

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής  
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ  
Η ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣ ΑΓΩΓΗ

ΣΤΕΛΛΑ ΣΤΑΜΑΤΑΚΗ

Ιανουάριος 2003

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ
2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
  - 2.1 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΟΥ ΙΔΙΟΚΤΗΤΗ.
  - 2.2 ΑΥΞΗΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ
  - 2.3 ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
  - 2.4 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ
  - 3.1 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΡΧΙΚΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ
  - 3.2 ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΑΑ.
    - 3.3.1. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ.
    - 3.3.2. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ.
    - 3.3.3. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΝΕΧΑ.
    - 3.3.4. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΜΕΤΑΤΑΞΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ.
    - 3.3.5. ΔΙΑΓΡΑΦΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.
    - 3.3.6. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ.
4. Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΙΤΛΩΝ
  - 4.1 ΕΞΟΔΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΙΤΛΩΝ
    - 4.1.1. ΚΟΣΤΟΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ
    - 4.1.2. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΗΣ
    - 4.1.3. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ
    - 4.1.4. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ
  - 4.2 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ
  - 4.3 ΤΙΜΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

5. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

5.1. ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΤΕΛΕΙΑΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (PERFECT INFORMATION SETS).

5.1.1. ΚΑΘΥΣΤΕΡΗΣΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΓΕΝΙΚΟΤΕΡΗ ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.

5.1.2. ΜΕΙΩΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΗ ΑΜΟΙΒΗ ΑΝΑΔΟΧΗΣ.

5.1.3. ΜΟΝΟΠΩΛΙΟ ΤΩΝ ΑΝΑΔΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.

5.1.4. ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗ ΕΝΑΝΤΙ ΝΟΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ.

5.1.5. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΤΟΥ ΕΚΔΟΤΗ.

5.1.6. ΘΕΩΡΕΙΑ ΤΗΣ «ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΦΥΣΑΛΙΔΑΣ» (SPECULATIVE BUDDLE).

5.2. ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΤΕΛΟΥΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (IMPERFECT INFORMATION SET)

5.3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΗΜΑΝΣΗΣ (SIGNALING THEORIES).

5.4. ΘΕΩΡΙΕΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ (ASYMMETRIC INFORMATION THEORIES).

5.4.1. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΕΚΔΟΤΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΔΟΧΟΥΣ

5.4.2. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

α) ΥΠΟΘΕΣΗ ΚΑΚΟΤΥΧΙΑΣ ΤΟΥ ΝΙΚΗΤΗ (WINNERS CURSE)

β) Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ (CASCADES HYPOTHESIS).

5.4.3. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΕΚΔΟΤΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

α) ΥΠΟΘΕΣΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΗΣ ΥΠΟΛΗΨΗΣ ΤΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ

β) Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

γ) ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ

5.4.4. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΑΝΑΔΟΧΟΥΣ  
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.

5.5. ΟΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ  
ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.

6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.

7. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

8. ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Ετήσιος Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών για την Εισαγωγή  
Εταιρειών στο ΧΑΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. Μέση Απόδοση από Δημόσιες Εγγραφές για την Εισαγωγή  
Εταιρειών σε 25 Χώρες.

# ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Η ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο αποτελεί πολύ σημαντικό σταθμό στην ιστορία της και η έκβαση αποτελεί πρωταρχικό στόχο της εταιρείας που την επιδιώκει.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια έντονη τάση για εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η εισαγωγή εταιρειών στο χρηματιστήριο διευκολύνει την άντληση μετοχικού κεφαλαίου, δίνοντας τη δυνατότητα σε οικογενειακές επιχειρήσεις να προσφύγουν στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό της κεφαλαιαγοράς. Όταν οι χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων ξεπερνούν τις οικονομικές δυνατότητες των ιδιοκτητών, καθώς και τα πιστωτικά όρια των τραπεζών, τότε οι επιχειρήσεις στρέφονται στην κεφαλαιαγορά για την χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Οι εισαγωγές εταιρειών στο χρηματιστήριο αποτελούν μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης της ανάπτυξης κάθε επιχείρησης.

Η επιτυχία της εισαγωγής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε επίπεδο που να αντιπροσωπεύει την εσωτερική αξία της μετοχής. Ο καθορισμός αυτής της τιμής δεν είναι εύκολος και συνεπάγεται αβεβαιότητα τόσο για τους αρχικούς ιδιοκτήτες – μετόχους, όσο και για τους νέους επενδυτές που αγοράζουν τους νέους τίτλους. Σε περίπτωση υπερτίμησης της μετοχής σε σχέση με την πραγματική της αξία, οι μετοχές ή δεν διατίθενται καθόλου ή αν διατεθούν δημιουργούν μετακύλιση πλούτου από τους νέους μετόχους στους παλαιούς.

Σε περίπτωση υποτίμησης της μετοχής σε σχέση με την πραγματική της αξία προκύπτει μετακύλιση πλούτου από τους παλαιούς στους νέους μετόχους. Επομένως, προς το συμφέρον και των δύο πλευρών είναι ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής σε ένα επίπεδο που να αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της μετοχής. Ως πραγματική αξία θεωρείται η τιμή της μετοχής όπως αυτή

διαμορφώνεται στην χρηματιστηριακή αγορά αμέσως μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο.

Για τον περιορισμό των κινδύνων αυτών οι εταιρείες χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες επενδυτικών συμβούλων και αναδόχων, οι οποίοι καθορίζουν την τιμή της μετοχής και αναλαμβάνουν τη διάθεση των νέων μετοχών. Οι συνθήκες και οι διαδικασίες εισαγωγής νέων μετοχών καθώς και ο ρόλος των αναδόχων καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από το θεσμικό πλαίσιο.

Τα στοιχεία που προκύπτουν από σχετικές μελέτες στην Ελλάδα δείχνουν στατιστικά σημαντικές θετικές αρχικές αποδόσεις (Παπαϊωάννου και Τραυλός [1995], Kazantzis και Levis [1995], Papachristou and Panagos [1995] και Tsetsekos [1995]) και στατιστικά μη σημαντικές ετήσιες αποδόσεις σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και σε σχέση με τη γενικότερη πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη κατά τη διάρκεια της αντίστοιχης περιόδου.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τη διεθνή βιβλιογραφία οι μετοχές εισάγονται με σημαντική υποτίμηση της αρχικής τους αξίας η οποία κυμαίνεται από 4% στη Γαλλία έως και 289% στη Κίνα. Οι κύριες θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο αυτό στηρίζονται στην υπόθεση του μη τέλει ανταγωνισμού μεταξύ των αναδόχων εταιρειών και σε αυτή της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των διαφόρων συμβαλλόμενων στην έκδοση των νέων τίτλων πλευρών.

Η εργασία αυτή είναι η διερεύνηση της εισαγωγής των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) με ιδιαίτερη έμφαση στη χρηματιστηριακή πορεία των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους. Στο 2ο κεφάλαιο εξηγούνται οι λόγοι που ωθούν τις εταιρείες στην εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Στο 3ο κεφάλαιο περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο που καθορίζει τις εισαγωγές στο ΧΑΑ και η διαδικασία αρχικής εισαγωγής, και οι προϋποθέσεις εισαγωγής στο ΧΑΑ. Στο 4ο κεφάλαιο παρουσιάζονται μέθοδοι διαμόρφωσης του κόστους εισαγωγής και καθορισμού της τιμής εισαγωγής μιας νέας μετοχής. Στο 5ο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια ανασκόπηση της θεωρητικής και εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με τη συμπεριφορά τιμών των αρχικών εισαγωγών. Στο 6ο κεφάλαιο πραγματοποιείται παρουσίαση της μεθοδολογίας διερεύνησης της συμπεριφοράς

των τιμών μετοχών που εισάγονται για πρώτη φορά για διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ. Τέλος, στο 7ο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση των συμπερασμάτων που προκύπτουν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## 2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.

Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο είναι για να διαφοροποιήσει ο ιδιοκτήτης των κίνδυνο των περιουσιακών στοιχείων, για να αυξήσει τη ρευστότητα της επένδυσής του, ή για την άντληση νέων κεφαλαίων και τον καθορισμό της αντικειμενικής αξίας της εταιρείας.

### 2.1 Διαφοροποίηση του Κινδύνου των Περιουσιακών Στοιχείων του Ιδιοκτήτη.

Καθώς η εταιρεία αναπτύσσεται και η αξία της μεγαλώνει, οι ιδιοκτήτες της έχουν το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους επενδυμένο στην επιχείρηση αυτή. Πουλώντας μέρος των μετοχών τους με δημόσια εγγραφή έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν άλλες επενδύσεις. Έτσι, επιτυγχάνουν μεγαλύτερη διασπορά του χαρτοφυλακίου τους, μειώνοντας τον κίνδυνό του.

### 2.2 Αύξηση Ρευστότητας Επένδυσης

Οι μετοχές μιας επιχείρησης μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο έχουν πολύ περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης με αποτέλεσμα οι μέτοχοι που θέλουν να ρευστοποιήσουν το σύνολο ή τμήμα της επένδυσής τους είναι δύσκολο να βρουν αγοραστή για τις μετοχές τους και ακόμα και στην περίπτωση που βρεθεί αγοραστής να είναι δύσκολος ο καθορισμός της τιμής των μετοχών. Αυτά τα προβλήματα δεν παρουσιάζονται στην περίπτωση εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών καθώς υπάρχει αγορά για τις μετοχές και η τιμή τους καθορίζεται από τους κανόνες ζήτησης και προσφοράς της αγοράς.

### 2.3 Άντληση Κεφαλαίων

Μια εταιρεία που έχει ανάγκη κεφαλαίων για την επίτευξη των επιχειρησιακών σχεδίων της μπορεί να αυξήσει τα επίπεδα δανεισμού της, να στραφεί στους υπάρχοντες μετόχους ή να προσπαθήσει να προσελκύσει νέους μετόχους. Ο δανεισμός της εταιρείας δεν είναι ανεξάντλητος και το κόστος του είναι μεγάλο και κάποιες φορές απαγορευτικό. Οι υπάρχοντες μέτοχοι μπορεί να μην είναι σε



θέση να χρηματοδοτήσουν περαιτέρω την εταιρεία ή να επιθυμούν μεγαλύτερη διαφοροποίηση των επενδύσεών τους αποφεύγοντας να αυξήσουν την επένδυσή τους στη συγκεκριμένη εταιρεία. Η εύρεση εξωτερικών επενδυτών είναι πολύ δύσκολη στην περίπτωση που οι παλιοί μέτοχοι διατηρούν υψηλό βαθμό διαχειριστικού ελέγχου. Με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο μέσω δημόσιας εγγραφής η εταιρεία παραχωρεί μεγάλο μέρος του διαχειριστικού της ελέγχου προσελκύοντας νέους μετόχους και αντλώντας έτσι το κεφάλαιο που της είναι απαραίτητο για την επίτευξη των στρατηγικών της σχεδίων. Για την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο η εταιρεία καταθέτει αίτηση στις χρηματιστηριακές αρχές οι οποίες δίνουν την έγκριση εισαγωγής μετά από έλεγχο της εταιρείας. Αυτή η διαδικασία ουσιαστικά πιστοποιεί την ποιότητα της εταιρείας και τονώνει την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην μελλοντική πορεία της εταιρείας.

#### 2.4 Καθορισμός Αντικειμενικής Αξίας της Εταιρείας

Με την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο καθίσταται πιο εύκολος ο καθορισμός της αξίας της εταιρείας στην αγορά. Αυτό διευκολύνει σημαντικά την αποτίμηση της εταιρείας σε περίπτωση συγχωνεύσεως καθώς και την περίπτωση στην οποία η εταιρεία θέλει να δώσει μετοχικό κίνητρο (stock incentive) στα διοικητικά της στελέχη καθώς γίνεται πιο εύκολη η αποτίμηση της αξίας των κινήτρων αυτών. Επιπλέον τα στελέχη της εταιρείας προτείνουν να έχουν στην κατοχή τους μετοχές ή δικαιώματα σε μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο καθώς αυτό τις κάνει ευκολότερα ρευστοποιήσιμες.

### 3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

#### 3.1 Διαδικασία Αρχικής Εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ

Η διαδικασία μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ξεκινά με την επίδοση εντολής από την εταιρεία σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που θα αναλάβει το ρόλο του Συμβούλου Έκδοσης. Αυτός επιμελείται τη διαδικασία εισαγωγής χωρίς όμως να υποχρεούται να λειτουργήσει ως ανάδοχος της έκδοσης. Η εταιρεία μπορεί εναλλακτικά να απευθυνθεί απευθείας σε ένα ανάδοχο ο οποίος θα επιμεληθεί τη διαδικασία εισαγωγής και θα αναλάβει και την αναδοχή. Οι υπηρεσίες του συμβούλου έκδοσης περιλαμβάνουν την οργάνωση της εισαγωγής και της κοινοπραξίας των αναδόχων.

Η επιλογή των μελών της κοινοπραξίας των αναδόχων εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως υποδείξεις της εκδότριας εταιρείας, προηγούμενες σχέσεις με τον κύριο ανάδοχο ή σύμβουλο, ή αναγκαιότητα επαφής αναδόχων – μελών με ανεπτυγμένα δίκτυα διανομής. Η οργάνωση της κοινοπραξίας ακολουθείται από την υπογραφή της σύμβασης στην οποία περιγράφεται ο τρόπος διανομής των μετοχών ανάμεσα στα μέλη της κοινοπραξίας σε σχέση με την υποχρέωση διανομής και αναδοχής. Η θέση των αναδόχων είναι ιδιαίτερα δύσκολη γιατί η μακροχρόνια επιτυχής λειτουργία τους στον σχετικό κλάδο εξαρτάται από τη διατήρηση καλής φήμης τόσο απέναντι στις επιχειρήσεις που προσφεύγουν για άντληση κεφαλαίων στο χρηματιστήριο όσο και απέναντι στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό.

Παρόλο που η τιμή εισαγωγής καθορίζεται με συμφωνία μεταξύ εκδότη και κυρίου αναδόχου, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην πράξη προτείνει διαφορετική τιμή, συνήθως χαμηλότερη από την αρχική. Με τον Νόμο 2324/95 η ευθύνη για τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής ανήκει εξολοκλήρου στον ανάδοχο με το ΧΑΑ να μην επεμβαίνει στη διαδικασία. Η τιμή εισαγωγής συνήθως καθορίζεται με τη μέθοδο του πολλαπλασιασμού των κερδών ανά μετοχή με τον λόγο τιμής – κερδών ανά μετοχή. Ο λόγος καθορίζεται με βάση

τους λόγους που ισχύουν για άλλες εταιρείες του ίδιου κλάδου ή εταιρειών με παρεμφερές αντικείμενο, κατά τον χρόνο διάθεσης.

Τα κέρδη ανά μετοχή συνήθως αντανakλούν την πρόβλεψη κερδών στο τέλος του χρόνου της εισαγωγής. Στο ενημερωτικό φυλλάδιο που εκδίδεται πριν την εισαγωγή παρουσιάζονται συγκριτικά στοιχεία και προβλέψεις που αφορούν την εταιρεία επιτρέποντας έτσι στους επενδυτές να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την αξία της μετοχής.

