

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

---

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ  
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΩΝ  
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΑΡΧΙΚΗ  
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ**

---

**ΠΑΖΑΡΖΗ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ**

Υποβληθείσα στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2010**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

---

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ**  
**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΤΩΝ**  
**ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΑ ΑΠΟ ΑΡΧΙΚΗ**  
**ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ**

---

**ΠΑΖΑΡΖΗ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ**

Υποβληθείσα στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών  
του Πανεπιστημίου Πειραιώς

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2010**

*Στους γονείς μου*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

---

## Ευχαριστίες

---

Θα ήθελα να εκφράσω τις ειλικρινείς ευχαριστίες μου σε όσους συνέβαλαν με οποιονδήποτε τρόπο στην ολοκλήρωση της παρούσας διδακτορικής διατριβής.

Ευχαριστώ θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή Ανδρέα Μερικά για την επιστημονική, πνευματική και ηθική υποστήριξη, την καθοδήγηση καθώς και για την άψογη συνεργασία, χωρίς τα οποία δεν θα μπορούσε να έχει ολοκληρωθεί η παρούσα εργασία.

Επίσης, τα μέλη της Τριμελούς Επιτροπής, Καθηγητές Ελευθέριο Θαλασσινό και Γεώργιο Αρτίκη που συνέβαλαν καθοριστικά στην τελική διαμόρφωση της διατριβής.

Την Καθηγήτρια Άννα Γιαννοπούλου για την βοήθειά της και τις πολύτιμες συμβουλές της στην στατιστική επεξεργασία των δεδομένων, καθώς και για την υποστήριξη που μου παρείχε ώστε να φέρω σε πέρας την διατριβή.

Τον Λέκτορα Δημήτρη Γουνόπουλο για την ανεκτίμητης αξίας βοήθειά του και για τον χρόνο που ανιδιοτελώς αφιέρωσε σε αυτή μου την προσπάθεια και για τις επικοινωνιακές παρατηρήσεις και συμβουλές.

Τον Δημήτρη Νάτση για την γλωσσική επεξεργασία και διόρθωση του έργου.

Τις αδερφές μου και τους φίλους μου για τη συντροφιά τους και τις στιγμές γέλιου, χαράς και διασκέδασης που μου προσέφεραν στα διαλείμματα αυτής της προσπάθειας.

Τους γονείς μου Μιχάλη και Ελένη και τις αδερφές μου Ινώ, Ιλιάνα και Ιωάννα για τη διαρκή στήριξη, κατανόηση και υπομονή τους καθ' όλη τη διάρκεια της προσπάθειάς μου και ιδιαίτερα κατά τους τελευταίους πιεστικούς μήνες υλοποίησης της διατριβής.

Το Ίδρυμα Κρατικών Υποτροφιών για την οικονομική ενίσχυση κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διδακτορικής διατριβής.

---

## Πίνακας Περιεχομένων

---

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	3
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	9
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	12
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	14
<b>ΜΕΡΟΣ Α: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ</b>	<b>16</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>17</b>
1.1 ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ / ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΡΟΠΟΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗΣ	19
1.2 ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ ΣΤΗ ΣΧΕΤΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	20
1.3 ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b>	<b>25</b>
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	26
2.2 ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ	27
2.3 Η ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	29
2.4 ΠΛΟΙΟ	32
2.4.1 Φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου	33
2.4.2 Φορτηγά πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων	34
2.4.3 Δεξαμενόπλοια	34
2.5 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	36
2.5.1 Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)	38
2.5.2 Χρηματιστήριο NASDAQ	40
2.5.3 Χρηματιστήριο του Όσλο (Oslo Børs, OSE)	41
2.5.4 Χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange, LSE)	43
2.5.5 Χρηματιστήριο του Τόκιο (Tokyo Stock Exchange, TSE)	44
2.5.6 Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ (Hong Kong Stock Exchange, HKEx)	45
2.5.7 Χρηματιστήριο της Σαγκάης (Shanghai Stock Exchange, SSE)	46

2.5.8 Χρηματιστήριο της Μαλαισίας ( <i>Bursa Malaysia</i> )	46
2.5.9 Χρηματιστήριο της Βομβάης ( <i>Bombay Stock Exchange, BSE</i> )	47
2.5.10 Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης ( <i>Singapore Stock Exchange, SGX</i> )	48
2.5.11 Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης ( <i>Stockholm Stock Exchange, STO</i> )	49
2.5.12 Χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης ( <i>Copenhagen Stock Exchange, CSE</i> )	49
2.5.13 Χρηματιστήριο των Βρυξελλών ( <i>Brussels Stock Exchange</i> )	50
2.5.14 Χρηματιστήριο της Ταϊβάν ( <i>Taiwan Stock Exchange, TWSE</i> )	50
2.5.15 Χρηματιστήριο της Ινδονησίας ( <i>Indonesia Stock Exchange, IDX</i> )	51
2.5.16 <i>Baltic Exchange</i>	52
2.5.17 Χρηματιστηριακοί Δείκτες Ναυτιλιακής Δραστηριότητας	53
2.6 ΣΥΝΟΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	54
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ</b>	<b>55</b>
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	56
3.2 ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	57
3.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	58
3.4 ΈΞΟΔΑ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	61
3.5 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	61
3.6 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ	62
3.6.1 Υποτιμολόγηση των μετοχών ( <i>Underpricing</i> )	64
3.6.1.1 Μέτρηση της υποτιμολόγησης	66
3.6.1.2 Λόγοι ύπαρξης της υποτιμολόγησης	67
3.6.1.3 Εμπειρικές μελέτες σχετικές με το μέγεθος της αρχικής υποτιμολόγησης	84
3.6.2 Περίοδοι ευνοϊκές για αρχική δημόσια εγγραφή ( <i>Hot Issue Markets</i> )	94
3.6.3 Μακροπρόθεσμη Υποαπόδοση ( <i>Long-run underperformance</i> )	95
3.7 ΣΥΝΟΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	100
<b>ΜΕΡΟΣ Β: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ</b>	<b>102</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ</b>	<b>103</b>
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	104
4.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	105
4.2.1 Μέτρηση της υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας	105

4.2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας	107
4.2.2.1 Αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγονται οι εταιρείες (ML)	107
4.2.2.2 Ηλικία της εταιρείας κατά την εισαγωγή (AGE)	109
4.2.2.3 Το μέγεθος της εταιρείας (SIZE)	110
4.2.2.4 Η φήμη του αναδόχου έκδοσης (UR)	112
4.2.2.5 Η πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή ή μη ευνοϊκή περίοδο (H/C)	114
4.2.2.6 Το ποσοστό των ήδη υπάρχουσών μετοχών που δόθηκαν με την αρχική δημόσια εγγραφή (OWN)	116
4.2.3 Εξεταζόμενα Μοντέλα	118
4.3 ΔΕΙΓΜΑ	120
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ</b>	<b>128</b>
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	129
5.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ	130
5.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	152
5.3 ΣΥΝΟΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	158
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ</b>	<b>163</b>
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	164
6.2 ΔΕΙΓΜΑ	166
6.3 ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ	169
6.3.1 <i>Aegean Marine Petroleum Network Inc.</i>	169
6.3.2 <i>Capital Product Partners</i>	170
6.3.3 <i>Danaos Corporation</i>	170
6.3.4 <i>Diana Shipping Inc.</i>	171
6.3.5 <i>Dryships</i>	171
6.3.6 <i>Euroseas</i>	172
6.3.7 <i>Excel Maritime Carriers Ltd.</i>	172
6.3.8 <i>Freeseas</i>	173

6.3.9	<i>Goldenport Holdings</i>	173
6.3.10	<i>Global Oceanic Carriers</i>	173
6.3.11	<i>Globus Maritime</i>	174
6.3.12	<i>Hellenic Carriers</i>	174
6.3.13	<i>Navios Maritime Holdings Inc.</i>	174
6.3.14	<i>Newlead Holdings</i>	175
6.3.15	<i>Oceanaut</i>	175
6.3.16	<i>Oceanfreight</i>	176
6.3.17	<i>Omega Navigation Enterprises</i>	176
6.3.18	<i>Paragon Shipping</i>	176
6.3.19	<i>Quintana Maritime</i>	177
6.3.20	<i>Safe Bulkers</i>	177
6.3.21	<i>Seanergy Maritime Holdings</i>	177
6.3.22	<i>Star Maritime Acquisition Corporation</i>	177
6.3.23	<i>Stealthgas</i>	178
6.3.24	<i>Top Ships</i>	178
6.3.25	<i>Tsakos Energy Navigation Limited</i>	179
6.4	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	179
6.5	ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	182
6.6	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	197
6.7	ΣΥΝΟΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	201
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b>		<b>205</b>
7.1	ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	206
7.2	ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ	209
7.3	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	210
7.4	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ	212
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>		<b>214</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ</b>		<b>235</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΝΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ, ΧΩΡΑ ΠΡΟΕΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑ ΤΟΜΕΑ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ</b>		<b>236</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΗΣ ΑΡΧΙΚΗΣ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΝΑ ΧΩΡΑ</b>		<b>244</b>



<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ:</b> ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΜΑΣ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	249
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV:</b> ΠΟΛΛΑΠΛΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ 122 ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	253
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V:</b> ΠΟΛΛΑΠΛΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ 25 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	255
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VI:</b> ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ $R^2$ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΒΡΕΙ ΠΑΛΑΙΟΤΕΡΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΟΙ ΟΠΟΙΕΣ ΔΙΕΝΕΡΓΗΣΑΝ ΠΑΡΟΜΟΙΑ ΕΡΕΥΝΑ	257
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ VII:</b> ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	259

---

## Κατάλογος Πινάκων

---

### Κεφάλαιο 2

2.1: Ελληνικές Ναυτιλιακές Εταιρείες _____	30
2.2: Κατηγορίες πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου _____	32
2.3: Κατηγορίες δεξαμενόπλοιων _____	34
2.4: Χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας _____	36
2.5: Δείκτες Χρηματιστηρίου Νέας Υόρκης _____	38
2.6: Άλλοι Χρηματιστηριακοί Δείκτες NYSE _____	39
2.7: Δείκτες Χρηματιστηρίου NASDAQ _____	40
2.8: Δείκτες Χρηματιστηρίου Όσλο _____	42

### Κεφάλαιο 3

3.1: Μελέτες σχετικές με τα χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής ανά χώρα _____	62
3.2: Μελέτες σχετικές με την απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών στα διεθνή χρηματιστήρια _____	87

### Κεφάλαιο 4

4.1: Περίληψη ανεξάρτητων μεταβλητών _____	118
4.2: Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης _____	120
4.3: Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χώρα προέλευσης _____	122
4.4: Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος εισαγωγής _____	123
4.5: Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά κλάδο και ανά χρηματιστήριο _____	126

## **Κεφάλαιο 5**

5.1: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	131
5.2: Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αρχικών Αποδόσεων των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας _____	133
5.3: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	137
5.4: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν _____	139
5.5: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την ηλικία τους _____	142
5.6: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών _	144
5.7: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον ανάδοχο έκδοσης _____	146
5.8: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την περίοδο εισαγωγής _____	147
5.9: Περιγραφικά στοιχεία των ανεξάρτητων μεταβλητών _____	149
5.10: Έλεγχος της γραμμικής ανεξαρτησίας μεταξύ των μεταβλητών _____	150
5.11: Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας _____	152

## **Κεφάλαιο 6**

6.1: Ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	165
6.2: Αριθμός εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	167
6.3: Αρχικές δημόσιες εγγραφές των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά κλάδο και ανά χρηματιστήριο _____	168
6.4: Περίληψη ανεξάρτητων μεταβλητών _____	180

6.5: Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αρχικών Αποδόσεων των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας _____	182
6.6: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	183
6.7: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής _____	184
6.8: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν _____	185
6.9: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την ηλικία τους __	188
6.10: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών _____	189
6.11: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον ανάδοχο έκδοσης _____	191
6.12: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την περίοδο εισαγωγής _____	192
6.13: Περιγραφικά στοιχεία των ανεξάρτητων μεταβλητών _____	194
6.14: Έλεγχος της γραμμικής ανεξαρτησίας μεταξύ των μεταβλητών _____	195
6.15: Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας _____	197

---

## Συντομογραφίες

---

AGE	Ηλικία της εταιρείας
AMEX	American Stock Exchange
ASE	Athens Stock Exchange
ASX	Australia Stock Exchange
BDI	Baltic Dry Index
BSE	Bombay Stock Exchange
Cmb	Cubic Meters, κυβικά μέτρα
CSE	Copenhagen Stock Exchange
Dual Listing	Εισαγωγή μετοχών σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια
Dwt	Deadweight Tonnage, πραγματική χωρητικότητα πλοίου
EPA	Paris Euronext
H/C	Hot/Cold period, περίοδος ευνοϊκή/μη ευνοϊκή για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές
HEL	Helsinki Stock Exchange
HKEx	Hong Kong Stock Exchange
ΗΠΑ	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
IPO	Initial Public Offering, Αρχική Δημόσια Εγγραφή
IR	Initial Return, Αρχική απόδοση
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange
KOX	Κόροι Ολικής Χωρητικότητας
LSE	London Stock Exchange
MAIR	Προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις
ML	Market Listing
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OSE	Oslo Stock Exchange
PSE	Philippines Stock Exchange
OWN	Ownership offered, το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών με την αρχική δημόσια εγγραφή
SE	Stock Exchange
SIZE	Το μέγεθος της εταιρείας
SSE	Shanghai Stock Exchange

SGX	Singapore Stock Exchange
STO	Stockholm Stock Exchange
TSE	Tokyo Stock Exchange
TWSE	Taiwan Stock Exchange
UR	Underwriter Reputation, η φήμη του αναδόχου εκδόσεως
USD	United States Dollars

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΙΑ

---

## Περίληψη

---

Η άντληση κεφαλαίων αποτελεί για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις ζήτημα πρωταρχικής σημασίας καθώς η βιωσιμότητα και η ανάπτυξή τους εξαρτώνται από τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους. Από τους πιο διαδεδομένους τρόπους άντλησης κεφαλαίων αποτελούν ο τραπεζικός δανεισμός, η έκδοση ομολογιακού δανείου αλλά και η διαπραγμάτευση των μετοχών των εταιρειών στη χρηματιστηριακή αγορά. Οι εταιρείες που εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο πραγματοποιούν την λεγόμενη αρχική δημόσια εγγραφή κατά την οποία εκδίδουν και πωλούν μετοχές στο κοινό. Η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα τα τελευταία 40 χρόνια λόγω των τριών χαρακτηριστικών της, τα οποία, σύμφωνα με τις υπάρχουσες έρευνες, είναι η αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών, η ύπαρξη περιόδων ευνοϊκών για αρχικές δημόσιες εγγραφές και η μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των μετοχών.

Η παρούσα διατριβή ασχολείται με τη μελέτη και έρευνα των αρχικών δημοσίων εγγραφών των διεθνών και των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και συγκεκριμένα με την περίπτωση της αρχικής υποτιμολόγησης των μετοχών τους, η οποία εκφράζεται με τις αρχικές τους αποδόσεις. Αρχικά προσδιορίζονται τα κυριότερα χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και οι διάφοροι χρηματιστηριακοί δείκτες που χρησιμοποιούνται παγκοσμίως για την μέτρηση της ναυτιλιακής δραστηριότητας. Ακολουθεί η επισκόπηση των προηγούμενων θεωρητικών μελετών οι οποίες παρουσιάζουν και αναλύουν τις διαφορετικές θεωρίες εξήγησης του φαινομένου της αρχικής υποτιμολόγησης. Επίσης παρουσιάζονται και οι εμπειρικές μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε διαφορετικές χώρες και σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας και συγκρίνονται τα αποτελέσματά τους.

Η εμπειρική έρευνα της παρούσας διατριβής περιλαμβάνει δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος εξετάζονται οι αρχικές και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο διεθνές χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1984 έως και 2008. Διαπιστώνεται στην έρευνά μας σχετικά χαμηλή αρχική υποτιμολόγηση σε σύγκριση

με τις προγενέστερες εμπειρικές μελέτες. Στη συνέχεια διερευνώνται έξι ανεξάρτητες μεταβλητές προκειμένου να διαπιστωθεί αν και σε ποιο βαθμό αυτές επηρεάζουν τις αρχικές αποδόσεις.

Στο δεύτερο μέρος της εμπειρικής έρευνας της παρούσας διατριβής εξετάζονται οι αρχικές και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις μόνο των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και οι προσδιοριστικοί παράγοντες αυτών, δεδομένου ότι η χώρα μας αποτελεί μια παραδοσιακά ναυτική χώρα και η οικονομία της βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στον κλάδο της ναυτιλίας. Διαπιστώνεται ότι οι ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας έχουν πολύ χαμηλά ποσοστά αρχικής υποτιμολόγησης, με μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις της τάξεως του 2,30% και 2,13% αντίστοιχα, ενώ ταυτόχρονα το μέγεθος και η ηλικία της εταιρείας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος αυτών.



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

**ΜΕΡΟΣ Α: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΝ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**  
**ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η αρχική δημόσια εγγραφή ως μέθοδος εισαγωγής στα χρηματιστήρια αποτελεί ένα θέμα το οποίο έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα από την δεκαετία του 70 και μετά. Οι πρώτες μελέτες οι οποίες εμφανίστηκαν στο αντικείμενο των αρχικών δημοσίων εγγραφών ήταν των Reilly και Hatfield (1969), των McDonald και Fisher (1972), του Logue (1973), του Ibbotson (1975) και του Reilly (1977). Τρία χαρακτηριστικά των αρχικών δημοσίων εγγραφών έχουν απασχολήσει ιδιαίτερα τους ερευνητές: η αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών, η ύπαρξη ευνοϊκών περιόδων για την πραγματοποίηση αρχικών δημοσίων εγγραφών και η μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των μετοχών.

Και για τα τρία αυτά χαρακτηριστικά έχουν πραγματοποιηθεί πολυάριθμες μελέτες. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον όμως φαίνεται να υπάρχει για την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών. Οι σχετικές μελέτες αφορούν είτε στην διαπίστωση αυτού του φαινομένου, είτε στην ανάλυση και εξήγηση των βασικών αιτιών πρόκλησής του<sup>1</sup>, είτε στον προσδιορισμό των παραγόντων, οι οποίοι επηρεάζουν το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησης. Οι μελέτες αυτές έχουν πραγματοποιηθεί για διαφορετικές χρονικές περιόδους, για διαφορετικά χρηματιστήρια, ακόμα και για διαφορετικούς κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Η παρούσα διατριβή αποσκοπεί στην εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησης των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και τους παράγοντες που το επηρεάζουν. Επίσης, σε ιδιαίτερο κεφάλαιο εστιάζουμε την έρευνά μας στις ελληνικές επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας οι οποίες έχουν εισαχθεί στα διεθνή χρηματιστήρια, καθώς επίσης και στην υποτιμολόγηση κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, δοθέντος ότι οι εταιρείες αυτές αποτελούν σημαντικό τμήμα της ελληνικής οικονομίας.

---

<sup>1</sup> Έχουν διατυπωθεί πολλές θεωρίες σχετικές με τις αιτίες που οδηγούν τις εταιρείες σε τιμολόγηση των μετοχών τους σε τιμή κατώτερη από την πραγματική, όπως είναι η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, η επιθυμία για διασπορά των μετοχών, η αποφυγή μελλοντικών δικαστικών διενέξεων κ.ά. Οι περισσότερες από τις θεωρίες αυτές είναι γενικά αποδεκτές από όλους τους μελετητές.

---

## **1.1 Στόχος της διδακτορικής διατριβής / Ερευνητικά ερωτήματα και τρόπος προσέγγισης**

---

Στόχος της παρούσας διατριβής είναι να καλύψει το επιστημονικό κενό στην υπάρχουσα βιβλιογραφία τόσο της ναυτιλιακής όσο και της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Επίσης, επιχειρεί να συμβάλει στη διεθνή βιβλιογραφία, παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας.

Αρχικά παρουσιάζουμε την σημασία του κλάδου της ναυτιλίας για την οικονομία γενικότερα, κλάδος ο οποίος συμβάλλει στην ανάπτυξη του εμπορίου και στην ευημερία των λαών. Προβαίνουμε σε μια σύντομη ιστορική αναδρομή των ναυτιλιακών δραστηριοτήτων από την αρχαιότητα μέχρι και σήμερα, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε ελληνικό επίπεδο, ταυτόχρονα όμως διερευνούμε τους λόγους που οδήγησαν στην ραγδαία ανάπτυξη του κλάδου αυτού τα τελευταία πενήντα χρόνια. Στη συνέχεια αναλύουμε τον κλάδο αυτό και τις επιμέρους δραστηριότητές του με ιδιαίτερη έμφαση στην ποντοπόρο ναυτιλία. Παρουσιάζουμε τα βασικά χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και κατ' επέκταση τους παγκόσμιους δείκτες που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της απόδοσης των ναυτιλιακών δραστηριοτήτων.

Η αρχική απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, αμέσως μετά την ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, απασχολεί ως σήμερα την επιστημονική κοινότητα. Στόχος μας λοιπόν είναι να διαπιστώσουμε εάν και οι επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας προβαίνουν σε υποτιμολόγηση των προσφερόμενων μετοχών τους προκειμένου να επιτύχουν υψηλές αρχικές αποδόσεις. Η μέτρηση της υποτιμολόγησης γίνεται με τη μέτρηση των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων των μετοχών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Επιπρόσθετα, μας ενδιαφέρει να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος των αρχικών αποδόσεων, γεγονός το οποίο θα διαπιστώσουμε με την εξέταση ενός γραμμικού υποδείγματος.

Η παρούσα διατριβή επιδιώκει ακόμη την διερεύνηση των αρχικών αποδόσεων των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Εξετάζει εάν οι ελληνικές εταιρείες οι οποίες ανήκουν στον υποκλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας υποτιμολογούν και αυτές τις προσφερόμενες με την αρχική δημόσια εγγραφή μετοχές τους και προσπαθεί να εντοπίσει τις μεταβλητές που επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης.

---

## **1.2 Συμβολή της παρούσας διδακτορικής διατριβής στη σχετική βιβλιογραφία**

---

Η αρχική δημόσια εγγραφή, την οποία πραγματοποιούν οι επιχειρήσεις για να αντλήσουν κεφάλαια και να ξεκινήσουν την χρηματοπιστωτική διαπραγμάτευσή τους, είναι ένα θέμα που έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την ακαδημαϊκή κοινότητα από την δεκαετία του 70 κι έπειτα. Τόσο οι θεωρητικές, όσο και οι εμπειρικές μελέτες, οι οποίες έχουν γίνει αυτές τις δεκαετίες είναι πολυάριθμες και πραγματεύονται τις διαδικασίες και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των αρχικών δημοσίων εγγραφών· ένα από τα χαρακτηριστικά αυτά είναι η τιμολόγηση των προσφερόμενων μετοχών σε τιμή χαμηλότερη της πραγματικής, γεγονός που οδηγεί σε υψηλές αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως υποτιμολόγηση των αρχικών δημοσίων εγγραφών και υπάρχουν πολλές μελέτες οι οποίες αναζητούν τις αιτίες που το προκαλούν, καθώς και τους παράγοντες που το επηρεάζουν. Παρά το γεγονός ότι η αρχική υποτιμολόγηση έχει ήδη μελετηθεί, εξακολουθούν να δημοσιεύονται πολλές εργασίες σχετικά με το θέμα αυτό λόγω της μεταβολής των νομοθετικών ρυθμίσεων που αφορούν τα χρηματιστήρια, της συνεχούς και πιο επαρκής πληροφόρησης λόγω του διαδικτύου και κατ' επέκταση της ευκολότερης πρόσβασης στα δεδομένα των εταιρειών.

