.36%
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	6.28%	1.39%	-6.98%	-10.70%	-2.33%	-4.60%	-12.47%	-15.97%	-8.10%
ΚΛΑΣΤΟΥΦΑΝΤ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	8.00%	24.45%	31.67%	36.11%	-5.56%	15.23%	21.91%	26.03%	-12.55%
ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	8.00%	10.19%	20.74%	18.52%	33.21%	2.02%	11.80%	9.74%	23.34%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	1.13%	-4.87%	-9.43%	-18.49%	9.44%	-5.93%	-10.45%	-19.40%	8.21%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ Α.Ε.	2.97%	4.86%	-1.35%	-5.14%	-8.11%	1.84%	-4.20%	-7.87%	-10.76%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε.	8.00%	40.63%	-1.41%	25.00%	46.87%	30.21%	-8.71%	15.74%	35.99%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	-2.88%	-2.12%	-5.77%	-4.42%	-38.46%	0.79%	-2.97%	-1.58%	-36.63%
ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε.	-5.22%	-12.17%	-8.70%	22.39%	10.43%	-7.34%	-3.67%	29.13%	16.51%
ΕΡΛΙΚΟΝ Α.Ε.	0.75%	3.50%	0.00%	2.25%	51.00%	2.73%	-0.74%	1.49%	49.88%
ΕΤΕΜ Α.Ε.	-2.00%	-8.00%	-4.00%	11.78%	7.78%	-6.12%	-2.04%	14.06%	9.98%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	8.00%	2.22%	-0.55%	62.22%	21.11%	-5.35%	-7.92%	50.21%	12.14%
ΓΕΚΑΤ ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Τ.Ε.	8.00%	29.40%	26.40%	12.00%	8.00%	19.81%	17.04%	3.70%	0.00%
ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	8.00%	12.86%	48.00%	68.29%	86.40%	4.50%	37.04%	55.82%	72.60%
ΓΝΩΜΩΝ Α.Τ.Ε.	8.00%	8.33%	26.00%	14.58%	16.87%	0.31%	16.67%	6.09%	8.22%
GOODY'S Α.Ε.	-8.00%	-4.33%	-11.67%	-1.50%	26.83%	3.99%	-3.98%	7.07%	37.86%
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	8.00%	29.20%	17.60%	14.80%	124.80%	19.63%	8.89%	6.30%	108.15%
INTRASOFT Α.Ε.	0.00%	-14.71%	-18.75%	-35.42%	-50.10%	-14.71%	-18.75%	-35.42%	-50.10%
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε.	8.00%	33.33%	22.22%	32.59%	17.04%	23.46%	13.17%	22.77%	8.37%
ΑΦΟΙ ΜΕΣΩΧΩΡΙΤΗ Α.Ε.	8.00%	46.70%	81.00%	76.50%	30.50%	35.83%	67.59%	63.43%	20.83%
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	8.00%	40.29%	48.57%	45.72%	26.43%	29.90%	37.57%	34.93%	17.07%
ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ Α.Ε.	8.00%	44.00%	22.67%	-1.66%	-3.00%	33.34%	13.58%	-8.95%	-10.19%
ΟΡΙΟΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.	-1.90%	-4.76%	-2.86%	-12.86%	-24.29%	-2.91%	-0.97%	-11.17%	-22.82%
ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	8.00%	22.65%	42.35%	31.47%	27.47%	13.56%	31.81%	21.73%	18.03%
Κ. Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	8.00%	28.64%	35.15%	35.45%	7.42%	19.11%	25.14%	25.42%	-0.53%
ΓΕΡ. ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΝΑΥΤ. Α.Ε.	8.00%	15.60%	31.20%	53.20%	34.40%	7.04%	21.48%	41.85%	24.44%
ΤΕΒ Α.Ε.	8.00%	46.88%	119.00%	101.60%	27.20%	36.00%	102.78%	86.67%	17.78%

ΑΠΛΕΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	RIE	RIM	R2M	R12M
ΤΕΧΝΑ Α.Ε.	8.00%	46.86%	106.96%	73.04%	68.07%	35.98%	91.63%	60.22%	55.62%
ΤΕΧΝΟΔ. ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ	3.57%	3.57%	50.36%	83.21%	77.14%	0.00%	45.17%	76.90%	71.03%
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	8.00%	2.63%	-9.74%	-24.74%	-42.89%	-4.97%	-16.42%	-30.31%	-47.12%
ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	8.00%	46.80%	99.33%	77.80%	152.67%	35.93%	84.57%	64.63%	133.95%
ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	8.00%	46.70%	115.00%	107.50%	240.00%	35.83%	99.07%	92.13%	214.81%
EUROMEDICA Α.Ε.	8.00%	11.86%	62.67%	50.00%	292.66%	3.58%	50.62%	38.89%	263.57%
ΙΝΤΕΡΤΥΠ Α.Ε.	8.00%	46.70%	65.00%	32.50%	20.00%	35.84%	52.78%	22.69%	11.11%
ΚΡΕΚΑ Α.Ε.	8.00%	46.71%	117.14%	92.86%	310.71%	35.84%	101.06%	78.57%	280.29%
Μ.Ι. ΜΑΙΑΝΣ Α.Ε.Β.Ε.	8.00%	13.00%	50.01%	85.00%	262.70%	4.63%	38.89%	71.30%	235.83%
METROLIFE Α.Ε.	8.00%	17.37%	1.58%	-0.10%	14.05%	8.68%	-5.94%	-7.50%	5.60%
ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.	8.00%	46.69%	66.49%	52.49%	33.00%	35.82%	54.16%	41.20%	23.15%
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦ. ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	8.00%	40.91%	104.54%	157.27%	457.41%	30.47%	89.39%	138.21%	416.12%
Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ	8.00%	46.70%	34.00%	14.50%	16.00%	35.83%	24.08%	6.02%	7.41%
SINGULAR Α.Ε.	8.00%	37.50%	18.75%	31.26%	5.94%	27.32%	9.95%	21.53%	-1.91%
ALPHA FINANCE Α.Ε.	-1.11%	1.11%	0.00%	-0.89%	21.78%	2.25%	1.12%	0.22%	23.15%
ALTE Α.Τ.Ε.	8.00%	11.16%	0.00%	-0.26%	116.58%	2.92%	-7.41%	-7.65%	100.53%
ASPIS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	7.98%	8.37%	5.91%	0.49%	-12.41%	0.36%	-1.92%	-6.93%	-18.89%
ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β. & Τ.Ε.	8.00%	6.92%	13.08%	17.69%	54.61%	-1.00%	4.70%	8.97%	43.16%
ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε.	8.00%	46.70%	117.00%	110.50%	26.00%	35.83%	100.93%	94.91%	16.67%
LAVIFARM Α.Ε.	8.00%	9.75%	4.00%	2.00%	-7.25%	1.62%	-3.70%	-5.55%	-14.12%
ΜΑΞΙΜ ΠΕΤΡΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	-4.14%	-3.45%	-21.03%	-18.97%	18.62%	0.72%	-17.63%	-15.47%	23.74%
ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ "ΜΙΝΕΡΒΑ"	-1.58%	-11.79%	-15.79%	-15.26%	-13.26%	-10.38%	-14.44%	-13.90%	-11.87%
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	-8.00%	-16.64%	-28.18%	-25.91%	-25.46%	-9.39%	-21.94%	-19.47%	-18.97%
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-3.41%	-2.27%	-9.77%	2.95%	-16.82%	1.18%	-6.59%	6.59%	-13.88%
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	8.00%	20.87%	7.83%	17.39%	4.34%	11.91%	-0.16%	8.70%	-3.38%
ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.	8.00%	40.71%	16.79%	6.43%	-50.00%	30.29%	8.13%	-1.46%	-53.70%
ΙΝΤΕΡΤΕΧ Α.Ε. ΔΙΕΘ. ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ	-7.43%	-5.00%	-12.50%	-6.43%	138.22%	2.62%	-5.48%	1.08%	157.33%
Τ.Ε. ΧΡΙΣΤ. Δ. ΚΩΝΣΤ/ΝΙΔΗΣ Α.Ε.	8.00%	35.00%	22.14%	7.14%	-30.00%	25.00%	13.10%	-0.79%	-35.19%
ΜΕΤΑΛΛΟΠΛΑΣΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε.	8.00%	46.73%	62.73%	74.55%	47.27%	35.86%	50.67%	61.62%	36.36%
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛ. ΕΠΙΧ.	8.00%	46.67%	112.50%	122.50%	192.92%	35.81%	96.76%	106.02%	171.22%
ΝΗΡΕΥΕΣ ΞΘΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	8.00%	46.78%	133.91%	106.09%	157.95%	35.91%	116.59%	90.82%	138.84%

ΑΠΛΕΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜΙΚΕΣ ΜΙΣΘ.	0.67%	0.17%	0.00%	0.17%	1.67%	-0.50%	0.66%	-0.50%	0.99%
ΥΑΛΚΟ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	8.00%	46.73%	50.45%	57.27%	36.36%	35.86%	39.31%	45.62%	26.26%
ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ	8.00%	11.11%	12.22%	34.44%	-24.17%	2.88%	3.91%	24.49%	-29.78%
ΕΛΒΑΛ	8.00%	35.86%	57.14%	57.14%	81.48%	25.79%	45.50%	45.50%	68.02%
ΚΑΓΛΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	-8.00%	-10.53%	-15.37%	-21.16%	-22.32%	-2.75%	-8.01%	-14.30%	-15.56%
ΟΤΕ Α.Ε.	8.00%	3.75%	-0.25%	-2.00%	52.50%	-3.94%	-7.64%	-9.26%	41.20%
ΠΑΠΑΕΛΜΗΝΑΣ ΟΜ. ΕΠΙΧ. Α.Ε.	8.00%	32.42%	33.79%	29.65%	0.00%	22.61%	23.88%	20.05%	-7.40%
ΣΤ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.	8.00%	4.55%	-5.45%	-11.36%	-33.55%	-3.20%	-12.46%	-17.93%	-38.47%
ΒΕΚΤΟΡ Α.Ε.	-0.77%	1.54%	15.38%	23.85%	49.74%	2.33%	16.28%	24.81%	50.90%
ΕΛΛΑΤΕΣ ΣΥΝΘΕΤ. ΙΝΕΣ Α.Ε.	-0.40%	-3.20%	-13.20%	-19.60%	-38.40%	-2.81%	-12.85%	-19.28%	-38.15%
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.	1.60%	1.87%	1.73%	-4.00%	11.33%	0.26%	0.13%	-5.51%	9.58%
FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.	8.00%	46.66%	69.16%	66.25%	24.58%	35.80%	56.63%	53.93%	15.35%
ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	1.19%	-4.29%	-9.76%	-14.52%	-24.57%	-5.41%	-10.82%	-15.53%	-25.46%
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘ. ΚΛΙΝ. Π. ΦΑΛ. Α.Ε.	7.37%	5.00%	-5.26%	0.00%	112.37%	-2.21%	-11.76%	-6.86%	97.79%
ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.	8.00%	27.89%	13.16%	6.58%	64.74%	18.42%	4.78%	-1.32%	52.53%
Κ. ΚΑΡΔΑΣ/ΙΛΑΡΗΣ	8.00%	32.08%	40.00%	36.25%	302.76%	22.29%	29.63%	26.15%	272.93%
ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.	8.00%	46.73%	77.27%	135.46%	290.00%	35.88%	64.14%	118.02%	261.11%
ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΣΦ. ΣΥΜΒ. ΥΠ. Α.Ε.	8.00%	20.67%	30.00%	60.34%	92.00%	11.73%	20.37%	48.46%	77.78%
ΠΟΥΛΙΔΗΣ & ΣΥΝ. Α.Ε.Β.Ε.	6.88%	17.50%	40.62%	45.62%	81.25%	9.94%	31.58%	36.25%	69.59%
ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜΑΚΑ	8.00%	13.75%	20.00%	14.58%	2.92%	5.32%	11.11%	6.10%	-4.71%
ΥΔΑΤ. ΔΥΤ. ΕΛ. ΡΙΟΡΕΣΚΑ Α.Ε.	8.00%	46.67%	98.33%	90.00%	24.17%	35.80%	83.64%	75.93%	14.97%
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤ. Α.Ε.	8.00%	20.33%	35.67%	51.67%	51.60%	11.42%	25.62%	40.43%	40.37%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	-4.55%	-6.82%	-20.68%	-23.42%	37.21%	-2.38%	-16.90%	-19.77%	43.74%
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	3.00%	-5.75%	-9.25%	-10.50%	6.50%	-8.50%	-11.89%	-13.11%	3.40%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	20.00%	122.45%	115.09%	122.45%	911.56%	85.38%	79.24%	85.38%	742.97%
ΑΓΡΟΤ. ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	44.44%	47.03%	61.48%	107.41%	328.12%	1.79%	11.80%	43.59%	196.39%
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	20.00%	22.00%	73.60%	84.80%	269.75%	1.66%	44.67%	54.00%	208.13%
ΜΠΕΙΜΠΥ ΛΑΝΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Α.Ε.	52.94%	48.82%	29.41%	22.35%	27.06%	-2.69%	-15.38%	-20.00%	-16.92%
ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε.	29.38%	20.63%	21.56%	35.00%	90.63%	-6.76%	-6.04%	4.35%	47.34%
ΕΤΑΝΕ ΑΤΕ	7.03%	-0.27%	1.62%	2.16%	60.00%	-6.82%	-5.05%	-4.55%	49.49%
FOLI - FOLIE Α.Ε.Β.Ε.	50.77%	47.58%	32.69%	20.96%	318.27%	-2.12%	-11.99%	-19.77%	177.42%

ΑΠΛΕΣ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ Α.Ε.	98.92%	101.85%	49.23%	69.23%	509.23%	1.47%	-24.98%	-14.93%	206.26%
Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	0.00%	-18.17%	-9.57%	-17.83%	-12.44%	-18.17%	-9.57%	-17.83%	-12.44%
SYSPWARE Α.Ε.	99.00%	124.21%	225.26%	262.11%	1303.03%	12.67%	63.45%	81.96%	605.04%
ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ Α.Ε.	62.27%	31.82%	27.27%	53.18%	154.55%	-18.77%	-21.57%	-5.60%	56.86%
ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	99.00%	150.00%	91.82%	180.46%	1319.63%	25.63%	-3.61%	40.93%	613.38%
ΔΗΜΙΚΟΣ ΟΡΓ. ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	25.71%	22.14%	19.71%	26.29%	1567.87%	-2.84%	-4.77%	0.45%	1226.71%
ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	98.33%	82.92%	66.46%	13.54%	1013.92%	-7.77%	-16.07%	-42.75%	461.64%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑ Α.Ε.	30.79%	59.16%	43.16%	52.38%	50.79%	21.69%	9.46%	8.25%	15.29%
ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	17.62%	10.48%	24.29%	48.50%	184.00%	-6.07%	5.67%	29.56%	141.46%
ΚΑΤΙΤΑ ΑΦΟΡΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	4.06%	0.31%	49.06%	48.50%	43.13%	-3.60%	43.24%	42.70%	37.54%
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	99.00%	122.58%	160.65%	130.65%	140.32%	11.85%	30.98%	15.90%	20.76%
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	25.98%	26.76%	71.57%	88.24%	42.75%	0.62%	36.19%	49.42%	13.31%
Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔ. Α.Ε.	34.29%	16.94%	19.59%	27.55%	901.80%	-12.92%	-10.94%	-5.01%	646.02%
CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	99.00%	122.72%	142.27%	106.36%	2299.95%	11.92%	21.74%	3.70%	1106.01%
ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	98.96%	409.59%	899.98%	768.47%	1677.04%	156.13%	402.61%	336.50%	793.16%
DIS Α.Ε.	99.00%	285.29%	446.47%	782.71%	1068.66%	93.61%	174.61%	343.57%	487.27%
INFO - QUEST Α.Ε.Β.Ε.	99.00%	260.49%	418.92%	404.76%	1011.87%	81.15%	160.78%	153.65%	458.73%
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	88.21%	60.71%	42.50%	53.21%	150.71%	-14.61%	-24.29%	-18.60%	33.21%
Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Ε.	65.83%	45.83%	118.75%	157.50%	1900.01%	-12.06%	31.91%	55.28%	1106.04%
ΜΩΣΧΟΛΙΔΗΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.	99.00%	88.18%	68.18%	111.36%	597.73%	-5.44%	-15.49%	6.21%	250.62%
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜ ΕΛΛΑΣ	99.00%	101.67%	191.25%	312.50%	1724.18%	1.34%	46.36%	107.29%	816.67%
SEAFARM ΙΟΝΙΑΝ ΙΧΘΥΟΙ/ΙΕΣ Α.Ε.	27.10%	19.36%	38.06%	78.07%	240.65%	-6.09%	8.63%	40.11%	168.02%
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	37.00%	17.00%	-0.10%	-9.80%	166.00%	-14.60%	-27.08%	-34.16%	94.16%
ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	23.81%	20.95%	22.86%	28.10%	257.15%	-2.31%	-0.77%	3.46%	188.47%
ΒΑΡΑΤΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	99.00%	64.44%	44.44%	52.22%	373.33%	-17.36%	-27.41%	-23.51%	137.86%
ΕΦΡΑΣΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	13.08%	1.92%	23.46%	28.46%	703.42%	-9.86%	9.18%	13.60%	610.51%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α.	84.86%	71.43%	82.57%	85.43%	384.57%	-7.26%	-1.24%	0.31%	162.13%
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	99.00%	121.13%	418.75%	415.00%	171.25%	11.12%	160.68%	158.79%	36.31%
ΑΝ. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΚΡΗΤΗΣ	42.67%	23.33%	10.67%	16.00%	82.83%	-13.55%	-22.43%	-18.69%	28.15%
AUTOHELLAS Α.Ε.	99.00%	285.88%	342.88%	415.38%	54.04%	93.91%	122.56%	158.99%	-22.59%
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	99.00%	278.00%	473.08%	264.62%	22.12%	89.95%	187.98%	83.22%	-38.64%

ΑΠΛΕΣ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	RI	R5	R23	R45	R365	RIE	RIM	R2M	RI2M
ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΦΟΙ ΑΝΖΟΥΛΛΑΚΗ	86.96%	99.78%	125.22%	343.48%	132.50%	6.86%	20.46%	137.21%	24.36%
FRIGOGLOSS A.B.E.E.	173.67%	115.33%	115.17%	114.50%	-20.67%	-21.32%	-21.38%	-21.62%	-71.01%
HYATT REGENCY A.E.	99.00%	301.29%	291.43%	314.00%	153.43%	101.65%	96.70%	108.04%	27.35%
INTERAMERICAN E.A.E.Z.A.E.	99.00%	204.29%	253.57%	277.14%	223.40%	52.91%	77.67%	89.52%	62.51%
OLYMPIC CATERING A.E.	81.58%	50.26%	99.74%	242.11%	232.11%	-17.25%	10.00%	88.41%	82.90%
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	-1.00%	-1.00%	32.50%	16.00%	387.16%	0.00%	33.84%	17.17%	392.08%
UNIFON A.E.	99.00%	192.31%	204.03%	164.38%	5.92%	46.88%	52.78%	32.86%	-46.77%
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	252.67%	221.00%	170.67%	276.00%	15.00%	-8.98%	-23.25%	6.62%	-67.39%
VETERIN A.B.E.E.	61.76%	66.77%	120.59%	133.24%	115.36%	3.09%	36.36%	44.18%	33.13%
ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	99.00%	335.88%	503.12%	412.50%	88.75%	119.03%	203.08%	157.54%	-5.15%
ΑΤΕΡΜΟΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ	99.00%	226.00%	156.67%	290.00%	740.67%	63.82%	28.98%	95.98%	322.45%
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	99.00%	686.62%	751.35%	887.57%	480.54%	295.29%	327.81%	396.27%	191.73%
ΚΕΝΤΡΟ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	99.00%	376.47%	427.94%	352.65%	70.59%	139.43%	165.30%	127.46%	-14.28%
ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.	99.00%	819.14%	972.22%	934.07%	500.00%	361.88%	438.80%	419.63%	201.51%
EVEREST A.E.	99.00%	450.00%	407.14%	535.72%	165.71%	176.38%	154.85%	219.46%	33.53%
ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡ. ΥΛΙΚΟΥ	98.97%	96.97%	130.30%	200.00%	493.94%	-1.01%	15.75%	50.78%	198.51%
ΗΛΕΚΤΡΟΜΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	40.27%	61.13%	51.40%	46.73%	-9.00%	14.88%	7.94%	4.61%	-35.12%
ΙΝΤΡΑΛΟ Α.Ε.	99.00%	411.88%	342.50%	219.50%	213.25%	157.22%	122.36%	60.55%	57.41%
ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	99.00%	72.50%	95.83%	205.83%	923.75%	-13.32%	-1.59%	53.68%	414.45%
KLEEMAN HELLAS A.B.E.E.	66.09%	63.04%	115.00%	137.39%	136.09%	-1.83%	29.45%	42.93%	42.15%
Π. ΚΩΣΤΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	17.71%	11.71%	3.47%	9.94%	-45.47%	-5.10%	-12.09%	-6.00%	-53.67%
MEVACO A.B.E.E.	99.00%	214.81%	142.37%	195.62%	443.75%	58.20%	21.80%	48.56%	173.24%
MICROLAND COMPUTERS A.E.	100.10%	315.00%	342.88%	260.19%	-50.38%	107.40%	121.34%	80.01%	-75.20%
NEORION NEA A.E.	104.14%	35.57%	150.57%	86.29%	-27.14%	-33.59%	22.74%	-8.75%	-64.31%
ΚΥΛΛΥΜΑΛΟ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.	99.00%	154.38%	223.75%	255.03%	361.25%	27.83%	62.69%	78.39%	131.78%
Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	472.42%	313.18%	396.52%	563.03%	57.27%	-27.82%	-13.26%	14.08%	-72.53%
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.	98.98%	441.66%	315.08%	412.62%	393.54%	172.21%	108.60%	157.62%	148.03%
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	99.00%	78.20%	104.00%	141.80%	140.80%	-10.45%	2.51%	21.51%	21.01%
SPIDER A.E.	105.80%	123.20%	111.40%	151.40%	37.10%	8.45%	2.72%	22.16%	-33.38%
UNISOFT A.E. ΠΡΟΓΡΑΜΤΩΝ ΗΥ	99.00%	729.00%	985.71%	913.71%	244.00%	316.58%	445.59%	409.40%	72.86%
ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	95.86%	189.29%	237.00%	215.43%	-45.86%	47.70%	72.06%	61.05%	-72.36%

ΑΠΕΛΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΕΝ. Α.ΣΦ. ΕΤ. ΖΩΗΣ	25.80%	0.29%	24.97%	20.49%	11.43%	-20.28%	-0.66%	-4.22%	-11.43%
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	5.20%	-3.49%	-22.05%	-13.24%	-64.15%	-8.26%	-25.90%	-17.53%	-65.93%
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	3.46%	17.46%	12.73%	13.82%	-11.52%	13.53%	8.96%	10.02%	-14.48%
COSMOTE	-4.52%	-6.08%	-8.43%	-6.71%	7.56%	-1.64%	-4.09%	-2.29%	12.65%
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ - ΔΡΟΜΕΑΣ	-11.96%	-13.11%	-2.48%	-23.67%	-29.26%	-1.31%	10.77%	-13.30%	-19.65%
ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-0.64%	-15.01%	-11.26%	-10.88%	-80.93%	-14.47%	-10.69%	-10.31%	-80.71%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	-7.26%	-3.16%	2.55%	-8.02%	-40.95%	4.41%	10.57%	-0.82%	-36.33%
ΕΤΒΑ Α.Ε.	37.23%	21.39%	74.58%	38.90%	5.62%	-11.54%	27.22%	38.62%	33.42%
ΕΥΔΑΠ Α.Ε.	4.55%	2.35%	31.94%	44.94%	8.74%	-2.10%	26.20%	38.62%	1.12%
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	41.00%	52.58%	44.95%	3.00%	45.91%	8.21%	2.80%	-26.95%	-61.64%
ΙΑΣΩ Α.Ε.	4.62%	5.10%	0.68%	-24.81%	-30.14%	0.46%	-3.77%	-28.13%	-33.23%
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.	43.72%	7.08%	8.72%	-2.67%	-53.47%	-25.49%	-24.36%	-32.27%	-67.62%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	0.30%	-15.51%	-10.22%	-23.52%	-54.90%	-15.76%	-10.48%	-23.74%	-55.03%
ΠΗΓΑΣΟΣ Α.Ε.	11.75%	11.75%	-21.10%	27.10%	-48.91%	0.00%	-29.39%	13.74%	-54.28%
UNISYSTEMS Α.Ε.	135.51%	142.04%	171.23%	139.80%	15.20%	2.77%	15.16%	1.82%	-51.09%
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	185.26%	156.82%	227.39%	87.79%	-35.14%	-9.97%	14.77%	-34.17%	-77.26%
A.S. Α.Ε.	-18.26%	-29.63%	-20.63%	4.86%	57.58%	-13.91%	-2.91%	28.29%	92.78%
BYTE COMPUTERS Α.Β.Ε.Ε.	272.42%	277.74%	251.99%	149.10%	-4.28%	1.43%	-5.49%	-33.11%	-74.30%
CP1 Α.Ε. ΗΥ	37.64%	35.82%	15.29%	6.92%	67.67%	1.32%	-16.24%	-22.32%	21.81%
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	31.50%	21.50%	59.19%	95.30%	186.43%	-7.60%	21.06%	48.52%	117.82%
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε.	12.47%	53.58%	122.73%	90.84%	-6.74%	36.55%	98.03%	69.68%	-17.08%
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	115.20%	118.47%	121.35%	42.50%	-9.04%	1.52%	2.86%	-33.78%	-57.73%
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	83.46%	19.08%	32.67%	31.89%	-7.99%	-35.09%	-27.68%	-28.11%	-49.85%
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.	22.32%	8.32%	14.16%	-2.26%	-51.28%	-11.44%	-6.68%	-20.10%	-60.17%
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	181.47%	119.34%	20.20%	7.80%	92.73%	-22.07%	-57.30%	-61.70%	-31.53%
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	-15.66%	-33.71%	-42.34%	-63.84%	-44.25%	-21.40%	-31.64%	-57.12%	-33.90%
ΕΛΑΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.	40.17%	-7.94%	-2.11%	-12.73%	-50.32%	-34.32%	-30.16%	-37.74%	-64.56%
EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	-9.66%	-2.64%	-29.83%	-28.78%	-60.91%	7.77%	-22.33%	-21.16%	-56.73%
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	59.00%	93.53%	72.63%	112.15%	39.32%	21.71%	8.57%	33.43%	-12.38%
ΓΕΚΕ Α.Ε.	-15.76%	-25.76%	-27.88%	-39.63%	-47.36%	-11.87%	-14.39%	-28.34%	-37.51%
ΓΡΗΓΟΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	51.86%	64.11%	54.11%	44.11%	27.90%	8.07%	1.48%	-5.10%	-15.78%

ΑΠΕΛΣ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	52.57%	77.58%	108.43%	110.77%	15.97%	16.39%	36.61%	38.14%	-23.99%
ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ ΝΕΤ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε.	107.23%	66.15%	56.07%	94.06%	23.34%	-19.82%	-24.69%	-6.35%	-40.48%
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	329.28%	303.23%	139.99%	147.78%	139.47%	-6.07%	-44.10%	-42.28%	-44.22%
INFORMER Α.Ε.	43.23%	53.45%	116.39%	97.81%	32.03%	7.13%	51.07%	38.10%	-7.82%
M. & A. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	-15.27%	-14.56%	-26.56%	-32.13%	-69.23%	0.84%	-13.32%	-19.90%	-63.68%
KEGO Α.Ε.	19.53%	8.07%	43.35%	9.24%	-29.96%	-9.59%	19.93%	-8.61%	-41.41%
ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΟΥ Α.Ε.	29.56%	53.07%	57.24%	31.89%	-52.27%	18.15%	21.36%	1.80%	-63.16%
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	390.55%	292.54%	300.75%	125.46%	10.46%	-19.98%	-18.30%	-54.04%	-77.48%
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	122.03%	66.31%	62.88%	123.75%	-18.88%	-25.10%	-26.64%	0.77%	-63.47%
Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	91.50%	52.43%	37.08%	106.50%	61.65%	-20.40%	-28.42%	7.83%	-15.59%
ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	12.12%	6.47%	-22.75%	-24.99%	-55.16%	-5.05%	-31.10%	-33.10%	-60.01%
ΝΕΧΝΕΤ Α.Ε.	340.36%	408.50%	494.32%	298.83%	-39.78%	15.47%	34.96%	-9.43%	-86.32%
ΡΑΡΕΡΑΚΚ - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ	-8.45%	27.10%	27.28%	48.19%	-30.86%	38.83%	39.03%	61.87%	-24.47%
ΣΥΣΤ. ΜΙΚΡΟΥΠΟΛΙΣΤΩΝ	85.25%	70.73%	87.30%	137.42%	2.49%	-7.83%	1.11%	28.16%	-44.67%
Q & R Α.Β.Ε.Ε.	4.26%	1.21%	38.17%	0.69%	65.82%	-2.92%	32.53%	-3.42%	59.05%
SEX FORM Α.Ε.	22.13%	42.84%	37.03%	42.13%	30.55%	16.95%	12.20%	16.38%	6.89%
SPACE ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	10.89%	11.69%	17.45%	14.33%	-30.43%	0.72%	5.92%	3.10%	-37.26%
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	343.21%	197.19%	139.03%	78.45%	12.23%	-32.95%	-46.07%	-59.74%	-74.68%
N. ΒΑΡΒΕΡΗΣ Α.Ε.	11.00%	1.48%	1.73%	32.46%	-53.28%	-8.57%	-8.35%	19.34%	-57.91%
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	-22.32%	-33.30%	-47.48%	-52.06%	-63.64%	-14.13%	-32.38%	-38.28%	-53.18%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛ.	-2.02%	-3.09%	-5.86%	-17.15%	-15.23%	-1.09%	-3.91%	-15.43%	-13.48%
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΔΕΗ	-6.08%	-21.62%	-17.13%	-26.80%	-36.47%	-16.54%	-11.76%	-22.06%	-32.35%
ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-2.11%	-0.97%	-0.97%	5.52%	7.47%	1.16%	1.16%	7.79%	9.78%
ΕΤ. ΥΔΡ. & ΑΠΟΧ. ΘΕΣ/ΚΗΣ	-11.45%	-16.41%	-16.79%	-0.76%	-30.92%	-5.60%	-6.03%	12.07%	-21.98%
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	-6.09%	5.09%	13.75%	49.81%	36.67%	11.90%	21.13%	59.52%	45.54%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	68.48%	64.85%	61.21%	56.36%	-25.45%	-2.16%	-4.32%	-7.19%	-55.76%
NESTOS	-6.80%	-9.51%	-17.86%	-33.20%	-23.30%	-2.92%	-11.88%	-28.33%	-17.71%
NESTOS	134.09%	35.23%	18.75%	40.91%	-17.61%	-42.23%	-49.27%	-39.81%	-64.81%
ΟΠΑΠ	2.55%	-0.36%	-4.00%	-16.36%	55.64%	-2.84%	-6.38%	-18.44%	51.77%
ΟΡΓ. ΛΙΜ. ΘΕΣ/ΝΙΚΗΣ	-2.97%	10.39%	-19.58%	-19.58%	-8.90%	13.76%	-17.13%	-17.13%	-6.12%
ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	1.30%	-0.97%	0.32%	-12.34%	-30.84%	-2.24%	-0.96%	-13.46%	-31.73%

ΑΠΛΗΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	R1	R5	R23	R45	R365	R1E	R1M	R2M	R12M
ΜΠΑΠΗΣ ΒΘΟΣ Α.Ε.	-0.83%	-7.07%	-5.82%	30.15%	92.72%	-6.29%	-5.03%	31.24%	94.34%
ΑΤΛΑΝΤΙΚ Α.Ε.Ε.	-1.55%	-21.99%	-10.41%	-3.93%	-26.76%	-20.76%	-9.00%	-2.42%	-25.61%
ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	-8.81%	-16.06%	9.33%	-11.40%	26.94%	-7.95%	19.89%	-2.84%	39.20%
DOMUS Α.Ε.Ε.Χ.	53.38%	49.32%	65.57%	79.79%	71.66%	-2.65%	7.95%	17.22%	11.92%
FITCO Α.Ε.	73.47%	308.16%	340.82%	412.24%	84.35%	135.29%	154.12%	195.29%	6.27%
MEDICON ΕΛΛΑΣ	9.32%	-17.54%	58.04%	6.32%	0.45%	-24.57%	44.57%	-2.74%	-8.11%
M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	33.38%	17.26%	26.42%	55.50%	137.67%	-12.09%	-5.21%	16.59%	78.20%
RAINBOW COMPUTERS Α.Ε.	160.00%	230.67%	400.33%	369.00%	15.33%	27.18%	92.44%	80.38%	-55.64%
ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.Ε.	22.81%	38.95%	48.77%	-1.05%	43.16%	13.14%	21.14%	-19.43%	16.57%
ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-6.93%	-6.93%	-12.38%	-17.33%	-24.75%	0.00%	-5.85%	-11.17%	-19.15%
ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	-21.18%	-23.14%	-29.80%	-32.55%	-31.76%	-2.49%	-10.95%	-14.43%	-13.43%
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-20.00%	-22.44%	-20.49%	-18.54%	-21.95%	-3.05%	-0.61%	1.83%	-2.44%
NEW MILLENIUM Α.Ε.Ε.Χ.	-37.50%	-41.25%	-30.00%	-31.88%	-3.75%	-6.00%	12.00%	9.00%	54.00%
NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	9.45%	3.48%	-17.41%	-41.79%	-57.71%	-5.45%	-24.55%	-46.82%	-61.36%
Π & Κ Α.Ε.Ε.Χ.	-25.00%	-29.17%	-25.83%	-32.50%	-43.33%	-5.56%	-1.11%	-10.00%	-24.44%
ΥΤΕΙΑ	108.70%	54.15%	26.48%	35.18%	-55.81%	-1.36%	-9.09%	-17.27%	-51.59%
ALSINCO Α.Ε.Ε.Τ.Ε.	12.92%	-1.70%	-3.69%	48.78%	90.63%	-12.94%	-39.39%	-35.23%	-64.39%
ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	146.54%	107.85%	69.17%	37.41%	2.20%	-15.69%	-14.71%	31.76%	68.82%
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	26.88%	3.44%	5.87%	1.83%	-3.02%	-18.47%	-16.56%	-19.75%	-23.57%
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛ. ΚΑΛΓΕΙΕΣ Α.Ε.	0.00%	-24.52%	-26.13%	-18.06%	3.87%	-24.52%	-26.13%	-18.06%	-58.55%
ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	24.00%	2.70%	40.39%	8.16%	165.48%	-17.18%	13.22%	-12.78%	114.10%
ΛΑΝΤΕΚ Α.Ε.	-24.38%	-36.78%	-27.27%	-44.42%	-7.44%	-16.39%	-3.83%	-26.50%	22.40%
ΛΙΒΑΝΗΣ Α.Ε.	95.76%	53.33%	74.55%	69.09%	-33.64%	-21.67%	-10.84%	-13.62%	-66.10%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΡΕΠΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	17.42%	27.07%	52.59%	32.17%	21.40%	8.21%	29.95%	12.56%	3.38%
ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	-11.86%	-16.61%	-24.41%	-24.41%	-24.41%	-5.38%	-14.23%	-14.23%	-14.23%
ΖΗΝΘΝ Α.Ε.									

Μίσος	41.77%	65.13%	80.71%	83.43%	135.54%	13.96%	24.13%	25.89%	64.32%
Τυπική Απόκλιση	69.41%	121.85%	151.78%	155.65%	335.53%	48.73%	66.63%	69.58%	193.08%
Διάμεσος	8.00%	24.45%	32.67%	34.44%	24.58%	0.72%	4.78%	6.30%	8.22%
Μέγιστη Τιμή	472.42%	819.14%	985.71%	934.07%	2299.95%	361.88%	445.59%	419.63%	1226.71%
Ελάχιστη Τιμή	-37.50%	-41.25%	-47.48%	-63.84%	-80.83%	-42.23%	-57.30%	-61.70%	-86.32%

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
ΑΒΑΣ Α.Ε. ΕΡΓΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	3.42%	44.26%	72.57%	44.41%	17.93%	37.88%	64.07%	38.08%	13.14%
Α.Ε.Ε. ΑΡΓΥΡΩΤΩΝ & ΒΑΡΥΤ.	-15.00%	-8.85%	-10.60%	-7.31%	32.56%	6.66%	3.96%	7.52%	52.16%
ΑΤΤΙ - ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	8.58%	6.60%	33.67%	42.78%	-8.55%	-1.65%	23.22%	32.46%	-17.07%
CHIRITA INTERNATIONAL S.A.	16.57%	34.14%	33.20%	37.30%	19.94%	16.24%	15.22%	19.22%	2.29%
DANE SEA LINES Α.Ε.	13.12%	23.77%	20.66%	16.55%	-1.40%	9.75%	6.06%	2.38%	-14.98%
ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	8.07%	0.09%	-8.25%	-5.80%	-5.01%	-7.75%	-15.59%	-12.81%	-12.65%
ΚΛΑΣΤΟΥΦΑΝΤ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	21.29%	39.62%	45.74%	49.94%	1.87%	17.41%	22.82%	26.66%	-19.32%
ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	11.97%	13.85%	16.65%	20.14%	27.39%	1.71%	3.41%	7.30%	13.15%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.	4.66%	0.52%	-11.21%	-15.14%	4.09%	-3.90%	-15.84%	-19.48%	-0.87%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ Α.Ε.	1.53%	5.04%	3.97%	-8.90%	17.00%	3.43%	2.47%	-10.16%	-18.11%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε.	17.17%	49.90%	23.54%	45.50%	71.37%	30.33%	8.67%	28.21%	52.87%
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	-1.99%	0.51%	-2.88%	-7.36%	-50.82%	2.55%	-0.96%	-5.45%	-50.00%
ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε.	2.98%	-4.62%	0.46%	28.34%	10.64%	-8.05%	-2.63%	26.67%	7.80%
ΕΡΛΙΚΟΝ Α.Ε.	-7.43%	-2.65%	-3.60%	-1.46%	41.05%	4.60%	3.49%	5.62%	48.24%
ΕΤΕΜ Α.Ε.	12.99%	6.27%	11.97%	21.65%	16.39%	-6.97%	-0.89%	8.04%	2.48%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	16.65%	14.88%	10.95%	67.42%	26.76%	-0.96%	-4.80%	46.42%	8.85%
ΓΕΚΑΤ ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Τ.Ε.	7.15%	28.58%	26.94%	15.68%	-2.91%	19.84%	18.41%	8.19%	-9.98%
ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	9.49%	14.99%	43.17%	69.48%	75.72%	5.15%	30.62%	55.52%	60.23%
ΓΝΩΜΩΝ Α.Τ.Ε.	9.36%	11.66%	39.14%	30.44%	29.67%	2.30%	28.61%	20.79%	19.80%
GOODY'S Α.Ε.	-11.75%	-11.11%	-8.53%	0.01%	16.69%	1.07%	2.66%	12.13%	31.70%
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	9.97%	29.22%	16.10%	14.62%	111.95%	17.65%	5.35%	4.11%	93.03%
INTRASOFT Α.Ε.	-1.53%	-16.52%	-19.56%	-27.75%	-55.55%	-14.98%	-18.04%	-26.36%	-53.96%
ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ Α.Ε.	22.16%	47.63%	38.23%	41.59%	24.81%	23.61%	15.32%	16.75%	0.93%
ΑΦΟΙ ΜΕΣΣΟΧΩΡΙΤΗ Α.Ε.	2.87%	40.35%	81.91%	74.93%	15.83%	34.67%	73.34%	66.82%	11.76%
ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	-0.75%	32.59%	47.46%	42.11%	8.60%	30.86%	44.59%	39.65%	8.72%
ΟΛΥΜΠΙΑΚΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗΣ Α.Ε.	14.92%	55.24%	32.42%	20.81%	21.11%	37.97%	16.62%	7.76%	8.28%
ΟΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.	-4.59%	-8.23%	-1.74%	-11.14%	-30.59%	-3.66%	2.73%	-6.88%	-26.34%
ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	8.19%	21.32%	34.84%	29.52%	18.51%	12.04%	24.09%	19.60%	8.86%
Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	2.48%	23.01%	35.09%	32.60%	-8.87%	19.01%	30.32%	27.95%	-10.74%
ΓΕΡ. ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΝΑΥΤ. Α.Ε.	9.33%	16.43%	33.93%	51.01%	27.69%	6.53%	22.90%	38.28%	16.29%
ΤΕΒ Α.Ε.	4.44%	47.52%	118.11%	108.15%	50.98%	40.06%	105.36%	96.43%	44.18%