Στη συνέχεια, αφού οριστεί η τιμή, καθορίζεται από τους αναδόχους, σε συνεννόηση με το χρηματιστήριο, η περίοδος εγγραφών της έκδοσης, δηλαδή ο χρόνος επίσημης προσφοράς των νέων μετοχών στο επενδυτικό κοινό. Κατά την διάρκεια αυτού του διαστήματος οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές εγγράφονται στη νέα έκδοση. Η καθυστέρηση ανάμεσα στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και την περίοδο εγγραφής μπορεί να έχει διάρκεια πολλών ημερών. Με το Νόμο 2324/95 η τιμή εισαγωγής πρέπει να ανακοινωθεί τουλάχιστον τρεις ημέρες πριν την έναρξη της περιόδου εγγραφών. Με βάση το Νόμο 2651/98 καθορίστηκε ότι στην περίπτωση που ακολουθηθεί η διαδικασία του book building, ο ανάδοχος έχει το δικαίωμα να ανακοινώσει την τιμή εισαγωγής μέχρι και μια εργάσιμη ημέρα μετά το τέλος των εγγραφών. Υποχρεούται όμως να δηλώσει στο ενημερωτικό δελτίο της έκδοσης ένα εύρος τιμών για την εισαγωγή.

Η περίοδος εγγραφών συνήθως διαρκεί τρεις με τέσσερις ημέρες, αλλά υπάρχει δυνατότητα παράτασης σε περίπτωση που οι εγγραφές γίνονται με αργό ρυθμό για να αυξήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους στην έκδοση, πολλοί επενδυτές υποβάλλουν δηλώσεις εγγραφής για πολλαπλάσια ποσότητα μετοχών από εκείνη που θα ήθελαν να αγοράσουν, προκαλώντας υπερκάλυψη της έκδοσης.

Οι μετοχές διανέμονται μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών με αναλογική βάση. Ο τρόπος κατανομής στους επενδυτές περιγράφεται συνήθως στο ενημερωτικό φυλλάδιο και στην αναγγελία που καλεί το κοινό στη δημόσια εγγραφή. Οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές εγγράφονται στα γραφεία τραπεζών ή χρηματιστηριακών εταιρειών που αναφέρονται στην αναγγελία δημόσιας εγγραφής.

Οι νέες μετοχές ξεκινούν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών περίπου ένα μήνα μετά το πέρας της δημόσιας εγγραφής. Στην περίπτωση που η προσφορά αποτύχει, οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν το τμήμα της έκδοσης που έμεινε αδιάθετο καταβάλλοντας στον εκδότη την αξία των μετοχών, υπολογισμένη στην τιμή εισαγωγής.

Για τις υπηρεσίες του ο ανάδοχος λαμβάνει ποσοστό επί των συνολικών εσόδων της εισαγωγής. Το ποσοστό αυτό κυμαίνεται ανάμεσα σε 2,5% και 3% επί της τιμής εισαγωγής για την αναδοχή, ενώ για τη διάθεση ανάμεσα σε 0,5% και 1%. Η αμοιβή διάθεσης αποδίδεται στους αναδόχους αναλογικά με τις εγγραφές που πραγματοποίησε το δίκτυό τους συνεπώς τα μέλη της κοινοπραξίας με μεγάλη ικανότητα διάθεσης, όπως τράπεζες, έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να κερδίσουν μεγαλύτερη αναλογικά αμοιβή δικτύου.

Μέρος της αρχικής έκδοσης είναι δυνατόν να καλυφθεί με ιδιωτική τοποθέτηση. Ιδιωτικά τοποθετούμενες μετοχές συνήθως δίνονται σε εταιρικά διευθυντικά στελέχη, μέλη του διοικητικού συμβουλίου, το προσωπικό και άλλα άτομα. Το πλήθος των ιδιωτικά τοποθετούμενων μετοχών προστίθεται στον αριθμό των μετοχών της εταιρείας, προκειμένου να υπολογιστεί το 25% του νέου μετοχικού κεφαλαίου που εκδίδεται με την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο και διατίθεται με δημόσια εγγραφή αλλά σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να ξεπερνά το 5% της αύξησης.

### 3.2. Προϋποθέσεις Εισαγωγής στο ΧΑΑ.

#### 3.2.1. Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Κύρια Αγορά.

Να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ίσο με 11.738.811,45 (4 δις δρχ.)

Να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις ως ΑΕ για τρεις (3) τουλάχιστον χρήσεις.

Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό.

Να έχει ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές που είναι αντικείμενο εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετόχων της ίδιας κατηγορίας.

Να έχει ορίσει ανάδοχο.

Να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο.

### 3.2.2. Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά.

Να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ίσο με 2.934.702,86 (1 δις δρχ).

Να έχει δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για δύο (2) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις.

Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση.

Να έχει ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της. Η διασπορά θεωρείται επαρκής όταν οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 20% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Να έχει ορίσει ανάδοχο.

Να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο.

### 3.2.3. Προϋποθέσεις Εισαγωγής στην NEXA.

Να έχει ίδια κεφάλαια 586.940,57 (200 εκατ. δρχ.)

Να έχει δημοσιεύσει τις οικονομικές καταστάσεις της ως ΑΕ για δύο ( 2 ) τουλάχιστον χρήσεις.

Να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις.

Να έχει ικανοποιητική διασπορά διανέμοντας στο ευρύ επενδυτικό κοινό τουλάχιστον 20% των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

Να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο .

Να έχει ορίσει ανάδοχο.

Να έχει αναθέσει σε ένα τουλάχιστον μέλος του ΧΑΑ το ρόλο του ειδικού διαπραγματευτή.

### 3.2.4. Προϋποθέσεις Μετάταξης από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά.

Να έχει παραμείνει στην Παράλληλη αγορά τουλάχιστον για δυο ( 2 ) έτη από την εισαγωγή της.

Να πληροί τους όρους εισαγωγής στην Κύρια.

Να έχει χρησιμοποιήσει τα αντληθέντα κεφάλαια σύμφωνα με τα αναφερόμενα στα σχετικά ενημερωτικά δελτία.

Να μην προβεί σε παραβιάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας ενώ ήταν στην παράλληλη αγορά.

### 3.2.5. Διαγραφή Εταιρειών.

Εάν η εταιρεία έχει αρνητική καθαρή θέση τις τελευταίες δυο χρήσεις

Εάν το ύψος των ετήσιων πραγματικών συναλλαγών των μετοχών της εταιρείας δεν υπερβαίνει το 1% του συνόλου των κυκλοφορούντων τεμαχίων .

Εάν η εταιρεία έχει κηρυχθεί σε πτώχευση ή έχει τεθεί υπό εκκαθάριση.

Εάν η εταιρεία δεν τηρεί καθ'υποτροπή τις διατάξεις τη χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Εάν μέλη του ΔΣ, διευθύνοντες σύμβουλοι ή υπάλληλοι της έχουν τιμωρηθεί καθ'υποτροπή για παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Εάν η εταιρεία παραλείπει να ενημερώνει εγκαίρως το ΧΑΑ για οποιοδήποτε γεγονός που μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής.

Εάν η εταιρεία –νομικοί εκπρόσωποι της, εντός του πλαισίου δραστηριοτήτων της εταιρείας, έχουν καταδικαστεί τελεσιδίκως για απάτη ,φοροδιαφυγή και λαθρεμπόριο.

### 3.2.6. Συνοπτικά Στοιχεία Νέων Εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1993 – 2002. Όπως φαίνεται κατά το 1994 εισήχθησαν οι περισσότερες εταιρείες στο ΧΑΑ, συνολικά 46. Το 1995 και το 1996 εισήχθησαν 20 νέες μετοχές, ενώ οι λιγότερες αρχικές εισαγωγές πραγματοποιήθηκαν το 1993. Το 1997 εισήχθησαν 12 νέες μετοχές, ενώ το 1998 ο αριθμός των νεοεισερχομένων γίνεται 21, για να φτάσουμε το 1999 στις 36 νέες μετοχές και το 2000 πολύ κοντά στο επίπεδο του 1994 με 41 νέες μετοχές .Το

2001 μόνο 24 νέες μετοχές εισέρχονται στο ΧΑΑ, ενώ το 2002 ο αριθμός των νεοεισερχομένων <πέφτει > στις 19. Συνολικά εισήχθησαν 249 νέες μετοχές στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1993-2002.

Πίνακας 1

Ετήσιος Αριθμός Δημοσίων Εγγράφων για την Εισαγωγή Εταιρειών στο ΧΑΑ

Περίοδος 1993 – 2002

Έτος	Αριθμός Εταιρειών / Εγγράφων
1993	10
1994	46
1995	20
1996	20
1997	12
1998	21
1999	36
2000	41
2001	24
2002	19
Σύνολο	249

Πηγή: Ετήσια στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

#### 4. Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΙΤΛΩΝ

Η εκδότρια εταιρεία επιβαρύνεται από διάφορα έξοδα που προκύπτουν από τη δημόσια προσφορά τίτλων. Αυτά τα έξοδα μπορούν να καταταγούν σε τρεις βασικές κατηγορίες.

Την πρώτη αποτελούν τα άμεσα έξοδα που επιβαρύνουν τον εκδότη ή τον διαμεσολαβητικό οργανισμό που βοηθά στην έκδοση. Αυτά περιλαμβάνουν το κόστος διαφημίσεων και ανακοινώσεων σχετικά με τον εκδότη, τα τέλη εισαγωγής στο χρηματιστήριο, νομικά και άλλα έξοδα.

Στην δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται τα έξοδα και η αμοιβή του αναδόχου και συμβούλου έκδοσης τα οποία υπολογίζονται ως ποσοστό επί του συνόλου της απόδοσης της νέας έκδοσης και πληρώνονται απευθείας από την εκδότρια εταιρεία. Η διαφορά ανάμεσα στην συνολική απόδοση της έκδοσης και την απόδοση μετά την αφαίρεση των εξόδων και της αμοιβής του αναδόχου ονομάζεται μικτή ή εμφανής διαφορά (gross ή explicit spread).

Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει την πιθανή υποτίμηση της τιμής των νέων τίτλων, δηλαδή πιθανή διάθεση των μετοχών σε τιμή εισαγωγής χαμηλότερη από την πραγματική τιμή της αγοράς. Με τον όρο τιμής αγοράς αναφερόμαστε στην προσδοκώμενη τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής της στο ΧΑΑ.

Η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής εισαγωγής καλείται αφανής διαφορά (implicit spread), και όταν είναι θετική αποτελεί ένδειξη υποτίμησης των νέων τίτλων.

Για την ανάλυση της συμπεριφοράς των αρχικών εισαγωγών, δηλαδή για τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και την ανάλυση της σχέσης της με την πραγματική τιμή της αγοράς, είναι απαραίτητη η εξέταση του κόστους εισαγωγής και της σχέσης του με την τιμή εισαγωγής. Για την εξέταση αυτή υποθέτουμε μια απλή αλλά αρκετά γενική διαδικασία αναδοχής αρχικών εισαγωγών σύμφωνα με την οποία ο εκδότης συμβάλλεται με τον ανάδοχο ο οποίος σε συνεργασία με μια κοινοπραξία αναδόχων οργανώνει την έκδοση, παρέχει συμβουλές σχετικά με την τιμή εισαγωγής, εγγυάται ένα ορισμένο ποσό προσόδων στον εκδότη και αναλαμβάνει τη διάθεση των μετοχών στην αγορά.



Ο ανάδοχος βρίσκεται αντιμέτωπος με δύο βασικά προβλήματα. Κατά πρώτον πρέπει να προσδιορίσει τα συνολικά έξοδα της εισαγωγής και κατά δεύτερον πρέπει να καθορίσει την τιμή εισαγωγής έτσι ώστε η διάθεση των νέων μετοχών να είναι εφικτή στην τιμή αυτή. Επιπλέον, η τιμή εισαγωγής πρέπει να καθορισθεί έτσι ώστε να καλύπτει το κόστος του αναδόχου για όλες τις παρεχόμενες υπηρεσίες. Η εμφανής διαφορά (explicit spread) υπολογίζεται από τον ανάδοχο με βάση το προσδοκώμενο κόστος εισαγωγής. Αυτό επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την τιμή εισαγωγής και τη σχέση της με την τιμή αγοράς όπως αυτή θα διαμορφωθεί κατά το χρόνο διάθεσης των τίτλων.

#### 4.1 Έξοδα Εισαγωγής Τίτλων

Οι συμβάσεις αναδοχής νέων εκδόσεων που επικρατούν διεθνώς παρά τις κάποιες μικρές διαφορές που μπορεί να παρουσιάζουν, περιλαμβάνουν τις εξής κατηγορίες υπηρεσιών. Παραγωγή (origination), αναδοχή, αποτίμηση των τίτλων (καθορισμός τιμής εισαγωγής) και διανομή. Στη συνέχεια περιγράφονται οι υπηρεσίες αυτές και αναφέρονται οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος τους.

##### 4.1.1 Κόστος Παραγωγής

Το κόστος αυτό αναφέρεται στα έξοδα για την προετοιμασία της έκδοσης για την προσφορά της στην αγορά. Περιλαμβάνει το κόστος σχεδιασμού και καθορισμού των γενικών χαρακτηριστικών της έκδοσης, το κόστος οικονομοτεχνικής, λογιστικής, χρηματοπιστωτικής και νομικής διερεύνησης των νέων τίτλων και του εκδότη. Επιπλέον περιλαμβάνει και το κόστος της επιμέλειας των απαραίτητων εγγράφων και διαδικασιών που προβλέπονται από τους κανονισμούς και τη νομοθεσία για τις εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ. Στη συνέχεια πραγματοποιείται μια σύντομη περιγραφή του κόστους των υπηρεσιών αυτών και καθορίζονται οι κύριοι παράγοντες που το επηρεάζουν.

Η ανταγωνιστικότητα και η επαγγελματική φήμη του κυρίως αναδόχου συντελούν στην επιτυχία της παραγωγής. Επομένως, στην αμοιβή του κυρίου αναδόχου εκτός από τα άμεσα έξοδα που συνδέονται με την υπηρεσία της παραγωγής περιλαμβάνεται και κάποιο ποσό για την ικανότητά του να αναλάβει την έκδοση.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν το κόστος παραγωγής είναι η πολυπλοκότητα του αντικειμένου εργασιών του εκδότη, η πολυπλοκότητα του νεοεισαγόμενου τίτλου και ο τύπος της προσφοράς (π.χ. αρχική εισαγωγή ή έκδοση ήδη διαπραγματευόμενου τίτλου, εθνική ή διεθνής διάθεση, κ.λ.π.) . το κόστος της υπηρεσίας παραγωγής είναι ανάλογο με το χρόνο που χρειάζεται για την οργάνωση, το σχεδιασμό και τη διερεύνηση της έκδοσης.

#### 4.1.2. Το Κόστος Αναδοχής

Με την αναδοχή μιας νέας έκδοσης, η ανάδοχος εταιρεία εγγυάται στην εκδότρια εταιρεία την άντληση ενός ορισμένου κεφαλαίου από τη δημόσια προσφορά τίτλων, ανεξάρτητα από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κατά το χρόνο της διάθεσης των νέων τίτλων.