Ο κλάδος της ναυτιλίας είναι ένας από τους σημαντικότερους τομείς της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς διασφαλίζει την παροχή στις διάφορες χώρες τόσο των αγαθών πρώτης ανάγκης όσο και των υπόλοιπων προϊόντων. Μεγάλο μέρος της διακίνησης των αγαθών γίνεται διά θαλάσσης λόγω των πλεονεκτημάτων της θαλάσσιας μεταφοράς, και κυρίως λόγω του χαμηλότερου κόστους μεταφοράς των

αγαθών χάριν της ταυτόχρονης μεταφοράς μεγάλων ποσοτήτων. Ειδικότερα, μεγάλη σημασία έχει ο τομέας της ποντοπόρου ναυτιλίας, ο οποίος ασχολείται αποκλειστικά με τις θαλάσσιες μεταφορές μεγάλων αποστάσεων. Είναι, επομένως, ιδιαίτερης σημασίας να κατανοήσουμε τη λειτουργία του συγκεκριμένου αυτού κλάδου δραστηριότητας.

Οι επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας έχουν ανάγκη από κεφάλαια για τον προγραμματισμό των μακροπρόθεσμων επενδύσεών τους και την μελλοντική τους ανάπτυξη. Ο πιο πρόσφορος τρόπος άντλησης κεφαλαίων είναι η διαπραγμάτευση σε κάποιο χρηματιστήριο, και επομένως ενδιαφέρουν οι μέθοδοι εισαγωγής στα χρηματιστήρια και οι ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει ο τομέας αυτός της ποντοπόρου ναυτιλίας. Η εισαγωγή σε κάποιο χρηματιστήριο μπορεί να επιτευχθεί είτε με την πρωτογενή εισαγωγή των μετοχών μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής (IPO), όταν αυτές εισάγονται σε ένα μόνο χρηματιστήριο, είτε με την διπλή εισαγωγή (Dual Listing) των μετοχών, όταν αυτές εισάγονται ταυτόχρονα σε περισσότερα του ενός χρηματιστηρίου. Ειδικότερα στις μέρες μας, η χρηματοπιστωτική κρίση δυσχεραίνει τη δυνατότητα τραπεζικής χρηματοδότησης - η οποία είναι σχεδόν ανύπαρκτη - και καθιστά ακόμη πιο επιθυμητή λύση την άντληση κεφαλαίων από τα χρηματιστήρια.

Το γεγονός ότι δεν έχει πραγματοποιηθεί καμία μελέτη σχετικά με την αρχική δημόσια εγγραφή στις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας καθιστά την παρούσα διατριβή πρωτότυπη, χρήσιμη, με μεγάλο επιστημονικό ενδιαφέρον αλλά και με πρακτικό ενδιαφέρον για τους επενδυτές. Στην παρούσα μελέτη θα διερευνήσουμε τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, και θα εξάγουμε συμπεράσματα για έναν πολύ σημαντικό κλάδο της οικονομίας σε παγκόσμιο επίπεδο. Ταυτόχρονα επιχειρούμε να αναδείξουμε τους παράγοντες εκείνους, οι οποίοι πιθανόν να επηρεάζουν την αρχική υποτιμολόγηση των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας.

Εκτός από την διερεύνηση των αρχικών δημοσίων εγγραφών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας σε παγκόσμιο επίπεδο, στην παρούσα μελέτη εξετάζουμε και ιδιαίτερα τις αρχικές δημόσιες εγγραφές των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Κίνητρό μας για βαθύτερη γνώση του ναυτιλιακού κλάδου είναι η μακροχρόνια ναυτική παράδοση και η ιδιαίτερα έντονη παρουσία της χώρας

μας στον ναυτιλιακό χώρο. Η Ελλάδα κατέχει μια από τις πρώτες θέσεις στην παγκόσμια κατάταξη των χωρών με ναυτιλιακή δράση, καθώς οι ναυτιλιακές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας είναι περισσότερες από 300 σε αριθμό. Τα τελευταία 15 χρόνια μάλιστα υπάρχουν πολλές ελληνικές εταιρείες οι οποίες πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε διεθνή χρηματιστήρια. Είναι συνεπώς αναγκαίο να διευρυνθεί η γνώση όχι μόνο για τον συγκεκριμένο κλάδο, αλλά και για τις ελληνικές εταιρείες, γεγονός που θα συμβάλει στην ανάπτυξη και άλλων μικρότερων ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Θα πρέπει εδώ να επισημανθεί ότι δεν έχει γίνει μέχρι στιγμής παρόμοια προσπάθεια να μελετηθεί το φαινόμενο της υποτιμολόγησης αποκλειστικά για τις ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, γεγονός που αποδεικνύει την πρωτοτυπία της παρούσας διατριβής και την συμβολή στην ναυτιλιακή και την χρηματοοικονομική επιστήμη.

---

### **1.3 Δομή της μελέτης**

---

Η παρούσα διατριβή έχει την ακόλουθη δομή: αποτελείται από δύο μέρη και επτά κεφάλαια.

Το πρώτο μέρος αποτελείται από τρία κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το αντικείμενο της διατριβής, τα ερευνητικά ερωτήματα, ο τρόπος προσέγγισης και η συμβολή στην επιστήμη.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μια σύντομη ιστορική αναδρομή στον κλάδο της ναυτιλίας τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο. Ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στη χώρα μας, η οποία αποτελεί μια παραδοσιακά ναυτική χώρα. Στη συνέχεια περιγράφουμε αναλυτικά τον κλάδο της εμπορικής ναυτιλίας και ειδικότερα τις δραστηριότητες που αφορούν την ποντοπόρο ναυτιλία. Αναφερόμαστε στα διεθνή χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις και παραθέτουμε συνοπτικά πληροφοριακά στοιχεία για το καθένα από αυτά. Τέλος, κάνουμε μια μικρή αναφορά στους διάφορους χρηματιστηριακούς δείκτες οι οποίοι σχετίζονται άμεσα με τον κλάδο της ναυτιλιακής δραστηριότητας.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύουμε σε βάθος την αρχική δημόσια εγγραφή ως μέθοδο εισαγωγής των εταιρειών στα χρηματιστήρια, περιγράφοντας τους μηχανισμούς και τις διαδικασίες αυτής, καθώς επίσης και τα χαρακτηριστικά της. Εξηγούμε περιληπτικά τα τρία χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής και παρουσιάζουμε ορισμένες μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με αυτά. Επικεντρώνουμε, όμως, την ανάλυσή μας και εμβαθύνουμε σε ένα από τα τρία χαρακτηριστικά, την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία εκφράζεται με την αρχική απόδοση των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους. Προβαίνουμε σε επισκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας σχετικά με την αρχική υποτιμολόγηση και τις θεωρίες που επιχειρούν να την εξηγήσουν. Επίσης, παρουσιάζουμε τις υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες αναφορικά με το ύψος των αρχικών αποδόσεων και συγκρίνουμε τα αποτελέσματα αυτών είτε από χρηματιστήριο σε χρηματιστήριο, είτε μεταξύ των διαφόρων κλάδων της οικονομικής δραστηριότητας.

Το δεύτερο μέρος, το οποίο αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια, περιλαμβάνει την εμπειρική έρευνα των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας και την μελέτη περίπτωσης των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Το τέταρτο κεφάλαιο της διατριβής παρουσιάζει την μεθοδολογία και το δείγμα της έρευνας. Το πέμπτο κεφάλαιο αναλύει και ερμηνεύει τα αποτελέσματα της έρευνας σχετικά με τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή. Στη συνέχεια, έχοντας πάντα ως στόχο την κάλυψη θεωρητικών κενών και την εξέλιξη της επιστημονικής έρευνας, με οδηγό τις προηγούμενες μελέτες, εξετάζουμε έξι ανεξάρτητες μεταβλητές προκειμένου να διαπιστώσουμε εάν και σε ποιο βαθμό επηρεάζουν την αρχική υποτιμολόγηση των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

Το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την μελέτη της περίπτωσης των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που ανήκουν σε Έλληνες εφοπλιστές, και εξετάζει τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις τους, επιχειρώντας να κατανοήσουμε βαθύτερα το υπό έρευνα αντικείμενο και να εξάγουμε συμπεράσματα για την ναυτιλία, που αποτελεί έναν πολύ σημαντικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας. Οι χαμηλές αρχικές αποδόσεις που διαπιστώνουμε υποδεικνύουν μια αρκετά ώριμη επενδυτική αγορά στον τομέα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.



Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο ανακεφαλαιώνουμε τα βασικά σημεία της παρούσας διατριβής και εκθέτουμε περιληπτικά τα σημαντικότερα ευρήματά μας. Περιγράφουμε την πρωτοτυπία της παρούσας διατριβής και την συμβολή της τόσο στην οικονομική, λογιστική και χρηματοοικονομική όσο και στη ναυτιλιακή επιστήμη, επίσης αναφερόμαστε στους περιορισμούς της παρούσας διατριβής, και τέλος προτείνουμε τα σημαντικότερα πεδία πάνω στα οποία μπορούν να στηριχθούν μελλοντικές έρευνες.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**  
**Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΤΑ**  
**ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ**  
**ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

---

## 2.1 Εισαγωγή

---

Στο παρόν κεφάλαιο περιγράφεται αναλυτικά ο κλάδος της ναυτιλίας προκειμένου να κατανοήσουμε το εύρος της εμπορικής ναυτιλίας, τους κανόνες που διέπουν τον συγκεκριμένο κλάδο, τους διαφορετικούς υπό-κλάδους της ναυτιλίας, τον τρόπο λειτουργίας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, τις δραστηριότητές τους, αλλά και την διαπραγμάτευσή των μετοχών τους στα διεθνή χρηματιστήρια.

Υπάρχουν διάφορες εννοιολογήσεις του όρου “ναυτιλία”. Υποστηρίζεται ότι η ναυτιλία είναι η μέθοδος διακυβέρνησης ενός πλοίου, ενώ σύμφωνα με άλλους μελετητές, η ναυτιλία οριοθετείται από το σύνολο των πλοίων που φέρουν τη σημαία ενός κράτους (Εμπορική Ναυτιλία). Από οικονομικής σκοπιάς, όμως, ναυτιλία είναι το σύνολο των υπηρεσιών που σχετίζονται με τις θαλάσσιες μεταφορές και γενικότερα με την ναυτιλιακή δραστηριότητα (Ναυτιλιακή Οικονομική). Υπό αυτή την έννοια, η ναυτιλία εντάσσεται στον τομέα της τριτογενούς παραγωγής και περιλαμβάνει πλήθος δραστηριοτήτων και παρεχόμενων υπηρεσιών, όπως η ναύλωση, η ναυτική ασφάλιση, ο εφοπλισμός, η ναυπήγηση και η μεσιτεία μεταξύ άλλων. Πολύ σημαντικό τμήμα της εμπορικής ναυτιλίας είναι η διακίνηση των αγαθών και ειδικότερα η ποντοπόρος ναυτιλία, η οποία αφορά την διεθνή μεταφορά των αγαθών δια των ωκεανών και των ανοιχτών θαλασσών.

Η ναυτιλία αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς μέσω αυτής διακινούνται οι πρώτες και βοηθητικές ύλες, αλλά και τα έτοιμα εμπορεύματα, διευκολύνοντας και αναπτύσσοντας το παγκόσμιο εμπόριο. Τα περισσότερα διακινούμενα αγαθά παγκοσμίως μεταφέρονται μέσω θαλάσσης καθώς, λόγω της μεγάλης χωρητικότητας των πλοίων, καθίσταται οικονομικότερη η διακίνησή τους. Παρά τη ραγδαία ανάπτυξη που γνώρισε ο τομέας των αερομεταφορών κατά τον προηγούμενο αιώνα, βασικά είδη ανάγκης, όπως είναι για παράδειγμα το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο – τα οποία είναι ρυθμιστικά στοιχεία της παγκόσμιας οικονομίας, εξακολουθούν να διακινούνται δια θαλάσσης. Οι αερομεταφορές δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για μετακίνηση μεγάλων ποσοτήτων υγρού ή ξηρού φορτίου, λόγω της μειωμένης χωρητικότητάς τους αλλά και του μεγάλου κόστους λειτουργίας και συντήρησης των αεροπλάνων. Επιπροσθέτως, η απελευθέρωση των παγκοσμίων αγορών και η

αυξανόμενη ζήτηση που προκύπτει στις αναπτυσσόμενες οικονομίες κυρίως της Ανατολικής Ασίας (Ινδία, Κίνα), καθιστούν τον κλάδο της ναυτιλιακής δραστηριότητας αναγκαίο τμήμα της παγκόσμιας οικονομίας και επιβάλλουν τόσο τη διεύρυνσή του αλλά και την συνεχή εξέλιξή του.

Η χώρα μας αποτελεί μία παραδοσιακή ναυτική χώρα, τόσο λόγω της γεωγραφικής της θέσης όσο και λόγω της ιστορικής και πολιτιστικής της διαδρομής. Ακόμη και σήμερα η ελληνική εμπορική ναυτιλία κατέχει μια από τις σημαντικότερες θέσεις στην παγκόσμια κατάταξη, με πλήθος ναυτιλιακών επιχειρήσεων, πολλές εκ των οποίων δραστηριοποιούνται στον τομέα της ποντοπόρου ναυτιλίας.

Το παρόν κεφάλαιο διαρθρώνεται ως εξής. Στο υποκεφάλαιο 2.2 γίνεται μια ιστορική αναδρομή στην ναυτιλία σε παγκόσμιο επίπεδο. Το τμήμα 2.3 αναφέρεται στην ναυτιλιακή δραστηριότητα στην Ελλάδα από την αρχαιότητα μέχρι σήμερα. Στην υποκεφάλαιο 2.4 περιγράφονται οι τρόποι της θαλάσσιας διεθνούς διακίνησης των αγαθών, δηλαδή τα διαφορετικά είδη ποντοπόρων πλοίων που εξυπηρετούν τις διεθνείς μετακινήσεις διαφορετικών αγαθών. Στο τμήμα 2.5 παρουσιάζονται και αναλύονται τα διεθνή χρηματιστήρια, στα οποία διαπραγματεύονται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, καθώς και οι διεθνείς δείκτες της ναυτιλιακής δραστηριότητας. Τέλος, το υποκεφάλαιο 2.6 περιλαμβάνει μια περίληψη του κεφαλαίου.

---

## **2.2 Εξέλιξη της Ναυτιλίας**

---

Ο άνθρωπος είχε ανακαλύψει από πολύ παλιά τη δυνατότητα να μετακινείται δια θαλάσσης, των ποταμών και των λιμνών. Μάλιστα, από τα αρχαία χρόνια συνειδητοποίησε ότι, παρά την αβεβαιότητα και τους κινδύνους που εγκυμονούν, το εμπόριο από τη θάλασσα είναι πιο συμφέρον από το χερσαίο εμπόριο. Και αυτό διότι τα πλοία δεν παρακάμπτουν την πορεία τους και ταυτόχρονα μπορούν να μεταφέρουν πολύ περισσότερα φορτία και με χαμηλότερο κόστος από ότι τα τότε υπάρχοντα επίγεια μέσα. Έτσι λοιπόν άρχισε σιγά σιγά να αναπτύσσεται το εμπόριο μέσω θαλάσσης και να αυξάνεται η χρήση των πλοίων για τη μεταφορά φορτίων. Παρόλο όμως που είχε διαφανεί η χρησιμότητα της θαλάσσιας διακίνησης αγαθών, τόσο η

ναυτιλία όσο και η τεχνολογία των πλοίων αναπτύχθηκε με πολύ αργούς ρυθμούς. Και δεν ήταν παρά τον εικοστό αιώνα, μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, που η ναυτιλία πλέον άρχισε να εξελίσσεται ραγδαία. Η ανάγκη για μεταφορά αγαθών και προϊόντων από και προς τις χώρες που επλήγησαν από τον πόλεμο και προσπαθούσαν να ανακάμψουν, η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας και της μηχανολογίας αποτελούν παράγοντες που ανάγκασαν σε ανάπτυξη τον κλάδο της ναυτιλίας. Έκτοτε, η ανάγκη για μεταφορά αγαθών πρώτης ανάγκης (τροφίμων, νερού) αλλά και πετρελαίου, και αργότερα και άλλων προϊόντων που ήταν άγνωστα μέχρι τότε (ηλεκτρικών συσκευών, αυτοκινήτων) ώθησε και στην εξέλιξη της τεχνολογίας των φορτηγών πλοίων. Τις τελευταίες δεκαετίες του εικοστού αιώνα, κατασκευάζονται πλοία ειδικά για διακίνηση συγκεκριμένων αγαθών, τα οποία είναι ειδικά διαμορφωμένα για να διευκολύνουν τη διακίνηση τους, όπως είναι για παράδειγμα τα δεξαμενόπλοια, τα πλοία μεταφοράς χύδην φορτίου και τα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, φυσικού αερίου κ.ά.

Αυτή η ραγδαία ανάπτυξη της ναυτιλίας μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο είχε ως αποτέλεσμα και την στροφή πολλών ανθρώπων στην ενασχόληση με τον κλάδο αυτό, και συνεπώς και τη δημιουργία πολλών νέων επαγγελματιών σχετικών με τη ναυτιλία. Ιδρύονται πολλοί οργανισμοί προκειμένου να ρυθμιστεί θεσμικά η μετακίνηση και πλεύση των πλοίων, να καθοριστούν οι κατάλληλοι κανόνες και προϋποθέσεις, καθώς και να προβλεφθούν και να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι. Ιδρύονται πολυάριθμες εταιρείες που σκοπό έχουν είτε την αγοραπωλησία των πλοίων, είτε την εκμετάλλευση, την ασφάλιση, την κατασκευή, την συντήρηση αυτών κ.ο.κ. Κατασκευάζονται λιμάνια προκειμένου να εξυπηρετούνται τα νέας τεχνολογίας και μεγάλου πλέον μεγέθους πλοία και ιδρύονται εταιρείες σχετικές με την εκμετάλλευση, διοίκηση και συντήρηση των λιμανιών αυτών. Είναι η πρώτη φορά στην ιστορία της ναυτιλίας που τόσο σημαντικές και μεγάλες αλλαγές έγιναν μέσα σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Οι πρωτοποριακές αυτές αλλαγές κατέστησαν τη ναυτιλία έναν από τους σημαντικότερους κλάδους του εμπορίου, καθώς πλέον επιτυγχάνεται ασφαλής και γρήγορη διακίνηση αγαθών από ήπειρο σε ήπειρο και το σημαντικότερο με το μικρότερο κόστος. Ιδιαίτερα στις απαρχές του 21<sup>ου</sup> αιώνα, ο οποίος χαρακτηρίζεται ως εποχή της παγκοσμιοποίησης, η σημασία της ναυτιλίας είναι πρωτεύουσα.

---

### **2.3 Η ναυτιλία στην Ελλάδα**

---

Η ναυτιλία παίζει πρωταρχικό ρόλο στην οικονομία της Ελλάδας από τα αρχαία χρόνια μέχρι σήμερα. Η θέση και η μορφολογία της Ελλάδας, τα νησιά και οι παράλιες περιοχές δεν θα μπορούσαν παρά μόνο να ευνοήσουν την ανάπτυξη της ναυτιλίας στην Ελλάδα.

Από την αρχαιότητα, οι Κρητικοί κατά την περίοδο που βασιλεύε ο Μίνωας ξεκίνησαν το θαλάσσιο εμπόριο και κατέκτησαν τη Μεσόγειο. Ακολούθησαν οι Μυκήνες και πιο μετά οι πόλεις-κράτη (Αθήνα, Κόρινθος, Σάμος, Χίος κ.ά.). Ειδικότερα η Αθήνα ήταν η πρώτη που ασχολήθηκε με τη θέσπιση κανόνων σχετικών με τη ναυτιλία κατά τα αρχαία χρόνια. Η ναυτική ιστορία των Ελλήνων συνεχίζεται κατά τη βασιλεία του Μεγάλου Αλεξάνδρου (ελληνιστική περίοδος), οπότε δημιουργούνται νέα μεγάλα λιμάνια (Αλεξάνδρεια, Ρόδος) και οι Έλληνες εξαπλώνονται προς την Ασία. Στην ρωμαϊκή αυτοκρατορία, επειδή οι ρωμαίοι δεν ασχολούνταν με το θαλάσσιο εμπόριο, οι Έλληνες εξακολουθούν να είναι κυρίαρχοι της Μεσογείου, φθάνοντας μέχρι τις ακτές του Ατλαντικού. Την ίδια περίοδο πραγματοποιούνται και οι πρώτες θαλάσσιες μεταφορές προσώπων για τουριστικούς λόγους. Η σημαντική παρουσία των Ελλήνων στο θαλάσσιο εμπόριο συνεχίζεται και κατά το Βυζάντιο, όπου και ιδρύεται το πρώτο Υπουργείο Εμπορικής Ναυτιλίας. Αλλά και κατά την περίοδο της Οθωμανικής αυτοκρατορίας οι Έλληνες μεταφέρουν σιτηρά στις δυτικές χώρες της Ευρώπης και προβαίνουν σε πειρατείες. Κατά τον 19<sup>ο</sup> αιώνα ο ελληνικός εμπορικός στόλος εξασθένησε λόγω της συμμετοχής του στον αγώνα της ανεξαρτησίας. Μετά την απελευθέρωση χρησιμοποιήθηκαν τα παλιά ναυπηγεία της Ύδρας, των Σπετσών και της Σκιάθου και πολύ γρήγορα η ναυτιλία ανέκαμψε στην Ελλάδα. Προς το τέλος του αιώνα μάλιστα οι Έλληνες άρχισαν δειλά να αγοράζουν φορτηγά πλοία και σύντομα ο εμπορικός στόλος ήταν σημαντικός. Με τον πρώτο και δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο όμως ο ελληνικός εμπορικός στόλος υπέστη σοβαρές απώλειες χάνοντας περισσότερα από τα μισά του πλοία. Με το τέλος του δεύτερου παγκοσμίου πολέμου, η ελληνική ναυτιλία άρχισε τις προσπάθειες για ανασυγκρότηση και με την βοήθεια των Ηνωμένων Πολιτειών, μέσα σε διάστημα 35

ετών κατέκτησε το 1982 την πρώτη θέση στην παγκόσμια κατάταξη<sup>2</sup>. Έκτοτε παραμένει στη θέση αυτή, ελέγχοντας σχεδόν τον 20% του παγκοσμίου εμπορικού στόλου.