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΑ
ΑΠΟΛΟΓΩΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
ΤΕΡΝΑ Α.Ε.	-14.54%	26.28%	85.83%	58.40%	78.43%	37.58%	92.78%	66.66%	82.47%
ΤΕΧΝΟΔ. ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ	5.88%	5.66%	47.72%	83.01%	66.14%	-0.23%	40.11%	74.32%	57.40%
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	2.24%	-1.19%	-13.48%	-25.60%	-57.68%	-3.14%	-14.52%	-25.68%	-55.66%
ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	2.30%	40.37%	94.56%	76.30%	143.37%	35.24%	85.45%	68.60%	130.54%
ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	11.66%	47.79%	111.72%	108.82%	235.09%	33.17%	91.88%	89.70%	205.92%
EUROMEDICA Α.Ε.	21.04%	26.65%	76.98%	59.85%	298.18%	5.59%	52.08%	35.23%	254.93%
ΙΝΤΕΡΤΥ Α.Ε.	-10.75%	31.03%	48.08%	25.40%	31.27%	38.43%	54.32%	32.50%	36.39%
ΚΡΕΚΑ Α.Ε.	6.07%	44.97%	113.67%	99.37%	303.90%	36.03%	99.54%	86.85%	275.50%
Μ.Ι. ΜΑΙΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	22.29%	27.66%	66.07%	96.10%	269.56%	5.06%	40.96%	67.58%	227.17%
METROLIFE Α.Ε.	0.70%	8.11%	2.04%	-0.82%	6.24%	6.85%	1.29%	-1.37%	5.13%
ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.	5.77%	44.66%	63.98%	52.92%	17.86%	36.02%	53.89%	43.80%	10.52%
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦ. ΣΕΛΟΝΙΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	21.64%	54.33%	119.64%	170.28%	463.67%	30.22%	91.08%	137.48%	407.58%
Σ. ΣΙΓΑΛΑΣ ΑΤΕ	1.18%	41.63%	33.03%	13.35%	7.11%	37.47%	29.56%	11.33%	5.47%
SINGULAR Α.Ε.	12.73%	44.13%	34.85%	49.98%	21.71%	29.31%	21.90%	36.23%	9.68%
ALPHA FINANCE Α.Ε.	-1.91%	-3.52%	-9.14%	-10.66%	10.20%	-1.56%	-7.16%	-8.68%	12.44%
ALTE Α.Τ.Ε.	-1.03%	6.18%	1.88%	-0.34%	102.26%	6.64%	2.60%	0.56%	95.68%
ASPIS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	9.62%	13.09%	-2.44%	-8.49%	-27.62%	3.50%	-12.08%	-17.73%	-36.01%
ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Τ.Β. & Τ.Ε.	9.93%	8.27%	13.57%	17.06%	36.23%	-1.59%	3.24%	6.36%	22.44%
ΕΣΣΑ Α.Β.Ε.Ε.	13.09%	51.29%	121.24%	113.11%	27.86%	35.31%	100.04%	92.30%	13.27%
LAVIFARM Α.Ε.	11.90%	15.11%	8.88%	4.97%	-4.14%	3.13%	-2.69%	-6.53%	-14.95%
ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	-16.51%	-16.96%	-35.16%	-42.24%	2.10%	-0.30%	-19.19%	-25.17%	20.04%
ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ "ΜΙΝΕΡΒΑ"	-0.17%	-12.32%	-25.71%	-26.22%	-28.67%	-12.35%	-25.93%	-26.45%	-28.93%
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΛΕΙΒΟΥ Α.Ε.	-12.56%	-22.19%	-11.73%	-29.54%	-29.99%	-10.34%	-20.97%	-18.58%	-18.95%
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	-1.50%	2.25%	-10.80%	2.84%	-14.06%	3.84%	-9.58%	4.53%	-13.02%
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.	4.20%	16.13%	-0.23%	13.01%	3.61%	11.01%	-4.26%	8.13%	-0.43%
ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.	6.95%	39.51%	5.27%	-6.20%	-54.94%	30.14%	-2.23%	-12.91%	-57.56%
INTEKTECH Α.Ε. ΔΙΕΘ. ΤΕΧΝ/ΓΙΕΙΣ	-4.23%	-1.16%	-8.26%	-1.22%	137.92%	3.28%	-4.40%	3.16%	153.72%
Τ.Ε. ΧΡΗΣΤ. Δ. ΚΟΝΣΤ/ΝΙΔΗΣ Α.Ε.	10.28%	37.87%	26.34%	17.73%	-29.27%	25.60%	15.06%	7.70%	-36.77%
ΜΕΤΑΛΛΟΠΛΑΣΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε.	6.17%	45.97%	61.23%	74.31%	52.45%	36.91%	51.00%	63.18%	43.24%
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΑ. ΕΠΙΧ.	4.19%	38.49%	108.43%	121.72%	197.14%	31.60%	96.50%	108.93%	178.96%
ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΕΙΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	13.93%	49.70%	132.87%	100.74%	140.28%	32.71%	109.17%	78.84%	113.76%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ERIM	ER2M	ER12M
ΠΕΙΡΑΙΔΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΩΘ.	0.53%	0.98%	-7.11%	-11.67%	-0.51%	0.45%	-7.63%	-12.18%	-1.04%
ΥΑΛCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	10.77%	50.08%	53.51%	54.33%	38.20%	36.46%	39.60%	39.75%	25.30%
ΑΤΕΜΚΕ ΑΤΕ	10.18%	15.65%	19.62%	41.04%	-64.16%	5.29%	9.25%	29.00%	-72.90%
ΕΛΒΑΛ	6.17%	36.19%	58.27%	61.62%	6.79%	27.92%	48.41%	51.70%	-3.51%
ΚΛΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	-2.90%	-5.88%	-6.81%	-18.29%	-84.47%	-3.22%	-4.36%	-16.66%	-86.43%
ΟΤΕ Α.Ε.	12.38%	11.91%	7.78%	8.56%	7.99%	0.02%	-3.82%	-2.79%	-9.93%
ΠΑΠΑΕΜΜΗΝΑΣ ΟΜ. ΕΠΙΧ. Α.Ε.	8.10%	29.21%	8.58%	0.67%	-55.14%	19.30%	-1.46%	-9.07%	-62.70%
ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.	2.48%	0.04%	-5.03%	-7.93%	-72.12%	-2.24%	-6.82%	-9.45%	-69.79%
ΒΕΚΤΟΡ Α.Ε.	-0.67%	-1.67%	-9.83%	-5.14%	-5.40%	-0.98%	-9.06%	-4.31%	-4.39%
ΕΛΛΑΤΕΞ ΣΥΝΘΕΤ. ΙΝΕΣ Α.Ε.	-0.17%	-4.65%	-8.10%	-12.25%	-69.22%	-4.50%	-7.97%	-12.14%	-69.27%
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.	-0.92%	-3.01%	-25.27%	-47.22%	-50.74%	-2.03%	-23.75%	-45.22%	-48.52%
FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.	8.81%	50.75%	77.66%	74.27%	-12.46%	39.11%	64.38%	61.21%	-22.80%
ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	1.01%	-4.49%	-5.77%	-7.03%	-56.03%	-5.43%	-6.65%	-7.87%	-56.68%
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘ. ΚΛΙΝ. Π. ΦΑΛ. Α.Ε.	12.89%	10.01%	-14.70%	-28.99%	48.40%	-2.75%	-27.59%	-43.40%	-24.24%
ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.	6.78%	20.60%	3.28%	0.60%	211.99%	12.42%	-3.78%	-6.02%	29.20%
Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	6.39%	31.75%	42.18%	39.36%	39.36%	23.55%	33.35%	30.80%	185.17%
ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.	8.57%	47.93%	87.43%	143.85%	263.50%	36.49%	73.78%	125.88%	233.89%
ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΣΦ. ΣΥΜΒ. ΥΠ. Α.Ε.	7.27%	19.22%	36.00%	66.03%	61.75%	11.02%	27.06%	54.84%	48.48%
ΠΟΥΛΙΔΗΣ & ΣΥΝ. Α.Ε.Β.Ε.	8.49%	18.26%	44.17%	43.74%	18.39%	9.07%	33.54%	32.69%	4.05%
ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜΑΚΑ	5.26%	7.57%	11.48%	3.51%	-11.79%	1.98%	5.49%	-2.01%	-16.35%
ΥΔΑΤ. ΔΥΤ. ΕΛ. ΡΙΟΡΕΣCΑ Α.Ε.	6.00%	44.46%	89.07%	78.79%	12.75%	35.60%	76.53%	66.90%	5.74%
ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤ. Α.Ε.	4.94%	18.27%	37.68%	54.06%	-32.10%	12.38%	30.54%	45.72%	-37.89%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	-17.15%	-23.63%	-46.40%	-39.01%	-55.87%	-6.12%	-28.55%	-22.42%	-27.72%
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	13.06%	6.80%	1.07%	-5.02%	-37.90%	-5.73%	-11.60%	-18.20%	-57.16%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ	4.57%	111.14%	113.56%	115.24%	841.65%	88.94%	91.28%	92.50%	695.77%
ΑΓΡΟΤ. ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	39.27%	43.93%	61.43%	93.73%	251.30%	3.76%	16.66%	35.51%	128.27%
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	5.92%	6.26%	54.15%	54.43%	228.71%	0.21%	39.96%	39.73%	184.49%
ΜΠΕΙΜΠΥ ΛΑΝΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Α.Ε.	52.57%	48.43%	29.53%	17.04%	-32.41%	-2.71%	-14.89%	-24.92%	-75.80%
ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ Α.Ε.	24.87%	19.24%	12.49%	21.88%	15.61%	-3.79%	-10.41%	-3.89%	-20.14%
ΕΤΑΝΕ ΑΤΕ	13.37%	2.88%	3.08%	0.01%	0.99%	-10.22%	-10.26%	-13.61%	-20.28%
FOLI - FOLIE Α.Ε.Β.Ε.	57.26%	53.55%	46.81%	34.59%	295.62%	-2.67%	-3.83%	-12.13%	146.27%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ERI	ERS	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ Α.Ε.	110.00%	111.77%	63.57%	82.29%	470.20%	0.16%	-21.32%	-12.71%	149.91%
Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ	-9.30%	-31.98%	-39.10%	-54.90%	-74.60%	-22.30%	-28.07%	-43.24%	-60.80%
SYSTEMARE Α.Ε.	101.66%	126.76%	215.80%	260.79%	1259.02%	12.55%	50.99%	77.88%	557.09%
ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ Α.Ε.	68.04%	39.72%	33.33%	20.80%	54.42%	-16.50%	-21.26%	-46.09%	-55.51%
ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	120.68%	170.07%	126.10%	199.51%	1213.42%	23.58%	12.48%	37.58%	450.10%
ΔΗΜΙΚΟΣ ΟΡΓ. ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	15.74%	13.48%	-5.42%	-19.16%	1387.37%	-1.65%	-18.56%	-31.80%	1071.65%
ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	97.79%	85.15%	81.36%	46.56%	937.14%	-5.02%	-0.72%	-9.37%	355.81%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΙΑ Α.Ε.	31.14%	52.49%	26.98%	49.93%	-19.06%	14.66%	-7.12%	16.28%	-85.15%
ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	22.17%	16.83%	-3.63%	1.52%	63.73%	-4.19%	-28.35%	-28.50%	10.68%
ΚΑΤ/ΤΑ ΑΦΟΡΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	-36.77%	-39.15%	-26.84%	-94.16%	63.73%	-4.19%	-28.35%	-28.50%	10.68%
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	75.26%	111.82%	140.07%	108.65%	61.87%	-2.62%	18.34%	18.84%	-30.95%
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ.	14.99%	20.52%	42.75%	108.65%	61.87%	22.34%	33.53%	17.32%	-23.45%
Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔ. Α.Ε.	28.74%	0.03%	-8.12%	49.01%	88.21%	4.90%	20.13%	23.99%	-94.77%
CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	107.26%	145.33%	165.91%	132.29%	2219.61%	27.57%	38.51%	22.96%	1009.43%
ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	98.23%	403.84%	878.02%	744.60%	1565.00%	151.13%	381.52%	313.53%	682.65%
DIS Α.Ε.	84.38%	251.90%	376.35%	703.87%	918.68%	77.23%	126.18%	287.54%	369.16%
INFO - QUEST Α.Ε.Β.Ε.	100.19%	256.74%	399.27%	383.25%	903.87%	76.15%	139.68%	130.67%	348.22%
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	36.60%	-11.31%	-31.02%	-17.27%	-10.64%	-28.07%	-38.73%	-31.04%	-39.17%
Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Ε.	57.58%	35.26%	88.20%	116.19%	1774.22%	-14.20%	11.31%	24.74%	997.47%
ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.	87.87%	80.01%	63.62%	126.53%	518.22%	-2.78%	-9.58%	29.88%	189.09%
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΕΝ ΕΛΛΑΣ	89.48%	91.21%	162.92%	261.32%	1573.85%	0.48%	29.18%	69.24%	688.10%
SEAFARM ΙΟΝΙΑ ΙΧΘΥΟΛΙΣ Α.Ε.	36.87%	23.02%	41.10%	40.36%	130.44%	-12.86%	1.16%	-12.52%	35.04%
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	22.50%	5.19%	9.57%	2.14%	85.58%	-12.25%	-5.97%	-11.07%	36.59%
ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.	30.56%	20.38%	14.54%	47.07%	197.43%	-10.15%	-16.92%	16.57%	117.20%
ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	87.46%	50.10%	55.32%	63.51%	293.50%	-19.88%	-7.32%	-3.04%	76.63%
ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘ/ΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	6.96%	-3.42%	3.63%	-3.47%	534.45%	-9.14%	-3.75%	-10.73%	457.04%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α.	73.74%	61.27%	66.78%	59.90%	312.98%	-6.40%	-5.44%	-12.66%	107.71%
ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	101.83%	115.19%	412.13%	387.88%	172.10%	2.10%	150.95%	127.97%	34.27%
ΑΝ. ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤ. ΚΡΗΤΗΣ	21.58%	0.62%	-12.31%	-26.97%	-22.74%	-14.89%	114.66%	-36.77%	-41.62%
AUTOHELLAS Α.Ε.	81.05%	263.70%	315.63%	390.03%	76.55%	90.32%	157.86%	152.71%	11.71%
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	78.52%	256.15%	416.32%	231.60%	29.59%	88.81%	157.86%	72.82%	-15.43%