Η τιμή στον εκδότη και η τιμή εισαγωγής καθορίζονται συνήθως αρκετά νωρίτερα από τη διάθεση των νέων τίτλων. Επομένως κάποια αλλαγή στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά είναι δυνατόν να έχει ως αποτέλεσμα η προσδοκώμενη τιμή αγοράς κατά την περίοδο διάθεσης, να είναι τέτοια ώστε η έκδοση να μην απορροφηθεί από τους επενδυτές στο σύνολό της. Στην περίπτωση που κατά την περίοδο διάθεσης των νέων τίτλων η αναμενόμενη τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την τιμή εισαγωγής, οι επενδυτές θα αποφύγουν να συμμετάσχουν στη νέα έκδοση και η ανάδοχος εταιρεία θα υποστεί ζημιές καθώς θα είναι υποχρεωμένη να αγοράσει μέρος ή το σύνολο της έκδοσης στην τιμή εισαγωγής.

Ο κίνδυνος που προέρχεται από την αλλαγή των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά στη χρονική περίοδο ανάμεσα στη σύναψη της σύμβασης αναδοχής και τη διάθεση των νέων τίτλων ονομάζεται κίνδυνος αναμονής (waiting risk).

Υπάρχει βέβαια πάντα ο κίνδυνος κακής εκτίμησης της πραγματικής αξίας των νεοεισαγόμενων τίτλων, ακόμα και στην περίπτωση που οι συνθήκες της αγοράς παραμείνουν αμετάβλητες. Υπάρχει δηλαδή η πιθανότητα η τιμή εισαγωγής που καθορίστηκε, λόγω εσφαλμένης εκτίμησης να μην αντανάκλα την προσδοκώμενη τιμή των νέων τίτλων που θα διαμορφωθεί στην αγορά μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους. Σε τέτοια περίπτωση και λόγω της σύμβασης αναδοχής, ο ανάδοχος κινδυνεύει να υποχρεωθεί να αγοράσει μέρος ή το σύνολο των

τίτλων στην τιμή εισαγωγής που είναι υψηλότερη από την τιμή αγοράς. Ο κίνδυνος εσφαλμένης εκτίμησης της προσδοκώμενης τιμής αγοράς καλείται κίνδυνος αποτίμησης (pricing risk).

Επομένως το κόστος αναδοχής εξαρτάται από το μέγεθος του κινδύνου αναμονής και του κινδύνου αποτίμησης της συγκεκριμένης εισαγωγής. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τους παραπάνω κινδύνους είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και την τελική διάθεση των νέων τίτλων, ο βαθμός αβεβαιότητας για τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και ο βαθμός αστάθειας της αγοράς κατά το χρόνο διάθεσης. Σημαντικό παράγοντα αποτελεί και η ποιότητα των πληροφοριών που έχει στην διάθεσή του ο ανάδοχος όσον αφορά την εταιρεία καθώς και η εμπειρία και η ικανότητα του αναδόχου σχετικά με την αποτίμηση των νέων τίτλων γενικά.

Οι Smith [1977], Marsh [1979] & Papachristou and Papagos [1995] προτείνουν μια πιο θεωρητική προσέγγιση για τον προσδιορισμό του κόστους αναδοχής η οποία βασίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή η αναδοχή μπορεί να εξομοιωθεί με ένα συνθετικό χρηματοοικονομικό δικαίωμα πώλησης το οποίο προκύπτει με βάση τις συναλλακτικές πράξεις που ορίζονται με τη σύναψη του συμβολαίου αναδοχής. Από τη μελέτη της υπόθεσης αυτής προκύπτει το συμπέρασμα ότι το κόστος αναδοχής εξαρτάται από τους ίδιους παράγοντες που επηρεάζουν τον κίνδυνο αναμονής και αποτίμησης.

#### 4.1.3. Το Κόστος Αποτίμησης

Με τον όρο αποτίμηση αναφερόμαστε στον καθορισμό της τιμής εισαγωγής. Η τιμή στην οποία θα διατεθεί η έκδοση από τους αναδόχους δεν πρέπει να είναι ούτε υψηλότερη, ούτε χαμηλότερη από την πραγματική τιμή αγοράς. Στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής καθοριστεί σε επίπεδο υψηλότερο από αυτό της τιμής αγοράς, οι επενδυτές δεν θα απορροφήσουν τους νέους τίτλους. Στην αντίθετη περίπτωση που η τιμή εισαγωγής καθοριστεί σε επίπεδο χαμηλότερο από αυτό της τιμής αγοράς οι νέοι επενδυτές θα αποκομίσουν κέρδη σε βάρος των παλαιών μετόχων οι οποίοι τους διαθέτουν τους νέους τίτλους. Επομένως για την αποφυγή των παραπάνω προβλημάτων, η τιμή εισαγωγής πρέπει να

καθοριστεί στο επίπεδο της προσδοκώμενης τιμής αγοράς που εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί κατά το χρόνο διάθεσης.

Για την εκτίμηση της προσδοκώμενης τιμής αγοράς πριν τη διάθεση των τίτλων, απαραίτητη είναι η εκτίμηση της ορθής ή εσωτερικής αξίας των νέων τίτλων καθώς και η πρόβλεψη των συνθηκών ζήτησης και προσφοράς χρηματοοικονομικών τίτλων κατά την περίοδο διάθεσης. Σε αντίθεση με την εσωτερική αξία που εξαρτάται από τους θεμελιώδεις οικονομικούς παράγοντες που χαρακτηρίζουν τους τίτλους, οι συνθήκες ζήτησης και προσφοράς εξαρτώνται από τη ρευστότητα της αγοράς στο χρόνο διάθεσης.

Ο ανάδοχος καλείται να συλλέξει και να αναλύσει όλες τις πληροφορίες που θα τον οδηγήσουν τελικά στην ορθολογική εκτίμηση της προσδοκώμενης τιμής αγοράς των νέων τίτλων. Η ικανότητα του αναδόχου να αποτιμά την αξία των νέων τίτλων βασίζεται στην πλήρη και σε βάθος γνώση της χρηματιστηριακής αγοράς και της ελκυστικότητας των διαφόρων ειδών τίτλων.

Το κόστος αποτίμησης των νέων τίτλων είναι ανάλογο με την μεταβλητότητα της τιμής αγοράς και την αστάθεια των συνθηκών στην αγορά κεφαλαίων αφού αυτές καθιστούν πιο δύσκολη και πιο πολυδάπανη την συλλογή και ερμηνεία σχετικών πληροφοριών. Επίσης, όσο νωρίτερα καθορίζεται η τιμή εισαγωγής σε σχέση με το χρόνο διάθεσης, τόσο πιο δύσκολη καθίσταται η αποτίμηση.

Η παρουσία έμπειρων και αναγνωρισμένων αναδόχων σε μια έκδοση προσθέτει εγκυρότητα στην τιμή εισαγωγής αυξάνοντας έτσι την ελκυστικότητα των νέων τίτλων, ιδιαίτερα σε συνθήκες αστάθειας των αγορών και σε περιπτώσεις εταιρειών με αβέβαιες προοπτικές βιωσιμότητας. Η παρουσία όμως αναγνωρισμένων αναδόχων έχει τον αντίκτυπο της στην αμοιβή του αναδόχου για την υπηρεσία της αποτίμησης αφού αυτοί προσφέρουν και υπηρεσίες πιστοποίησης (certification services) της προτεινόμενης τιμής.

#### 4.1.4. Το Κόστος Διανομής

Στις υπηρεσίες διανομής περιλαμβάνονται η προσπάθεια για ενημέρωση των επενδυτών, η προσέλκυσή τους ώστε να εγγραφούν στην έκδοση και η κατανομή και παράδοση των νέων τίτλων στους αγοραστές.

Οι κυριότεροι παράγοντες που καθορίζουν το κόστος διάθεσης είναι η σχέση της τιμής εισαγωγής με την τιμή αγοράς και το κόστος του κεφαλαίου που επενδύεται από τους αναδόχους στην περίπτωση που δεν διατεθεί πλήρως η έκδοση.

Ο πιο σημαντικός από αυτούς είναι η σχέση της τιμής εισαγωγής με την τιμή αγοράς αφού στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής είναι χαμηλότερη από την τιμή αγοράς η ζήτηση για τους νέους τίτλους θα είναι αυξημένη με αποτέλεσμα να καλυφθεί γρήγορα και με λιγότερα έξοδα η έκδοση. Στην αντίθετη περίπτωση που η τιμή εισαγωγής καθορίζεται σε επίπεδο υψηλότερο από αυτό της τιμής αγοράς, η ζήτηση για τους νέους τίτλους θα είναι μειωμένη με αποτέλεσμα η διάθεσή τους να απαιτεί πολύ πιο έντονη και πολυδάπανη προσπάθεια.

Σε περίπτωση που τελικά δεν διατεθεί ολόκληρη η έκδοση στο επενδυτικό κοινό, οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν τους διαθέσιμους τίτλους. Επομένως όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος κεφαλαίου για την αγορά αυτή έως την τελική ρευστοποίηση των τίτλων, τόσο μεγαλύτερο είναι και το κόστος διάθεσης.

Επομένως η εκτίμηση του κόστους αναδοχής από τον ανάδοχο στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην προσδοκία που έχει για τη σχέση ανάμεσα στις τιμές εισαγωγής και αγοράς

#### 4.2 Το Κόστος Εισαγωγής Αρχικών Εισαγωγών στην Ελλάδα

Το κόστος εισαγωγής στην Ελλάδα εξαρτάται από τις ιδιαίτερες διαδικασίες που ακολουθούνται κατά την αρχική εισαγωγή εταιρειών στο ΧΑΑ.

Η αμοιβή του αναδόχου προέρχεται κυρίως από τις υπηρεσίες αποτίμησης, αναδοχής και διάθεσης της νέας έκδοσης αφού τα έξοδα και η αμοιβή παραγωγής περιλαμβάνονται στην αμοιβή του συμβούλου έκδοσης. Μέρος του κόστους διάθεσης το αναλαμβάνει η εκδότρια εταιρεία καθώς αυτή χρεώνεται τα έξοδα διαφήμισης και προσέλκυσης του κοινού στην δημόσια εγγραφή των νέων τίτλων.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν περισσότερο το κόστος εισαγωγής είναι ο χρόνος καθορισμού της τιμής εισαγωγής και η αδυναμία χρήσης book building, δηλαδή συλλογής προκαταρκτικών εντολών εγγραφής πριν το χρόνο διάθεσης.

Με το Νόμο 2651/98 τα παραπάνω τροποποιήθηκαν δίνοντας πλέον στους αναδόχους τη δυνατότητα book building ενώ επιτρέπεται επίσης να καθορίσουν

την τιμή εισαγωγής μέχρι και την επόμενη ημέρα μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών. Για τη μελέτη αυτή όμως της οποίας τα χρηματιστηριακά δεδομένα φτάνουν έως το 1997, ο παραπάνω νόμος δεν ίσχυε.

Ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής νέων τίτλων στο ΧΑΑ συνήθως απέχει χρονικά δύο με τρεις εβδομάδες από την περίοδο εγγραφών, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο αναμονής. Με το Νόμο 2324/95 καθορίστηκε ότι ο ανάδοχος υποχρεούται να ανακοινώσει την τιμή εισαγωγής μέχρι και τρεις ημέρες πριν την έναρξη της περιόδου εγγραφών αλλά και πάλι συνηθίζεται η τιμή εισαγωγής να δημοσιοποιείται αρκετές ημέρες νωρίτερα. Επίσης, ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής σε συνθήκες διαφορετικές από αυτές που θα επικρατούν κατά την περίοδο διάθεσης των νέων τίτλων αυξάνει τον κίνδυνο αποτίμησης.

Η ισχύουσα μέχρι το 1997 αδυναμία των αναδόχων να σχηματίσουν γνώμη για την προκαταρκτική ζήτηση των νέων τίτλων μειώνει την ικανότητά τους να εκτιμήσουν σωστά την αναμενόμενη τιμή που θα έχουν οι νεοεισαγόμενοι τίτλοι μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους. Έτσι, δυσχεραίνεται η προσπάθειά τους να καθορίσουν την τιμή εισαγωγής σε επίπεδα που να αντανακλούν την αναμενόμενη τιμή αγοράς και επομένως αυξάνει ο κίνδυνος αποτίμησης των νέων τίτλων.

Στην περίπτωση που η διάθεση των τίτλων αποτύχει, ο ανάδοχος αναγκάζεται να περιμένει μεγάλο χρονικό διάστημα έως ότου μπορέσει να ρευστοποιήσει τους τίτλους στη δευτερογενή αγορά αφού η έναρξη της διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί πολλούς μήνες μετά τη λήξη της περιόδου εγγραφών. Το γεγονός αυτό αυξάνει σημαντικά το κόστος διάθεσης της έκδοσης.

Για τον ίδιο λόγο, οι επενδυτές είναι αναγκασμένοι να κρατήσουν στην κατοχή τους νέους τίτλους για μεγάλο χρονικό διάστημα έως ότου μπορέσουν να τους διαπραγματευτούν στην αγορά. Αυτό μειώνει σημαντικά τη ρευστότητα του χαρτοφυλακίου τους.

Τα ελληνικά δεδομένα επομένως δρουν αυξητικά στο κόστος εισαγωγής των νέων τίτλων στο Χρηματιστήριο. Αξιών Αθηνών και ευνοούν τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε επίπεδα που αποδεικνύονται χαμηλότερα από τις *ex ante* τιμές των νέων τίτλων στην αγορά.

#### 4.3. Τιμή Εισαγωγής και Κόστος Εισαγωγής.

Κάτω από ιδανικές συνθήκες η τιμή εισαγωγής θα έπρεπε να είναι η ίδια με την τιμή αγοράς των νέων μετοχών. Τότε η εμφανής διαφορά (διαφορά ανάμεσα στην τιμή εισαγωγής και την τιμή εισαγωγής μειωμένη κατά την αμοιβή του αναδόχου) αντανακλά το προσδοκώμενο κόστος εισαγωγής σε τιμή εισαγωγής ίση με την τιμή αγοράς. Στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής αποδειχθεί χαμηλότερη από την τιμή αγοράς, τότε η αναδοχή έχει πραγματοποιηθεί με λιγότερο κίνδυνο από ότι αρχικά αναμενόταν και η διανομή έχει πραγματοποιηθεί με λιγότερη προσπάθεια και συνεπώς λιγότερες δαπάνες.

Σε αυτή την περίπτωση ο ανάδοχος καρπώνεται καθαρό κέρδος που αντιπροσωπεύει αμοιβή πέρα από το αναμενόμενο κόστος εισαγωγή; Με βάση το οποίο πραγματοποιήθηκε ο υπολογισμός της εμφανούς διαφοράς. Στην αντίθετη περίπτωση όμως που η τιμή εισαγωγής αποδεικνύεται υψηλότερη από την τιμή αγοράς, οι συνέπειες στο κόστος εισαγωγής είναι αντίθετες και ο ανάδοχος έχει απώλειες στην αμοιβή του.