Η ναυτιλία επομένως είναι παραδοσιακά μια από τις πιο σημαντικές ενασχολήσεις στη χώρα μας. Πολλές είναι οι εφοπλιστικές οικογένειες που είναι παραδοσιακά συνδεδεμένες με την ελληνική ναυτιλία, όπως είναι οι οικογένειες Γουλανδρή, Πατέρα, Νιάρχου, Θεοδωρακόπουλου, Πολέμη, Λάτση, Χατζηπατέρα, Χανδρή, Πιττά, Αγγελικούση, Ωνάση, Λιβανού, Οικονόμου κ.ά. Επίσης, πολλοί είναι εκείνοι που ασχολήθηκαν με τη ναυτιλία, δίχως να έχουν οικογενειακή παράδοση, και εδραιώθηκαν στο χώρο αυτό, όπως είναι ο Τσάκος, ο Παναγόπουλος, ο Κωνσταντακόπουλος, ο Γεωργιόπουλος, ο Κούστας, ο Παναγιωτίδης, ο Κολλάκης, ο Βαφειάς, η οικογένεια Μαρτίνου κ.ά. Τέλος, πολυάριθμες είναι οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες<sup>3</sup> που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια ναυτιλία, πολλές εκ των οποίων είναι εισηγμένες σε ξένα χρηματιστήρια. Ενδεικτικά, αναφέρουμε στον Πίνακα 2.1 μερικές από τις πιο μεγάλες ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες, εισηγμένες και μη.

Το σύνολο των πλοίων, που εκμεταλλεύονται όλες οι ελληνικών συμφερόντων εταιρείες, ανέρχεται σε 3.135 πλοία συνολικής χωρητικότητας 169,45 εκ. τόνων. Ποσοστό 35% από αυτά ελέγχεται από 13 μόλις εφοπλιστές<sup>4</sup>. Ο ελληνικός εμπορικός στόλος<sup>5</sup> αριθμεί 2.106 πλοία με συνολική χωρητικότητα 40.666.222 κόρων ολικής χωρητικότητας (κοχ)<sup>6</sup>. Από αυτά τα 620 είναι φορτηγά μεταφοράς χύδην φορτίου συνολικής χωρητικότητας 15.013.242 κοχ, τα 547 είναι δεξαμενόπλοια συνολικής χωρητικότητας 23.985.371 κοχ και τα 939 επιβατηγά και

<sup>2</sup> Ινστιτούτο Ιστορίας Ναυτιλίας & Λιμενικού Σώματος, <http://museum.yen.gr/History.htm>

<sup>3</sup> Σύμφωνα με τα στοιχεία της Petrofin Research 2008 οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες είναι 758, από τις οποίες οι περισσότερες είναι μικρού μεγέθους (340 εταιρείες διαχειρίζονται ένα ή δύο πλοία και 159 διαχειρίζονται τρία έως και τέσσερα), οι 125 από πέντε έως οκτώ πλοία, οι 70 από εννέα έως δεκαέξι πλοία, οι 32 από δεκαέξι έως είκοσι τέσσερα πλοία, και μόνο 32 διαχειρίζονται πάνω από 25 πλοία.

<sup>4</sup> Σύμφωνα με την έρευνα της Marine Information Services

<sup>5</sup> Πλοία νηολογημένα στην Ελλάδα, που ανήκουν σε πρόσωπα που κατοικούν στην Ελλάδα, μεγαλύτερα των 100 κοχ και κατασκευασμένα για μεταφορά εμπορευμάτων ή επιβατών.

<sup>6</sup> Τον Μάιο του 2009 σύμφωνα με την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Ελλάδας.

λοιπά πλοία, συνολικής χωρητικότητας 1.667.609 κοχ. Το μέγεθος αυτό αποτελεί ένα σημαντικό ποσοστό του παγκοσμίου στόλου των εμπορικών πλοίων.

---

**Πίνακας 2.1**  
**Ελληνικές Ναυτιλιακές Εταιρείες**

---

Aegean Marine Petroleum Network	Maran Navigation
Anangel	Marmaras Navigation
Aries Maritime Transport	Maryville Maritime
Atlantic Bulk Carriers	Minerva Marine
Capital Product Partners	Navios Maritime Holdings
Cardiff Marine	NEDA Maritime
Chandris Hellas	Oceanaut
Costamare	Oceanfreight
Danaos Corporation	Omega Navigation Enterprises
Delta Tankers	Overseas Shipholding Group - Stelmar
Diana Shipping	Paragon Shipping
Dry Ships	Polembros
Dynacom Tankers	Polyar Shipping
Eletson Corporation	Quintana Maritime Limited
Enterprises Shipping & Trading	Safe Bulkers
Euroseas	Star Bulk Carriers
Excel Maritime Carriers	Seanergy
Freeseas	Springfield
Genco Shipping and Trading	Stealthgas
Global Oceanic Carriers	Thenamaris
Globus Maritime	Top Ships
Hellenic Carriers	Tsakos Energy Navigation

---



---

## 2.4 Πλοίο

---

Η ανάγκη για διακίνηση των αγαθών μεταξύ των χωρών συνέβαλε σημαντικά στην χρησιμοποίηση των πλοίων ως μέσων διακίνησης από τα αρχαία χρόνια μέχρι σήμερα. Ειδικότερα για τις χώρες που είναι παραθαλάσσιες, όπως είναι η Ελλάδα, η ναυτιλία αποτέλεσε και αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα της οικονομίας τους. Παρόλο που από τον 20<sup>ο</sup> αιώνα και μετά ανακαλύφθηκαν και άλλοι τρόποι διακίνησης αγαθών, όπως είναι οι αερομεταφορές και οι οδικές μεταφορές, οι μεταφορές μέσω θαλάσσης παραμένουν ο πιο σημαντικός τρόπος διακίνησης αγαθών λόγω της δυνατότητας μεταφοράς μεγάλου φορτίου με το ίδιο δρομολόγιο. Για το λόγο αυτό τα τελευταία πενήντα χρόνια έχει σημειωθεί ραγδαία ανάπτυξη στον κλάδο της ναυτιλίας σε παγκόσμιο επίπεδο.

Για την διακίνηση των ανθρώπων, των αγαθών και των προϊόντων μέσω θαλάσσης απαραίτητη προϋπόθεση είναι η χρήση πλοίων. Ανάλογα με το είδος του φορτίου, που πρόκειται να μεταφερθεί, χρησιμοποιούνται και τα κατάλληλα πλοία. Υπάρχουν επομένως κάποιες κατηγορίες πλοίων ανάλογα με το σκοπό και το είδος της διακίνησης. Τα πλοία διακρίνονται, με κριτήριο το σκοπό τους, σε εμπορικά και πολεμικά πλοία. Τα εμπορικά πλοία είναι εκείνα που μεταφέρουν πάσης φύσεως εμπορεύματα, επιβάτες, οχήματα, ζώα ή εκτελούν βοηθητικές εργασίες, ενώ τα πολεμικά πλοία είναι εκείνα που ανήκουν στο πολεμικό ναυτικό και είναι ειδικώς εξοπλισμένα για τις ανάγκες αυτού. Μια άλλη σημαντική διάκριση είναι, με κριτήριο το αντικείμενο μεταφοράς τους, σε επιβατηγά και φορτηγά. Επιβατηγά είναι τα πλοία μεταφοράς προσώπων και διακρίνονται σε υπερωκεάνια, πλοία κλειστών θαλασσών και ακτοπλοϊκά, αλλά μπορούν να διακριθούν και σε επιβατηγά-οχηματαγωγά ή κρουαζιερόπλοια. Τα φορτηγά πλοία, από την άλλη, είναι εκείνα που μεταφέρουν φορτία και είναι ειδικώς εξοπλισμένα προκειμένου να διευκολύνεται η φορτοεκφόρτωση ανάλογα με το είδος του φορτίου που μεταφέρουν. Τα φορτηγά πλοία διακρίνονται περαιτέρω με βάση το είδος του φορτίου που μεταφέρουν. Έτσι έχουμε φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου, φορτηγά πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και δεξαμενόπλοια. Ανάλογα με το είδος των πλοίων που διαχειρίζεται μια ναυτιλιακή εταιρεία προσδιορίζεται και το είδος της εταιρείας αυτής.

### 2.4.1 Φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου

Τα φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου είναι ειδικώς διαμορφωμένα πλοία για την μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου, όπως είναι μεταξύ άλλων τα σιτηρά, τα δημητριακά, τα μεταλλεύματα και το τσιμέντο. Διαθέτουν ένα ή περισσότερα ξεχωριστά αμπάρια τα οποία είναι ερμητικά κλειστά και μέσα στα οποία φορτώνεται το φορτίο χύμα με τη βοήθεια γερανών που βρίσκονται πάνω στο πλοίο ή στο λιμάνι. Το πρώτο φορτηγό πλοίο ξηρού χύδην φορτίου δημιουργήθηκε το 1852 και έκτοτε χρησιμοποιούνται και συνεχώς εξελίσσεται η τεχνολογία τους. Σήμερα υπάρχουν τέσσερις μεγάλες κατηγορίες πλοίων μεταφοράς χύδην φορτίου, οι οποίες διακρίνονται ανάλογα με τη χωρητικότητά τους:

**Πίνακας 2.2**

**Κατηγορίες πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου**

<b>Κατηγορία</b>	<b>Μέγεθος σε dwt</b>
Handysize	10.000 – 35.000
Handymax	35.000 – 55.000
Panamax	60.000 – 80.000
Capesize	80.000 -

Τα φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου αποτελούν ποσοστό 40% του συνόλου του εμπορικού στόλου παγκοσμίως, τόσο με βάση τη χωρητικότητα όσο και τον αριθμό των πλοίων, με περισσότερα από 6.200 πλοία χωρητικότητας άνω των 10.000 dwt. Τα περισσότερα πλοία αυτού του είδους βρίσκονται στην κατοχή Ελλήνων, Ιαπώνων και Κινέζων, οι οποίοι ελέγχουν συνολικά περισσότερο από το 50% του παγκόσμιου στόλου. Ειδικότερα, οι Έλληνες ελέγχουν το 18% του παγκόσμιου στόλου πλοίων ξηρού χύδην φορτίου και το 19% της συνολικής χωρητικότητας<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Τα στοιχεία αυτά αφορούν το Μάρτιο του 2009 σύμφωνα με την Εταιρεία Μελέτης Προβληματισμού Συνεργασίας για την Ανάπτυξη.

## **2.4.2 Φορτηγά πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων**

Τα πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων είναι, ως προκύπτει από το όνομά τους, πλοία που μεταφέρουν μόνο εμπορευματοκιβώτια. Τα πλοία αυτά είναι διαμορφωμένα έτσι ώστε να δέχονται τόσο στα αμπάρια τους όσο και στο κατάστρωμα, μόνο εμπορευματοκιβώτια, τα γνωστά κοντέινερς (containers), τα οποία είναι συγκεκριμένων και διεθνώς τυποποιημένων διαστάσεων. Τα πλοία αυτά έχουν το πλεονέκτημα της εύκολης φορτο-εκφόρτωσης και συνεπώς μικρότερης χρονικά παραμονής στο λιμάνι, αλλά και της δυνατότητας μεταφοράς εύθραυστων φορτίων. Το πρώτο πλοίο μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων κατασκευάστηκε το 1951, ενώ μέχρι τότε για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούνταν τα πλοία χύδην φορτίου ή τα δεξαμενόπλοια με ειδικές μετατροπές. Σήμερα, τα πλοία αυτά μεταφέρουν πάνω από το 90% του συνολικού μη χύδην φορτίου. Οι Έλληνες ελέγχουν το 4,5% του παγκοσμίου στόλου των εμπορευματοκιβωτιοφόρων και το 5,7% της συνολικής χωρητικότητας<sup>8</sup>.

## **2.4.3 Δεξαμενόπλοια**

Τα δεξαμενόπλοια, ή όπως είναι πιο γνωστά τα τάνκερς (tankers), είναι εμπορικά πλοία που μεταφέρουν υγρό φορτίο όπως είναι μεταξύ άλλων το αργό πετρέλαιο, το υγραέριο, τα χημικά, το νερό και το κρασί. Η αγορά και χρήση των δεξαμενόπλοιων είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις πετρελαϊκές εταιρείες, καθώς αυτές έχουν ανάγκη από οικονομικούς τρόπους μεταφοράς του προϊόντος τους. Ενώ τα πρώτα δεξαμενόπλοια κατασκευάστηκαν το 1850, αναπτύχθηκαν ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες λόγω της αύξησης της ζήτησης και της ανάγκης των πετρελαϊκών εταιρειών για φθηνή μεταφορά του προϊόντος τους. Ανάλογα με το είδος του φορτίου (αν δηλαδή πρόκειται για αργό πετρέλαιο, υγραέριο ή χημικά) χρησιμοποιούνται και διαφορετικά είδη δεξαμενόπλοιων ειδικά διαμορφωμένα. Υπάρχουν έξι μεγάλες και παγκοσμίως αποδεκτές κατηγορίες δεξαμενόπλοιων, οι οποίες συνοψίζονται στον πίνακα κατωτέρω:

---

<sup>8</sup> Τα στοιχεία αυτά αφορούν το Μάρτιο του 2009 σύμφωνα με την Εταιρεία Μελέτης Προβληματισμού Συνεργασίας για την Ανάπτυξη.

---

**Πίνακας 2.3****Κατηγορίες δεξαμενόπλοιων**

<b>Κατηγορία</b>	<b>Μέγεθος σε dwt</b>
Seawaymax	10.000 – 60.000
Panamax	60.000 – 80.000
Aframax	80.000 – 120.000
Suezmax	120.000 – 200.000
VLCC (Malaccamax)	200.000 – 315.000
ULCC	320.000 – 550.000

---

Όπως και με τις άλλες κατηγορίες φορτηγών πλοίων, έτσι και εδώ οι Έλληνες βρίσκονται στην πρώτη θέση στην ιδιοκτησία δεξαμενόπλοιων, και τους ακολουθούν οι Ιάπωνες και οι Αμερικανοί. Πιο συγκεκριμένα, οι Έλληνες ελέγχουν το 22,3% του παγκόσμιου στόλου των δεξαμενόπλοιων και το 20,4% της χωρητικότητας. Όσον αφορά τα πλοία μεταφοράς φυσικού αερίου και χημικών, οι Έλληνες ελέγχουν το 9,4% του παγκόσμιου στόλου και το 13,3% της χωρητικότητας, ενώ αναφορικά με τα πλοία μεταφοράς υγραερίου οι Έλληνες ελέγχουν το 9,8% του παγκοσμίου στόλου και το 6,9% της συνολικής χωρητικότητας<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Τα στοιχεία αυτά αφορούν το Μάρτιο του 2009 σύμφωνα με την Εταιρεία Μελέτης Προβληματισμού και Συνεργασίας για την Ανάπτυξη.

---

## **2.5 Χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων**

---

Πολλές από τις υπάρχουσες ναυτιλιακές εταιρείες είναι εισηγμένες στα διάφορα χρηματιστήρια του κόσμου. Υπάρχουν συνολικά πάνω από 300 εταιρείες παγκοσμίως που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και διαπραγματεύονται τις μετοχές τους σε κάποιο χρηματιστήριο. Οι τομείς αυτών των επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται σε ναυτιλιακές δραστηριότητες, είναι πολλοί. Ενδεικτικά, αναφέρουμε τις εταιρείες κατασκευής, επισκευής και συντήρησης πλοίων, εκείνες που ασχολούνται με τις πωλήσεις σκαφών αναψυχής, εκείνες που ασχολούνται με την πραγματοποίηση ταξιδιών αναψυχής, τις ακτοπλοϊκές, τις εταιρείες που ασχολούνται με τη διαχείριση των λιμένων, με τις υποθαλάσσιες γεωτρήσεις, με την παροχή υπηρεσιών στη θάλασσα, με τις υπερωκεάνιες και τις εγχώριες μεταφορές. Στο παράρτημα Ι παρατίθεται πίνακας με τις ναυτιλιακές εταιρείες ανά χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης, ανά χώρα προέλευσης και ανά τομέα δραστηριότητας. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις υπερωκεάνιες μεταφορές ξηρών και υγρών φορτίων, οι λεγόμενες επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας. Οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας χωρίζονται σε εταιρείες μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, πετρελαίου, υγροποιημένου αερίου και χημικών, εμπορευματοκιβωτίων και σε εκείνες που δραστηριοποιούνται σε περισσότερους από έναν από τους προαναφερθέντες τομείς. Καταγράφονται περίπου 180 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που διαπραγματεύονται τις μετοχές τους σε περισσότερα από 30 διεθνή χρηματιστήρια. Οι περισσότερες από αυτές διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο των ΗΠΑ, είτε στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης είτε στο NASDAQ είτε στο AMEX και ακολουθούν τα χρηματιστήρια του Όσλο, του Τόκιο, της Σιγκαπούρης, της Μαλαισίας, της Ταϊβάν, της Ινδίας και του Χονγκ Κονγκ, όπως αποτυπώνεται στον πίνακα 2.4.

**Πίνακας 2.4**  
**Χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	Τομέας Δραστηριότητας					
	Εμπορευμα- τοκιβώτια	Ξηρό χύδην	Χημικών- Αερίου	Συνδυασμένων	Υγρό φορτίο	ΣΥΝΟΛΑ
NYSE	4	5	1	4	12	26
NASDAQ	1	10	1	8	3	23
OSE	3	4	6	4	2	19
KLSE	0	0	0	7	1	8
LSE	0	3	0	2	1	6
TSE	2	1	0	8	1	12
JSE	1	1	0	2	0	4
AMEX	0	1	0	2	0	3
SGX	4	2	0	3	1	10
STO	0	0	0	2	3	5
CSE	1	0	0	4	1	6
Brussels Euronext	0	1	0	0	1	2
BSE	1	1	1	2	2	7
HKEx	2	2	0	3	0	7
SSE	0	0	0	4	1	5
TWSE	2	4	0	2	0	8
Άλλα χρημ/ρια	4	3	3	12	4	26
<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>12</b>	<b>69</b>	<b>33</b>	<b>177</b>

Είναι εμφανές, ότι οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις που υπάρχουν σε όλο τον κόσμο είναι εισηγμένες στα δέκα αυτά χρηματιστήρια. Θα πρέπει ωστόσο να αναφερθεί και το χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης καθώς είναι ένα από τα πιο σημαντικά χρηματιστήρια στον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης είναι εισηγμένες μόνο έξι ναυτιλιακές εταιρείες, η μία εξ' αυτών όμως είναι η A/P Moller – Maersk, μια από τις μεγαλύτερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις στον κόσμο, και η μεγαλύτερη εταιρεία στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης. Τα περισσότερα έσοδα της A/P Moller – Maersk προέρχονται από τη μεταφορά εμπορευματοκιβωτίων και επομένως κατατάσσεται στην κατηγορία των εταιρειών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων.

Στη συνέχεια, επιχειρείται μια συνοπτική παρουσίαση των πιο σημαντικών χρηματιστηρίων στα οποία είναι εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

### **2.5.1 Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)**

Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ιδρύθηκε στις 17 Μαΐου 1792 με τη συμφωνία είκοσι τεσσάρων χρηματιστών στην περίφημη οδό Wall Street. Το 1817, έπειτα από επιτυχή λειτουργία και ανάπτυξη, το χρηματιστήριο υιοθετεί το όνομα “New York Stock & Exchange Board”, ενώ το 1863 υιοθετεί το όνομα “New York Stock Exchange”, το οποίο και έχει διατηρήσει μέχρι σήμερα. Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης είναι το παλαιότερο και μεγαλύτερο χρηματιστήριο στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και είναι μη κερδοσκοπικός οργανισμός. Είναι το μεγαλύτερο σε όγκο συναλλαγών χρηματιστήριο στον κόσμο με ένα σύνολο περίπου 2.300 εισηγμένων εταιρειών<sup>10</sup>, αμερικάνικων και μη, συνολικής κεφαλαιοποίησης 11.837,80 δις. δολαρίων ΗΠΑ την 31 Δεκεμβρίου 2009. Οι εταιρείες αυτές εντάσσονται σε κλάδους με βάση τον δείκτη κατηγοριοποίησης κλάδων. Ο δείκτης αυτός, παγκοσμίως αποδεκτός όσον αφορά τη διάκριση των οικονομικών κλάδων, περιλαμβάνει δέκα κλάδους, που διακρίνονται σε 10 μεγάλες κατηγορίες<sup>11</sup>. Οι μεγάλες αυτές κατηγορίες υποδιαιρούνται σε 39 κατηγορίες, οι οποίες διαιρούνται περαιτέρω σε 104 υποκατηγορίες κλάδων.

Ο κλάδος των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ανήκει στον ευρύτερο κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών, στην κατηγορία των μεταφορών και στην υποκατηγορία των θαλασσίων μεταφορών. Ο κλάδος αυτός περιλαμβάνει 23 ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες ασχολούνται με την θαλάσσια μεταφορά υγρού και ξηρού φορτίου. Δεν περιλαμβάνει τη διαχείριση λιμένων και τα ναυπηγεία. Από τις εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο αυτόν μόνο οι εννέα έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ, ενώ οι υπόλοιπες είναι εταιρείες που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα, τις

<sup>10</sup> Ο ακριβής αριθμός των εισηγμένων εταιρειών ήταν 2.327 την 31 Δεκεμβρίου 2009 σύμφωνα με την ιστοσελίδα [www.world-exchanges.org/member-exchanges](http://www.world-exchanges.org/member-exchanges)

<sup>11</sup> Οι κατηγορίες αυτές είναι των βασικών υλικών, των καταναλωτικών αγαθών, των καταναλωτικών υπηρεσιών, των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, της υγείας, των βιομηχανικών επιχειρήσεων, των επιχειρήσεων πετρελαίου και καυσίμων, της τεχνολογίας, των τηλεπικοινωνιών και των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας.

Βερμούδες ή τα Νησιά Μάρσαλ. Υπάρχουν όμως και άλλες ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι οποίες έχουν κατηγοριοποιηθεί σε άλλους κλάδους, όπως είναι ο κλάδος των χημικών προϊόντων κ.ά. Από το σύνολο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι είκοσι τρεις εισήχθησαν με την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχει δημιουργήσει δικούς του χρηματιστηριακούς δείκτες προκειμένου να βοηθήσει τους επενδυτές αλλά και τις εταιρείες που είναι εισηγμένες να εκτιμήσουν την αγορά και τις προοπτικές που έχουν. Οι δείκτες, που έχει δημιουργήσει και πραγματεύεται το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, είναι πολλοί, οι σημαντικότεροι εκ των οποίων είναι οι ακόλουθοι εννέα.