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
ΦΙΕΡΑΤΕΣ ΑΦΟΙ ΑΝΖΟΥΛΑΚΗ	88.91%	94.85%	119.54%	316.89%	133.90%	-0.16%	12.69%	108.10%	23.80%
FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.	176.30%	123.31%	117.60%	120.59%	17.51%	-15.83%	-21.58%	-18.06%	-34.50%
HYATT REGENCY Α.Ε.	97.50%	293.08%	287.87%	302.45%	173.64%	95.05%	94.67%	98.14%	48.74%
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ Ε.Α.Ε.Ζ.Α.Ε.	84.90%	194.30%	221.34%	235.61%	223.41%	56.52%	61.78%	65.48%	74.88%
OLYMPIC CATERING Α.Ε.	66.35%	36.91%	79.83%	211.97%	206.20%	-15.62%	5.94%	75.47%	73.63%
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	-25.11%	-25.04%	-10.02%	-40.18%	269.54%	0.05%	19.01%	-8.67%	316.73%
UNIFON Α.Ε.	82.09%	173.10%	162.09%	130.70%	17.33%	44.92%	31.36%	18.51%	-22.55%
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	252.45%	225.66%	173.89%	277.06%	51.17%	-4.11%	-19.82%	7.89%	-31.08%
VETERIN Α.Β.Ε.Ε.	64.78%	54.65%	98.92%	110.87%	70.30%	-12.51%	10.91%	18.02%	-16.43%
ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	65.76%	294.37%	458.63%	373.16%	99.41%	112.82%	194.63%	152.96%	27.79%
ΑΤΕΡΜΟΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ	93.16%	219.96%	159.00%	267.37%	699.43%	63.63%	36.70%	80.12%	289.00%
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	94.95%	685.79%	752.80%	889.59%	512.89%	298.37%	333.10%	402.09%	226.71%
ΚΕΝΤΡΟ ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	103.36%	376.89%	435.27%	367.07%	106.57%	135.31%	168.40%	137.98%	18.79%
ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.	94.95%	818.31%	973.67%	936.09%	532.35%	364.97%	444.09%	425.46%	236.49%
EVEREST Α.Ε.	84.43%	429.86%	381.97%	509.79%	186.12%	171.52%	145.59%	209.54%	64.05%
ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε. ΗΛΕΚΤΡ. ΥΛΙΚΟΥ	112.47%	100.75%	123.61%	194.22%	483.62%	-12.24%	-7.59%	28.50%	170.98%
ΗΛΕΚΤΡΟΜΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	54.40%	65.05%	62.89%	53.46%	30.16%	2.98%	4.86%	-4.03%	-5.98%
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	105.15%	414.98%	348.44%	228.67%	249.11%	153.98%	122.14%	63.77%	89.07%
ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	78.97%	60.57%	62.93%	166.96%	807.32%	-6.57%	-12.32%	37.98%	334.13%
KLEEMAN HELLAS Α.Β.Ε.Ε.	67.68%	49.28%	91.55%	113.23%	88.90%	-17.44%	4.00%	16.77%	-7.42%
Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	35.22%	19.41%	18.45%	20.33%	-3.91%	-16.99%	-15.17%	-15.23%	-24.53%
ΜΕΥΑCO Α.Β.Ε.Ε.	91.22%	211.50%	143.27%	174.99%	382.98%	62.34%	29.84%	36.63%	124.07%
MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.	109.01%	310.00%	349.14%	264.69%	-14.76%	92.13%	118.42%	75.16%	-45.87%
ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΕΑ Α.Ε.	116.29%	46.41%	160.69%	96.12%	12.70%	-35.07%	20.43%	-11.38%	-32.78%
ΚΥΛ/ΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.	91.11%	148.05%	210.95%	238.05%	346.79%	29.27%	58.13%	69.99%	125.69%
Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	488.53%	314.89%	390.03%	555.69%	94.74%	-22.43%	-15.75%	20.39%	-32.72%
ΠΛΑΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.	86.56%	424.61%	310.06%	385.18%	352.31%	168.10%	115.19%	144.27%	122.41%
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	80.63%	56.50%	85.71%	114.18%	101.99%	-13.27%	2.58%	13.70%	3.74%
SPIDER Α.Ε.	108.02%	118.72%	118.11%	156.74%	73.96%	1.61%	7.32%	25.35%	2.05%
UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ Η/Υ	69.94%	692.49%	943.51%	871.97%	254.70%	310.81%	435.41%	399.58%	103.68%
ΥΙΟΙ Ε. ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	109.04%	189.48%	250.54%	229.28%	-4.30%	32.75%	72.48%	61.82%	-39.67%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ERIM	ER2M	ER12M
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΕΝ. ΑΣΦ. ΕΤ. ΖΩΗΣ	30.47%	23.06%	32.93%	34.64%	49.68%	-1.30%	2.78%	5.72%	23.80%
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	8.45%	3.88%	-10.82%	0.90%	-23.56%	-4.00%	-17.66%	-6.28%	-27.33%
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	4.19%	19.26%	22.43%	11.86%	24.22%	14.62%	18.00%	7.30%	20.80%
COSMOTE	3.78%	6.57%	5.85%	9.05%	53.14%	3.11%	2.43%	5.84%	53.31%
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ - ΔΡΟΜΕΑΣ	0.58%	1.42%	8.60%	9.63%	0.02%	0.97%	9.09%	-11.59%	-0.51%
ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ	-0.70%	-13.69%	-4.10%	-12.41%	-44.88%	-13.08%	-3.47%	-11.77%	-44.71%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	-1.34%	5.80%	-0.32%	-2.98%	-8.33%	7.64%	1.22%	-1.76%	-7.95%
ΕΤΒΑ Α.Ε.	44.17%	27.42%	75.87%	57.20%	31.91%	-12.53%	21.14%	13.43%	2.69%
ΕΥΔΑΠ Α.Ε.	-0.27%	-8.25%	27.50%	44.85%	42.15%	-7.62%	26.55%	43.14%	40.47%
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	35.79%	50.90%	53.24%	24.68%	-7.79%	11.57%	15.63%	-1.39%	-20.45%
ΙΑΣΟ Α.Ε.	2.82%	4.30%	10.72%	-10.70%	3.85%	1.44%	7.86%	-12.50%	1.93%
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.	54.69%	25.23%	19.81%	15.76%	-10.66%	-17.43%	-24.22%	-23.90%	-31.86%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	3.09%	-10.37%	-10.54%	-8.56%	-26.19%	-13.34%	-13.69%	-11.23%	-28.37%
ΠΗΓΑΣΟΣ Α.Ε.	18.88%	16.54%	-3.47%	36.32%	-9.64%	-2.52%	-18.09%	15.99%	-19.68%
UNISYSTEMS Α.Ε.	129.49%	143.58%	169.18%	146.06%	52.36%	9.90%	18.91%	13.40%	-10.36%
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	185.06%	163.76%	230.94%	99.20%	5.46%	-2.84%	18.52%	-22.58%	-36.54%
A.S. A.E.	-11.01%	-22.72%	-9.16%	14.93%	100.89%	-14.28%	1.65%	31.33%	131.66%
BYTE COMPUTERS Α.Β.Ε.Ε.	269.16%	276.42%	257.28%	165.09%	31.62%	3.31%	2.80%	-14.47%	-36.37%
CPI Α.Ε. ΗΥ	35.84%	36.82%	28.75%	18.40%	94.59%	1.43%	1.25%	-9.28%	50.03%
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	32.69%	20.08%	68.42%	103.52%	225.45%	-10.25%	29.19%	55.63%	156.11%
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε.	17.74%	62.50%	122.79%	102.09%	21.42%	40.41%	92.54%	76.00%	7.08%
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	108.67%	116.41%	126.01%	64.74%	27.89%	5.72%	13.36%	-6.78%	-16.93%
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	83.51%	24.18%	34.73%	30.92%	20.45%	-30.04%	-25.68%	-29.14%	-21.46%
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.	29.50%	11.90%	24.38%	17.24%	-15.25%	-15.33%	-3.40%	-6.82%	-29.09%
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	171.07%	112.50%	24.22%	11.54%	130.96%	-18.85%	-44.23%	-48.89%	12.52%
ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΙΠΕΣ	-8.58%	-24.62%	-45.31%	-55.70%	-10.69%	-19.24%	-42.45%	-55.98%	-5.40%
ΕΛΤΟΝ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.	44.13%	0.77%	0.14%	-12.75%	-19.65%	-29.37%	-31.94%	-41.88%	-36.74%
ΕΥΡΟΔΡIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	-27.09%	-16.46%	-34.97%	-26.25%	-28.90%	10.84%	-11.86%	-4.17%	-14.63%
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	65.56%	100.30%	88.85%	130.93%	77.70%	21.95%	18.91%	46.51%	21.68%
ΓΕΚΕ Α.Ε.	-6.07%	-27.56%	-30.18%	-35.31%	-15.89%	-24.59%	-27.66%	-34.28%	-13.39%
ΓΡΗΓΟΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	57.01%	69.53%	66.08%	61.69%	64.19%	8.35%	8.67%	8.01%	17.05%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ER1	ER5	ER23	ER45	ER365	ER1E	ERIM	ER2M	ER12M
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	64.77%	85.89%	122.14%	119.36%	55.51%	11.96%	38.34%	34.04%	7.15%
ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ ΝΕΤ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε.	116.18%	76.63%	73.47%	160.92%	64.49%	-18.15%	-15.41%	-2.06%	-5.11%
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ ΗΥ Α.Ε.Β.Ε.	326.66%	305.83%	155.06%	164.32%	179.87%	-0.99%	-26.86%	-23.61%	-2.30%
INFORMER Α.Ε.	49.81%	57.74%	119.42%	112.71%	62.16%	4.69%	47.02%	47.02%	17.38%
Μ. & Α. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	-7.08%	-24.61%	-27.29%	-27.37%	-37.49%	-19.03%	-23.05%	-23.64%	-38.04%
ΚΕΓΟ Α.Ε.	28.16%	13.10%	44.27%	22.80%	-0.15%	-13.53%	11.48%	-3.22%	-18.23%
ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΟΥ Α.Ε.	24.64%	49.58%	63.70%	40.64%	-25.35%	19.51%	32.21%	14.83%	-32.82%
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.	391.95%	297.79%	299.55%	134.88%	51.25%	-16.08%	-20.96%	-45.91%	-37.54%
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	131.10%	79.03%	88.72%	135.69%	23.45%	-13.94%	-8.21%	3.93%	-26.88%
Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.	103.03%	69.67%	47.28%	123.23%	102.11%	-13.94%	-29.92%	13.72%	17.11%
ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε.	19.98%	10.04%	-10.73%	-18.78%	-14.06%	-9.69%	-26.58%	-34.89%	-23.93%
ΝΕΧΝΕΤ Α.Ε.	342.29%	409.46%	490.30%	312.74%	-2.43%	14.49%	28.89%	2.78%	-50.21%
ΡΑΡΕΡΑΚ - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ	3.19%	37.93%	47.89%	66.03%	13.36%	37.91%	49.17%	68.89%	12.39%
ΣΥΣΤ. ΜΙΚΡΟΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ	92.96%	81.77%	89.54%	148.65%	36.80%	-4.24%	-4.83%	31.98%	-15.86%
Q & R Α.Β.Ε.Ε.	10.83%	7.42%	38.56%	8.31%	100.65%	-3.31%	25.92%	-2.30%	89.29%
SEX FORM Α.Ε.	21.20%	40.68%	46.10%	36.03%	62.52%	15.73%	22.11%	11.25%	39.49%
SPACE ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	-6.53%	0.46%	10.74%	23.13%	7.77%	5.99%	15.04%	25.43%	10.10%
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	338.92%	196.15%	152.90%	88.86%	51.63%	-29.83%	-28.66%	-45.64%	-32.79%
Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ Α.Ε.	27.42%	11.11%	2.98%	44.98%	-18.78%	-17.12%	-20.17%	-28.11%	-16.02%
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.	-13.20%	-26.90%	-2.26%	-33.69%	-20.74%	1.61%	-7.66%	-12.09%	5.85%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΜ.	5.27%	6.70%	-2.04%	-6.76%	9.98%	-15.42%	-12.13%	-12.32%	-1.30%
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	-3.01%	-17.46%	-14.42%	-14.29%	-3.30%	-15.42%	-12.13%	-12.32%	5.85%
ΔΕΗ	1.54%	3.69%	4.29%	14.51%	39.86%	2.21%	2.84%	13.33%	39.62%
ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	3.58%	-2.07%	-14.75%	-3.81%	3.16%	-6.41%	-21.32%	-9.20%	0.44%
ΕΤ. ΥΑΡ. & ΑΠΟΧ. ΘΕΣ/ΚΗΣ	18.05%	26.82%	27.10%	50.81%	69.88%	8.73%	6.90%	29.02%	57.48%
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	70.99%	66.13%	65.74%	64.01%	6.05%	-3.42%	-2.24%	-1.92%	-26.01%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ	-22.02%	-17.83%	-28.06%	-24.64%	-9.73%	3.08%	-7.51%	-7.69%	7.28%
NESTOS	139.48%	43.84%	36.57%	55.41%	12.01%	-38.83%	-36.13%	-30.17%	-39.19%
ΟΠΑΠ	-3.35%	-7.33%	-8.82%	-4.68%	83.40%	-3.85%	-5.37%	-1.84%	83.56%
ΟΡΓ. ΛΙΜ. ΘΕΣ/ΝΙΚΗΣ	-4.68%	9.60%	1.67%	-6.08%	11.60%	14.67%	5.45%	-2.17%	15.72%
ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	2.20%	1.90%	-4.47%	-12.80%	-6.19%	-0.25%	-6.71%	-14.83%	-7.76%