Για τα συμπεράσματα αυτά βασιστήκαμε στην προηγούμενη ανάλυση σύμφωνα με την οποία η τιμή εισαγωγής επηρεάζει το κόστος εισαγωγής. Για μια δεδομένη εκτίμηση της τιμής αγοράς, θεωρητικά θα πρέπει η εμφανής διαφορά να έχει αρνητική σχέση με την αφανή διαφορά (διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής εισαγωγής).

Όσο η τιμή εισαγωγής πλησιάζει την προσδοκώμενη τιμή αγοράς, δηλαδή η αφανής διαφορά μειώνεται, τόσο μεγαλύτερη γίνεται η εμφανής διαφορά ώστε να καλυφθεί το υψηλότερο κόστος εισαγωγής. Στην αντίθετη περίπτωση, όσο μεγαλύτερη γίνεται η αφανής διαφορά ανάμεσα στην τιμή εισαγωγής και την αναμενόμενη τιμή αγοράς, τόσο μικρότερη γίνεται η εμφανής διαφορά αφού το κόστος εισαγωγής μειώνεται η διάθεση γίνεται πιο εύκολη και λιγότερο δαπανηρή.

Όπως είναι φυσικό, στόχος του εκδότη των νέων μετοχών είναι η μεγιστοποίηση των προσόδων του από τη διάθεση των νέων τίτλων στην αγορά. Έτσι, δεν είναι προς το συμφέρον του ο ορισμός της τιμής εισαγωγής σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά της αναμενόμενης τιμής εισαγωγής των τίτλων παρόλο που αυτή η τακτική μειώνει τα έξοδα εισαγωγής και επομένως και την εμφανή διαφορά. Ο εκδότης ωφελείται από την υποτίμηση των νέων τίτλων μόνο στην περίπτωση

που το καθαρό ποσό που θα αποκομίσει στην χαμηλότερη τιμή εισαγωγής είναι μεγαλύτερο από αυτό που αντιστοιχεί σε πλήρη τιμή. Δηλαδή τον ωφελεί η υποτίμηση των νέων τίτλων μόνο εάν το κέρδος που έχει από την μείωση του κόστους εισαγωγής υπερτερεί του επιπλέον ποσού που θα αποκομίσει αν γίνει πλήρης τιμολόγηση των νέων τίτλων (με μεγαλύτερο κόστος εισαγωγής).

Στη συνέχεια θα διερευνηθεί γιατί οι αρχικές εισαγωγές τίτλων γίνονται γενικά κάτω από συνθήκες που υποδηλώνουν υποτίμηση σε σχέση με την τιμή αγοράς. Ως ένδειξη υποτίμησης θεωρείται το γεγονός της θετικής απόδοσης με βάση το κλείσιμο της τιμής της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής της. Οι αποδόσεις αυτές ονομάζονται στη βιβλιογραφία αρχικές αποδόσεις ή αποδόσεις πρώτης ημέρας.



## 5. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Οι θεωρητικές εξηγήσεις που αναφέρονται στο φαινόμενο της υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει αυτές που εξηγούν το φαινόμενο κάτω από συνθήκες τέλει πληροφόρησης ενώ η δεύτερη περιλαμβάνει αυτές που εξηγούν το φαινόμενο κάτω από συνθήκες ατελούς πληροφόρησης.

### 5.1. Συνθήκες Τέλειας Πληροφόρησης (Perfect Information Sets)

Στην περίπτωση που η ενημέρωση όλων όσων συμμετέχουν στην αρχική εισαγωγή κάποιας εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι κοινή, τότε το λιγότερο θα ήταν η εισαγωγή να πραγματοποιηθεί σε τιμή ίση με την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης.

Στην περίπτωση που η τιμή εισαγωγής καθορίζεται σε επίπεδο υψηλότερο από αυτό της τιμής αγοράς η ζήτηση για τους νέους τίτλους θα είναι μειωμένη με αποτέλεσμα η πλήρης διάθεσή τους να καταστεί δύσκολη έως αδύνατη. Στην αντίθετη περίπτωση που η τιμή εισαγωγής είναι χαμηλότερη από την τιμή αγοράς η ζήτηση για τους νέους τίτλους θα είναι αυξημένη αλλά θα είναι σε βάρος του εκδότη αφού θα μπορούσε να διαθέσει τις μετοχές σε τιμή υψηλότερη.

Υπάρχουν βέβαια θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο της υποτίμησης των τιμών των νεοεισαγόμενων μετοχών και οι κυριότερες αφορούν την καθυστέρηση της έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων τίτλων, τη μείωση του κινδύνου αναδοχής, την μονοπωλιακή δύναμη των αναδόχων, την εξασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων, το πλεονέκτημα του εκδότη σε μελλοντικές εκδόσεις και η υπόθεση της «κερδοσκοπικής φυσαλίδας».

#### 5.1.1. Καθυστέρηση Διαπραγμάτευσης και Γενικότερη Άνοδος του Χρηματιστηρίου

Η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών μπορεί να αποδοθεί στην γενικότερη άνοδο του χρηματιστηρίου κατά τη διάρκεια της περιόδου από τον καθορισμό της

τιμής εισαγωγής έως την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η υποτίμηση λοιπόν, σύμφωνα με τον Ritter [1984] μπορεί να οφείλεται στο ότι ενώ η τιμή εισαγωγής καθορίζεται με τα χρηματιστηριακά και γενικότερα οικονομικά δεδομένα αυτής της στιγμής, η έναρξη της διαπραγμάτευσης θα πραγματοποιηθεί κάτω από διαφορετικές συνθήκες αφού θα πραγματοποιηθεί αρκετές εβδομάδες αργότερα. Έτσι λοιπόν οι μεγάλες αρχικές αποδόσεις των νέων εισαγωγών μπορούν να αποδοθούν στις καλύτερες χρηματιστηριακές συνθήκες κατά την περίοδο έναρξης της διαπραγμάτευσης που ωθούν την άνοδο της τιμής της μετοχής και όχι στο ότι αυτή εσκεμμένα υποτιμήθηκε κατά την εισαγωγή της.

#### 5.1.2. Μείωση Κινδύνου Αναδοχής και Συμπληρωματική Αμοιβή Αναδοχής

Καθώς η ανάδοχος εταιρεία σκοπεύει στην διάθεση ολόκληρης της έκδοσης προτιμά τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε χαμηλά επίπεδα έτσι ώστε να διευκολυνθεί η διάθεση των μετοχών και ουσιαστικά να μειωθεί ο κίνδυνος που αυτή αναλαμβάνει.

Σύμφωνα με τους Affleck – Graves και Miller [1989] οι κανονισμοί και οι διαδικασίες αρχικών εισαγωγών στις ΗΠΑ δεν επιτρέπουν στους αναδόχους να καλύπτουν πάντα το κόστος αναδοχής. Για αυτό το λόγο η υποτίμηση των νεοεισαγόμενων τίτλων διευκολύνει τους αναδόχους μειώνοντας το κόστος αναδοχής και εξισορροπώντας το με αυτό τον τρόπο με την αμοιβή αναδοχής.

#### 5.1.3. Μονοπώλιο των Αναδόχων Εταιρειών

Η υπόθεση μονοπωλιακής δύναμης των αναδόχων προϋποθέτει την έλλειψη ανταγωνισμού ανάμεσα στις αναδόχους εταιρείες. Το γεγονός αυτό τις τοποθετεί σε θέση ισχύος στις διαπραγματεύσεις με τις εκδότριες εταιρείες που εξαρτώνται από τις αναδόχους εταιρείες για την εισαγωγή τους. Μια εξήγηση είναι ότι για την εκδότρια εταιρεία η εισαγωγή στο χρηματιστήριο αποτελεί σταθμό στην ιστορία της και συμβαίνει μια μόνο φορά. Αντιθέτως η ανάδοχος εταιρεία έχει πολύ μεγαλύτερη εμπειρία στο χώρο. Βασιζόμενη στη φήμη της είναι σε θέση να επιβάλλει την γνώμη της ακόμα και αν αυτή δεν είναι συμφέρουσα για την εκδότρια εταιρεία.

Η υπόθεση του μονοπωλίου μπορεί να ισχύει μόνο στην περίπτωση που δεν υπάρχει αρκετός ανταγωνισμός ανάμεσα στις αναδόχους εταιρείες. Στην αντίθετη περίπτωση η εκδότρια εταιρεία θα μπορούσε απλά να επιλέξει την ανάδοχο εταιρεία που της εξασφαλίζει την μεγαλύτερη δυνατή καθαρή τιμή και της παρέχει τις καλύτερες υπηρεσίες. Λόγω των συνθηκών ανταγωνισμού οι υπόλοιπες ανάδοχοι εταιρείες θα καθόριζαν τιμές εισαγωγής υψηλότερες από εκείνη που καθόρισε η πρώτη, με σκοπό να κερδίσουν την αμοιβή αναδοχής.

#### 5.1.4. Εξασφάλιση Έναντι Νομικών Κινδύνων

Σύμφωνα με τους Ibbotson [1975] & Tinic [1988] μια πιθανή εξήγηση της υποτίμησης των νεοεισαγόμενων μετοχών είναι η προστασία τόσο της εκδότριας όσο και της αναδόχου εταιρείας από τον κίνδυνο μήνυσης από επενδυτές για εξαπάτηση. 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 ζημιές που μπορούν να προκληθούν στους επενδυτές λόγω παροχής ελλιπών ή λανθασμένων πληροφοριών. Ο κίνδυνος αυτός είναι ιδιαίτερα μεγάλος για τις περιπτώσεις αρχικών εισαγωγών γιατί υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα ανάμεσα στους αντισυμβαλλόμενους όσον αφορά τις σχετικές πληροφορίες. Ουσιαστικά η υποτίμηση μπορεί να θεωρηθεί ως μια επιπλέον εξασφάλιση για την ανάδοχο και την εκδότρια εταιρεία.

Για τον έλεγχο αυτής της υπόθεσης ο Tinic συγκρίνει αρχικές εισαγωγές εταιρειών στο χρηματιστήριο πριν και μετά την εφαρμογή του νόμου τίτλων (securities act) το 1933. Το δείγμα του για τα έτη από 1923 έως 1930 δείχνει μικρότερη υποτίμηση από ότι το δείγμα από το 1966 έως το 1971, επιβεβαιώνοντας έτσι την υπόθεσή του. Η εμπειρική μελέτη αυτή δεν είναι απόλυτα πειστική καθώς οι δύο υπό εξέταση περίοδοι απέχουν αρκετά μεταξύ τους και η νομική μεταχείριση των αρχικών εισαγωγών δεν είναι ο μόνος παράγοντας που μεταβλήθηκε στο μεταξύ τους χρονικό διάστημα.

#### 5.1.5. Πλεονέκτημα του Εκδότη

Μια δημοφιλής εξήγηση του φαινομένου της υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών είναι ότι οι απώλειες που προκύπτουν για την εκδότρια εταιρεία από την υποτίμηση, καλύπτονται σε επόμενες εκδόσεις της ίδιας εταιρείας. Σύμφωνα με τον Ibbotson [1975] οι υποτιμημένες εισαγωγές αφήνουν καλή εντύπωση στους επενδυτές για την εκδότρια εταιρεία με αποτέλεσμα αυτή να μπορέσει να επιτύχει καλύτερες τιμές σε μελλοντικές εκδόσεις τίτλων.

Η υποτίμηση της αρχικής εισαγωγής μπορεί να ληφθεί ως επένδυση στην φήμη της εκδότριας εταιρείας. στην πραγματικότητα είναι πολύ σημαντική η δημοσιότητα της νέας έκδοσης, κυρίως αν αυτή αναμένεται να είναι πολύ επιτυχημένη. σύμφωνα με τον Keeley [1986] μια υπερκαλυμμένη έκδοση εμπνέει αίσθημα επιτυχία και μπορεί να θεωρηθεί σαν μια καλή πολιτική της αγοράς. Με τον τρόπο αυτό η υποτίμηση μπορεί να θεωρηθεί ως έξοδος για δημόσιες σχέσεις και δημοσιότητα της έκδοσης και κατ' επέκταση της εκδότριας εταιρείας.

#### 5.1.6. Θεωρία της "Κερδοσκοπικής Φυσαλίδας" (Speculative Bubble)

Οι λεγόμενες "καυτές εκδόσεις" (hot issues) χαρακτηρίζονται από ζήτηση που ξεπερνά κατά πολύ την περιορισμένη προσφορά των νέων τίτλων. Η υπεραισιοδοξία για τη νέα έκδοση είναι τέτοια έτσι ώστε οι επενδυτές που δεν κατάφεραν στην πρωτογενή αγορά, δηλαδή στην δημόσια εγγραφή, να αποκτήσουν τον αριθμό νέων τίτλων που επιθυμούσαν, θα τους αγοράσουν στην δευτερογενή αγορά μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους. Εφόσον όλοι πιστεύουν ότι η τιμή της μετοχής θα εξακολουθήσει να ανεβαίνει, το αποτέλεσμα είναι μια "κερδοσκοπική φυσαλίδα". Όταν επανέλθει όμως πληροφοριακή ισορροπία, η φυσαλίδα θα έπρεπε κάποια στιγμή να εκραγεί οδηγώντας σε μεγάλες απώλειες.

Ο Ulrich [1989] εξετάζει την απόδοση γερμανικών αρχικών εισαγωγών για δώδεκα μήνες μετά την εισαγωγή τους και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι πράγματι παρατηρείται συνεχής υποαπόδοση κατά το χρονικό διάστημα από το 10ο έως και το 12ο μήνα διαπραγμάτευσης χωρίς όμως να σημειωθεί κάποια πολύ απότομη μείωση όπως προτείνει η συγκεκριμένη θεωρία. Σύμφωνα με τον Ritter [1991] παρατηρούνται σταθερές υποαποδόσεις για ένα διάστημα τριών ετών όσον αφορά τις εισαγωγές στις ΗΠΑ. συγκεκριμένα οι επιπλέον αποδόσεις στο τέλος του χρονικού διαστήματος των τριών ετών γίνονται κατά μέση τιμή

αρνητικές χωρίς όμως απότομες μεταβολές που να συμφωνούν απόλυτα με την θεωρία της "κερδοσκοπικής φυσαλίδας".

## 5.2. Συνθήκες Ατελούς Πληροφόρησης (Imperfect Information Set)

Στην πλειοψηφία τους οι θεωρίες και υποθέσεις που αφορούν στην εξήγηση της υποτίμησης της εισαγωγής νέων μετοχών στο χρηματιστήριο βασίζονται στην παραδοχή ότι οι συμβαλλόμενοι στην εισαγωγή δεν κατέχουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών. Συγκεκριμένα, η ενημέρωση της εκδότριας εταιρείας, της αναδόχου εταιρείας και των επενδυτών δεν είναι η ίδια σε θέματα που αφορούν την εισαγωγή της εκδότριας εταιρείας στο χρηματιστήριο.

Οι θεωρίες αυτές μπορούν να ενταχθούν σε δύο βασικές κατηγορίες από τις οποίες η πρώτη περιλαμβάνει τις θεωρίες σήμανσης (signaling theories) ενώ η δεύτερη περιλαμβάνει τις θεωρίες ασύμμετρων πληροφοριών (asymmetric information).