---

#### Πίνακας 2.5

##### Δείκτες Χρηματιστηρίου Νέας Υόρκης

---

<b>α/α</b>	<b>ΟΝΟΜΑ</b>
1	NYSE Composite
2	NYSE Energy
3	NYSE Financial
4	NYSE Health Care
5	NYSE International 100
6	NYSE TMT
7	NYSE US 100
8	NYSE World Leaders
9	NYSE Arca Tech 100

---

Ο πιο σημαντικός δείκτης είναι ο NYSE Composite, ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και συνεπώς παρέχει μια γενική άποψη για την πορεία του χρηματιστηρίου. Χρησιμοποιείται συνεχώς από το 1965 μέχρι σήμερα. Οι υπόλοιποι δείκτες του χρηματιστηρίου αφορούν είτε εταιρείες από συγκεκριμένους κλάδους που θεωρούνται σημαντικοί είτε μεμονωμένες εταιρείες. Βέβαια, για λόγους ευκολίας,



συγκρισιμότητας και πληρότητας, το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης παρέχει πληροφορίες και για τους ακόλουθους χρηματιστηριακούς δείκτες:

**Πίνακας 2.6**

**Άλλοι Χρηματιστηριακοί Δείκτες NYSE**

<b>α/α</b>	<b>ΟΝΟΜΑ</b>
1	Amex Composite
2	Dow Jones Industrial
3	Dow Jones Trans
4	Dow Jones Utilities
5	Nasdaq Composite
6	S&P 100
7	S&P 400 Midcap
8	S&P 500
9	S&P Global 100

### **2.5.2 Χρηματιστήριο NASDAQ**

Το χρηματιστήριο NASDAQ ιδρύθηκε στις 8 Φεβρουαρίου 1971 και είναι το πρώτο ηλεκτρονικό χρηματιστήριο που λειτούργησε παγκοσμίως. Με 2.852 εισηγμένες εταιρείες την 31 Δεκεμβρίου 2009<sup>12</sup>, πετυχαίνει το μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών ανά ώρα σε σχέση με κάθε άλλο χρηματιστήριο στον κόσμο. Η βασική διαφορά του από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης είναι ότι οι συναλλαγές γίνονται ηλεκτρονικά και ότι στο NASDAQ συμμετέχουν μόνο οι χρηματιστές. Στο χρηματιστήριο αυτό είναι εισηγμένες πολλές εταιρείες πληροφορικής, τηλεπικοινωνιών και γενικά εταιρείες υψηλής τεχνολογίας.

Όπως και το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, έτσι και το NASDAQ κατηγοριοποιεί τις εισηγμένες σε αυτό εταιρείες σε διάφορους κλάδους, χρησιμοποιώντας κοινά αποδεκτούς τρόπους κατηγοριοποίησης. Οι ναυτιλιακές εταιρείες που διαπραγματεύονται στο NASDAQ ανήκουν στον κλάδο των θαλασσιών

<sup>12</sup> [www.world-exchanges.org/member-exchanges](http://www.world-exchanges.org/member-exchanges)

μεταφορών. Πρόκειται για 21 εταιρείες, από τις οποίες ελάχιστες είναι αμερικανικής προέλευσης. Οι περισσότερες, δέκα στο σύνολο, είναι ελληνικών συμφερόντων και οι υπόλοιπες προέρχονται είτε από τις Βερμούδες είτε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Από τις εταιρείες αυτές οι 20 πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο NASDAQ.

Το χρηματιστήριο NASDAQ έχει δημιουργήσει και αυτό τους δικούς του δείκτες, οι οποίοι διαπραγματεύονται σε αυτό και παρέχουν πληροφορίες στους ενδιαφερόμενους. Ο βασικότερος δείκτης του NASDAQ είναι ο NASDAQ Composite, ο οποίος χρησιμοποιείται από το 1971 και περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο. Άλλοι σημαντικοί δείκτες του NASDAQ είναι οι εξής:

---

**Πίνακας 2.7**

**Δείκτες Χρηματιστηρίου NASDAQ**

---

<b>a/a</b>	<b>ΟΝΟΜΑ</b>
1	NASDAQ Composite
2	NASDAQ - 100
3	NASDAQ Financial 100
4	NASDAQ Industrial
5	NASDAQ Computer
6	NASDAQ Biotechnology Index

---

### **2.5.3 Χρηματιστήριο του Όσλο (Oslo Børs, OSE)**

Το χρηματιστήριο του Όσλο ιδρύθηκε το 1819 με την ονομασία χρηματιστήριο της Κριστιάνια (Christiania Børs) από το όνομα της τότε νορβηγικής πρωτεύουσας. Μέχρι, όμως, το 1881 δεν διαπραγματεύονταν μετοχές και ομολογίες, αλλά χρησιμοποιούνταν σαν ένας χώρος συνάντησης των επενδυτών όπου δημοπρατούνταν πλοία, μετοχές πλοίων, ξένα νομίσματα και αγαθά. Το χρηματιστήριο του Όσλο αποτελείται από την κύρια χρηματιστηριακή αγορά, δηλαδή το Χρηματιστήριο του Όσλο (Oslo Stock Exchange), τη δευτερεύουσα χρηματαγορά

που είναι το Oslo Axess<sup>13</sup> και την αγορά των ομολόγων που είναι το Oslo Alternative Bond Market (ABM). Στο τέλος του 2009, το χρηματιστήριο του Όσλο περιλάμβανε συνολικά 238 εταιρείες κεφαλαιοποίησης 227,2 δις. δολαρίων ΗΠΑ, οι περισσότερες εκ των οποίων είναι νορβηγικές. Υπάρχουν όμως και πολλές διεθνείς εταιρείες, ειδικότερα στους κλάδους του πετρελαίου, των μεταφορών και άλλων συναφών κλάδων.

Οι εταιρείες που εισάγονται στο χρηματιστήριο του Όσλο κατηγοριοποιούνται στους διάφορους κλάδους της οικονομίας με βάση τα παγκόσμια πρότυπα κατηγοριοποίησης των MSCI Barra και Standard & Poor's. Υπάρχουν 10 τομείς, οι οποίοι περιλαμβάνουν 24 κατηγορίες κλάδων, που αναλύονται σε 62 κλάδους και ακόμη πιο λεπτομερειακά σε 132 υποκατηγορίες<sup>14</sup>. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Όσλο είναι είκοσι μία και είναι όλες νορβηγικές. Από αυτές οι 14 έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή.

Το χρηματιστήριο του Όσλο έχει δημιουργήσει και αυτό δικούς του δείκτες, ο πιο γνωστός εκ των οποίων είναι ο OBX Total Return Index (OBX). Ο δείκτης αυτός αφορά τις 25 περισσότερο διαπραγματεύσιμες μετοχές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου και αλλάζει περιεχόμενο δύο φορές το χρόνο ανάλογα με τις αποδόσεις των μετοχών. Υπάρχει βέβαια και ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου, που αφορά όλες τις εισηγμένες μετοχές, αλλά και άλλοι δείκτες που σχετίζονται με τους διάφορους κλάδους της οικονομίας. Μερικοί από τους δείκτες του χρηματιστηρίου του Όσλο συνοψίζονται στον πίνακα κατωτέρω:

---

<sup>13</sup> Το Oslo Axess ιδρύθηκε το Μάιο του 2007 και έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα γρήγορα λόγω του γεγονότος ότι δεν έχει αυστηρές προϋποθέσεις εισαγωγής. Περιλαμβάνει κυρίως μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, οι οποίες δεν θα μπορούσαν να διαπραγματευτούν στην κύρια αγορά.

<sup>14</sup> [http://www.oslobors.no/ob\\_eng/Oslo-Boers/Listing/Listing-structure-and-liquidity-categories](http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/Listing/Listing-structure-and-liquidity-categories)

**Πίνακας 2.8**  
**Δείκτες Χρηματιστηρίου Όσλο**

<b>α/α</b>	<b>ΟΝΟΜΑ</b>
1	OBX Total Return Index
2	OSE Benchmark Index
3	OSE All-share Index
4	OSE Mutual Fund Index
5	OSE10 Energy
6	OSE20 Industrials
7	OSE2030 Transportation
8	OSE203030 Marine

Παρατηρούμε ότι στο χρηματιστήριο του Όσλο υπάρχει δείκτης συγκεκριμένα για τον κλάδο των θαλάσσιων μεταφορών, ο OSE203030 MarineIndex, υποδεικνύοντας πόσο σημαντικός είναι ο κλάδος αυτής της δραστηριότητας για την νορβηγική οικονομία.

#### **2.5.4 Χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange, LSE)**

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι ένα από τα παλαιότερα και τα μεγαλύτερα στον κόσμο και το μεγαλύτερο στην Ευρώπη. Λειτουργεί από το 1801 και μερικές από τις μεγαλύτερες εταιρείες παγκοσμίως διαπραγματεύονται σε αυτό. Η διαπραγμάτευση των μετοχών γίνεται σε δύο αγορές. Η κύρια αγορά (Main Market) περιλαμβάνει τις μεγάλες εταιρείες και αποτελεί την μεγαλύτερη διεθνή αγορά παγκοσμίως, καθώς σε αυτήν διαπραγματεύονται εταιρείες από 60 περίπου διαφορετικές χώρες. Η Alternative Investment Market, γνωστή ως AIM, δημιουργήθηκε το 1995 για τις μικρότερες και αναπτυσσόμενες εταιρείες. Το Δεκέμβριο του 2009 διαπραγματεύονταν στις δυο αυτές αγορές 2.792 εταιρείες συνολικής κεφαλαιοποίησης 2.796,4 δις δολαρίων ΗΠΑ.

Καθώς το χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι ένα από τα μεγαλύτερα παγκοσμίως, επόμενο είναι να έχουν δημιουργηθεί πολλοί δείκτες προκειμένου να

διαπιστώνεται η απόδοση των μετοχών. Ενδεικτικά αναφέρουμε τους FTSE All-Share και FTSE AIM All-Share, που περιλαμβάνουν όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά και στο AIM αντίστοιχα, αλλά και τους FTSE 100 και FTSE 250, που περιλαμβάνουν τις 100 και 250 αντίστοιχα μεγαλύτερες εταιρείες που διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά. Τέλος, ο κλάδος της υψηλής τεχνολογίας είναι ο μοναδικός κλάδος που παρακολουθείται ξεχωριστά, καθώς υπάρχει δείκτης που περιλαμβάνει μόνο τις εταιρείες που ανήκουν σε αυτόν τον κλάδο.

Στο χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι εισηγμένες περίπου δέκα εταιρείες που σχετίζονται με τη ναυτιλία, οι περισσότερες όμως είναι είτε συμβουλευτικές είτε διαμεσολάβησης.

#### **2.5.5 Χρηματιστήριο του Τόκιο (Tokyo Stock Exchange, TSE)**

Το Χρηματιστήριο του Τόκιο ιδρύθηκε το 1878 και το 1943 συγχωνεύτηκε με άλλα δέκα ιαπωνικά χρηματιστήρια προκειμένου να λειτουργεί ένα ενιαίο ιαπωνικό χρηματιστήριο. Το χρηματιστήριο του Τόκιο είναι το δεύτερο μεγαλύτερο χρηματιστήριο παγκοσμίως μετά το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από πλευράς κεφαλαιοποίησης, που έφτασε τα 3.306 δις. δολάρια ΗΠΑ το Δεκέμβριο του 2009.

Το χρηματιστήριο αυτό έχει τρεις αγορές διαπραγμάτευσης, την First Section για μεγάλες εταιρείες, την Second Section για μεσαίου μεγέθους εταιρείες και την Mothers για ταχέως αναπτυσσόμενες νέες εταιρείες. Τον Απρίλιο του 2010 υπήρχαν 1.685 εταιρείες εισηγμένες στην First Section, 446 στην Second Section και 186 στην Mothers αγορά.

Το χρηματιστήριο του Τόκιο είναι πολύ ελκυστικό για τις ναυτιλιακές εταιρείες, καθώς υπάρχουν 13 ναυτιλιακές εταιρείες που διαπραγματεύονται σε αυτό. Το χρηματιστήριο του Τόκιο έχει πολλούς δείκτες, με πιο γνωστό τον Nikkei 225, ο οποίος περιλαμβάνει τις 225 πιο μεγάλες εταιρείες που διαπραγματεύονται στην First Section του Τόκιο. Ο δείκτης αυτός δημιουργήθηκε το 1949 και έκτοτε θεωρείται αντιπροσωπευτικός της απόδοσης του χρηματιστηρίου του Τόκιο. Τρεις ναυτιλιακές εταιρείες περιλαμβάνονται στον δείκτη αυτόν, η Kawasaki Kisen Kaisha, η Mitsui

OSK Lines και η Nippon Yusen Kabushiki Kaisha. Ένας άλλος πολύ σημαντικός δείκτης είναι ο Topix ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στην First Section.

#### **2.5.6 Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ (Hong Kong Stock Exchange, HKEx)**

Ένα χρηματιστήριο, το οποίο προτιμάται από τις ναυτιλιακές εταιρείες για διαπραγμάτευση, είναι το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ. Το συγκεκριμένο χρηματιστήριο λειτουργεί από το 1891 και αποτελεί ένα από τα τρία χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Δημοκρατία της Κίνας, παρά το γεγονός ότι συλλειτουργούσε και με άλλα χρηματιστήρια σε κάποιες χρονικές περιόδους. Με 1.319 εισηγμένες εταιρείες την 31 Δεκεμβρίου 2009, είναι το τρίτο μεγαλύτερο χρηματιστήριο της Ασίας μετά του Τόκιο και της Σαγκάης, όσον αφορά την κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία την 31 Δεκεμβρίου ήταν 2.305,1 δις.δολάρια ΗΠΑ.

Στο χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ λειτουργούν δυο αγορές, η κύρια (Main) για τις μεγάλες εταιρείες και η δευτερεύουσα, γνωστή ως GEM (Growth Enterprise Market), για τις μικρότερες σε μέγεθος και ηλικία εταιρείες. Ο βασικός δείκτης του χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ είναι ο Hang Seng, ο οποίος λειτουργεί από το 1969 και αντικατοπτρίζει την απόδοση της αγοράς του Χονγκ Κονγκ. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει τις 43 μεγαλύτερες εταιρείες του χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ, οι οποίες αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 70% της κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς και τις διαχωρίζει σε τέσσερις υποκλάδους ανάλογα με τη δραστηριότητά τους (χρηματοοικονομικές, κοινής ωφέλειας, κτηματικές και εμπορικές – βιομηχανικές). Στο δείκτη αυτόν συμμετέχουν και δύο ναυτιλιακές εταιρείες, η κινέζικη COSCO, μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων παγκοσμίως, και η βρετανική Swire Group, η οποία μεταξύ άλλων (εμφιάλωση, οδικές και εναέρια μεταφορές, γεωργικές δραστηριότητες κ.ά.) ασχολείται και με την ποντοπόρο ναυτιλία.

### **2.5.7 Χρηματιστήριο της Σαγκάης (Shanghai Stock Exchange, SSE)**

Το χρηματιστήριο της Σαγκάης λειτουργεί με τη σημερινή του μορφή από τον Δεκέμβριο του 1990, παρά το γεγονός ότι έχει ιδρυθεί από το 1891. Την 31 Δεκεμβρίου 2009 είχε 870 εισηγμένες εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης ίσης με 2.704,70 δις. δολάρια ΗΠΑ, καθιστώντας το χρηματιστήριο αυτό το μεγαλύτερο από τα τρία που λειτουργούν στη Δημοκρατία της Κίνας – τα άλλα είναι το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ και το χρηματιστήριο του Shenzhen - και ένα από τα μεγαλύτερα παγκοσμίως. Σε αντίθεση όμως με το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ, το χρηματιστήριο αυτό δεν επιτρέπει την εισαγωγή και διαπραγμάτευση ξένων εταιρειών.

Ο βασικός δείκτης της πορείας του χρηματιστηρίου της Σαγκάης είναι ο SSE Composite, ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο. Παράλληλα υπάρχουν και άλλοι δείκτες, όπως είναι οι δείκτες SSE 50 και SSE 180 που περιλαμβάνουν αντίστοιχα τις 50 και 180 εταιρείες υψηλότερης κεφαλαιοποίησης εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης. Στις 50 μεγαλύτερες εταιρείες συγκαταλέγονται και δύο ναυτιλιακές εταιρείες, η εταιρεία μεταφοράς υγρού και ξηρού φορτίου China Merchants Energy Shipping και η εταιρεία μεταφοράς πετρελαίου China Shipping Development Company.

### **2.5.8 Χρηματιστήριο της Μαλαισίας (Bursa Malaysia)**

Το χρηματιστήριο της Μαλαισίας, γνωστό και ως χρηματιστήριο της Κουάλα Λουμπουρ (KLSE), ιδρύθηκε το 1930 από την Ένωση Χρηματιστών της Σιγκαπούρης. Το 1960 μετονομάστηκε σε χρηματιστήριο της Malaya και είχε δυο τόπους διαπραγμάτευσης οι οποίοι συνδέονταν τηλεφωνικώς, έναν στην Σιγκαπούρη και έναν στην Κουάλα Λουμπουρ. Το 1964 μετονομάστηκε σε χρηματιστήριο της Μαλαισίας και το 1965, με την απόσχιση της Σιγκαπούρης από τη Μαλαισία, σε χρηματιστήριο Μαλαισίας και Σιγκαπούρης. Το 1973 διακόπηκαν οι νομισματικές σχέσεις μεταξύ της Μαλαισίας και της Σιγκαπούρης, γεγονός που οδήγησε στη δημιουργία δύο νέων χρηματιστηρίων, το χρηματιστήριο της Κουάλα Λουμπουρ και το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Τον Απρίλιο του 2004 μετονομάστηκε σε

χρηματιστήριο της Μαλαισίας (Bursa Malaysia), ονομασία την οποία διατηρεί μέχρι σήμερα.

Το χρηματιστήριο της Μαλαισίας έχει τρεις αγορές διαπραγμάτευσης, την κύρια αγορά, την δευτερογενή αγορά και την ACE αγορά (προηγουμένως γνωστή ως MESDAQ), στην οποία διαπραγματεύονται κυρίως επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας. Ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου αυτού ονομάζεται Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) και περιλαμβάνει όλες τις μετοχές που είναι εισηγμένες σε αυτό, ενώ μεταξύ άλλων υπάρχουν αντίστοιχοι δείκτες και για τις τρεις αγορές του χρηματιστηρίου αυτού. Το 2006 δημιουργήθηκε μια σειρά δεικτών από κοινού από το χρηματιστήριο της Μαλαισίας και το FTSE Group, οι οποίοι διαπραγματεύονται μέχρι σήμερα.

Οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας εταιρείες, στις 31 Δεκεμβρίου 2009 ήταν 960 στο σύνολο, από τις οποίες οι 844 διαπραγματεύονται στην κύρια αγορά και οι υπόλοιπες 116 στην αγορά ACE, με συνολική κεφαλαιοποίηση ύψους 299 δις. δολαρίων ΗΠΑ. Στο χρηματιστήριο αυτό είναι εισηγμένες οκτώ συνολικά ναυτιλιακές εταιρείες. Η ναυτιλιακή εταιρεία Halim Mazmin Bhd είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας.

### **2.5.9 Χρηματιστήριο της Βομβάης (Bombay Stock Exchange, BSE)**

Το ινδικό αυτό χρηματιστήριο είναι το παλαιότερο στην Ασία και το μεγαλύτερο παγκοσμίως όσον αφορά τον αριθμό των εισηγμένων εταιρειών. Με 4.955 εισηγμένες εταιρείες συνολικής κεφαλαιοποίησης 1.306,5 δολαρίων ΗΠΑ την 31 Δεκεμβρίου 2009, το χρηματιστήριο της Βομβάης είναι το μεγαλύτερο μεταξύ των χρηματιστηρίων της Νότιας Ασίας σε αριθμό εισηγμένων εταιρειών και το πέμπτο παγκοσμίως από πλευράς όγκου συναλλαγών. Το χρηματιστήριο αυτό αποτελεί ένα από τα χρηματιστήρια προτίμησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, καθώς διαπραγματεύονται σε αυτό έξι ναυτιλιακές εταιρείες.



Ο πρώτος και πιο γνωστός δείκτης του χρηματιστηρίου της Βομβάης δημιουργήθηκε το 1986 και ονομάζεται BSE SENSEX. Περιλαμβάνει 30 εταιρείες που ανήκουν σε 12 κλάδους της οικονομίας. Προκειμένου όμως να παρέχει πλήρη και έγκυρη πληροφόρηση, το χρηματιστήριο της Βομβάης έχει 23 δείκτες, οι 13 από τους οποίους αφορούν συγκεκριμένους κλάδους. Ενδεικτικά αναφέρουμε τους BSE Auto Index, BSE Capital Goods Index, BSE Consumer Goods Index, BSE Metal Index, BSE Healthcare Index, BSE BANKEX, BSE TECK, BSE-500 κ.ά. Επίσης, η ισχυρή ανάπτυξη της ινδικής οικονομίας και η προσδοκία μεγαλύτερης ανάπτυξης μελλοντικά<sup>15</sup> ώθησε στη δημιουργία ενός νέου δείκτη, ο οποίος παρακολουθεί τις συνθήκες που επικρατούν στην πρωτογενή αγορά του ινδικού χρηματιστηρίου. Ο δείκτης αυτός δημιουργήθηκε τον Αύγουστο του 2009, ονομάζεται BSE-IPO Index και μετράει τις αποδόσεις των μετοχών για δύο χρόνια μετά την ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

#### **2.5.10 Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης (Singapore Stock Exchange, SGX)**

Το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης ιδρύθηκε το Δεκέμβριο του 1999 έπειτα από την συγχώνευση δύο σημαντικών χρηματοοικονομικών οργανισμών, του χρηματιστηρίου της Σιγκαπούρης (Stock Exchange of Singapore, SES) και του Διεθνούς Νομισματικού Χρηματιστηρίου της Σιγκαπούρης (Singapore International Monetary Exchange, SIMEX). Το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης έχει δύο αγορές διαπραγμάτευσης, την κύρια και τη δευτερεύουσα (γνωστές ως Mainboard και Catalist). Την 31 Ιανουαρίου 2010 ήταν εισηγμένες 640 και 134 εταιρείες στην κύρια και την δευτερεύουσα αγορά αντίστοιχα, ένα σύνολο 774 εταιρειών με συνολική κεφαλαιοποίηση 461,78 δις. δολάρια ΗΠΑ. Από τις 774 εταιρείες, οι 614 είναι εγχώριες (ως εγχώριες θεωρούμε και τις κινέζικες) και οι υπόλοιπες 160 άλλων χωρών.

Το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης έχει πολλούς δείκτες, ο πιο σημαντικός όμως θεωρείται ο Straits Times Index. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει τις 30 μεγαλύτερες εταιρείες σε όρους κεφαλαιοποίησης που διαπραγματεύονται στο

---

<sup>15</sup> Η συνεχιζόμενη οικονομική ανάπτυξη αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση των αρχικών δημοσίων εγγραφών και επομένως είναι χρήσιμο να υπάρχει ένας δείκτης της απόδοσης των νέων μετοχών.

χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης, αντικατοπτρίζοντας περίπου το 70% της αγοράς. Το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης είναι ιδιαίτερα ελκυστικό για τις ναυτιλιακές εταιρείες καθώς από τις 30 εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης, που περιλαμβάνει ο δείκτης Straits Times Index, οι έξι είναι ναυτιλιακές εταιρείες. Πρόκειται για την εταιρεία μεταφοράς ξηρού φορτίου COSCO Corp. Singapore, την εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων Neptune Orient Lines, την εταιρεία κατασκευής πλοίων Yangzijiang Shipbuilding Holdings και τις εταιρείες πολλαπλών δραστηριοτήτων Keppel Corp, Sembcorp Industries και Sembcorp Marine.