ΕΠΙΠΛΕΟΝ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ERI	ER5	ER23	ER45	ER365	ERIE	ER1M	ER2M	ER12M
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ Α.Ε.	-0.27%	-0.10%	6.51%	42.32%	120.19%	0.15%	6.80%	42.91%	121.40%
ΑΤΑΝΤΙΚ Α.Ε.Ε.	6.05%	-11.41%	0.43%	8.57%	1.41%	-17.53%	-5.49%	2.89%	-3.35%
ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	1.90%	-3.45%	16.29%	3.94%	50.79%	-5.82%	15.69%	2.34%	53.91%
DOMUS Α.Ε.Ε.Χ.	52.33%	49.05%	68.30%	84.59%	101.63%	-1.88%	11.69%	23.01%	42.62%
FITCO Α.Ε.	69.53%	302.43%	337.15%	425.44%	113.04%	133.56%	154.37%	211.78%	37.66%
MEDICON ΕΛΛΑΣ	24.98%	1.22%	67.18%	24.67%	26.23%	-20.90%	36.84%	0.44%	3.89%
M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	41.26%	27.25%	49.45%	70.02%	165.31%	-9.80%	11.23%	23.79%	99.64%
RAINBOW COMPUTERS Α.Ε.	163.62%	234.10%	403.23%	381.09%	47.18%	26.99%	91.69%	89.17%	-26.36%
ΒΑΡΔΑΣ Α.Ε.Β.Ε.Ε.	15.63%	31.72%	44.26%	12.29%	70.89%	13.10%	23.63%	-0.28%	49.15%
ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-8.66%	-10.12%	-3.41%	-3.35%	-30.41%	-1.43%	4.66%	4.27%	-23.01%
ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	-21.05%	-22.50%	-26.87%	-25.11%	2.16%	-1.98%	-8.14%	-7.11%	20.40%
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	-18.53%	-20.66%	-13.38%	-9.22%	-40.55%	-2.74%	5.12%	9.79%	-22.80%
NEW MILLENIUM Α.Ε.Ε.Χ.	-34.46%	-35.13%	-20.25%	-20.35%	-20.10%	-2.82%	18.92%	17.76%	34.00%
NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	8.97%	1.92%	-8.39%	-30.02%	-23.36%	-6.53%	-15.09%	-34.63%	-26.70%
Π & Κ Α.Ε.Ε.Χ.	-25.38%	-28.86%	-29.69%	-33.25%	-17.48%	-4.88%	-4.57%	-10.37%	1.68%
ΥΓΕΙΑ	-12.06%	-12.48%	-14.35%	-20.44%	-39.92%	-0.56%	-3.27%	-10.12%	-32.97%
ALSINCO Α.Ε.Ε.Τ.Ε.	112.81%	60.38%	37.22%	42.83%	13.48%	-23.94%	-32.49%	-31.54%	-27.83%
ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	17.13%	1.62%	1.36%	67.23%	90.95%	-13.88%	-13.83%	46.62%	64.76%
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	151.73%	117.26%	79.27%	52.42%	36.95%	-11.25%	-26.21%	-33.92%	-27.37%
ΓΑΛΞΙΔΙ ΘΑΛ. ΚΑΝΓΕΙΕΣ Α.Ε.	28.45%	7.55%	12.72%	6.73%	32.32%	-15.89%	-11.19%	-16.36%	10.74%
ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	2.03%	-16.73%	-25.07%	-3.06%	9.01%	-18.65%	-27.12%	-4.83%	7.04%
ΛΑΝΤΕΚ Α.Ε.	34.21%	9.51%	45.82%	13.59%	156.40%	-20.95%	7.90%	-18.09%	92.62%
ΛΙΒΑΝΗΣ Α.Ε.	-16.72%	-32.04%	-24.31%	-28.87%	0.10%	-19.57%	-8.91%	-17.95%	22.27%
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	96.13%	56.68%	77.01%	75.79%	0.25%	-16.69%	-8.74%	-7.27%	-32.46%
ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	17.01%	29.02%	54.32%	39.36%	54.44%	10.56%	32.08%	20.12%	36.70%
ΖΗΝΩΝ Α.Ε.	-8.68%	-11.09%	-24.93%	-10.42%	-18.92%	-2.98%	-18.07%	-3.08%	-11.85%