Η διαφορά των δύο βασικών κατηγοριών θεωριών είναι το κίνητρο για την υποτίμηση. Στην πρώτη κατηγορία η υποτίμηση είναι εσκεμμένη με σκοπό να σημάνει την πραγματική αξία της εκδότριας εταιρείας έτσι ώστε αυτή να φανεί στις τιμές αγοράς των τίτλων μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Στη δεύτερη κατηγορία θεωριών, κύριος σκοπός της υποτίμησης είναι η διευκόλυνση της διάθεσης της έκδοσης των νέων τίτλων στην αγορά.

## 5.3 Θεωρίες Σήμανσης (Signaling Theories)

Η υποτίμηση της αρχικής εισαγωγής αποτελεί το εξισορροπητικό αποτέλεσμα για τον εκδότη που θέλει να σημάνει την ποιότητα του στους επενδυτές. Οι Allen & Faulhaber [1989], Gribblatt & Huang [1989], Welch [1989] & Chemmanur [1993] πρότειναν μια σειρά από μοντέλα σήμανσης για την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών, σύμφωνα με τα οποία η εκδότρια εταιρεία έχει στη διάθεση της πληρέστερες πληροφορίες από αυτές που έχουν οι επενδυτές όσον αφορά την αξία των στοιχείων της. Κάτω από αυτές τις συνθήκες ελλιπούς ενημέρωσης οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να αποφασίσουν αν η εκδότρια εταιρεία είναι υψηλής ποιότητας εταιρεία ή χαμηλής ποιότητας.

Μια εκδότρια εταιρεία υψηλής ποιότητας έχει την δυνατότητα να υποστεί τις απώλειες από την υποτίμηση της τιμής των νέων τίτλων της και να διατηρήσει μια θετική αξία για τους υπάρχοντες μετόχους της. Η εκδότρια εταιρεία αναμένει ότι θα καλύψει τις απώλειες αυτές τόσο με την καλύτερη ανταπόκριση του κοινού σε μελλοντικές εκδόσεις τη ίδιας εταιρείας όσο και με την θετικότερη αντίδραση της τιμής της αγοράς για τους τίτλους της σε μελλοντικές ανακοινώσεις και αποφάσεις της εταιρείας. Ευελπιστεί δηλαδή ότι η διάθεση των νέων τίτλων σε μελλοντικές εκδόσεις θα γίνει σε τιμή υψηλότερη από αυτή στην οποία θα γίνει η διάθεση νέων τίτλων εταιρειών που δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν την υποτίμηση ως σήμα της ποιότητάς τους. Μια εταιρεία χαμηλής ποιότητας δεν έχει τη δυνατότητα να υποστεί τις απώλειες από την υποτίμηση των τίτλων της κατά την αρχική εισαγωγή γιατί οι πιθανότητες μετέπειτα κάλυψης του κόστους αυτού είναι περιορισμένες.

Σύμφωνα με τα μοντέλα αυτά η εκδότρια εταιρεία με την υποτίμηση των τίτλων της παρέχει κίνητρο στο επενδυτικό κοινό να μάθει περισσότερα για αυτήν. Για τις εκδότριες εταιρείες υψηλής ποιότητας αυτή η διαδικασία οδηγεί σε υψηλότερη τιμή των τίτλων κατά την πρώτη ημέρα διαπραγματεύσεώς τους στο χρηματιστήριο από ότι θα συνέβαινε σε άλλη περίπτωση. Το φαινόμενο αυτό επιτρέπει στην εκδότρια εταιρεία να αποταθεί και πάλι στην αγορά κεφαλαίου με νέα έκδοση σε σύντομο χρονικό διάστημα στην οποία θα καρπωθεί τα αποτελέσματα της υποτίμησης της αρχικής εισαγωγής της.

Ο Welch [1992] προτείνει την υπόθεση ότι οι υψηλής ποιότητας εταιρείες υποτιμούν τους τίτλους τους ώστε να μπορέσουν να διαθέσουν νέους τίτλους στην αγορά αργότερα σε καλύτερες τιμές. Από εμπειρικές μελέτες προέκυψε ότι οι εταιρείες που υποτιμούν την αρχική εισαγωγή τους είναι πιθανότερο να επιστρέψουν στην αγορά κεφαλαίου αντλώντας μεγάλο όγκο κεφαλαίων από ότι οι εταιρείες που δεν υποτίμησαν ή υποτίμησαν λιγότερο την αρχική τους εισαγωγή.

Η παραπάνω υπόθεση καθώς και αυτές σύμφωνα με τις οποίες i) όσο περισσότερο υποτιμά μια εταιρεία την αρχική εισαγωγή της τόσο πιθανότερο είναι να προβεί σε μελλοντική έκδοση νέων τίτλων και ii) όσο περισσότερο υποτιμά μια εταιρεία την αρχική εισαγωγή της τόσο συντομότερα θα προβεί σε

άντληση κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών, ελέγχθηκαν από τους Jegadeesh, Weinstein & Welch [1993] με δεδομένα της αγοράς των ΗΠΑ και βρήκαν ασθενή συσχέτιση ανάμεσα στα δύο γεγονότα.

#### 5.4. Θεωρίες Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theories)

Ανάλογα με το ποια συναλλασσόμενα μέρη έχουν ετερογενείς πληροφορίες οι θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης μπορούν να ταξινομηθούν σε αυτές που υποθέτουν ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε εκδότες και αναδόχους, ανάμεσα σε επενδυτές, ανάμεσα σε εκδότες και επενδυτές και ανάμεσα σε αναδόχους και επενδυτές.

##### 5.4.1. Ασυμμετρία Πληροφοριών Ανάμεσα σε Εκδότες και Αναδόχους

Ο Baron [1982] ανέπτυξε ένα μοντέλο βασισμένο στην υπόθεση ότι η ανάδοχος εταιρεία έχει περισσότερες πληροφορίες όσον αφορά την κεφαλαιαγορά και την αγοραία αξία των νέων τίτλων από ότι η εκδότρια εταιρεία. Υποστηρίζει επίσης ότι η φήμη και η εμπειρία του αναδόχου αντικατοπτρίζει την αξιοπιστία της αρχικής εισαγωγής δημιουργώντας έτσι αυξημένη ζήτηση για τις νέες μετοχές. Παρόλο που η εκδότρια εταιρεία δεν είναι σε θέση να ελέγξει πλήρως τις ενέργειες της αναδόχου εταιρείας όσον αφορά τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής και τις προσπάθειες για την διάθεση της έκδοσης, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες της αναδόχου εταιρείας από το να προσπαθήσει να κάνει την έκδοση μόνη της. Σύμφωνα με το μοντέλο η ανάδοχος εταιρεία μπορεί σε κάποιο βαθμό να εκμεταλλευτεί το πλεονέκτημα που έχει λόγω της ανώτερης πληροφόρησης και να κερδίσει από τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε χαμηλότερο επίπεδο από αυτό της προσδοκώμενης τιμής αγοράς της μετοχής. Με αυτό τον τρόπο ο ανάδοχος εκτός από την κανονική αμοιβή αναδοχής κερδίζει και από την μείωση του κόστους διάθεσης, αυξάνοντας έτσι τα έσοδά του.

Οι Muscarella & Vetsuypens [1989] έλεγξαν το μοντέλο με δεδομένα των ΗΠΑ. Εξέτασαν 38 εισαγωγές ανάμεσα στο 1971 και το 1987 στις οποίες ο εκδότης τέλεσε και ως ανάδοχος της εισαγωγής του. Στις περιπτώσεις αυτές δεν αναμένεται να υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης καθώς εκδότης και ανάδοχος

είναι ένα και το αυτό. Η υποτίμηση θα πρέπει στη χειρότερη περίπτωση να είναι μικρότερη από αυτή που παρατηρείται σε αντίστοιχο δείγμα περιπτώσεων εισαγωγής εταιρειών στις οποίες η εκδότρια εταιρεία και η ανάδοχος εταιρεία δεν σχετίζονται μεταξύ τους. Κανονικά, αν το μοντέλο του Baron εξηγούσε πλήρως το φαινόμενο της υποτίμησης, θα έπρεπε να μην παρουσιάζεται υποτίμηση των τίτλων στην περίπτωση αυτή έτσι ώστε η εκδότρια – ανάδοχος εταιρεία να εκμεταλλευτεί πλήρως την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Από την εξέταση των δύο δειγμάτων δεν προέκυψαν σημαντικές διαφορές όσον αφορά την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών. Συνεπώς δεν προέκυψαν στοιχεία που να στηρίζουν το μοντέλο του Baron το οποίο εμφανίζει την ανώνυμη πληροφόρηση του αναδόχου ως αιτία της υποτίμησης.

#### 5.4.2. Ασυμμετρία Πληροφοριών Ανάμεσα σε Επενδυτές

Οι θεωρίες που εξηγούν την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών υποθέτοντας ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα στους επενδυτές είναι αυτές της “κακοτυχίας του νικητή» και η υπόθεση των επιρροών.

##### α) υπόθεση Κακοτυχίας του Νικητή (Winners Curse)

Ο Rock [1986] εξετάζει την υποτίμηση των τίτλων κατά την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο ως αποτέλεσμα της ασυμμετρίας πληροφοριών μεταξύ πληροφορημένων και μη πληροφορημένων επενδυτών. Το μοντέλο υποθέτει ότι υπάρχει αβεβαιότητα όσον αφορά την μελλοντική τιμή των μετοχών στην αγορά, υπόθεση που είναι απόλυτα ρεαλιστική. Όσο πιο ετερογενείς είναι οι προσδοκίες, τόσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία των πληροφοριών. Επιπλέον υπόθεση του μοντέλου αποτελεί το ότι η ζήτηση νέων τίτλων από τους πληροφορημένους επενδυτές δεν είναι αρκετά μεγάλη ώστε να καλύψει ολόκληρη την έκδοση.

Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν αν μια έκδοση είναι υποτιμημένη και περιμένουν ότι η τιμή που θα διαμορφωθεί στο χρηματιστήριο για τους νέους τίτλους θα είναι υψηλότερη από την τιμή εισαγωγής. Μόνο τότε συμμετάσχουν στην εγγραφή για τους νέους τίτλους. Όλοι οι υπόλοιποι μη πληροφορημένοι επενδυτές εγγράφονται σε όλες ανεξαρτήτως τις εγγραφές. Επομένως η ζήτηση για τις υποτιμημένες μετοχές είναι υψηλότερη από αυτή για τις υπερτιμημένες



γιατί στις πρώτες συμμετάσχουν και οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές, ενώ αυτοί απέχουν από τις δεύτερες με αποτέλεσμα οι μη πληροφορημένοι επενδυτές να παίρνουν μεγάλο ποσοστό της έκδοσης. Αυτό έχει σαν άμεση συνέπεια οι μη πληροφορημένοι επενδυτές να έχουν κατά μέσο όρο αρνητική απόδοση από τη συμμετοχή τους σε δημόσιες εγγραφές αφού το ποσοστό της έκδοσης που παίρνουν στις υπερτιμημένες και άρα με αρνητική απόδοση εκδόσεις είναι μεγαλύτερο από αυτό που παίρνουν στις υποτιμημένες και άρα με θετική απόδοση εκδόσεις. Το γεγονός αυτό δίνει κίνητρο στους μη πληροφορημένους επενδυτές να μην συμμετάσχουν στην αγορά νέων τίτλων μειώνοντας έτσι σημαντικά τη ζήτηση για αυτούς.

Οι ανάδοχοι, με σκοπό να διατηρήσουν τους μη πληροφορημένους επενδυτές ως αγοραστές στις εισαγωγές νέων τίτλων, αναγκάζονται να καθορίσουν τη μέση τιμή εισαγωγής σε επίπεδα τέτοια ώστε να καλύπτει τις απώλειες των μη πληροφορημένων επενδυτών από τη συμμετοχή τους σε υπερτιμημένες εγγραφές. Σε συνθήκες ισορροπίας οι μη πληροφορημένοι επενδυτές απολαμβάνουν μια ανάλογη με τον κίνδυνο κανονική απόδοση στο κεφάλαιό τους ενώ οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές απολαμβάνουν επιπλέον απόδοση η οποία οριακά καλύπτει το κόστος των προσπαθειών τους για την απόκτηση του πληροφοριακού τους πλεονεκτήματος.

Οι Koh & Walter εξέτασαν την υπόθεση του Rock με δεδομένα τα οποία άντλησαν από τις αρχικές εισαγωγές στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης του οποίου οι διαδικασίες εισαγωγής είναι παρόμοιες με αυτές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι επενδυτές παίρνουν μέρος στην εγγραφή για την αγορά ενός ποσοστού της έκδοσης και στη συνέχεια η κατανομή των τίτλων γίνεται σύμφωνα με μέθοδο που ανακοινώνεται δημόσια. Σύμφωνα με τη μελέτη τους προκύπτουν στοιχεία που ενισχύουν την υπόθεση του Rock. Έτσι προκύπτει ότι οι μη πληροφορημένοι επενδυτές αποκομίζουν απόδοση επενδύσεων μηδενικού κινδύνου και στατιστικά έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εγγραφούν με μεγαλύτερα ποσοστά σε υπερτιμημένες εισαγωγές τίτλων. Οι Lee, Taylor & Walter [1996] εξέτασαν την υπόθεση του Rock χρησιμοποιώντας πιο πρόσφατα δεδομένα από αυτά των Koh & Walter και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η απόδοση που απολαμβάνει ο μη πληροφορημένος επενδυτής διαφέρει ελάχιστα

από ένα risk – free επιτόκιο. Τα δεδομένα λοιπόν υποστηρίζουν την υπόθεση της κατάρας του νικητή (winners curse).

#### β) Υπόθεση των Επιρροών (Cascades Hypothesis)

Ο Welch [1992] προτείνει μια θεωρία σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές χωρίζονται σε καλά πληροφορημένους και λιγότερο καλά πληροφορημένους. Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές εγγράφονται σε μια έκδοση παρασύροντας μαζί τους και άλλους αναποφάσιστους και λιγότερο καλά πληροφορημένους επενδυτές οι οποίοι με τη σειρά τους συμμετέχουν στην νέα έκδοση. Σκοπός του αναδόχου της έκδοσης είναι η διάθεση ολόκληρης της έκδοσης και για το σκοπό αυτό είναι απαραίτητη η συμμετοχή των καλά πληροφορημένων επενδυτών στην εγγραφή. Σε περίπτωση που οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές δεν συμμετέχουν στην εγγραφή, οι αναποφάσιστοι επενδυτές δεν θα συμμετέχουν με τη σειρά τους στην εγγραφή αφού δεν θα υπάρχει έντονο κύμα ενδιαφέροντος που θα τους παρασύρει. Το φαινόμενο αυτό είναι ακόμα πιο έντονο στην περίπτωση που δεν υπάρχει δυνατότητα ανταλλαγής πληροφοριών ανάμεσα στους καλά πληροφορημένους και τους λιγότερο καλά πληροφορημένους επενδυτές. Στην περίπτωση αυτή οι δεύτεροι έχουν τη δυνατότητα να πληροφορούνται την ένταση αυτή. Έτσι λοιπόν οι ανάδοχοι, προκειμένου να εξασφαλίσουν την πλήρη διάθεση της έκδοσης καθορίζουν την τιμή εισαγωγής σε επίπεδα χαμηλότερα από την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς με σκοπό να προσελκύσουν τους πληροφορημένους επενδυτές οι οποίοι με την σειρά τους θα συμπαρασύρουν τους αναποφάσιστους επενδυτές στην εγγραφή ώστε να καλυφθεί η έκδοση.