### **2.5.11 Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης (Stockholm Stock Exchange, STO)**

Το χρηματιστήριο της Στοκχόλμης ιδρύθηκε το 1863 και είναι το παλαιότερο από τα χρηματιστήρια που λειτουργούν στις βόρειες χώρες. Το 1998 συγχωνεύτηκε με το OMX και από το 2003 συλλειτουργεί με το χρηματιστήριο του Ελσίνκι. Το χρηματιστήριο έχει πλέον μετονομαστεί σε OMX Nordic Exchange Stockholm AB. Υπάρχουν πολλοί δείκτες που αντικατοπτρίζουν την πορεία του χρηματιστηρίου, ένας από τους οποίους είναι ο OMX Stockholm 30 Index, που περιλαμβάνει τις 30 μεγαλύτερες μετοχές του χρηματιστηρίου. Το χρηματιστήριο της Στοκχόλμης ανήκει πλέον στο NASDAQ OMX Group.

### **2.5.12 Χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης (Copenhagen Stock Exchange, CSE)**

Το χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης ανήκει πλέον από το Φεβρουάριο του 2008 στο NASDAQ OMX Group, όπως και το χρηματιστήριο της Στοκχόλμης. Οι πιο γνωστοί δείκτες του χρηματιστηρίου αυτού είναι ο KAX Index, που περιλαμβάνει όλες τις μετοχές που είναι εισηγμένες, ο OMX Copenhagen 20, που περιλαμβάνει τις 20 μεγαλύτερες εταιρείες του χρηματιστηρίου και ο KFX που περιλαμβάνει εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, της βιοτεχνολογίας, της υγείας και της τεχνολογίας της πληροφόρησης.

Στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης είναι εισηγμένες έξι ναυτιλιακές εταιρείες, οι τέσσερις εκ των οποίων είναι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Στο

χρηματιστήριο αυτό είναι εισηγμένη η μεγαλύτερη ναυτιλιακή εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, η AP Moller-Maersk.

### **2.5.13 Χρηματιστήριο των Βρυξελλών (Brussels Stock Exchange)**

Το χρηματιστήριο των Βρυξελλών ιδρύθηκε στις αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα και το 2000 συγχωνεύτηκε με το χρηματιστήριο του Παρισιού, του Άμστερνταμ, της Λισσαβόνας, οπότε και μετονομάστηκε σε Euronext N.V. Ο πιο γνωστός δείκτης που σχετίζεται με το χρηματιστήριο των Βρυξελλών είναι ο BEL20 που περιλαμβάνει τις 20 πιο μεγάλες εταιρείες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αυτό.

Τρεις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο των Βρυξελλών, η εταιρεία μεταφοράς ξηρού φορτίου Compranie Maritime Belge NV, η εταιρεία μεταφοράς πετρελαίου Europan NV και η εταιρεία μεταφοράς χημικών Exmar NV.

### **2.5.14 Χρηματιστήριο της Ταϊβάν (Taiwan Stock Exchange, TWSE)**

Το χρηματιστήριο της Ταϊβάν ιδρύθηκε το 1961 και λειτουργεί από το 1962. Αποτελεί την κύρια αγορά διαπραγμάτευσης των υψηλής κεφαλαιοποίησης μετοχών, ενώ οι μικρές και μεσαίες σε μέγεθος εταιρείες διαπραγματεύονται στο GreTai Securities Market (GTSM). Με 741 εισηγμένες εταιρείες στο τέλος του 2009, το χρηματιστήριο αυτό αναπτύσσεται πολύ γρήγορα λόγω της πλήρους αυτοματοποίησης των συναλλαγών.

Ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου της Ταϊβάν είναι ο Capitalization Weighted Stock Index (γνωστός και σαν TSEC Index), ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αυτό. Υπάρχουν όμως και άλλοι δείκτες που έχουν δημιουργηθεί από κοινού από το χρηματιστήριο της Ταϊβάν και το FTSE Group, όπως είναι ο TSEC Taiwan 50 Index, που περιλαμβάνει τις 50 εταιρείες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, ο TSEC Taiwan Mid-Cap 100 Index που περιλαμβάνει τις επόμενες 100 εταιρείες ανάλογα με την κεφαλαιοποίησή τους, ο TSEC Taiwan Technology Index, ο οποίος περιλαμβάνει μόνο τις εταιρείες υψηλής

τεχνολογίας που εντάσσονται στους δύο πρώτους δείκτες και ο TSEC Taiwan Eight Industries Index που περιλαμβάνει εταιρείες από τους δύο πρώτους δείκτες οι οποίες ανήκουν σε οκτώ συγκεκριμένους κλάδους δραστηριότητας. Ειδικότερα ο TSEC Taiwan Technology Index θεωρείται πολύ σημαντικός καθώς το 30% περίπου των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν εντάσσεται στον δείκτη αυτόν<sup>16</sup>. Η ναυτιλιακή εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων της Taiwan Evergreen Marine Corporation ανήκει στον δείκτη TSEC Taiwan 50 Index υποδεικνύοντας ότι είναι μια από τις 50 εταιρείες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν.

### **2.5.15 Χρηματιστήριο της Ινδονησίας (Indonesia Stock Exchange, IDX)**

Πρόκειται για το πρώην χρηματιστήριο της Τζακάρτα, που λειτουργεί από το 1912, το οποίο συγχωνεύτηκε το 2007 με το επίσης ινδονησιακό χρηματιστήριο Surabaya (όπου και υπήρχε παράλληλη αγορά διαπραγμάτευσης) και έκτοτε μετονομάστηκε σε χρηματιστήριο της Ινδονησίας. Είναι από τα πιο μικρά χρηματιστήρια της Νοτιοανατολικής Ασίας στο οποίο είναι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες, με 398 εισηγμένες εταιρείες συνολικής κεφαλαιοποίησης 214,90 δις δολαρίων ΗΠΑ τον Δεκέμβριο του 2009.

Στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας λειτουργούν δύο αγορές διαπραγμάτευσης, η Main Board για τις μεγάλες εταιρείες και η Development Board, για τις μικρότερες που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην κύρια αγορά. Οι πιο αντιπροσωπευτικοί δείκτες της απόδοσης και της πορείας του χρηματιστηρίου της Ινδονησίας είναι δύο. Ο πρώτος, ο JSX Composite, περιλαμβάνει όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αυτό. Ο δεύτερος, ο οποίος δημιουργήθηκε το 2002, ονομάζεται Jakarta Islamic Index (JII) και αποτελεί ένα δείκτη εναρμονισμένο με τις ιδιαιτερότητες του Ισλαμικού Νόμου<sup>17</sup>. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει 30 συνολικά εταιρείες. Από το 2005 κι έπειτα χρησιμοποιούνται και οι

<sup>16</sup> [http://www.ftse.com/Indices/TSEC\\_Taiwan\\_Index\\_Series/index.jsp](http://www.ftse.com/Indices/TSEC_Taiwan_Index_Series/index.jsp)

<sup>17</sup> Συγκεκριμένα, ο Ισλαμικός νόμος απαγορεύει δραστηριότητες σχετικές με τα τυχερά παιχνίδια, τις τραπεζικές και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, την παραγωγή ή την πώληση τροφίμων και ποτών που απαγορεύουν οι ισλαμικές αξίες ή την κερδοσκοπία.

δείκτες FTSE/ASEAN, οι οποίοι δημιουργήθηκαν από κοινού από πέντε χρηματιστήρια της Νοτιοανατολικής Ασίας (της Σιγκαπούρης, της Ταϊλάνδης, της Ινδονησίας, της Μαλαισίας και των Φιλιππίνων) και το FTSE.

Ανάμεσα στις 45 εταιρείες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου της Ινδονησίας βρίσκεται και η ναυτιλιακή εταιρεία μεταφοράς πετρελαίου Berlian Laju.

### **2.5.16 Baltic Exchange**

Το Baltic Exchange είναι η κυριότερη ανεξάρτητη πηγή πληροφοριών σχετικών με τον κλάδο της ναυτιλιακής δραστηριότητας και αποτελεί το μοναδικό χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures). Ιδρύθηκε στα μέσα του 18<sup>ου</sup> αιώνα (1744) και εδρεύει στο Λονδίνο. Είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο παγκοσμίως για ναυτιλιακές και αεροπορικές ναυλώσεις. Τα μέλη του είναι περισσότερα από 550 και κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των πλοίων ξηρού φορτίου και των δεξαμενόπλοιων παγκοσμίως. Το χρηματιστήριο παρέχει ημερήσιες τιμές για τους εμπορικούς ναύλους και για δείκτες με βάση τους οποίους καθορίζονται και οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Το Baltic Exchange δημοσιεύει καθημερινά έξι δείκτες, ο βασικότερος από τους οποίους είναι ο Baltic Dry Index (BDI). Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τις τιμές για τις διεθνείς μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου σε παγκόσμιο επίπεδο. Λαμβάνει υπόψη 26 δρομολόγια ναυτιλιακών γραμμών, που μετρώνται με βάση τη χρονομίσθωση και τη μίσθωση ανά ταξίδι, πλοίων τύπου Handymax, Panamax και Capesize. Στην ουσία ο δείκτης αυτός μετράει την ζήτηση και την προσφορά για μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου. Καθώς η προσφορά των πλοίων ξηρού φορτίου είναι σταθερή και ανελαστική, η ζήτηση είναι εκείνη που καθορίζει ουσιαστικά την τιμή του δείκτη αυτού.

Οι υπόλοιποι πέντε δείκτες που δημοσιεύονται ημερησίως από το Baltic Exchange είναι ο Baltic Panamax Index (BPI), ο Baltic Capesize Index (BCI), ο Baltic Handysize Index (BHI), ο Baltic Tanker Dirty Index και ο Baltic Tanker Clean

Index, οι οποίοι δείχνουν την προσφορά και τη ζήτηση για τους συγκεκριμένους τύπους πλοίων αντίστοιχα.

#### **2.5.17 Χρηματιστηριακοί Δείκτες Ναυτιλιακής Δραστηριότητας**

Είδαμε στην προηγούμενη παράγραφο ότι ο πιο σημαντικός δείκτης της ναυτιλιακής δραστηριότητας είναι ο BDI. Ο δείκτης αυτός είναι ένα μέτρο της απόδοσης του κλάδου μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου. Υπάρχει ένας άλλος δείκτης τον οποίο δημοσιεύει ο οίκος ναυλομεσιτών Harper Petersen & Co και ο οποίος ονομάζεται HARPEX. Ο δείκτης αυτός επικεντρώνεται στους ναύλους των εμπορευματοκιβωτιοφόρων. Υπάρχουν οκτώ δείκτες για κάθε μια από τις οκτώ κατηγορίες πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτιών και ένας ένατος που περιλαμβάνει όλες τις κατηγορίες εμπορευματοκιβωτιοφόρων.

Ο δείκτης Yangtze Shipping Index μετράει τα κόστη μεταφοράς φορτίων από κινέζικες εταιρείες σε διαδρομές από και προς την Σαγκάη. Πρόκειται για δύο δείκτες τον Yangtze Container Index, ο οποίος μετράει τις τιμές μεταφοράς εμπορευματοκιβωτιών και τον Yangtze Dry Index, ο οποίος μετράει τις τιμές μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου.

Ένας ακόμη δείκτης της ναυτιλιακής δραστηριότητας είναι ο Delta Global Shipping Index (DGA), ο οποίος δημοσιεύεται από την εταιρεία Delta Global Indices της συμβουλευτικής Delta Global Advisors Inc. Ο δείκτης αυτός περιλαμβάνει 30 εταιρείες οι οποίες ανήκουν στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας, ασχολούνται δηλαδή με τη μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου, πετρελαίου, χημικών και φυσικού αερίου και αναπροσαρμόζεται κάθε χρόνο. Στον δείκτη αυτό περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων και έξι ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας.

---

## **2.6 Σύνοψη Κεφαλαίου**

---

Ο κλάδος των ναυτιλιακών μεταφορών αποτελεί σημαντικό μέρος της εγχώριας αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας, διότι εξασφαλίζει την διακίνηση των αγαθών τόσο εντός όσο και εκτός των συνόρων της κάθε χώρας. Ειδικότερα στη χώρα μας, το θαλάσσιο εμπόριο έχει αναπτυχθεί από τα αρχαία χρόνια, γεγονός που καθιστά τη χώρα μας μία παραδοσιακά ναυτική χώρα, σε αντίθεση με τις χώρες της ανατολικής Ασίας, οι οποίες ανέπτυξαν τις ναυτιλιακές τους δραστηριότητες μόλις από τον προηγούμενο αιώνα, πράγμα που προσδίδει μια δυναμική προοπτική στην ελληνική ναυτιλία.

Τα τελευταία είκοσι χρόνια μάλιστα, η διαρκής ανάπτυξη κάποιων χωρών, οι οποίες μέχρι πρόσφατα θεωρούνταν τριτοκοσμικές, όπως είναι η Κίνα και η Ινδία, οδήγησε και στην αύξηση της αγοραστικής τους δύναμης και των αναγκών τους (συνεπώς και των εισαγωγών τους), αλλά και στην αύξηση των εξαγωγών τους. Αυτό είχε ως παρεπόμενο η θαλάσσια διακίνηση των αγαθών να είναι απαραίτητη για την οικονομική τους ανάπτυξη και ευημερία, επιβάλλοντας, ως εκ τούτου, τόσο την δημιουργία νέων ναυτιλιακών επιχειρήσεων όσο και τον εκσυγχρονισμό των παλαιών. Οι εταιρείες αυτές, ιδιαίτερα οι νεοσύστατες, έχουν ανάγκη από κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους και να εξασφαλίσουν τον απαραίτητο ναυτικό στόλο. Για το λόγο αυτό, πολλές εταιρείες επέλεξαν να εισαχθούν σε κάποιο χρηματιστήριο ώστε να επιτύχουν την αύξηση των κεφαλαίων τους. Παρατηρούμε μια συγκέντρωση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε συγκεκριμένα διεθνή χρηματιστήρια. Κυρίαρχα στις προτιμήσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, το NASDAQ και το χρηματιστήριο του Όσλο.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ενώ η χώρα μας είναι μια παραδοσιακά ναυτική χώρα, με πάνω από 500 ναυτιλιακές εταιρείες, δεν υπάρχει καμία εισηγμένη ναυτιλιακή επιχείρηση στο ελληνικό χρηματιστήριο. Οι περισσότερες από τις ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ, ενώ οι υπόλοιπες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**  
**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**



---

### 3.1 Εισαγωγή

---

Στο προηγούμενο κεφάλαιο περιγράψαμε τη ναυτιλία ως έναν από τους σημαντικούς κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, ειδικά για την ελληνική πραγματικότητα, και εξετάσαμε τον τρόπο λειτουργίας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Προκειμένου να επιβιώσουν ή να αναπτυχθούν οι ναυτιλιακές εταιρείες χρειάζονται κεφάλαια και για το λόγο αυτό εισάγονται σε κάποιο χρηματιστήριο, καθώς αυτός είναι ο ευκολότερος τρόπος άντλησης κεφαλαίων. Επίσης, αναφερθήκαμε στην διαπραγμάτευση των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στα διάφορα χρηματιστήρια εντοπίζοντας τα κυριότερα στα οποία πραγματοποιούνται οι συναλλαγές των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, τα οποία και περιγράψαμε συνοπτικά.

Η εισαγωγή των εταιριών στα χρηματιστήρια μπορεί να επιτευχθεί με διάφορους τρόπους· ένας από τους πιο σημαντικούς τρόπους καθορίζεται από την αρχική δημόσια εγγραφή, κατά την οποία οι υποψήφιοι για εισαγωγή εταιρείες εκδίδουν ή πωλούν ήδη υπάρχουσες μετοχές τους στους ενδιαφερόμενους. Η εισαγωγή στα χρηματιστήρια με τη μέθοδο της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι πια ένα γεγονός το οποίο έχει ξεκινήσει εδώ και πολλές δεκαετίες. Σ' αυτό το διάστημα έχουν πραγματοποιηθεί πολυάριθμες μελέτες σε πολλές χώρες και διαφορετικά χρηματιστήρια, οι οποίες εξετάζουν την αρχική δημόσια εγγραφή, εστιάζοντας τόσο στην διαδικασία και στα χαρακτηριστικά της, όσο και στην εξήγηση των κύριων στοιχείων που παρουσιάζονται στις περισσότερες αρχικές δημόσιες προσφορές. Υποστηρίζουμε ότι τα συμπεράσματα των περισσότερων πραγματοποιηθεισών μελετών συγκλίνουν, παρόλο που αυτές έχουν πραγματοποιηθεί σε διαφορετικές χρονικές περιόδους και σε διαφορετικές χώρες και χρηματιστήρια. Παρατηρείται λοιπόν μια συνέπεια όσον αφορά τα βασικά χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής, την οποία και θα προσπαθήσουμε να εκθέσουμε αναλυτικά στο κεφάλαιο αυτό.

Στο παρόν κεφάλαιο θα περιγράψουμε αρχικά την αρχική δημόσια εγγραφή και τους μηχανισμούς που τη διέπουν. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τη διαδικασία με

την οποία υλοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή και τα τρία βασικά χαρακτηριστικά αυτής, που είναι η υποτιμολόγηση των μετοχών, η ύπαρξη ευνοϊκών και μη περιόδων για την πραγμάτωση αρχικής δημόσιας εγγραφής και τέλος η μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των μετοχών. Θα παραθέσουμε τις έρευνες οι οποίες έχουν γίνει αναφορικά με την αρχική δημόσια εγγραφή και τα βασικά χαρακτηριστικά της και θα συγκρίνουμε τα ευρήματα αυτών. Ιδιαίτερα θα ασχοληθούμε με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, φαινόμενο το οποίο απασχολεί τις τελευταίες δύο δεκαετίες τόσο τους θεωρητικούς μελετητές όσο και τις εταιρείες και τους επενδυτές, καθώς η τιμή της μετοχής είναι μείζον ζήτημα. Στο τέλος του κεφαλαίου αυτού θα διαφανεί η έλλειψη, που υπάρχει στις προηγούμενες έρευνες, αναφορικά με την υποτιμολόγηση των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων κατά την αρχική δημόσια εγγραφή τους, την οποία θα προσπαθήσουμε εμείς να καλύψουμε με την παρούσα διδακτορική διατριβή.

---

### **3.2 Μηχανισμοί της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

---

Οι μηχανισμοί της αρχικής δημόσιας εγγραφής συνοψίζονται από τον Ritter (1998)<sup>18</sup> στους εξής:

- Υπάρχουν νόμοι σχετικοί με την αρχική δημόσια εγγραφή, οι οποίοι διέπουν όλα τα χρηματιστήρια. Οι νόμοι αυτοί σχετίζονται με τις υποχρεώσεις των εταιρειών που θέλουν να πραγματοποιήσουν αρχική δημόσια εγγραφή για να εισαχθούν σε κάποιο χρηματιστήριο και στοχεύουν στην προστασία των επενδυτών. Οι Gajewski και Gresse (2006)<sup>19</sup>, συγκρίνουν ένα δείγμα 15 ευρωπαϊκών χωρών και παρατηρούν ότι υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση ως προς τις προϋποθέσεις εισαγωγής στα χρηματιστήρια, πράγμα το οποίο δέχονται και οι Ljungqvist et al. (2003)<sup>20</sup>. Θεωρούν μάλιστα ότι οι προϋποθέσεις αυτές θα πρέπει να εναρμονιστούν.

---

<sup>18</sup> Ritter, J., 1998, Initial Public Offerings, Contemporary Finance Digest, Vol. 2, pp. 5-30

<sup>19</sup> Gajewski J-F and C. Gresse, 2006, A Study of the European IPO Market, ECMI, No. 2

<sup>20</sup> Ljungqvist A., T. Jenkinson and W. Wilhelm, 2003, Global Integration in Primary Equity Markets: the Role of U.S. Banks and U.S. Investors, Review of Financial Studies, Vol. 16, No. 1, pp. 63-99

- Προϋπόθεση για την αρχική δημόσια εγγραφή είναι η έκδοση από τις εταιρείες οικονομικών καταστάσεων ελεγμένων από τα αρμόδια όργανα, το περιεχόμενο των οποίων εξαρτάται από το μέγεθος της εταιρείας, την ηλικία της και το ποσό που αναμένεται να συγκεντρωθεί από την αρχική δημόσια εγγραφή. Επίσης πρέπει να έχουν εκδώσει ένα ενημερωτικό φυλλάδιο της αρχικής δημόσιας εγγραφής (IPO prospectus).
- Ο εκδότης πρέπει να αναθέσει σε επενδυτικές τράπεζες (τους αναδόχους έκδοσης) την τιμολόγηση, την πώληση και το μάρκετινγκ των μετοχών του, είτε αυτές είναι νεο-εκδοθείσες είτε είναι ήδη υπάρχουσες μετοχές τις οποίες κατέχουν οι μέτοχοι.
- Πριν από την αρχική δημόσια εγγραφή πραγματοποιούνται διαφημιστικές εκστρατείες σε διάφορες μεγάλες πόλεις, οι οποίες περιλαμβάνουν παρουσίαση στους ενδιαφερόμενους των επενδυτικών τους ευκαιριών αλλά και προσωπικές συναντήσεις με τους πιο σημαντικούς πιθανούς επενδυτές<sup>21</sup>.

---

### **3.3 Διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

---

Η αρχική δημόσια εγγραφή ακολουθεί μια διαδικασία η οποία κατά τον Ritter (1998) μπορεί να περιγραφεί ως εξής: εκδίδεται ένα προσωρινό ενημερωτικό φυλλάδιο το οποίο καθορίζει ένα πεδίο μέσα στο οποίο θα οριστεί η τιμή προσφοράς<sup>22</sup>. Στη συνέχεια ο εκδότης και ο ανάδοχος της έκδοσης, αφού ολοκληρώσουν την διαφημιστική εκστρατεία και την έρευνα των επενδυτών, καθορίζουν την τελική τιμή προσφοράς, εκδίδουν το τελικό ενημερωτικό φυλλάδιο και ξεκινά η «περίοδος πώλησης»<sup>23</sup>. Ο ανάδοχος της έκδοσης θα πρέπει να εκποιήσει όλες τις μετοχές σε τιμή όχι μεγαλύτερη από την τιμή προσφοράς. Αν δεν πωληθεί ένας ελάχιστος αριθμός μετοχών στην περίοδο αυτή, τότε η αρχική δημόσια εγγραφή ακυρώνεται.

---

<sup>21</sup> Πρόκειται για τα λεγόμενα road shows, που είναι ειδικές εκδηλώσεις προκειμένου να προβληθούν οι μετοχές και να ενημερωθούν οι επενδυτές.

<sup>22</sup> Βέβαια η τιμή προσφοράς μπορεί να είναι εξαρχής προκαθορισμένη οπότε παραλείπεται η αρχική διαδικασία τιμολόγησης.

<sup>23</sup> Η περίοδος πώλησης μπορεί να διαρκέσει μήνες ή ακόμη και λίγες ημέρες.