Μέσος	41.39%	64.55%	79.30%	82.32%	127.47%	13.73%	23.23%	25.27%	57.40%
Τυπική Απόκλιση	68.81%	119.33%	147.78%	150.59%	309.21%	48.11%	64.75%	66.62%	167.23%
Διάμεσος	13.37%	26.65%	35.09%	40.36%	27.39%	0.97%	4.86%	7.76%	7.08%
Μέγιστη Τιμή	468.53%	818.31%	973.67%	936.09%	2219.61%	364.97%	444.09%	425.46%	1071.65%
Ελάχιστη Τιμή	-36.77%	-39.15%	-46.40%	-55.70%	-94.16%	-38.83%	-44.23%	-55.98%	-94.77%

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Κολλίντζας Τ., Σφακιανάκης Γ., Τυλιγάδα Ε. (1997). Υποτιμολογήσεις και Υπερκαλύψεις στην Εισαγωγή Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. *Οικονομικά Θέματα, Ι.Ο.Β.Ε.*

Παπαμαθαίου (1996). Υποτίμηση στην αγορά νέων εισαγωγών τίτλων : Η περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (1987-1995). *Οικονομική Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας*, τεύχος 5, σελ.14-25

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 Πίστωσης, σελ.215-278

Τραυλός Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Ι., Φύλιπας Ν., Safieddine A. (1997). Η χρηματιστηριακή πορεία και η λειτουργική αποδοτικότητα των νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. *Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά : Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της*. Πανεπιστήμιο Πειραιά - Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής. σελ. 3-40

Affleck – Graves, J., Miller R.E., (1989), "Regulatory and Procedural Effects on the Underpricing of Initial Public Offerings" *The Journal of Financial Research* 12 (Fall), 193-202.

Aggerwal, R., Leal, Hernandez L., (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management* 22 (Spring), 42-53.

Aggarwal, R., and P. Rivoli (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?," *Financial Management* 19 (Winter), 45-57.

Allen, F., and G. R. Faulhaber (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics* 23 (August), 303-23.

Amihud, Y., Hauser, S. and Kirsh, A., 'Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: evidence from the Tel Aviv Stock Exchange', *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 2003, pp. 137-158.

Arosio, R., Giudici, G. and Paleari, S., 'What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support', *Working Paper* (University of Bergamo, 2000).

Aussenegg, W. 'Short and long run performance of IPOs in the Austrian stock market', *Working Paper* (Vienna Institute of Technology, 2000).

Barry, C.B., and R.H. Jennings (1993), "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock," *Financial Management* 22 (Spring), 54–63.

Beatty, R.P., and J.R. Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics* 15 (January/February) 213-32.

Benveniste, L., and W. Y. Busaba, 1997, Bookbuilding vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 383-403.

Benveniste, L.M., and P.A. Spmdt (1990), "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues," *Journal of Financial Economics* 24 (October), 231-50.

- Benveniste, L.M. and W.J. Wilhelm. (1990). A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments. *Journal of Financial Economics* , 28, 173-207.
- Bierbaum, Juergen and Veronika Grimm, 2002, Selling Shares to Retail Investors: Auction vs. Fixed Price, Unpublished paper, Humboldt University of Berlin.
- Booth, J.R., and R.L. Smith (1986), "Capital Raising, Underwriting and Certification Hypothesis," *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), 261- 281.
- Carter, R., and S. Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Finance* 45 (September), 1045-68.
- Chanme, S , 'Issuing firm value and IPO discount are investment bank valuation models accurate?' *Working Paper* (Audencia-Nantes School of Management, 2002)
- Dawson, S , 'Better late than never'⁹ *Pulses, the Magazine of the Stock Exchange of Singapore*, May 31, 2003, pp 21-22
- Derrien, Francois and Kent Womack, 2003, Auctions vs. Book-Building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, *Review of Financial Studies* 16, 31-61.
- Drake, P.D., Vetsuypens, M.R., (1993), "IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability", *Financial Management* 22 (Spring), 42-53.
- Drobetz, W , Kammermann, M and Walchli, U , 'Performance of initial public offerings the evidence from Switzerland', *Working Paper* (University of Basel, 2003)
- Garfinkel, J.A. (1993), "IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?," *Financial Management* 22 (Spring), 74-83.
- Grinblatt, M., and C.Y. Hwang (1989), "Signalling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance* 44, (June), 333- 420.
- Hamao, Y , Packer, F and Ritter J , 'Institutional affiliation and the role of venture capital evidence from initial public offerings in Japan', *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol 8, 2000, pp 529-558
- Ibbotson, R.G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics* 2 (September), 235-72.
- Helwege, Jean, and Nellie Liang, 2001, Initial public offerings in hot and cold markets, unpublished Ohio State working paper.
- Jegadeesh, N., M. Weinstein and I. Welch (1993), "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 34 (October), 153- 76.
- Kandel, S , Sang, O and Wohl, A , 'The demand for stocks an analysis of IPO auctions', *Review of Financial Studies*, Vol 12, 1999, pp 227-247
- Kaneko, Takashi and Richard Pettway, 2002, Auctions versus Book Building Underwriting of Japanese IPOs: OTC, Mothers and NASDAQ-Japan Issues, *Pacific Basin Finance Journal*, forthcoming.
- Kazantzis, C. and M. Levis (1995). Price support and initial public offerings: evidence from the Athens Stock Exchange in: Doukas and Lang (eds), *Research in International Business and Finance*, Vol 12, JAI Press.

Kazantzis, C. and Thomas, C. D. (1996), The IPO puzzle and institutional constraints: Evidence from the Athens Stock Market. In: *Empirical issues in raising equity capital*, Levis, Mario. (editor), pp. 81-94, New York and Oxford: Elsevier, North-Holland.

Keloharju, M., (1993), "The Winner's Curse, Legal Liability and the Long - Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland", *Journal of Financial Economics* 34 (October), 251-277.

Kim, E.H., and Y.K. Lee (1990), "Issuing Stocks in Korea," unpublished Working Paper (University of Michigan).

Koh, F., and T. Walter (1989), "A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues," *Journal of Financial Economics* 23 (August), 251-72.

Kunimura, M., and Y. Ihara (1985), "Valuation of Underwriting Agreements for Raising Capital in the Japanese Capital Market," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23 (August), 303-23.

Kutsuna, Kenji and Richard Smith, 2001, Issue Cost and Method of IPO Underpricing: Japan's Change from Auction Method Pricing to Book Building, Unpublished paper, Osaka City University and Claremont Graduate University.

Kunz, R.M. and R. Aggarwal (1994), "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland," *Journal of Banking and Finance* 18, 705-23.

Lee, P J , Taylor, S L and Walter, T S , 'IPO underpricing explanations Implications from investor application and allocation schedules', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 34, 1999, pp 425-444

Levis, M. (1993), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988," *Financial Management* 22 (Spring), 28-41.

Levis, M , 'The U K IPO market 2000', *Working Paper* (City University, 2000)

Ljungqvist, A.P. (1993). "Underpricing and Long Term Performance of German Initial Public Offerings, 1978-92." Unpublished working paper (Nuffield College, Oxford).

Lin, Ji-Chai, Yi-Tsung Lee and Yu-Jane Liu, 2003, Why Have Auctions Been Losing Market Shares to Bookbuilding in IPO Markets?, Unpublished paper, National Chengchi University.

Ljungqvist, A and Yu, X , 'Stock market development, liquidity, and corporate governance', *Working Paper* (New York University, 2003)

Loughran, Tim and Jay R. Ritter, 2002, Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, working paper, University of Florida.

Martell, R. and Stultz, R. M., 2003, Equity Liberalizations as country IPOs, unpublished Ohio State working paper.

Muscarella, C.J., and M.R. Vetsuypens (1989), "A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics* 24 (September), 125-136.

Ritter, Jay R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Vol. 46, No.1, PP. 3-27.

Ritter, Jay R. (2003), "The differences Between European and American IPO Markets", *European Financial Management*, Vol. 9, No.4, PP. 421 - 434.

Ritter, Jay, and Ivo Welch, (2002), Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, *Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1829.

Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), 187-212.

Sherman, A.E., (2002), Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions, working paper, University of Notre Dame.

Tinic, Seha, M., (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, 43 (September), 789-822.

Tyligada E. (1994). The pricing of Initial Public Offerings in the Athens Stock Exchange. *M.A. Dissertation, GrHelveticaity of Brighton*, September 1994

Vandemaele S. (2003), "Choice of Selling Mechanism at the IPO : the Case of the French Second Market", *European Financial Management*, Vol. 9, No.4, PP. 434 – 455.

Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 44 (June), 421-49.

Welch, I. (1992), "Sequential Sales, Learning, and Cascades," *Journal of Finance* 47 (June), 695-732.

Welch, I. (1991), "An Empirical Examination of Models of Contract Choice in Initial Public Offerings," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (December), 497-518.

Weiss-Hanley, K. (1993), "The Underpricing of Initial Public Offerings of Common Stock," *Financial Management* 22 (Spring), 54-63.