#### 5.4.3. Ασυμμετρία Πληροφοριών Ανάμεσα σε Εκδότες και Επενδυτές

Οι θεωρίες που εξηγούν την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών υποθέτοντας ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα στους εκδότες και τους επενδυτές είναι αυτές της υπόθεσης υπόληψης του αναδόχου, η υπόθεση της πιστοποίησης και η υπόθεση της αναγνώρισης του αναδόχου.

#### α) Υπόθεση Προστασίας της Υπόληψης του Αναδόχου

Στην μελέτη τους οι Beatty & Ritter [1986] κάνουν την παραδοχή ότι οι πληροφορίες που έχουν στα χέρια τους οι εκδότριες εταιρείες είναι πληρέστερες από αυτές που κατέχουν οι επενδυτές όσον αφορά την πραγματική αξία των νεοεισαγόμενων στο χρηματιστήριο τίτλων. Λόγω αυτής της ασυμμετρίας πληροφόρησης οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να διακρίνουν ποιες από τις εισαγωγές που πραγματοποιούνται είναι υπερτιμημένες και ποιες έχουν τιμές που αντανakλούν την πραγματική αξία των τίτλων.

Η χρησιμοποίηση των αναδόχων εταιρειών έχει σκοπό την πιστοποίηση της αξίας των τίτλων αφού σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι εκδότριες εταιρείες δεν έχουν αρκετή αξιοπιστία ώστε να το επιτύχουν αυτό. Από την πλευρά τους οι ανάδοχοι εταιρείες, προκειμένου να εξακολουθήσουν τη δραστηριότητά τους στον τομέα των νέων εκδόσεων μελλοντικά, πρέπει να διατηρήσουν ακέραια την αξιοπιστία τους. Επομένως, σε καμία περίπτωση δεν ωφελούνται εξαπατώντας τους επενδυτές αφού αυτό το γεγονός θα αποτελούσε σημαντικό πλήγμα για την εμπιστοσύνη τόσο του επενδυτικού κοινού όσο και των εκδοτριών εταιρειών. Σύμφωνα με την ίδια θεωρία οι ανάδοχοι δεν έχουν στην διάθεσή τους όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τον καθορισμό της πραγματικής αξίας των νεοεισαγόμενων τίτλων και αυτό τους αναγκάζει να υποτιμούν τους νέους τίτλους ώστε σε καμία περίπτωση να μην εξαπατήσουν τους επενδυτές διαθέτοντας τις νέες μετοχές σε υψηλότερα από τα πραγματικά επίπεδα τιμές. Με αυτό τον τρόπο οι ανάδοχοι προσπαθούν να προστατέψουν την υπόληψη τους ως πιστοποιητές της αξίας των τίτλων.

Βέβαια στην περίπτωση που οι ανάδοχοι υποτιμούν ή υπερτιμούν τους νεοεισαγόμενους τίτλους με συστηματικό τρόπο, θα υποστούν πλήγμα όσον αφορά την υπόληψη τους στο χώρο. Αυτό θα μειώσει σημαντικά τα μελλοντικά τους έσοδα από την εισαγωγή εταιρειών στο χρηματιστήριο, αφού οι εταιρείες θα πάψουν να προσφεύγουν σε αυτούς στην περίπτωση που υποτιμούν συστηματικά τις νέες εκδόσεις, ενώ οι επενδυτές θα πάψουν να τους εμπιστεύονται αν διαπιστώσουν συστηματική υπερτίμηση των νέων εκδόσεων. Στην πρώτη περίπτωση οι εκδότριες εταιρείες θα καταφύγουν σε κάποια άλλη ανάδοχο εταιρεία με καλύτερη φήμη όπου θα μπορέσουν να επιτύχουν άντληση μεγαλύτερων κεφαλαίων από την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο ενώ στην

δεύτερη περίπτωση οι επενδυτές δεν θα συμμετάσχουν σε εκδόσεις που διατίθενται από την αναξιόπιστη πλέον ανάδοχο εταιρεία.

Οι Bittie & Ritter υποστηρίζουν ότι υπάρχει ένα σημείο ισορροπίας που χαρακτηρίζει την υποτίμηση νέων τίτλων. Οποιαδήποτε απόκλιση από το σημείο αυτό επιφέρει απώλειες στο μερίδιο των αναδόχων στην αγορά των νέων τίτλων. Επειδή αρχικές εισαγωγές με μεγαλύτερη αβεβαιότητα ως προς τον καθορισμό της αξίας των τίτλων είναι πιο πιθανό να δημιουργήσουν συνθήκες εναντίων επιλογών για τους επενδυτές, τέτοιες εισαγωγές προβλέπονται να έχουν μεγαλύτερη υποτίμηση σε σχέση με άλλες εισαγωγές με λιγότερη αβεβαιότητα. Με τον όρο ενάντια επιλογή εννοείται η πραγματοποίηση κάποιας ενέργειας η οποία όμως αποδεικνύεται να έχει αποτελέσματα αντίθετα από εκείνα που οδηγούσαν στην πραγματοποίηση της επιλογής αυτής.

Η εμπειρική μελέτη της υπόθεσης αυτής οδήγησε σε θετικές ενδείξεις και συγκεκριμένα οι Bittie & Ritter κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η έκταση της υποτίμησης έχει θετική σχέση με μεταβλητές που μετρούν την *ex ante* αβεβαιότητα των αρχικών εισαγωγών. Επιπλέον, οι ανάδοχοι που παρουσίασαν σημαντικές αποκλίσεις από το γενικό μέσο όρο υποτιμήσεων είχαν αξιοπρόσεκτη απώλεια μεριδίου της αγοράς τα επόμενα χρόνια.

#### β) Η Υπόθεση της Πιστοποίησης

Στη μελέτη τους οι Booth & Smith [1986] κάνουν και αυτοί την υπόθεση ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στις εκδότριες εταιρείες και τους επενδυτές. Οι εκδότριες εταιρείες υπερτερούν από την άποψη της ποιότητας και της πληρότητας των πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους όσον αφορά την πραγματική αξία των νέων τίτλων. Συνεπώς οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν πότε μια νέα εισαγωγή πραγματοποιείται σε τιμή που αντικατοπτρίζει την πραγματική αξία του νέου τίτλου ή είναι υπερτιμημένη με αποτέλεσμα να διατρέχουν κίνδυνο ενάντιας επιλογής. Οι εκδότριες εταιρείες, προκειμένου να πείσουν το επενδυτικό κοινό για την πραγματική αξία των νεοεισαγόμενων τίτλων και επειδή δεν θεωρούνται αρκετά αξιόπιστες από μόνες τους, μισθώνουν τις υπηρεσίες της αναδόχου εταιρείες η οποία λειτουργεί ως πιστοποιητής της τιμής

εισαγωγής. Η υπόληψη του ονόματος του αναδόχου δρα θετικά σημαίνοντας έτσι την πραγματική αξία της εκδότριας εταιρείας.

Προκειμένου η ανάδοχος εταιρεία να διατηρήσει ακέραια την αξιοπιστία της προβαίνει σε ενέργειες και δέχεται το κόστος για την εξοικείωσή της με τις εσωτερικές πληροφορίες που αφορούν την εκδότρια εταιρεία και τους νέους τίτλους που αυτή προτίθεται να εισαγάγει στο χρηματιστήριο. Το κόστος αυτό τελικά επιβαρύνει την εκδότρια εταιρεία αφού συμπεριλαμβάνεται στην αμοιβή αναδοχής. Η ανάδοχος εταιρεία, για την διατήρηση της ακεραιότητας της υπόληψής της, έχει συμφέρον να μη πιστοποιεί συμμετέχοντας σε εισαγωγές εταιρειών των οποίων οι τίτλοι τελικά αποδεικνύονται υπερτιμημένοι. Συνεπώς η ανάδοχος εταιρεία έχει κίνητρο να υποτιμά τους νέους τίτλους.

Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή προβλέπεται ότι η εμφανής διαφορά σχετίζεται θετικά με το κόστος πιστοποίησης, συμπέρασμα που προκύπτει εμπειρικά από τη μελέτη των Booth & Smith. Αυτοί καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εμφανείς διαφορές επηρεάζονται θετικά από παράγοντες που μετρούν την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τις εκδότριες εταιρείες.

#### γ) Υπόθεση Αναγνώρισης του Αναδόχου

Σύμφωνα με μελέτη των Carter & Manaster [1990] εμφανίζεται αρνητική σχέση ανάμεσα στην ποιότητα της αναδόχου εταιρείας και την έκταση υποτίμησης των νεοεισαγόμενων τίτλων. Στην έρευνα τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι εταιρείες που μισθώνουν τις υπηρεσίες υψηλής ποιότητας και φήμης αναδόχων εταιρειών για την αρχική εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο παρουσίασαν μικρότερες αρχικές χρηματιστηριακές αποδόσεις. Η βασική υπόθεση στην οποία στηρίζεται η μελέτη τους είναι ότι αναγνωρισμένοι ανάδοχοι έχουν την ικανότητα να διακρίνουν ότι η νεοεισαγόμενη εταιρεία είναι χαμηλής ποιότητας θα αποφύγουν να συμμετάσχουν στην αναδοχή της προσπαθώντας έτσι το γόητρο και τη φήμη τους. Οι εκδότριες εταιρείες καλούνται να πληρώσουν υψηλότερη αμοιβή για τη συμμετοχή αναγνωρισμένων αναδόχων στην εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο η οποία όμως αντισταθμίζεται από τη μικρότερη έκταση υποτίμησης των τίτλων τους και συνεπώς την άντληση περισσότερων κεφαλαίων από το χρηματιστήριο. Η καλή φήμη και αναγνώριση της αναδόχου εταιρείας

προσφέρει πιο αξιόπιστη πιστοποίηση της αξίας των νεοεισαγόμενων τίτλων. Από την άλλη πλευρά η αναγνώριση και η εμπιστοσύνη της οποίας χαίρει η ανάδοχος εταιρεία ανάμεσα στο επενδυτικό κοινό, της επιτρέπει να υποτιμά λιγότερο τους νέους τίτλους. Από τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης τους προκύπτει ότι οι αναγνωρισμένοι ανάδοχοι παίρνουν μέρος σε εκδόσεις υψηλής ποιότητας και οι αρχικές εισαγωγές που αναλαμβάνουν είναι λιγότερο υποτιμημένες.

Οι Bhabra & Pettway [1996] βρήκαν ότι οι εταιρείες που αποδεικνύονται υψηλής ποιότητας, μισθώνουν τις υπηρεσίες αναγνωρισμένων αναδόχων εταιρειών. Συνεπώς προκύπτει ότι η υπόθεση της αναγνώρισης των αναδόχων εταιρειών είναι αντίθετη με τις θεωρίες σήμανσης που υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες υψηλής ποιότητας εσκεμμένα υποτιμούν τους νεοεισαγόμενους τίτλους τους προκειμένου να δείξουν έτσι στο επενδυτικό κοινό την υψηλή τους ποιότητα.

#### 5.4.4. Ασυμμετρία Πληροφοριών Ανάμεσα σε Αναδόχους και Επενδυτές

Σύμφωνα με την υπόθεση των Benveniste & Spindt [1990] οι επενδυτές έχουν στην κατοχή τους περισσότερες και πληρέστερες πληροφορίες από τις αναδόχους εταιρείες. Αν οι ανάδοχοι είχαν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν αυτές τις επιπλέον πληροφορίες, θα ήταν σε θέση να εκτιμήσουν καλύτερα την πραγματική αξία των νεοεισαγόμενων τίτλων και να καθορίσουν την τιμή εισαγωγής σε επίπεδα που να αντανάκλα την αξία αυτή.

Η πρακτική αρχικών εισαγωγών στις ΗΠΑ επιτρέπει στις αναδόχους εταιρείες να προκαθορίζουν το εύρος των πιθανών τιμών εισαγωγής στο προκαταρκτικό ενημερωτικό φυλλάδιο που διανέμουν πριν την επίσημη διάθεση των νέων τίτλων. Στη συνέχεια και με βάση το προκαταρκτικό αυτό ενημερωτικό φυλλάδιο οι ανάδοχοι έχουν τη δυνατότητα να συλλέγουν εντολές αγορών από τους επενδυτές οι οποίες όμως δεν επιτρέπεται να είναι δεσμευτικές. Με τον τρόπο αυτό οι ανάδοχοι εταιρείες μπορούν να εκτιμήσουν την προσδοκώμενη τιμή αγοράς μετά την εισαγωγή των μετοχών της εκδότριας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Προϋπόθεση όμως για τα παραπάνω αποτελεί η αποκάλυψη των ιδιαίτερων πληροφοριών που έχουν στα χέρια τους οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές. Στις ΗΠΑ αυτό είναι δυνατό γιατί σύμφωνα με τις αρχές της αναδοχής

και διάθεσης που ισχύουν εκεί, η ανάδοχος εταιρεία έχει τον έλεγχο όχι μόνον όσο αφορά την κατανομή των τίτλων στους επενδυτές που έχουν υποβάλει εντολές αγοράς. Έτσι είναι στην ευχέρεια του αναδόχου να χρησιμοποιήσει την τιμή εισαγωγής σε συνδυασμό με την κατανομή των νέων τίτλων ώστε να ανταμείψει τους επενδυτές εκείνους που αποκαλύπτουν θετικές πληροφορίες όσον αφορά την εταιρεία.

Οι πληροφορίες αυτές επιτρέπουν στον ανάδοχο να καθορίσει την τιμή εισαγωγής σε υψηλότερα επίπεδα που αντανακλούν καλύτερα και πληρέστερα την πραγματική αξία των νέων τίτλων. Με τον τρόπο αυτό η τιμή εισαγωγής θα πλησιάσει την προσδοκώμενη τιμή αγοράς των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο. Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές για τους παραπάνω λόγους έχουν κίνητρο να αποφεύγουν την αποκάλυψη ανακριβών πληροφοριών ή την απόκρυψη πληροφοριών αφού υπάρχει ο κίνδυνος να αποκλεισθούν από τη διάθεση μελλοντικών εκδόσεων. Από την πλευρά της, η ανάδοχος εταιρεία είναι αναγκασμένη να αμείβει τους επενδυτές ώστε να έχουν κίνητρο να μοιράζονται μαζί της τις καλύτερες πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους. Ο τρόπος αμοιβής τους είναι μέσω της μεγαλύτερης διάθεσης νέων τίτλων σε αυτούς και με τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής σε επίπεδα που δεν αντανακλούν πλήρως τις πληροφορίες των επενδυτών αυτών αλλά επιτρέπουν σχετική υποτίμηση των τίτλων. Έτσι ο συνδυασμός μεγαλύτερης κατανομής νέων τίτλων σε τιμή εισαγωγής χαμηλότερη 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 έχουν στην διάθεσή τους.