Διακρίνονται τρεις μέθοδοι αρχικής τιμολόγησης και διανομής των μετοχών:

- Προσφορά προκαθορισμένης τιμής (fixed-price offerings). Στην περίπτωση αυτή, οι μετοχές προσφέρονται σε μια προκαθορισμένη και αμετάβλητη τιμή, όπως αυτή έχει καθοριστεί από τον ανάδοχο έκδοσης. Κατά τον Ritter (2003)<sup>24</sup>, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σπάνια τα τελευταία χρόνια.
- Πλειστηριασμός (auction). Στην μέθοδο αυτή ο εκδότης ορίζει μια κατώτερη τιμή στην οποία επιθυμεί να πουλήσει τις μετοχές του. Στη συνέχεια οι επενδυτές κάνουν προσφορές όχι κατώτερες από την τιμή αυτή και ανάλογα με τη ζήτηση καθορίζεται η τελική τιμή προσφοράς.
- Βιβλίο προσφορών (book-building). Στην περίπτωση αυτή, ο ανάδοχος έκδοσης, ο οποίος μπορεί να είναι μόνο κάποια επενδυτική τράπεζα, καθορίζει μια περιοχή τιμών και ένα χρονικό διάστημα το οποίο ονομάζεται περίοδος προεγγραφής. Μέσα στο διάστημα αυτό προσκαλεί τους θεσμικούς επενδυτές να υποβάλλουν τις προσφορές τους σε ένα βιβλίο παραγγελιών, μέσα στα προκαθορισμένα όρια τιμών, και με βάση αυτές καθορίζει την τιμή προσφοράς. Πολλοί μελετητές<sup>25</sup> υποστηρίζουν ότι τις περισσότερες φορές προηγείται της περιόδου προεγγραφής μία περίοδος ενημερωτικών συναντήσεων με τους πιθανούς μελλοντικούς θεσμικούς επενδυτές σε διάφορες μεγάλες πόλεις (πρόκειται για τα λεγόμενα road shows, όπως ήδη αναφέρθηκε) στα πλαίσια της διαφημιστικής εκστρατείας για την αρχική δημόσια εγγραφή. Η μέθοδος αυτή ακολουθείται εδώ και πολλές δεκαετίες από πολλές εταιρείες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ<sup>26</sup>.

Έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες σχετικές με τους τρεις αυτούς τρόπους αρχικής δημόσιας εγγραφής, προκειμένου να διαπιστωθεί ποια μέθοδος είναι η καλύτερη, χωρίς όμως να καταλήγουν σε ορισμένα κοινά συμπεράσματα. Ουσιαστικά, μέσα από τις έρευνες αυτές προκύπτουν οι διαφορές μεταξύ των μεθόδων όσον αφορά την τιμολόγηση, τις αρχικές αποδόσεις και άλλα χρηματοοικονομικά δεδομένα.

---

<sup>24</sup> Ritter J., 2003, Differences between European and American IPO Markets, European Financial Management

<sup>25</sup> Benveniste and Spindt (1989), Benveniste and Wilhelm (1990), Hanley (1993), Hanley and Wilhelm (1995).

<sup>26</sup> Gajewski και Gresse (2006).

Οι Benveniste και Busaba (1997)<sup>27</sup> συγκρίνουν την πρώτη (προσφορά προκαθορισμένης τιμής) και την τρίτη μέθοδο (βιβλίο προσφορών) και καταλήγουν ότι η τελευταία αποφέρει μεγαλύτερα μεν αλλά και περισσότερο κυμαινόμενα έσοδα από την πρώτη.

Η έρευνα των Kaneko & Pettway (2003)<sup>28</sup> πάνω σε ιαπωνικές αρχικές δημόσιες προσφορές οι οποίες πραγματοποιήθηκαν με τις δύο τελευταίες μεθόδους (πλειστηριασμός και βιβλίο προσφορών) δείχνει ότι, συγκριτικά, η τελευταία αποφέρει πολύ μεγάλες αρχικές αποδόσεις, και ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής άνθησης. Εξηγούν ότι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, είτε ο εκδότης είτε ο ανάδοχος έκδοσης πωλούν την προσφερόμενη μετοχή σε τιμή χαμηλότερη από την πραγματική.

Ένας μεγάλος αριθμός ερευνητών, μεταξύ των οποίων και οι Ritter (1998, 2003), Gajewski και Gresse (2006), Biais και Faugeron (2002)<sup>29</sup>, Sherman (2003)<sup>30</sup>, Ljungqvist, Jenkinson και Wilhelm (2003)<sup>31</sup>, συμφωνεί ότι οι δύο πρώτες μέθοδοι αρχικής δημόσιας εγγραφής (προσφορά προκαθορισμένης τιμής και πλειστηριασμός) είναι πλέον ξεπερασμένες και ότι η πιο διαδεδομένη μέθοδος αρχικής δημόσιας εγγραφής, μετά το 1990 είναι η τελευταία (βιβλίο προσφορών). Υποστηρίζουν μάλιστα οι Gajewski και Gresse (2006) ότι αυτό συμβαίνει διότι η μέθοδος αυτή επιτρέπει την εισαγωγή μικρών και ριψοκίνδυνων εταιρειών, δεσμεύει το βασικό ανάδοχο έκδοσης και ευνοεί τον έλεγχο της κατανομής της ιδιοκτησίας μέσα από τη επιλεκτική διανομή των μετοχών από τον ανάδοχο έκδοσης. Οι ίδιοι ταυτόχρονα προτείνουν ότι πρέπει να χρησιμοποιούνται εναλλακτικοί μηχανισμοί προκειμένου να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα και να διαφοροποιηθούν οι επιλογές των εκδοτών και των επενδυτών, καθώς η αμοιβή των αναδόχων έκδοσης είναι υψηλή και η επιλεκτική διανομή των μετοχών είναι αμφίβολη.

---

<sup>27</sup> Benveniste, L. and W. Busaba, 1997, Bookbuilding Vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, pp. 383-403

<sup>28</sup> Kaneko, T. and R. Pettway, 2003, Auctions Versus Book Building of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, pp. 439-462

<sup>29</sup> Biais, B. and A.M. Faugeron-Crouzet, 2002, IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet?, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 1, pp. 9-36

<sup>30</sup> Sherman A.E., 2003, Global Trends in IPO Methods: Book-building vs. Auctions?, Working paper, University of Notre-Dame

<sup>31</sup> Ljungqvist A., T. Jenkinson and W. Wilhelm, 2003, Global Integration in Primary Equity Markets: the Role of U.S. Banks and U.S. Investors, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 1, pp. 63-99

---

### **3.4 Έξοδα της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

---

Η αρχική δημόσια εγγραφή έχει κάποια έξοδα τα οποία σύμφωνα με τους Lee et al (1996)<sup>32</sup> και τον Ritter (1998) μπορούν να διακριθούν σε άμεσα και έμμεσα. Όσον αφορά τα άμεσα έξοδα<sup>33</sup>, περιλαμβάνουν την αμοιβή του αναδόχου έκδοσης, η οποία εκφράζεται σαν ποσοστό επί των εσόδων από την αρχική δημόσια εγγραφή και η οποία μπορεί να είναι αρκετά υψηλή και να αποτρέψει πολλές μικρές επιχειρήσεις να κάνουν αρχική δημόσια εγγραφή<sup>34</sup>. Άλλες κατηγορίες άμεσων εξόδων είναι η αμοιβή της διοίκησης, οι προμήθειες των πωλήσεων, το κόστος της εγγραφής, της εκτύπωσης και της δημοσίευσης. Τα έμμεσα έξοδα σχετίζονται με το κόστος της υποτιμολόγησης, το οποίο συνδέεται στενά με την αβεβαιότητα της αποτιμώσεως των μετοχών, όπως αποδεικνύεται εμπειρικά στη μελέτη των Beatty και Ritter (1986)<sup>35</sup>.

---

### **3.5 Αποτίμηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

---

Η αποτίμηση των μετοχών που θα διατεθούν με αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται συνήθως με τη μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών (discounted cash flow) ή με τη μέθοδο της χρησιμοποίησης συγκριτικών δεικτών (comparable firm multiples). Κατά τον Ritter (1998, 2003), τις περισσότερες φορές χρησιμοποιείται η δεύτερη μέθοδος επειδή οι περισσότερες εταιρείες που κάνουν αρχική δημόσια εγγραφή είναι συνήθως μικρές κι επομένως δεν υπάρχουν πληροφορίες με βάση τις οποίες μπορούν να εκτιμηθούν μελλοντικά κέρδη ή ταμειακές ροές.

Είναι λογικό να υπάρχει μια αβεβαιότητα ως προς την αποτίμηση των μετοχών διότι κατά την αρχική δημόσια εγγραφή μια εταιρεία εκδίδει μετοχές και

---

<sup>32</sup> Lee, I., S. Lochhead, J. Ritter and Q. Zhao, 1996, The Costs Of Raising Capital, The Journal of Financial Research, Vol. XIX, No. 1, pp. 59-74

<sup>33</sup> συμφωνούν και οι Gajewski και Gresse (2006)

<sup>34</sup> Bartlett J. and Z. Shulman, 2003, IPO Reform: Some Immodest Proposals, Journal of Private Equity, Summer, pp. 1-11

<sup>35</sup> Beatty, R., and J. Ritter, 1986, Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, Journal of Financial Economics 15, pp. 213-232

εισάγεται στο χρηματιστήριο ταυτόχρονα. Η μελέτη των Derrien και Kecskés (2007)<sup>36</sup> σε δείγμα βρετανικών εταιρειών αποδεικνύει ότι αν μια εταιρεία εισαχθεί πρώτα στο χρηματιστήριο και πραγματοποιήσει εκ των υστέρων έκδοση νέων μετοχών και διάθεση αυτών στο κοινό καθιστά πιο αξιόπιστη την αποτίμηση των μετοχών της, μειώνοντας έτσι το κόστος του εκδότη. Αυτό, όπως υποστηρίζουν, γίνεται διότι η υπάρχουσα διαπραγμάτευση των μετοχών στο χρηματιστήριο δεν αφήνει περιθώρια για λανθασμένες εκτιμήσεις, μειώνοντας την υποτιμολόγηση (cost reduction hypothesis), και επιτρέπει την επιλογή της καταλληλότερης περιόδου για την προσφορά μετοχών (market timing hypothesis).

---

### **3.6 Χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

---

Υπάρχουν κάποια βασικά κοινά στοιχεία που χαρακτηρίζουν όλες τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, τα οποία είναι τα εξής τρία: η υποτιμολόγηση των μετοχών, η ύπαρξη ευνοϊκών και δυσμενών περιόδων για την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής και η χαμηλή απόδοση των μετοχών μακροπρόθεσμα. Στην προσπάθεια να εξηγηθεί η ύπαρξη αυτών των χαρακτηριστικών έχουν γίνει πολλές μελέτες σε παγκόσμιο επίπεδο και έχουν διατυπωθεί διάφορες θεωρίες, οι κυριότερες των οποίων θα αναφερθούν στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου.

Ο παρακάτω πίνακας παραθέτει μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την αρχική δημόσια εγγραφή και τα χαρακτηριστικά της σε διάφορες χώρες.

---

<sup>36</sup> Derrien, F. and A. Kecskés, 2007, The Initial Public Offerings of Listed Firms, The Journal of Finance, Vol. 62, No. 1

**Πίνακας 3.1**

**Μελέτες σχετικές με τα χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής ανά χώρα**

<b>Χώρα</b>	<b>Ερευνητής</b>	<b>Έτος</b>	
Αυστραλία	Finn & Higham	1988	
	Lee et al	1994	
Βραζιλία, Χιλή, Μεξικό	Aggarwal et al	1993	
	Kazantzis & Levis	1995	
Ελλάδα	Kazantzis & Thomas	1996	
	Reilly & Hatfield	1969	
ΗΠΑ	McDonald & Fisher	1972	
	Ibbotson	1975	
	Ibbotson & Jaffe	1975	
	Reilly	1977	
	Ritter	1984	
	Rock	1986	
	Ritter	1991	
	Aruğaslan, Cook & Kieschnick	2004	
	Ηνωμένο Βασίλειο	Keasey & Short	1992
		Levis	1993
Brennan & Franks		1997	
Ιαπωνία	Hwang & Jayaraman	1993	
	Pettway & Kaneko	1995a	
	Pettway & Kaneko	1995b	
Ισπανία	Pastor-Llorca, Poveda-Fuentes	2006	
Ιταλία	Pagana, Panetta & Zingales	1998	
Κίνα	Dawson	1987	
	McGuinness	1992	
	Cheung et al	1993	
	Su & Fleisher	1999	
	Chen	2005	
	Chi & Padgett	2005	
	Wan & Yuce	2007	
	Κορέα	Kim & Lee	1990
		Lim	1992
		Kim et al	1993
Kim et al		1995	
Μαλαισία	Yong	1995	
	Nazir & Zin	1998	
	Uddin	2000	
	Wong & Uddin	2000	
Ολλανδία	Roosenboom, T. van der Goot & Mertens	2003	
Σιγκαπούρη	Koh & Walter	1989	
	Lee, Lochhead, Ritter & Zhao	1996a	
Ταϊλάνδη	Wethyavirvorn & Koo-Smith	1991	
Τουρκία	Kiyamaz	2000	
Τσεχία	Hingorani, Lehn, Makhija	1997	
Φινλανδία	Keloharju	1993	

Πηγή: Loughran et al (International Insights 1994 up. 2010), Ritter (1998), Arosio et al (2000), Gazewski & Gresse (2006)



### 3.6.1 Υποτιμολόγηση των μετοχών (Underpricing)

Πρόκειται για το φαινόμενο κατά το οποίο η τιμή της αρχικής δημόσιας εγγραφής ορίζεται σε τιμή κατώτερη από την πραγματική αξία της μετοχής. Εδώ και πολλές δεκαετίες έχουν πραγματοποιηθεί πολλές έρευνες παγκοσμίως προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, με πρώτες αυτές των Reilly και Hatfield (1969)<sup>37</sup>, των McDonald και Fisher (1972)<sup>38</sup>, του Ibbotson (1975)<sup>39</sup>, των Ibbotson και Jaffe (1975)<sup>40</sup>, του Reilly (1977)<sup>41</sup>, του Ritter (1984)<sup>42</sup> και του Rock (1986)<sup>43</sup>, οι οποίοι, εξετάζοντας τις αρχικές δημόσιες προσφορές που πραγματοποιήθηκαν για μια περίοδο στις Ηνωμένες Πολιτείες, βρίσκουν παρόμοια συμπεράσματα ότι οι μετοχές που πωλούνται κατά την αρχική δημόσια εγγραφή είναι κατά βάση υποτιμολογημένες και συνεπώς την πρώτη μέρα της διαπραγμάτευσής τους η απόδοσή τους είναι υψηλή. Οι μελέτες των Su και Fleisher (1999)<sup>44</sup>, των Chi και Padgett (2005)<sup>45</sup> και του Chen (2005)<sup>46</sup> για τις αρχικές δημόσιες προσφορές που πραγματοποιήθηκαν στην Κίνα για μια περίοδο είκοσι ετών αναφέρουν επίσης πολύ υψηλά επίπεδα υποτιμολόγησης. Πολλές μεταγενέστερες μελέτες δείχνουν ότι η υποτιμολόγηση των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή έχει παρατηρηθεί σε όλο τον κόσμο, όπως προκύπτει από τη μελέτη των

---

<sup>37</sup> Reilly, F. and K. Hatfield, 1969, Investor Experience With New Stock Issues, *Financial Analysts Journal*, Vol. 25, No. 5, pp. 73-80

<sup>38</sup> McDonald, J., and A. Fisher, 1972, New Issues Stock Price Behaviour, *Journal of Finance* 27, 97-102

<sup>39</sup> Ibbotson R., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 235-272

<sup>40</sup> Ibbotson R. and J. Jaffe, 1975, "Hot Issue" Markets, *The Journal of Finance*, Vol. 30, No. 4

<sup>41</sup> Reilly, F., 1977, New Issues Revisited, *Financial Management*, Vol. 6, No. 4, pp. 28-42

<sup>42</sup> Ritter J., 1984, The "Hot Issue" Markets of 1980, *Journal of Business*, Vol. 57, No.2

<sup>43</sup> Rock K., 1986, Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, pp. 187-212

<sup>44</sup> Su, D. and B. Fleisher, 1999, An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, Issue 2, pp. 173-202

<sup>45</sup> Chi, J. and C. Padgett, 2005, Short-run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) Markets, *Research in International Business and Finance*, Vol. 19, Issue 1, pp. 71-93

<sup>46</sup> Chen, J., 2005, *Corporate Governance in China*, Routledge Curzon

Loughran, Ritter και Rydqvist (1994)<sup>47</sup>, στην οποία παραθέτουν και συγκρίνουν τις μελέτες που έχουν γίνει παγκοσμίως, και οι οποίες καλύπτουν μεγάλη χρονική περίοδο<sup>48</sup>. Ο Ljungqvist (2005)<sup>49</sup>, στη μελέτη του με θέμα τις έρευνες που έχουν γίνει σχετικά με την υποτιμολόγηση και στα εμπειρικά αποτελέσματα αυτών, παραθέτει μια συγκριτική παρουσίαση των αρχικών αποδόσεων από χώρα σε χώρα, η οποία δείχνει ότι το μέγεθος της υποτιμολόγησης διαφέρει από χώρα σε χώρα. Ο ίδιος θεωρεί ότι αυτές οι αποκλίσεις οφείλονται στα διαφορετικά νομοθετικά πλαίσια που διέπουν τις διάφορες χώρες. Παρομοίως, οι Gajewski και Gresse (2006) παραθέτουν και εξετάζουν τις μελέτες που έχουν γίνει στην Ευρώπη και αφορούν τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και βρίσκουν ότι στις περισσότερες περιπτώσεις τα χαρακτηριστικά της αρχικής δημόσιας εγγραφής και εν προκειμένω και οι υποτιμολογήσεις, είναι τα ίδια. Ως προς το μέγεθος της υποτιμολόγησης όμως, παρατηρούν διαφορές μεταξύ χωρών τις οποίες αποδίδουν, όπως και ο Ljungqvist (2005), στη διαφορετική νομοθεσία, στην πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε διαφορετικές περιόδους (ανάλογα με τον κύκλο της αγοράς), στην ύπαρξη διαφορετικών κλάδων με διαφορετικά χαρακτηριστικά (είναι μεγαλύτερη στους κλάδους της τεχνολογίας) και στην ύπαρξη διαφορετικών μηχανισμών εισαγωγής (είναι μεγαλύτερη με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών). Οι προγενέστερες μελέτες των Benveniste και Busaba (1997) και των Derrien και Womack (2003)<sup>50</sup>, οι οποίες συγκρίνουν τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών με αυτή της προκαθορισμένης τιμής, καθώς και η μελέτη των Kaneko και Pettway (2003), η οποία συγκρίνει τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών με αυτή του πλειστηριασμού, καταλήγουν ότι το επίπεδο της υποτιμολόγησης είναι πάντα μεγαλύτερο όταν η αρχική δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται με τη μέθοδο του βιβλίου προσφορών.

---

<sup>47</sup> Loughran T., J. Ritter and K. Rydqvist, 1994, Initial Public Offerings: International Insights, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 2, pp. 165-199, και το πιο πρόσφατο του Ιουνίου 2005.

<sup>48</sup> Οι μελέτες που παραθέτουν ασχολούνται με τις αρχικές δημόσιες προσφορές που έχουν πραγματοποιηθεί την περίοδο 1960 – 2008.

<sup>49</sup> Ljungqvist A., 2005, IPO Underpricing, Appeared in the Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Chapter 7

<sup>50</sup> Derrien, F. and K. Womack, 2003, Auctions vs Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, The Review of Financial Studies, Vol. 16, pp. 31-61

### 3.6.1.1 Μέτρηση της υποτιμολόγησης

Το ύψος της υποτιμολόγησης μπορεί να μετρηθεί με δυο τρόπους, είτε με βάση τις πρωτογενείς αποδόσεις, είτε με βάση τις προσαρμοσμένες αποδόσεις. Οι δύο αυτές μέθοδοι παρουσιάζονται παρακάτω.

#### Πρωτογενείς αρχικές αποδόσεις (Raw initial returns)

$$RI = \frac{P_i - P_0}{P_0}$$

όπου:

$RI$  = η πρωτογενής αρχική απόδοση

$P_i$  = η χρηματιστηριακή τιμή την ημέρα που ορίζεται ως κατάλληλη για τον υπολογισμό της αρχικής απόδοσης

$P_0$  = η τιμή προσφοράς της αρχικής δημόσιας εγγραφής

Με βάση τον ανωτέρω τύπο, όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή της πρωτογενούς απόδοσης, δηλαδή όσο πιο μεγάλη είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς και της χρηματιστηριακής τιμής μιας συγκεκριμένης ημέρας (συνήθως της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης), τόσο περισσότερο έχει υποτιμολογηθεί η μετοχή.

Σύμφωνα με τους Gajewski και Gresse (2006), η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αρχικής απόδοσης δεν είναι απαραίτητα η τιμή κλεισίματος κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης αλλά μπορεί να είναι η τιμή κλεισίματος κάποιες μέρες μετά την πρώτη διαπραγμάτευση τους. Η χρησιμοποίηση άλλης τιμής από αυτήν της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, για παράδειγμα η τιμή κλεισίματος της πέμπτης ημέρας, μπορεί να οδηγήσει σε πιο ακριβή συμπεράσματα ως προς το ύψος της υποτιμολόγησης καθώς η μετοχή έχει αρχίσει και διαπραγματεύεται και η τιμή έχει αρχίσει να προσαρμόζεται στην πραγματικότητα.

### Προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις (Adjusted initial returns)

Οι πρωτογενείς αρχικές αποδόσεις μπορούν να προσαρμοστούν με βάση είτε ένα δείκτη αγοράς, είτε τον συστηματικό κίνδυνο είτε τις αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου προκειμένου να έχουμε πιο ακριβή μέτρηση της υποτιμολόγησης. Ο πιο διαδεδομένος τρόπος είναι η προσαρμογή των πρωτογενών αποδόσεων με βάση έναν δείκτη αγοράς. Η αρχική απόδοση μιας μετοχής προσαρμοσμένη κατά έναν επιλεγμένο δείκτη αγοράς μπορεί να υπολογιστεί από τον τύπο:

$$AI = \frac{P_i - P_0}{P_0} - \frac{MI_i - MI_0}{MI_0}$$

όπου:

$AI$  = η προσαρμοσμένη αρχική απόδοση

$MI_i$  = η τιμή κλεισίματος του επιλεγμένου δείκτη την ημέρα που ορίζεται ως κατάλληλη για τον υπολογισμό της αρχικής απόδοσης

$MI_0$  = η τιμή κλεισίματος του επιλεγμένου δείκτη την προηγούμενη ημέρα από την αρχική δημόσια εγγραφή

Ο πιο συνηθισμένος δείκτης που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των προσαρμοσμένων αποδόσεων είναι ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου στο οποίο η εξεταζόμενη εταιρεία πραγματοποιεί αρχική δημόσια εγγραφή.

#### **3.6.1.2 Λόγοι ύπαρξης της υποτιμολόγησης**

Η αναζήτηση των αιτίων που οδηγούν σε υποτιμολόγηση αποτέλεσαν αντικείμενο έρευνας από την περίοδο των πρώτων μελετών διαπίστωσης του φαινομένου, οι περισσότερες εκ των οποίων συμφωνούν ότι οφείλεται σε ασύμμετρη πληροφόρηση των ενδιαφερόμενων προσώπων, ήτοι μεταξύ των επενδυτών, αλλά και, κατά τον Baron (1982)<sup>51</sup> μεταξύ των αναδόχων έκδοσης και των εκδοτών. Μόνο

<sup>51</sup> Baron D., 1982, A model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, The Journal of Finance, Vol. 37, No. 4, pp. 955-976

οι Ibbotson (1975) και Ibbotson και Jaffe (1975) δεν κατάφεραν να δώσουν κάποια βάσιμη εξήγηση για το φαινόμενο αυτό καταλήγοντας ότι πρόκειται για ένα μυστήριο. Στη συνέχεια ακολούθησαν πιο συστηματικές και εμπειρικές μελέτες σε πολλές χώρες του κόσμου, οι οποίες οδήγησαν σε πολλές εξηγήσεις για την υποτιμολόγηση χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι έχουν καταλήξει σε μία μόνο θεωρία κοινά αποδεκτή. Έχουν όμως διατυπωθεί πολλές θεωρητικές απόψεις που εξηγούν το φαινόμενο αυτό και οι οποίες υποστηρίζονται από πολλούς ερευνητές.

Σύμφωνα με τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί από τη δεκαετία του '70 ως σήμερα, οι βασικότερες αιτίες που οδηγούν σε υποτιμολόγηση των μετοχών μπορούν να συνοψισθούν στις εξής:

- **Υπόθεση της Πύρρειας Νίκης (Winner's Curse Hypothesis).** Η άποψη αυτή, η οποία βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχουν διαφορές στην πληροφόρηση των επενδυτών, ότι δηλαδή υπάρχουν δύο τύποι επενδυτών, οι καλά πληροφορημένοι και οι λιγότερο πληροφορημένοι, υποστηρίζεται από τους Ritter (1984, 1998), Parsons και Raviv (1985)<sup>52</sup>, Rock (1986) και Welch (1992)<sup>53</sup>. Υπάρχουν δηλαδή επενδυτές οι οποίοι μπορεί να γνωρίζουν περισσότερα από τους εκδότες για κάποια θέματα, όπως για παράδειγμα σχετικά με τους ανταγωνιστές της εταιρείας ή με την διοίκησή της. Το πιο γνωστό μοντέλο που έχει εφαρμοστεί πάνω σε αυτή την υπόθεση είναι αυτό του Rock (1986), ο οποίος υποθέτει ότι ο εκδότης δεν μπορεί να αποσπάσει πληροφορίες από τους καλά πληροφορημένους επενδυτές αλλά και ότι κατά την διάθεση των μετοχών δεν υπάρχει διάκριση των επενδυτών σε καλά πληροφορημένους και μη. Το μοντέλο του Rock βασίζεται στην προϋπόθεση ότι για να λειτουργήσει η αγορά θα πρέπει να συμμετέχουν και οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές, αφού οι καλά πληροφορημένοι μόνο δεν μπορούν να απορροφήσουν όλη την προσφορά. Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές θα θελήσουν να αγοράσουν μόνο τις μετοχές που είναι καλές και συνεπώς οι καλές μετοχές θα διανεμηθούν μεταξύ των καλά πληροφορημένων επενδυτών. Αν οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές πάρουν όλες τις μετοχές που έχουν

---

<sup>52</sup> Parsons J. and A. Raviv, 1985, Alternative Methods for Floating New Issues

<sup>53</sup> Welch I., 1992, Sequential Sales, Learning and Cascades, The Journal of Finance, vol. 42, No. 2, pp. 695-732

ζητήσει σημαίνει ότι αυτές δεν είχαν ζητηθεί από τους καλά πληροφορημένους επενδυτές. Επομένως, υποστηρίζουν οι Rock (1986) και Ritter (1984) ότι για να δεχτούν τελικά οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές να τις αγοράσουν, θα πρέπει οι μετοχές να είναι υποτιμολογημένες έτσι ώστε να τους αποζημιώσουν από μελλοντικές αρνητικές αποδόσεις. Υπάρχει λοιπόν η κατάρα του νικητή<sup>54</sup> η οποία μεταφράζεται από τον Ljungqvist (2005)<sup>55</sup> ως εξής: αν η προσφορά δεν είναι ελκυστική τότε οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές θα πάρουν όλες τις μετοχές που έχουν ζητήσει, συνειδητοποιώντας αργότερα ότι τις πλήρωσαν περισσότερο από όσο άξιζαν, ενώ στην περίπτωση που η προσφορά είναι ελκυστική οι τελευταίοι θα τις χάσουν από τους καλά πληροφορημένους επενδυτές. Την άποψη αυτή ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές<sup>56</sup> θα ευνοηθούν κατά την διανομή των μετοχών υποστηρίζουν και οι Aggarwal, Prabhala και Puri (2002)<sup>57</sup>, ενώ από την άλλη, οι Hanley και Wilhelm (1995)<sup>58</sup> βρίσκουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές παίρνουν περίπου το ίδιο ποσοστό διανεμόμενων μετοχών είτε αυτές είναι υπερτιμημένες είτε υποτιμημένες.

Ωστόσο, η έρευνα του Tinic (1988)<sup>59</sup> σχετικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές πριν και μετά την επιβολή της δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων από τις υποψήφιες εταιρείες<sup>60</sup> δείχνει ότι για τις αρχικές δημόσιες προσφορές πριν την επιβολή δημοσίευσης η υποτιμολόγηση δεν οφείλεται πρωταρχικά στην ύπαρξη ασυμμετριών πληροφόρησης. Θα

---

<sup>54</sup> Winner's Curse Hypothesis

<sup>55</sup> Ljungqvist A., 2005, IPO Underpricing, Appeared in the Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Chapter 7

<sup>56</sup> Ως καλά πληροφορημένους επενδυτές θεωρούν τους θεσμικούς επενδυτές.

<sup>57</sup> Aggarwal, R., N. Prabhala, and N. Puri, 2002, Institutional Allocation in initial public offering: Empirical evidence, The Journal of Finance, Vol. 57, Issue 3, pp. 1421-1442

<sup>58</sup> Hanley, K., and W. Wilhelm, 1995, Evidence on the strategic allocation of initial public offerings, Journal of Financial Economics, Vol. 37, Issue 2, pp. 239-257

<sup>59</sup> Tinic S., 1988, Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock, The Journal of Finance, Vol. 43, No. 4, pp. 789-822

<sup>60</sup> Πρόκειται για το γνωστό Securities Act of 1933 που επέβαλε η αμερικάνικη επιτροπή κεφαλαιαγοράς στις εταιρείες που επιθυμούσαν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και με το οποίο είναι υποχρεωτική η προγενέστερη δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεών τους.

μπορούσε να ισχύει η άποψη αυτή μόνο αν υποτεθεί ότι το κόστος απόκτησης πληροφοριών ήταν χαμηλότερο πριν το 1933.

Την διατύπωση της «υπόθεσης της πύρρειας νίκης» ακολούθησαν πολυάριθμες μελέτες οι οποίες έχουν και τις δικές τους προεκτάσεις. Ενδεικτικά αναφέρουμε την άποψη των Miller και Reilly (1987)<sup>61</sup> ότι η υποτιμολόγηση είναι μεγαλύτερη όταν η επένδυση θεωρείται ρισκοκίνδυνη, αλλά και των Booth και Chua (1996)<sup>62</sup> ότι το ύψος της υποτιμολόγησης σχετίζεται με τη δυσκολία εύρεσης πληροφοριών και συνεπώς όσο μεγαλύτερη η υποτιμολόγηση τόσο περισσότερες οι πληροφορίες που γίνονται γνωστές.

Ενδιαφέρον τέλος παρουσιάζει η έρευνα των Chowdhry και Sherman (1996)<sup>63</sup>, οι οποίοι διαπιστώνουν ότι σε πολλές χώρες, μεταξύ των οποίων η Μεγάλη Βρετανία, η Σιγκαπούρη, το Χονγκ Κονγκ και η Μαλαισία, το συγκεκριμένο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μη καλά πληροφορημένοι επενδυτές μειώνεται και ως εκ τούτου μειώνεται και ο βαθμός της υποτιμολόγησης, λόγω της προτίμησης των μικρών επενδυτών για την απόκτηση των προσφερόμενων μετοχών.

- **Υπόθεση της Ανατροφοδοτούμενης Πληροφόρησης (Market Feedback Hypothesis).** Μερικές φορές οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να γνωρίζουν περισσότερα από τους εκδότες και τους αναδόχους έκδοσης σχετικά με την αγορά, τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία, τους ανταγωνιστές της, τις αναμενόμενες αποδόσεις και τη ζήτηση για τις μετοχές της. Οι ανάδοχοι έκδοσης αποβλέπουν στο να αποσπάσουν όσο το δυνατόν περισσότερες και ακριβείς πληροφορίες για τις εκδιδόμενες μετοχές από τους επενδυτές την περίοδο πριν την αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή κατά την συλλογή των

---

<sup>61</sup> Miller, R.E., and F.K. Reilly, 1987, An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings, *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, pp. 33-38

<sup>62</sup> Booth, J.R. and L. Chua, 1996, Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, No. 2, pp. 291-310

<sup>63</sup> Chowdhry, B. and A. Sherman, 1996, The Winner's Curse and International Methods of Allocating Initial Public Offerings, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 4, pp. 15-30

προσφορών. Οι Benveniste και Spindt (1989)<sup>64</sup>, σε αντίθεση με τον Rock (1986), υποστηρίζουν την άποψη ότι υπάρχει δυνατότητα ο ανάδοχος έκδοσης να αποσπάσει πληροφορίες από συγκεκριμένους επενδυτές και εξετάζουν πώς πραγματοποιείται η τιμολόγηση και διάθεση των προσφερόμενων μετοχών. Χωρίς να αγνοούν ότι υπάρχουν και άλλες αιτίες που προκαλούν υποτιμολόγηση των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, ασχολούνται συγκεκριμένα με τη σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της απόσπασης πληροφοριών από τους επενδυτές. Συμφωνούν με τα πορίσματα των ερευνών των Smith (1986)<sup>65</sup> και Booth και Smith (1986)<sup>66</sup> και βρίσκουν ότι πράγματι υπάρχει επιλεκτική υποτιμολόγηση και διάθεση των μετοχών με σκοπό την απόκτηση πληροφοριών σαν ένα μέσο διαφήμισης. Παρατηρούν δε, σε αντίθεση με τους Baron και Holmstrom (1980)<sup>67</sup>, ότι το ποσοστό της υποτιμολόγησης μειώνεται όταν ο ανάδοχος έκδοσης πωλεί επαναλαμβανόμενα σε συγκεκριμένους επενδυτές. Παρόμοια αποτελέσματα εξάγονται από τις έρευνες των Benveniste και Wilhelm (1990)<sup>68</sup> και Sherman και Titman (2002)<sup>69</sup>. Οι πρώτοι μελέτησαν περιπτώσεις στις οποίες ίσχυαν δύο περιορισμοί, ο καθορισμός μιας σταθερής τιμής προσφοράς για όλους τους επενδυτές και η έλλειψη ευνοϊκής μεταχείρισης κάποιων επενδυτών κατά τη διάθεση των μετοχών. από την ερμηνεία των στοιχείων της έρευνας προέκυψε ότι η ίση αντιμετώπιση όλων των επενδυτών, είτε σε θέματα τιμολόγησης είτε σε θέματα διάθεσης των μετοχών, μειώνει τα έσοδα από την αρχική δημόσια εγγραφή και αυξάνει τους μελλοντικούς κινδύνους λόγω

---

<sup>64</sup> Benveniste, L. and P.A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 343-361

<sup>65</sup> Smith, C., 1986, Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 3-29

<sup>66</sup> Booth, J. and R. Smith, 1986, Capital Raising, Underwriting, and the Certification Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 261-280

<sup>67</sup> Baron, D. and B. Holmstrom, 1980, The Investment Banking Contract for New Issues under asymmetric information: Delegation and the Incentive Problem, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 1115-1138

<sup>68</sup> Benveniste L. and W. Wilhelm, 1990, A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, No. 1-2, pp. 173-208

<sup>69</sup> Sherman A.E. and S. Titman, 2002, Building the IPO Order Book: Under-pricing and Participation Limits with Costly Information, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No.1, pp. 3-29



έλλειψης πληροφοριών. Οι Sherman και Titman (2002) παρατήρησαν επιπλέον ότι οι μετοχές μικρών και ριψοκίνδυνων εταιρειών είναι περισσότερο υποτιμολογημένες καθώς χρειάζονται πληροφορίες από πολλούς θεσμικούς επενδυτές για να καθοριστεί μια σωστή τιμή και να μειωθούν οι μελλοντικοί κίνδυνοι. Η μελέτη των Cornelli και Goldreich (2001)<sup>70</sup> που βασίστηκε στην ανάλυση των βιβλίων μιας επενδυτικής τράπεζας έδειξε ότι η τιμολογιακή πολιτική της ήταν παρόμοια με εκείνη που υποστηρίχθηκε από τους Benveniste και Spindt (1989)<sup>71</sup>.

Από την άλλη όμως, η εμπειρική μελέτη των Jenkinson και Jones (2004)<sup>72</sup> σε δείγμα 27 αρχικών δημοσίων προσφορών που είχαν διαφορετικούς ευρωπαϊούς αναδόχους έκδοσης δεν καταλήγει σε κανένα κοινό συμπέρασμα με τους Cornelli και Goldreich (2001) παρά μόνο στο γεγονός ότι οι πιο συχνοί επενδυτές αντιμετωπίζονται με προτίμηση. Τέλος, οι Ljungqvist et al. (2003)<sup>73</sup> βρίσκουν ότι το μέγεθος της υποτιμολόγησης μπορεί να μειωθεί όταν στην αρχική δημόσια εγγραφή συμμετέχουν εταιρείες ή επενδυτικές τράπεζες των ΗΠΑ.

Ωστόσο, πρέπει να τονίσουμε ότι σε αντίθεση με την υπόθεση ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι καλά πληροφορημένοι και εγγράφονται μόνο για υποτιμημένες μετοχές, οι εμπειρικές μελέτες των Hanley και Wilhelm (1995)<sup>74</sup>, Krigman et al. (1999)<sup>75</sup> και Aggarwal et al. (2002)<sup>76</sup> διαπιστώνουν

---

<sup>70</sup> Cornelli F. and D. Goldreich, 2001, Investor Sentiment and Pre-IPO Markets, The Journal of Finance, Vol. 61, No. 3, pp. 1187-1216

<sup>71</sup> Οι επενδυτικές τράπεζες δηλαδή προτιμούν τους θεσμικούς επενδυτές, από τους οποίους είναι πιθανό να αποσπάσουν σημαντικές πληροφορίες για την προς εισαγωγή εταιρεία που στους πρώτους διαφεύγουν.

<sup>72</sup> Jenkinson, T., and H. Jones, 2004, Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding, Journal of Finance, Vol. 59, Issue 5, pp. 2281-2308

<sup>73</sup> Ljungqvist A., T. Jenkinson and W. Wilhelm, 2003, Global Integration in Primary Equity Markets: the Role of U.S. Banks and U.S. Investors, Review of Financial Studies, Vol. 16, No. 1, pp. 63-99

<sup>74</sup> Hanley, K. and W. Wilhelm, 1995, Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings, Journal of Financial Economics, Vol. 37, Issue 2, pp. 239-257

<sup>75</sup> Krigman, L., W.H. Shaw, and K.L. Womack, 1999, The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping, Journal of Finance, Vol. 54, No. 3, pp. 1015-1044

ότι οι θεσμικοί επενδυτές εγγράφονται τόσο για υποτιμημένες όσο και για υπερτιμημένες αρχικές δημόσιες προσφορές.

Τέλος, κάποιες μελέτες υποστηρίζουν ότι τελικά δεν είναι μόνο το ύψος της υποτιμολόγησης που καθορίζει αν κάποιος θεσμικός επενδυτής θα συμμετάσχει σε μια αρχική δημόσια εγγραφή ή όχι. Σύμφωνα με τους Binay και Pirinsky (2003)<sup>77</sup> υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη, όπως είναι το μέγεθος, η φήμη ή η σχέση που έχουν με την υποψήφια για επένδυση εταιρεία ή τον ανάδοχο έκδοσης.

- Ο Baron (1982)<sup>78</sup> αναπτύσσει μια εξήγηση η οποία βασίζεται στην ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ του εκδότη και του αναδόχου έκδοσης. Ήταν ο πρώτος που υπέθεσε ότι ο εκδότης, κατά την συμφωνία με τον ανάδοχο έκδοσης, έχει γνώση της ανώτερης πληροφόρησης του τελευταίου, σε αντίθεση με τα προηγούμενα παρόμοια μοντέλα των Mandelker και Raviv (1977)<sup>79</sup>, του Baron (1979)<sup>80</sup> και των Baron και Holmstrom (1980) που είχαν εφαρμοστεί ως τότε και υπέθεταν ότι κατά τη σύναψη της συμφωνίας με τον ανάδοχο έκδοσης, τα δύο μέρη είχαν την ίδια πληροφόρηση. Πιο συγκεκριμένα και αντίθετα με τον Welch (1992), θεωρεί ότι ο ανάδοχος έκδοσης, δηλαδή η επενδυτική τράπεζα, έχει περισσότερες πληροφορίες από τον εκδότη και γνωρίζει καλύτερα την αγορά, γεγονός που ωθεί τον εκδότη να της αναθέσει και την τιμολόγηση των μετοχών. Επιπρόσθετα, η καλή φήμη μιας επενδυτικής τράπεζας προκαλεί το ενδιαφέρον των επενδυτών και μπορεί να δημιουργήσει ζήτηση που διαφορετικά δεν θα υπήρχε. Προκειμένου λοιπόν

---

<sup>76</sup> Aggarwal, R., L. Krigman and K. Womack, 2002, Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No. 1, pp. 105-137

<sup>77</sup> Binay, M. and C. Pirinsky, 2003, Institutional Participation in IPOs, Working Paper, Koc University Instabul

<sup>78</sup> Baron D., 1982, A model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 4, pp. 955-976

<sup>79</sup> Mandelker, G. and A. Raviv, Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 683-694

<sup>80</sup> Baron, D., 1979, The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 3, pp. 157-175

να ανταμείψει τον ανάδοχο έκδοσης για τις υπηρεσίες του αυτές και να επωφεληθεί από την ανώτερη πληροφόρησή του, ο εκδότης επιτρέπει να προσφερθούν οι μετοχές στο κοινό ελαφρώς υποτιμολογημένες και πιο συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερη η διαφορά στην πληροφόρηση μεταξύ των δύο, τόσο μεγαλύτερη ανάγκη έχει ο εκδότης τον ανάδοχο έκδοσης και άρα τόσο μεγαλύτερη η υποτιμολόγηση.

Ωστόσο, η μελέτη των Beatty και Welch (1996)<sup>81</sup> για τις αρχικές δημόσιες προσφορές από το 1990 και μετά, δείχνει ότι, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών, μεγάλα ποσοστά υποτιμολόγησης συνδέονται και με μεγάλους και έγκριτους αναδόχους έκδοσης. Κατά τους Loughran και Ritter (2004)<sup>82</sup> το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι οι επενδυτικές τράπεζες υποτιμολογούν τις μετοχές προκειμένου να εξυπηρετήσουν τους μεγάλους πελάτες τους. Υπάρχει ακόμη και η εκδοχή ότι οι επενδυτικές τράπεζες αναλαμβάνουν πλέον και πιο ριψοκίνδυνες εταιρείες, γεγονός που οδηγεί σε μεγαλύτερη υποτιμολόγηση.

Αντίθετη άποψη με τον Baron εκφράζουν οι Muscarella και Vetsuypens (1989)<sup>83</sup>, οι οποίοι εξετάζουν την υπόθεση ότι η υποτιμολόγηση είναι αποτέλεσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ εκδοτών και αναδόχων έκδοσης. Μελετούν την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των επενδυτικών τραπεζών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή αυτών, την περίπτωση δηλαδή όπου εκδότης και ανάδοχος έκδοσης είναι το ίδιο πρόσωπο και άρα δεν συντρέχει θέμα ανώτερης πληροφόρησης του τελευταίου. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών των επενδυτικών τραπεζών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή τους, στην οποία ανάδοχοι έκδοσης είναι οι ίδιες, έχουν παρόμοια ποσοστά υποτιμολόγησης με οποιαδήποτε άλλη αρχική δημόσια εγγραφή, και καταλήγουν ότι πρέπει να

---

<sup>81</sup> Beatty, R., and I. Welch, 1996, Issuer Expenses and legal liability in Initial Public Offerings, *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, pp. 542-602

<sup>82</sup> Loughran, T. and J. Ritter, 2004, Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?, *Financial Management*, Vol. 33, pp. 5-37

<sup>83</sup> Muscarella C. and M. Vetsuypens, 1989, A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 125-135

υπάρχουν και άλλες αιτίες εκτός από την ανώτερη πληροφόρηση των αναδόχων έκδοσης, οι οποίες να εξηγούν την υποτιμολόγηση των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Οι Beatty και Ritter (1986)<sup>84</sup>, εξετάζοντας το μερίδιο αγοράς 49 επενδυτικών τραπεζών από το 1977 ως το 1982, υποστηρίζουν ότι οι επενδυτικές τράπεζες έχουν συμφέρον να κρατήσουν ένα λογικό ποσό υποτιμολόγησης καθώς σε αντίθετη περίπτωση θα χάσουν μερίδιο από την αγορά. Δηλαδή, αν υποτιμολογήσουν περισσότερο από όσο πρέπει θα χάσουν τους εκδότες από πελάτες, ενώ αν υποτιμολογήσουν λιγότερο από όσο πρέπει θα χάσουν πιθανούς επενδυτές. Με αυτή την άποψη συμφωνεί και ο James (1992)<sup>85</sup>. Οι Nanda και Yun (1997)<sup>86</sup>, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι μόνο η υπερτιμολόγηση οδηγεί σε ελάττωση του μεριδίου αγοράς του αναδόχου έκδοσης και επιπροσθέτως και της φήμης του, συμφωνούν με τους Beatty και Ritter (1986) στο ότι ο ανάδοχος έκδοσης ωφελείται όταν καθορίζει ένα σωστό ποσοστό υποτιμολόγησης. Τέλος, ο Dunbar (2000)<sup>87</sup> αναζητά τους παράγοντες που επηρεάζουν το μερίδιο αγοράς των επενδυτικών τραπεζών που συμμετείχαν ως ανάδοχοι έκδοσης σε αρχικές δημόσιες προσφορές την περίοδο 1984-1995 και, όπως ακριβώς οι Beatty και Ritter (1986), βρίσκει ότι μεγαλύτερη ή μικρότερη υποτιμολόγηση από αυτήν που πρέπει έχει αρνητική επίδραση στο μερίδιο αγοράς του εκάστοτε αναδόχου έκδοσης.