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή όσο πιο ευνοϊκές είναι οι πληροφορίες που έχουν στην διάθεσή τους οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές, τόσο μεγαλύτερη είναι η έκταση της υποτίμησης των νεοεισαγόμενων τίτλων. Επίσης, οι ανάδοχοι έχουν κίνητρο να διαθέτουν σχετικά μεγαλύτερο μέρος κάθε νέας έκδοσης στους πιο συχνούς και πιστούς πελάτες τους οι οποίοι μοιράζονται με συνέπεια τις πληροφορίες που διαθέτουν με τον ανάδοχο.

Από το υπόδειγμα των Benveniste & Spindt προκύπτει το συμπέρασμα ότι αρχικές εισαγωγές με τιμή εισαγωγής πλησιέστερα στο άνω όριο του εύρους

τιμών στο προκαταρκτικό ενημερωτικό φυλλάδιο είναι πιο πιθανό να έχουν υποτίμηση, σε σύγκριση με εκδόσεις που έχουν τιμή εισαγωγής πλησιέστερα προς το κάτω όριο του εύρους τιμών. Το εμπειρικό αυτό συμπέρασμα ελέγχθηκε από την Weiss – Hanley [1993] και τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τίτλοι αποτιμημένοι υπεράνω ή και κοντά στο ανώτερο όριο του εύρους τιμών είχαν υψηλότερες αρχικές αποδόσεις άρα και μεγαλύτερης έκτασης υποτίμηση από ότι εισαγωγές με τίτλους αποτιμημένους κάτω από το εύρος τιμών. Οι Barry & Jenning [1993] σε μελέτη τους κατέληξαν σε συμπεράσματα που ενισχύουν την υπόθεση των Benveniste & Spindt. Συγκεκριμένα 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. Η ερμηνεία του ευρήματος αυτού είναι ότι η αμέσως πραγματοποιούμενη διαφορά στην τιμή αποτελεί αμοιβή των καλά πληροφορημένων επενδυτών οι οποίοι μοιράζονται τις πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους με τους αναδόχους.

Προέκταση της θεωρίας των Benveniste & Spindt αποτελεί το υπόδειγμα των Benveniste & Wilhelm [1990] στο οποίο συγκρίνεται η αποτίμηση αρχικών εισαγωγών κάτω από δύο διαφορετικά συστήματα. Στο πρώτο ο ανάδοχος έχει τον έλεγχο της κατανομής των νέων τίτλων στους επενδυτές ενώ στο δεύτερο η κατανομή γίνεται με αντικειμενικό τρόπο. Και στα δύο συστήματα ο ανάδοχος έχει τον έλεγχο όσον αφορά τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής, οι διαδικασίες εισαγωγής που επιτρέπουν στους αναδόχους να ελέγχουν την κατανομή των νέων τίτλων επιφέρουν μικρότερη υποτίμηση σε σύγκριση με διαδικασίες στις οποίες ο ανάδοχος δεν έχει λόγο στην κατανομή των μετοχών. Βέβαια η θεωρία αυτή δεν έχει εφαρμογή στα ελληνικά δεδομένα καθώς οι ανάδοχοι εταιρείες δεν έχουν δικαιοδοσία στην κατανομή των τίτλων στις αρχικές εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ.

### **5.5. Οι Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις των Αρχικών Εισαγωγών**

Σύμφωνα με τον Ibbotson [1975] οι αρχικές εισαγωγές των εταιρειών του δείγματος που εξέτασε δεν παρουσίασαν σημαντικές επιπλέον αποδόσεις



μακροπρόθεσμα, αλλά παρατήρησε ότι οι νέοι τίτλοι είχαν ελάχιστα θετικές επιπλέον αποδόσεις κατά τον πρώτο χρόνο ενώ για τα επόμενα δύο χρόνια οι αποδόσεις αυτές έγιναν αρνητικές. Ο Ritter [1991] μελετώντας ένα μεγάλο δείγμα από 1526 αρχικές εισαγωγές για τα χρόνια 1975 έως και 1984 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των νέων τίτλων είναι μικρότερες από τις αποδόσεις της αγοράς για διάστημα τριών χρόνων μετά την εισαγωγή. Συγκεκριμένα ο Ritter βρήκε μέση απόδοση τριετίας των νεοεισαγόμενων τίτλων, σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ίση με 34,47% ενώ η μέση απόδοση ενός ήδη εισηγμένου ισοδύναμου δείγματος εταιρειών ήταν 61,86% για την ίδια χρονική περίοδο. Οι εξηγήσεις που πρότεινε ο Ritter για το φαινόμενο είναι i) ο εσφαλμένος υπολογισμός των αποδόσεων λόγω λανθασμένης εκτίμησης του κινδύνου αρχικής εισαγωγής, ii) η κακή τύχη και σύμπτωση, iii) το φαινόμενο της «κερδοσκοπικής φυσαλίδας».

Τελικά ο Ritter κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νεοεισαγόμενων τίτλων επηρεάζονται περισσότερο από το φαινόμενο της «κερδοσκοπικής φυσαλίδας» αφού οι επενδυτές, λόγω της υπεραισιοδοξίας που επικρατεί για κάποια έκδοση, παρασύρονται και αγοράζουν τους νέους τίτλους σε υψηλές τιμές οι οποίες όμως δεν διατηρούνται μακροπρόθεσμα. Σύμφωνα με τη μελέτη των Aggarwal & Rivoli [1990] μετά την αρχική άνοδο της τιμής αγοράς, οι τίτλοι σημειώνουν σημαντική κάμψη της τιμής τους, ακόμα και σε σύγκριση με την τιμή εισαγωγής. Η εξήγηση που προτείνουν είναι ότι οι ανάδοχοι δεν υποτιμούν τους νεοεισαγόμενους τίτλους συστηματικά, αλλά οι επενδυτές, όντας υπεραισιόδοξοι για την πορεία των τίτλων, τους αγοράζουν σε υπερβολικές τιμές κατά την περίοδο έναρξης της διαπραγμάτευσής τους. Όταν η πληροφοριακή αποτελεσματικότητα αποκατασταθεί, σημειώνεται ύφεση της τιμής της μετοχής με αποτέλεσμα οι μακροπρόθεσμες επιπλέον αποδόσεις να είναι αρνητικές.

Ο Levis [1993] για παράδειγμα αρχικών εισαγωγών στη Μεγάλη Βρετανία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι παρόλο που οι εταιρείες παρουσίασαν σημαντικές θετικές αρχικές αποδόσεις, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις για μια περίοδο τριών ετών μετά την εισαγωγή ήταν αρνητικές. Οι Aggarwal, Leal & Hernandez [1993] για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής διαπίστωσαν και αυτοί θετικές αρχικές αποδόσεις οι οποίες ακολουθούνται από αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι μελέτες των Ljungqvist [1993] και Kunz & Aggarwal [1994] για τις αρχικές εισαγωγές στην Γερμανία και την Ελβετία αντίστοιχα. Ο Ljungqvist σε νέα μελέτη του το 1997 για τα γερμανικά δεδομένα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των μετοχών ένα χρόνο μετά την εισαγωγή τους ακολουθούν τις κινήσεις της αγοράς ενώ τρία χρόνια αργότερα η απόδοσή τους  $-12,1\%$ .

Σε αντίθεση με τις προηγούμενες μελέτες οι Mok & Hui [1998] για 101 αρχικές εισαγωγές στην Κίνα την περίοδο 1990 έως και 1993 διαπίστωσαν αρχικές αποδόσεις της τάξης του 289% οι οποίες συνοδεύτηκαν από σημαντικά θετικές επιπλέον μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Για την περίπτωση της Κίνας, αυτό σημαίνει λιγότερο αρνητικές απλές αποδόσεις από ότι ολόκληρη η αγορά σημείωσε κατακόρυφη πτώση κατά την υπό εξέταση περίοδο.

Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Lee, Taylor & Walter [1996] για τις αρχικές εισαγωγές στην Σιγκαπούρη εξετάζοντας δείγμα για τα χρόνια 1973 έως και το 1992. Για το δείγμα αυτό βρήκαν θετικές αρχικές αποδόσεις της τάξης του 30% και μακροπρόθεσμες αποδόσεις που αν και παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα από εταιρεία σε εταιρεία κατά μέσο όρο συμφωνούν με αυτές που αναμένονταν από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Τέλος, ο Firth (1997) μελετώντας αρχικές εισαγωγές στη Νέα Ζηλανδία κατέληξε ότι αυτές παρουσιάζουν κατά μέσο όρο σημαντικά θετική απόδοση κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο ενώ εξετάζοντας τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις για περιόδους έως και πέντε χρόνια μετά την εισαγωγή βρήκε ότι αυτές υπολείπονται αρχικά της απόδοσης της αγοράς.

## 6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στη μελέτη αυτή θα παρουσιάσουμε τη μεταβολή των τιμών μετοχών που εισάγονται για πρώτη φορά για διαπραγμάτευση στο ΧΑΑ. Αυτό επιτυγχάνεται με την ανάλυση των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι επενδυτές, όταν αγοράζουν μετοχές στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής. Οι δύο τρόποι με τους οποίους μετρούνται οι αποδόσεις είναι οι εξής:

α) Απλές Αποδόσεις (Raw Returns): 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 ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο.

β) Ένα μήνα αργότερα (23η ημέρα διαπραγμάτευσης)

γ) Δύο μήνες αργότερα (45<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης)

δ) Ένα χρόνο αργότερα (365 ημερολογιακές ημέρες)

ε) Δύο χρόνια αργότερα (730 ημερολογιακές ημέρες)

Έτσι υπολογίζονται οι Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης ( $R_1$ ), πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης ( $R_{23}$ ), πρώτου διμήνου διαπραγμάτευσης, ( $R_{45}$ ), πρώτου έτους διαπραγμάτευσης ( $R_{730}$ ).

Η  $R_1$  υπολογίζεται ως εξής:

$$R_1 = \frac{P_1 - P_0}{P_0} * 100$$

Όπου  $P_1$  είναι η τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώ  $P_0$  είναι η τιμή εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων  $R_1$ ,  $R_{23}$ ,  $R_{45}$ , και  $R_{730}$ , αντί της τιμής κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι

τιμές της 23<sup>ης</sup>, της 45<sup>ης</sup> ημέρας ένα χρόνο αργότερα και αυτής δύο χρόνια 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 ενός μηνός ( $R_{1M}$ ) δύο μηνών ( $R_{2M}$ ), ενός έτους ( $R_{12M}$ ) και δύο ετών ( $R_{24M}$ ) με βάση την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η απόδοση  $R_{1M}$  υπολογίζεται από τον τρόπο:

$$R_{1M} = \frac{P_{23} - P_1}{P_1} * 100$$

Όπου  $P_1$  είναι η τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης της μετοχής στο ΧΑΑ ενώ  $P_{23}$  είναι η τιμή κλεισίματος της μετοχής την 23<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης της μετοχής στο ΧΑΑ.

Για να υπολογισθούν τα  $R_{2M}$ ,  $R_{12M}$  και  $R_{24M}$  χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 45<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης, 365 ημερολογιακές ημέρες αργότερα και 730 ημερολογιακές ημέρες αργότερα αντίστοιχως.

β) Επιπλέον Αποδόσεις (Excess returns or Adjusted returns): Εκτός από τις απλές αποδόσεις υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις, αφαιρώντας από την απλή απόδοση την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης. Ως απόδοση της Χρηματιστηριακής αγοράς  $R_m$  εννοούσε την ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών η οποία δίνεται από τον τύπο:

$$R_m = \frac{\Gamma\Delta X_1 - \Gamma\Delta X_0}{\Gamma\Delta X_0} * 100$$

Όπου  $\Gamma\Delta X$  είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 0 είναι η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 είναι η λήξη της χρονικής περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Για τις αποδόσεις  $R_1, R_{23}, R_{45}, R_{365}, R_{730}$  ως βάση (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών. Για τις αποδόσεις  $R_{1M}, R_{2M}, R_{12M}, R_{24M}$ , ως βάση (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η ημερομηνία πρώτης διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Η προσαρμογή αυτή κρίνεται αναγκαία καθώς οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών επηρεάζονται από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς και όχι μόνο από τις εξελίξεις που αφορούν αυτή καθαυτή την εταιρεία. Ιδιαίτερα στην περίπτωση που η περίοδος στην οποία αναφέρεται η υπολογιζόμενη απόδοση είναι μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότερες περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης, η προσαρμογή αυτή θεωρείται απολύτως αναγκαία. Βέβαια για την πραγματοποίηση αυτής της προσαρμογής κάνουμε την υπόθεση ότι οι νεοεισαγόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1.

Η υπόθεση αυτή γίνεται και στη διεθνή βιβλιογραφία σε αντίστοιχες μελέτες και δικαιολογείται από την αδυναμία υπολογισμού του πραγματικού συντελεστή βήτα για τις νεοεισαγόμενες μετοχές καθώς για αυτές δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία. Ο υπολογισμός του συντελεστή βήτα πραγματοποιείται με βάση προηγούμενα χρηματιστηριακά δεδομένα για την μετοχή και την χρηματιστηριακή αγορά στο σύνολό της και η έλλειψη χρηματιστηριακών δεδομένων για τη μετοχή καθιστά αδύνατο τον προσδιορισμό του συντελεστή βήτα της μετοχής. Στην πραγματικότητα ο συντελεστής βήτα κάποιων μετοχών είναι δυνατόν να είναι μεγαλύτερος από 1 με αποτέλεσμα οι υπολογιζόμενες επιπλέον αποδόσεις να υπερεκτιμούν τις πραγματικές επιπλέον αποδόσεις ενώ το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση που ο συντελεστής βήτα κάποιας μετοχής είναι μικρότερος από 1.

Ο τύπος με βάση τον οποίο υπολογίζεται η Επιπλέον Απόδοση Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης  $ER_1$  είναι:

$$ER_1 = R_1 - R_m \quad (1)$$

Με ανάλογο τρόπο υπολογίζονται και οι επιπλέον αποδόσεις  $ER_{23}, ER_{45}, ER_{365}, ER_{730}, ER_{1M}, ER_{2M}, ER_{12M}, ER_{24M}$ .

Για τον υπολογισμό των παραπάνω αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών οι οποίες συγκεντρώθηκαν μέσω της εφαρμογής Datastream. Οι τιμές αυτές είναι προσαρμοσμένες με βάση τις διαχρονικές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας μέσω δικαιωμάτων προτίμησης (rights), διασπάσεων μετοχών (split) και διανομής δωρεάν μετοχών. Για την εύρεση των τιμών εισαγωγής των εταιρειών του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν τα ετήσια στατιστικά δελτία του ΧΑΑ και η εφαρμογή Finance. Οι τιμές αυτές προσαρμόστηκαν στις διαχρονικές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η ημερομηνία λήξης της περιόδου εγγραφής βρέθηκε από τα ενημερωτικά δελτία που εκδίδουν οι εταιρείες για την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ.

Για τον υπολογισμό της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων στα οποία καταλήγουμε, χρησιμοποιήθηκε ο δίπλευρος έλεγχος με χρήση του ελέγχου t statistic.

## 9. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΆΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Τα τελευταία χρόνια μεγάλο πλήθος διεθνώς έχει ασχοληθεί με το θέμα των αρχικών αποδόσεων που αποκομίζουν οι επενδυτές με τη συμμετοχή τους στην αρχική εισαγωγή εταιρειών στα κατά τόπους χρηματιστήρια. Η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας είναι χρήσιμη για την καλύτερη κατανόηση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την έρευνα για τις ελληνικές δημόσιες εγγραφές. Οι σχετικές μελέτες καλύπτουν διάφορες χρονικές περιόδους που αναφέρονται σε διαφορετικά θεσμικά πλαίσια και βαθμούς ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών.

Σύμφωνα με τους Loughran, Ritter & Rydqvist εμπειρικά δείγματα αρχικής υποτίμησης προέκυψαν και για τις 25 χώρες για τις οποίες είχαν δεδομένα. Το φαινόμενο της άμεσης υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών παρατηρείται σε κάθε χώρα με χρηματιστήριο αν και η έκταση της υποτίμησης διαφέρει από χώρα σε χώρα. Στον Πίνακα που ακολουθεί και ο οποίος είναι ο πρώτος Πίνακας της μελέτης Loughran, Ritter & Rydqvist, φαίνονται συνοπτικά τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη διεθνή βιβλιογραφία για τις 25 χώρες της μελέτης. Η μέση αρχική απόδοση που εμφανίζεται στον Πίνακα είναι η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής από την τιμή εισαγωγής έως την τιμή αγοράς με βάση την οποία η ημερήσιες αποδόσεις των επόμενων ημερών πλησιάζουν το μηδέν. Για τις περισσότερες χώρες η αναφερόμενη απόδοση είναι η απόδοση πρώτης ημέρας αλλά για κάποιες στις οποίες υπάρχουν περιορισμοί στη διακύμανση των τιμών η αναφερόμενη αρχική απόδοση μπορεί να είναι η απόδοση πολλών εβδομάδων ή και μηνών έως ότου η τιμή να φτάσει σε κάποια ισορροπία.

## Πίνακας 2

### Μέση Απόδοση από Δημόσιες Εγγραφές για την Εισαγωγή Εταιρειών σε 25 χώρες

Χώρα	Μέγεθος Δείγματος	Χρονική Περίοδος	Μέση Απόδοση (%)
Αυστραλία	266	1976-89	11,9
Βέλγιο	28	1984-90	10,1
Βραζιλία	62	1979-90	78,5
Γαλλία	187	1983-92	4,2
Γερμανία	170	1978-92	10,9
Ελβετία	42	1983-89	35,8
Ηνωμένο Βασίλειο	2.133	1959-90	12
ΗΠΑ	10.626	1960-92	15,3
Ιαπωνία	472	1970-91	32,5
Ισπανία	71	1985-90	35
Ιταλία	75	1985-91	27,1
Καναδάς	258	1971-92	5,4
Κορέα	347	1980-90	78,1
Μαλαισία	132	1980-91	80,3
Μεξικό	37	1987-90	33
Νέα Ζηλανδία	149	1979-91	28,8
Ολλανδία	72	1982-91	7,2
Πορτογαλία	62	1986-87	54,4
Σιγκαπούρη	66	1973-87	27
Σουηδία	213	1970-91	39
Ταϊβάν	168	1971-90	45
Ταϋλάνδη	32	1988-89	58,1



Φινλανδία	85	1984-92	9,6
Χιλή	19	1982-90	16,3
Χονγκ - Κονγκ	80	1980-90	17,6

Πηγή: Loughran, Ritter & Rydqvist (1994)

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα οι μέσες αρχικές αποδόσεις διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα. Για παράδειγμα ενώ η Μαλαισία ανέρχεται σε 80,3% η απόδοση σε πολλές άλλες χώρες είναι μικρότερη από 10%. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εισάγονται στα χρηματιστήρια (π.χ. νέες έναντι παλαιών εταιρειών), στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο που ισχύει σε κάθε χώρα (π.χ. προκαθορισμένη τιμή εισαγωγής για ένα μακρύ χρονικό διάστημα πριν την εισαγωγή) και στον τρόπο διάθεσης των νέων μετοχών.

## 10. ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Από τα στοιχεία των αρχικών εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που εξετάστηκαν για την περίοδο 1993-1997 προέκυψε ότι οι νεοεισαχθείσες εταιρείες εισήγαγαν τις μετοχές τους σε τιμές σημαντικά χαμηλότερες από εκείνες που διαμορφώθηκαν στο ΧΑΑ μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους. Διαπιστώνουμε δηλαδή την υποτίμηση των αρχικών εταιρειών στην Ελλάδα. Για να καταλήξουμε στο συμπέρασμα αυτό μελετήσαμε τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών σε σχέση με την τιμή εισαγωγής για την τιμή κλεισίματος της μετοχής την 1<sup>η</sup> ημέρα διαπραγμάτευσης την 23<sup>η</sup>, την 45, 365 ημερολογιακές ημέρες μετά την εισαγωγή και 720 ημέρες μετά την εισαγωγή. Επίσης μελετήθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για την τιμή κλεισίματος της μετοχής την 23<sup>η</sup>, την 45<sup>η</sup>, 365 ημερολογιακές ημέρες μετά την εισαγωγή και 720 ημέρες μετά την εισαγωγή της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Στην ανάλυση των στοιχείων συμπεριλήφθηκαν τόσο οι απλές, όσο και οι επιπλέον αποδόσεις των μετοχών που εισήχθησαν κατά την υπό εξέταση περίοδο. Από τα αποτελέσματα τόσο των απλών όσο και των επιπλέον αποδόσεων για ολόκληρο το δείγμα, υποδηλώνεται ότι προκύπτουν στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις για τους επενδυτές που αγόρασαν τους νέους τίτλους στην τιμή εισαγωγής κατά τη δημόσια εγγραφή για χρονικό διάστημα έως και δύο χρόνια μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Η θετική μέση απόδοση πρώτης ημέρας τόσο για τις απλές όσο και για τις επιπλέον αποδόσεις, υποδηλώνει την σημαντική υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών των ελληνικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, από την εξέταση του δείγματος προκύπτει μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας της τάξης του 9,07% ενώ η αντίστοιχη επιπλέον απόδοση ήταν 8,04%. Τα αποτελέσματα αυτά περιορίζονται από όριο ημερήσιας διακύμανσης της τιμής του 8% που ίσχυε για τις εισαγωγές των ετών 1993-1996.

Οι αποδόσεις που απεκόμισαν οι επενδυτές που αγόρασαν τους νέους τίτλους κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης ήταν θετικές για περίοδο μέχρι και δύο

έτη μετά την εισαγωγή, αλλά αρκετά χαμηλότερες από αυτές που απεκόμισαν όσοι αγόρασαν τις μετοχές στην τιμή εισαγωγής.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη μελέτη των αποδόσεων αρχικών εισαγωγών στην Ελλάδα είναι συνεπή με τα αντίστοιχα ευρήματα σε άλλες χώρες με ανάλογους βαθμούς ανάπτυξης.

Από την ανάλυση τόσο των απλών όσο και των επιπλέον αποδόσεων των αρχικών εισαγωγών ανά έτος, προέκυψαν στατιστικά σημαντικές θετικές αρχικές αποδόσεις για όλα τα έτη με εξαίρεση τις εισαγωγές που πραγματοποιήθηκαν το 1993 οι οποίες παρουσίασαν αρνητική μέση επιπλέον απόδοση πρώτης ημέρας, χωρίς όμως αυτή να είναι στατιστικά σημαντική. Οι μεγαλύτερες αποδόσεις, κατά την περίοδο που ίσχυε ο περιορισμός διακύμανσης του 8% παρατηρήθηκαν για τις εισαγωγές του 1993 κατά το οποίο ίσχυε ακόμη η εγγύηση της τιμής της μετοχής από τον ανάδοχο για το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης. Τα αποτελέσματα συμφωνούν με αυτά των Παπαϊωάννου και Τραυλού [1995] από τα οποία συμπεραίνουμε ότι η εγγύηση του αναδόχου προκαλεί μεγαλύτερη υποτίμηση των νέων τίτλων.

Το 1997 το όριο ημερήσιας διακύμανσης της μετοχής για τις τρεις πρώτες ημέρες άλλαξε από 8% σε 100%, επιτρέποντας στις νεοεισαγόμενες μετοχές να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις πρώτης ημέρας. Από το γεγονός αυτό προκύπτει το συμπέρασμα ότι λόγω του περιορισμού του 8% κατά την περίοδο 1993-1996, η τιμή της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δεν αντανάκλα την πραγματική υποτίμηση των τίτλων.

Από τη μελέτη των απλών και επιπλέον αποδόσεων των νεοεισαγόμενων εταιρειών ανά κλάδο και ανά έτος προκύπτουν σημαντικές διαφοροποιήσεις από κλάδο σε κλάδο και από χρονιά σε χρονιά. Τέλος, από τη μελέτη των εισαγωγών εταιρειών στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι τίτλοι που εισήχθησαν στην Παράλληλη αγορά σημείωσαν κατά μέσο όρο στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις, πολύ μεγαλύτερες από αυτές των τίτλων που εισήχθησαν στην Κύρια αγορά.

Από αντίστοιχες παλαιότερες μελέτες (Παπαϊωάννου και Τραυλός [1995]) προκύπτει το συμπέρασμα ότι για τις εισαγωγές κατά την περίοδο 1987-1994 οι

επενδυτές που αγόρασαν νεοεισαγόμενους τίτλους απεκόμισαν θετικές αποδόσεις για περίοδο έως και ένα χρόνο μετά την εισαγωγή. Παρατηρήθηκε ότι η απόδοση στο τέλος του πρώτου έτους μειώνεται σημαντικά ενώ γίνεται αρνητική για όσους αγόρασαν τους τίτλους την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Αντίθετα, η μελέτη μας, για τις εισαγωγές κατά την περίοδο 1993-1997, παρουσίασε στατιστικά σημαντικές θετικές αποδόσεις οι οποίες αυξάνουν για περίοδο έως και δύο χρόνια μετά την εισαγωγή. Τα αποτελέσματα προκύπτουν τόσο για αυτούς που αγόρασαν τους τίτλους στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής, όσο και για αυτούς που τους αγόρασαν στο ΧΑΑ, την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής τόσο οι επενδυτές που αγόρασαν τους τίτλους στην δημόσια εγγραφή όσο και αυτοί που τους απέκτησαν την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, απεκόμισαν κατά κανόνα σημαντικά υψηλές αποδόσεις για περιόδους έως και δύο έτη μετά την ημερομηνία εισαγωγής.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

Παπαϊωάννου, Γ. (1991), «Η Διαμόρφωση του Κόστους Αναδοχής Εκδόσεων Νέων Χρηματιστηριακών Τίτλων», Δελτίο Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος (Απρίλιος-Ιούνιος), 14-22.

Παπαϊωάννου, Γ. Ι. και Ν. Γ. Τραυλός (1995), «Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση», στον τόμο Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές, IOBE.

Παπαϊωάννου, Γ. Ι., Α. Saffieddine, Ν. Γ. Τραυλός και Ν. Δ. Φίλλιπας, 1997, «Η Χρηματιστηριακή Πορεία και η Λειτουργική Αποδοτικότητα των Επιχειρήσεων μετά την Εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών» στον τόμο Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά: Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της, του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

### Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

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

Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez (1993), «The Aftermarket of Initial Public Offerings in Latin America», Financial Management 22 (Spring), 42-53.

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

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

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

Barron, D.P., (1982), "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance* 37 (September), 955-76.

Beatty, R.P., and J.R. Ritter (1996), "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics* 15 (January/February) 213-32.

Benveniste, L.M., and Allocation of New Issues", *Journal of Economics* 24 (October), 231-50.

Benveniste, L.M., and W.J. Wilhelm (1990), "A Comparative Analysis of LPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments", *Journal of Economics* 28 (November/December), 173-208.

Bhabra, H. S., Pettway, R. H., (1996), "An Ex Post Analysis of Firm Quality in Initial Public Offerings", working paper, University of Missouri – Columbia, Financial Research Institute.

Booth, J.R., and R.L. Smith (1986), "Capital Raising, Underwriting and Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics* 15 (January/February), 261-281.

Brealey R. and Myers S, (1991), *Principles of Corporate Finance*, 4<sup>th</sup> edn.. McGraw-Hill, New York.

Carter, R., and S. Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance* 45 (September), 1045-68.

Chemmanur, T.J., (1993), "The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production", *Journal of Finance* 48, 285-304.

Firth M., 1997, "An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand", *Pacific-basin Finance Journal* 5, 63-85.

Grinblatt, M., and C.Y. Hwang (1989), "Signalling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance* 44, (June), 333-420.

Ibbotson, R.G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Finance* 50, 23-51.

Marsch, P. (1979), "Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock Market", *Journal of Finance* 34 (September), 839-62.

Mok H. and Y. Hui, (1998), "Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China", *Pacific Basin Finance Journal* (1998) 453-74.

Mok H.M.K., (1995), "The evolution of China's stock market". In Lo, C.K., Yuen, T.K. (Eds), *China Review 1995*. Chinese University Press, Hong Kong, May, 24:14.

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

Papachristou, G., and V. Panagos (1995), "The Greek Hot Issue Market of 1990", Working Paper, Aristotle University.

Ritter, J.R. (1984), "The Hot Issue Market for 1980", *Journal of Business* 57. 215-240.

Ritter, J.R. (1987), "The Cost of Going Public", *Journal of Financial Economics* 19 (December), 269-282.

Ritter, J.R. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics* 46 (March), 3-28.

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

Rudd, J.S. (1993), "Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle", *Journal of Financial Economics* 34 (October), 135-52.

Smith, C.W. (1977), "Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings" *Journal of Financial Economics* 5 (December), 273-307.

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

Tsetsekos, G., (1995), "Price Limits and IPOs underpricing in the Greek Market", unpublished working paper, Drexel University.

Ulrih, H., (1989), "Going public in the FRG", in Guimares et al, *A reappraisal of the efficiency of financial markets* (Springer-Verlag Berlin).

Wasserfallen, W. and C. Wittleder, 1994, "Pricing initial public offerings: evidence from *Financial Economics* 2 (September), 235-72.

Ibbotson, R.G., J.L. Sindelar, and J.R. Ritter (1994), "The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offering", *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (1), 66-74.

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.

Kazantzis, G. and M. Levis, 1994, "Price Support and Initial Public Offerings: Evidence from the Athens Stock Exchange", unpublished working paper, Piraeus University.

Keeley, M., 1986 "Raising Equity – the problem of setting the issue price", in M. First and S.M. Keane, eds., *Issues in Finance* (Philip Allan, Oxford).

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.

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., Taylor S. and Walter T., 1996, "Expected and realized returns for Singaporean IPOs: initial and long-run analysis", *Pacific Basin Finance Journal* 4 (1996) 153-180.



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

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

Ljungqvist, A. 1997, "Pricing initial offerings: further evidence from Germany", European Economic Review 41 (1997), 1309-1320.

Loughran T., J.R. Ritter and K. Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International Insights", Pacific-Basin Finance Journal, 165-99.

Loughran, T. and J.R. Ritter, (1995), "The new issues puzzle", Journal of Finance 50