- **Υπόθεση του Συρμού (Bandwagon Hypothesis).** Η εξήγηση αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι αν ένας επενδυτής δεν βλέπει κανέναν να αγοράζει δεν θα αγοράσει ούτε αυτός, κι έτσι ο εκδότης υποτιμολογεί την μετοχή του για να παροτρύνει κάποιους να αγοράσουν και στη συνέχεια να ακολουθήσουν και

---

<sup>84</sup> Beatty R. and J. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-32

<sup>85</sup> James, C., 1992, Relationship-specific Assets and the pricing of Underwritten Services, *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1865-1886

<sup>86</sup> Nanda V. and Y. Yun, 1997, Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 6, pp. 39-63

<sup>87</sup> Dunbar C.G., 2000, Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, pp. 3-41

άλλοι επενδυτές. Σύμφωνα με τον Ritter (1998), η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών αποτελεί κίνητρο που οδηγεί σε υποτιμολόγηση. Ο Welch (1992) υποστηρίζει ότι οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές αντιγράφουν τους καλά πληροφορημένους, οι οποίοι πιθανότατα θα πεισθούν να αγοράσουν μια υποτιμολογημένη μετοχή. Την ίδια ακριβώς άποψη υιοθετούν και οι Amihud et al. (2003)<sup>88</sup>, οι οποίοι μάλιστα παρατηρούν ότι αυτή η τάση αντιγραφής οδηγεί σε πολύ υψηλές ή πολύ χαμηλές αντίστοιχα εγγραφές προσφοράς.

- **Υπόθεση της Μονοφωνιακής Δύναμης των Αναδόχων Έκδοσης (The investment banker 's monopsony power hypothesis).** Η εξήγηση αυτή, η οποία υιοθετήθηκε αρχικά από τον Ritter (1984, 1998), συνίσταται στην υπόθεση ότι οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες σπανίως αναλαμβάνουν την αρχική δημόσια εγγραφή μιας μικρής ή νέας εταιρείας. Στην περίπτωση λοιπόν που την αναλάβουν, εκμεταλλεύονται την ευνοϊκότερη θέση τους και πιθανότατα και την έλλειψη γνώσης και εμπειρίας της υποψήφιας εταιρείας και υποτιμολογούν τις μετοχές της και τις προωθούν στους μεγάλους επενδυτές με τους οποίους έχουν μόνιμη συνεργασία. Με τον τρόπο αυτό ο ανάδοχος έκδοσης μπορεί να αποφύγει ένα μέρος από τα διαφημιστικά έξοδα. Παρόμοια θεωρητική εξήγηση ανέπτυξαν και οι Chalk και Peavy (1987)<sup>89</sup>, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι επενδυτικές τράπεζες διανέμουν τις υποτιμολογημένες μετοχές μόνο στους επενδυτές με τους οποίους έχουν συχνή συνεργασία και οι οποίοι πληρώνουν προμήθειες, αυξάνοντας έτσι τα έσοδά τους από την αναδοχή της δημόσιας εγγραφής. Ο Tinic (1988) αντιθέτως, δεν θεωρεί την υπόθεση αυτή έγκυρη, καθώς δεν υπάρχουν επιστημονικές αποδείξεις για να τη στηρίξουν. Ο ίδιος βρίσκει ότι δεν υπάρχει καμία ουσιαστική σχέση μεταξύ των προμηθειών που λαμβάνουν οι επενδυτικές τράπεζες από τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές και του τρόπου με τον οποίο μοιράζονται οι εκάστοτε μετοχές.

---

<sup>88</sup> Amihud, Y., S. Hauser and A. Kirsh, 2003, Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs. Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, Journal of Financial Economics, Vol. 68, No. 1, pp. 137-158

<sup>89</sup> Chalk A.J. and J.W. Peavy, 1987, Why You'll Never Get a 'Hot' New Issue, AA11 Journal 9, pp. 16-

- Υπάρχει και μια άλλη υπόθεση που υποστηρίζεται από τους Titman και Trueman (1986)<sup>90</sup> και τους Balvers, McDonald και Miller (1989)<sup>91</sup>, σύμφωνα με την οποία το ύψος της υποτιμολόγησης συνδέεται στενά και αρνητικά με τον ανάδοχο έκδοσης. Πιο συγκεκριμένα, όσο πιο μεγάλος ο ανάδοχος έκδοσης τόσο πιο μικρό το μέγεθος της υποτιμολόγησης καθώς μειώνεται η αβεβαιότητα του επενδυτή. Οι τελευταίοι εμβαθύνουν στη μελέτη τους και βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ των εξωτερικών ελεγκτών και της υποτιμολόγησης. Σύμφωνα με αυτή την άποψη είναι και οι Beatty και Welch (1996) οι οποίοι διευρύνουν την έρευνά τους καθώς λαμβάνουν υπόψη και τους τρεις πρωταγωνιστές κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, ήτοι τους αναδόχους έκδοσης, τους εξωτερικούς ελεγκτές και τους δικηγόρους και βρίσκουν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των ειδικών και της υποτιμολόγησης.

Την ίδια αρνητική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και βαθμού φήμης του αναδόχου έκδοσης (υπολογισμένη ως το μέγεθος αυτού και το μερίδιο του στην αγορά) βρίσκουν στις μελέτες τους οι Carter και Manaster (1990)<sup>92</sup> και οι Megginson και Weiss (1991)<sup>93</sup>. Προσλαμβάνοντας μεγαλύτερους και πιο έμπειρους αναδόχους έκδοσης, υπάρχει λιγότερος κίνδυνος για τον εκδότη και άρα μικρότερη ανάγκη για απόσπαση πληροφοριών από τους επενδυτές, και επομένως λιγότερη υποτιμολόγηση. Η πιο λεπτομερής μελέτη των Carter et al. (1998)<sup>94</sup>, η οποία εξετάζει τρεις τρόπους μέτρησης της φήμης του αναδόχου έκδοσης, βρίσκει εξίσου αρνητική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και φήμης του αναδόχου έκδοσης με τις προαναφερθείσες έρευνες.

---

<sup>90</sup> Titman, S. and B. Trueman, 1986, Information Quality and the Valuation of New Issues, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, No 2, pp. 159-172

<sup>91</sup> Balvers, R., B. McDonald and R. Miller, 1989, Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *Accounting Review*, Vol. 64, No 4, pp. 693-709

<sup>92</sup> Carter, R. and S. Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No 4, pp. 1045-1067

<sup>93</sup> Megginson, W. and K. Weiss, 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No 3, pp. 879-903

<sup>94</sup> Carter, R., F. Dark and A. Singh, 1998, Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long-run Performance of IPO Stocks, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No 1, pp. 285-311

Στην πρόσφατη μελέτη τους, οι Chemmanur και Paeglis (2005)<sup>95</sup> υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες που έχουν καλή διοίκηση έχουν τη δυνατότητα να «πιστοποιήσουν» την αξία της μετοχής, μειώνοντας έτσι την ασύμμετρη πληροφόρηση και πετυχαίνοντας χαμηλότερη υποτιμολόγηση.

- **Υπόθεση της Αποφυγής Δικαστικών Διενέξεων (The lawsuit avoidance hypothesis).** Σύμφωνα με την εξήγηση αυτή η τιμή κατά την αρχική δημόσια εγγραφή είναι πιο χαμηλή από την πραγματική προκειμένου να μειωθεί η πιθανότητα για μελλοντικές δικαστικές διενέξεις από την πλευρά των επενδυτών. Η άποψη αυτή διατυπώθηκε πρώτα από τους Logue (1973)<sup>96</sup> και Ibbotson (1975)<sup>97</sup>. Αυτή η εξήγηση όμως δεν αφορά όλες τις χώρες, αναφέρει ο Ljungqvist (2005)<sup>98</sup>, καθώς μέσα από έρευνες σε μερικές χώρες παρατηρείται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ενώ ταυτόχρονα δεν υπάρχουν πολύ αυστηροί κανονισμοί και η πιθανότητα να εκδιωχθεί κάποια εταιρεία δικαστικά είναι μικρή. Παραδείγματα τέτοιων χωρών αποτελούν η Φινλανδία (Keloaharju (1993)), η Γερμανία (Ljungqvist(1997)), η Σουηδία (Rydqvist (1994)), η Αυστραλία (Lee, Taylor and Walter (1996)) και άλλες. Ο Tinic (1988) όμως είναι ο πρώτος που εξετάζει εμπειρικά κατά πόσο η υποτιμολόγηση σχετίζεται με την αποφυγή μελλοντικών δικαστικών διενέξεων. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από αρχικές δημόσιες προσφορές που πραγματοποιήθηκαν πριν και μετά την θεσμοθέτηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών της υποχρέωσης για δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων των υποψηφίων εταιρειών (πρόκειται για την Securities Act of 1933, με την οποία επίσης δόθηκε η δυνατότητα στους επενδυτές να στραφούν κατά των εκδοτών σε δικαστικές αγωγές), βρίσκει ότι μετά την ισχύ του κανόνος αυτού παρατηρείται μεγαλύτερο ποσοστό υποτιμολόγησης. Αυτό συμβαίνει, κατά τον Tinic (1988), διότι η δημοσίευση

---

<sup>95</sup> Chemmanur, T. J. and I. Paeglis, 2005, Management Quality, Certification and Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 331-368

<sup>96</sup> Logue, D., 1973, Premium on Unseasoned Equity Issues, *Journal of Economic and Business*, Vol. 25, pp. 133-141

<sup>97</sup> Ibbotson R., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 235-272

<sup>98</sup> Ljungqvist A., 2005, IPO Underpricing, Appeared in the *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Chapter 7

ιστορικών στοιχείων δεν δίνει πληροφορίες για τη διοίκηση της εταιρείας και δεν μπορεί να προβλέψει την μελλοντική πορεία της, γεγονός που πλέον μπορεί να οδηγήσει σε δικαστικούς αγώνες και να διακινδυνεύσει τη φήμη τόσο του εκδότη όσο και του αναδόχου έκδοσης. Οι Hughes και Thakor (1992)<sup>99</sup> και οι Drake και Vetsuypens (1993)<sup>100</sup> αντίθετα, βρίσκουν ότι υποτιμολόγηση υπάρχει και σε περιπτώσεις που δεν υπάρχει κίνδυνος μελλοντικών δικαστικών διενέξεων και θεωρούν αυτή η αιτία δεν είναι βασικός παράγοντας για υποτιμολόγηση. Μεταγενέστερα, οι Lowry και Shu (2002)<sup>101</sup> εξετάζουν την σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του κινδύνου δικαστικών αγωγών και, σε συμφωνία με τον Tinic (1988), καταλήγουν ότι οι εταιρείες με μεγάλο κίνδυνο δικαστικών αγωγών υποτιμολογούν περισσότερο τις μετοχές τους και ότι η μεγαλύτερη υποτιμολόγηση μειώνει την πιθανότητα μελλοντικών δικαστικών διενέξεων και τα συνεπαγόμενα έξοδα. Ακόμη, η έρευνα των Booth και Booth (2003)<sup>102</sup> πάνω σε αρχικές δημόσιες προσφορές τεχνολογικών εταιρειών δείχνει ότι οι ανάδοχοι έκδοσης υποτιμολογούν τις μετοχές αυτές προκειμένου να καλυφθούν από πιθανό κίνδυνο δικαστικών αγωγών και να προστατεύσουν τη φήμη τους. Οι Gajewski και Gresse (2006) όμως θεωρούν ότι στις ευρωπαϊκές αγορές δεν μπορεί να θεωρηθεί αυτό σαν κίνητρο για υποτιμολόγηση διότι οι επενδυτές σπάνια στρέφονται στα δικαστήρια για τέτοιου είδους διαφορές.

- **Υπόθεση του Μηνύματος (Signaling Hypothesis).** Σύμφωνα με αυτή την εξήγηση, η οποία υποστηρίχθηκε πρωταρχικά από τους Allen και Faulhaber (1989)<sup>103</sup>, τον Welch (1989)<sup>104</sup> και τους Grinblatt και Hwang (1989)<sup>105</sup>, οι

---

<sup>99</sup> Hughes, P. and A. Thakor, 1992, Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 4, pp. 709-742

<sup>100</sup> Drake, P. and M. Vetsuypens, 1993, Ipo Underpricing and Insurance Against Legal Liability, *Financial Management*, Vol. 22, pp. 64-73

<sup>101</sup> Lowry M. and S. Shu, 2002, Litigation Risk and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 309-335

<sup>102</sup> Booth J. and L. Booth, 2003, Technology Regulation and the IPO Market

<sup>103</sup> Allen F. and G.A. Faulhaber, 1989, Signaling by Under-pricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 303-323

<sup>104</sup> Welch I., 1989, Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 421-450



εταιρείες υποτιμολογούν κατά την αρχική δημόσια εγγραφή προκειμένου να ξεχωρίσουν ως καλές επενδύσεις και να αποσπάσουν μεγαλύτερα έσοδα από μια μελλοντική προσφορά. Αν μια εταιρεία υποτιμολογεί τη μετοχή της, έχει λιγότερα έσοδα από την αρχική δημόσια εγγραφή και, υποθέτοντας ότι μόνο οι καλές εταιρείες έχουν αυτή τη δυνατότητα, κατατάσσεται στις καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης των Jegadeesh et al. (1993b)<sup>106</sup> πάνω σε 1985 αρχικές δημόσιες προσφορές στο αμερικάνικο χρηματιστήριο για την περίοδο από το 1980 ως το 1986 είναι παρόμοια με την υπόθεση του Welch (1989) ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσού που θα αποκτηθεί από μελλοντικές προσφορές μετοχών. Όμως, η έρευνα των Michaely και Shaw (1994)<sup>107</sup> είναι αντίθετη με την υπόθεση αυτή, καθώς βρίσκουν ότι οι λιγότερο υποτιμολογημένες μετοχές προσδίδουν μεγαλύτερα έσοδα από μερίσματα και οι εταιρείες πραγματοποιούν πιο συχνά μελλοντική προσφορά των μετοχών αυτών. Επίσης, οι Jegadeesh et al. (1993a)<sup>108</sup> υποστηρίζουν ότι οι αρχικές θετικές αποδόσεις μπορεί να αντανakλούν την αισιοδοξία των επενδυτών για την ανάπτυξη της εταιρείας. Παρόμοια εξήγηση για την υποτιμολόγηση των μετοχών δίνει ο Chemmanur (1993)<sup>109</sup> και πιο πρόσφατα οι Aggarwal et al (2002)<sup>110</sup>, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση οδηγεί σε μεγάλες αρχικές αποδόσεις προκαλώντας την προσοχή και το ενδιαφέρον των αναλυτών και των επενδυτών και την αύξηση της ζήτησης για τη συγκεκριμένη μετοχή, με τελικό αποτέλεσμα την πραγματοποίηση μεγαλύτερων μελλοντικών εσόδων.

---

<sup>105</sup> Grinblatt M. and C. Hwang, 1989, Signalling and the Pricing of New Issues, *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 393-420

<sup>106</sup> Jegadeesh N., M. Weinstein and I. Welch, 1993b, An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, No. 2, pp. 153-175

<sup>107</sup> Michaely R. and W.H. Shaw, 1994, The Pricing of Initial Public Offerings: Test of the Adverse Selection and the Signalling Theories, *Review of Financial Studies*, Vol. 7 No. 2, pp. 279-319

<sup>108</sup> Jegadeesh N., M. Weinstein and S. Titman, 1993a, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 65-91

<sup>109</sup> Chemmanur T., 1993, The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 285-304

<sup>110</sup> Aggarwal R., L. Krigman and K. Womack, 2002, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp. 105-137

- **Υπόθεση της Διασποράς των Μετόχων (Ownership dispersion hypothesis).** Η άποψη αυτή υποθέτει ότι οι εκδότες υποτιμολογούν τις μετοχές τους με το σκοπό να προσελκύσουν πολλούς μικρούς επενδυτές κι έτσι να επιτύχουν διασπορά των μετοχών, γεγονός που θα αυξήσει την ρευστότητα για τις μετοχές αυτές και θα δυσκολέψει τους νέους επενδυτές να αξιώσουν την διοίκηση. Οι Brennan και Franks (1997)<sup>111</sup>, σε μια μελέτη 69 βρετανικών αρχικών δημόσιων προσφορών, βρίσκουν ότι η υποτιμολόγηση της υποψήφιας μετοχής προκαλεί υπερ – εγγραφή, επιτρέποντας στους διαχειριστές να επιλέξουν σε ποιους θα διανείμουν τις προσφερόμενες μετοχές. Οι τελευταίοι θα επιλέξουν τους μεμονωμένους επενδυτές που δεν έχουν αξιώσεις στην διοίκηση της εταιρείας, κι έτσι θα συνεχίσουν να έχουν τον έλεγχο της εταιρείας (reduced monitoring hypothesis). Με αυτή την άποψη συμφωνούν οι Smart και Zutter (2003)<sup>112</sup>, ενώ οι Stoughton και Zechner (1998)<sup>113</sup> υιοθετούν μια αντίθετη άποψη ως προς τα κίνητρα ελέγχου που οδηγούν τους μάνατζερ σε υποτιμολόγηση. Θεωρούν ότι οι επιχειρηματίες που θέλουν να αυξήσουν την αξία της εταιρείας μετά την αρχική δημόσια εγγραφή θα διανέμουν μετοχές σε μικρούς επενδυτές για να αυξηθούν τα κεφάλαια των μεγάλων επενδυτών στην εταιρεία, και επομένως η υποτιμολόγηση είναι συνδεδεμένη με την επιθυμία των μεγάλων επενδυτών να αυξήσουν την επιρροή τους στην εταιρεία. Επίσης, όπως και οι τελευταίοι, οι Admati et al (1994)<sup>114</sup> υποστηρίζουν ότι οι μεγάλοι επενδυτές μπορούν να επηρεάσουν την αξία μιας μετοχής. Οι Aruğaslan et al (2004)<sup>115</sup> εξετάζουν αυτές τις ανωτέρω δύο αντίθετες απόψεις χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από αρχικές δημόσιες προσφορές που έλαβαν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κατά την δεκαετία 1990 έως και 1999 και απορρίπτουν και τις δύο

---

<sup>111</sup> Brennan, M. J. and J. Franks, 1997, Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, Issue 3, pp. 391-413

<sup>112</sup> Smart, S. and C. Zutter, 2003, Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual and Single-class IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 85-110

<sup>113</sup> Stoughton, N. and J. Zechner, 1998, IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, pp. 45-77

<sup>114</sup> Admati, A. R., P. Pfleiderer and J. Zechner, 1994, Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1097-1130

<sup>115</sup> Aruğaslan, O., D. O. Cook and R. Kieschnick, 2004, Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing, *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, pp. 2403-2420

αυτές απόψεις καθώς τα κίνητρα ελέγχου που περιγράφουν δεν είναι οι μοναδικοί αλλά ούτε και καθοριστικοί παράγοντες της υποτιμολόγησης. Παρόμοια άποψη υιοθετούν και οι Field και Sheehan (2004)<sup>116</sup> καθώς βρίσκουν ότι η σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας εταιρείας είναι σχεδόν ανύπαρκτη. Ο βαθμός της υποτιμολόγησης, υποστηρίζουν, δεν επηρεάζει καθόλου το αν και σε ποιο ποσοστό θα εισέλθουν νέοι μεγάλοι επενδυτές μετά την ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Υπάρχει όμως και η άποψη ότι η διατήρηση του ελέγχου της εταιρείας δεν είναι ο μόνος λόγος για τον οποίο οι μάνατζερ επιθυμούν διασπορά των μετοχών. Οι Booth και Chua (1996)<sup>117</sup> υποστηρίζουν ότι η μεγαλύτερη διασπορά των μετοχών που θα επιτευχθεί με την υποτιμολόγηση ευνοεί τους ιδιοκτήτες καθώς θα οδηγήσει σε πιο ρευστή δευτερεύουσα αγορά για τις μετοχές. Επίσης, ο Zingales (1995)<sup>118</sup> και οι Mello και Parsons (1998)<sup>119</sup>, υποθέτοντας ότι η αρχική δημόσια εγγραφή είναι η αρχή μιας σειράς διαπραγματεύσεων προκειμένου η κυριότητα και ο έλεγχος των μετοχών να μεταφερθούν σε νέους ιδιοκτήτες (οδηγεί ουσιαστικά σε μελλοντική πώληση της εταιρείας), θεωρούν ότι η διασπορά των μετοχών θα βοηθήσει τους μάνατζερ να διαπραγματευτούν τον έλεγχο και την τιμή της εταιρείας μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Με αυτή την τελευταία άποψη διαφωνούν οι Field και Karpoff (2002)<sup>120</sup>, οι οποίοι βρίσκουν ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης ως τεχνικής μελλοντικής εξαγοράς και της επίτευξης μεγαλύτερων κερδών από μια μελλοντική πώληση. Ταυτόχρονα όμως, παρατηρούν, όπως και οι Brennan και Franks (1998), ότι η υποτιμολόγηση

---

<sup>116</sup> Field, L. and D. Sheehan, 2004, IPO Underpricing and Outside Stockholdings, *Journal of Corporate Finance*, pp. 263-280

<sup>117</sup> Booth, J., and L. Chua, 1996, Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, Issue 2, pp. 291-310

<sup>118</sup> Zingales, L., 1995, Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, Vol. 62, No. 3, pp. 425-448

<sup>119</sup> Mello, A. and J. Parsons, 1998, Going Public and the Ownership Structure of the Firm, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 79-109

<sup>120</sup> Field, L. and J. Karpoff, 2002, Takeover Defenses of IPO Firms, *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, pp. 1857-1889

σχετίζεται άμεσα με την επιθυμία των μάνατζερ να διατηρήσουν τον έλεγχο της εταιρείας και να μεγιστοποιήσουν τα προσωπικά τους οφέλη. Βέβαια, στην περίπτωση που οι μάνατζερ είναι και μέτοχοι, προκαλείται σύγκρουση συμφερόντων καθώς η υποτιμολόγηση οδηγεί σε χαμηλότερα έσοδα από την αρχική δημόσια εγγραφή και κατ' επέκταση σε χαμηλότερη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών. Οι Stoughton και Zechner (1998)<sup>121</sup> από την άλλη μεριά υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη σύγκρουση συμφερόντων. Θεωρούν ότι μπορεί να είναι καλύτερα να δώσουν πολλές μετοχές σε έναν μόνο εξωτερικό επενδυτή ο οποίος μπορεί να ελέγξει τους μάνατζερ, περίπτωση κατά την οποία ευνοούνται όλοι οι μέτοχοι. Εάν όμως από την πλευρά του ο εξωτερικός επενδυτής θεωρεί ότι οι προσφερόμενες σε αυτόν μετοχές είναι πολλές, τότε θα πρέπει να υποτιμολογηθούν. Στην προκειμένη περίπτωση όμως, αφού η εταιρεία δεν έχει κατάλληλο έλεγχο, οι μετοχές της θα είναι ούτως ή άλλως υποτιμημένες κι έτσι οι εξωτερικοί μέτοχοι οδηγούνται σε μεγαλύτερη σύγκρουση συμφερόντων. Κατά τον Ljungqvist (2005), η διαφορά αυτή των απόψεων οφείλεται σε δύο λόγους. Πρώτον διότι οι Brennan και Franks, κατά την εμπειρική μελέτη τους, χρησιμοποιούν σταθερές τιμές ενώ οι Stoughton και Zechner προσαρμόζουν τις τιμές στην ζήτηση από τους εξωτερικούς επενδυτές. Δεύτερον διότι οι Stoughton και Zechner υποθέτουν ότι οι μάνατζερ προκαλούν ουσιαστικά τη σύγκρουση συμφερόντων στους εξωτερικούς επενδυτές μέσω της προσαρμογής της τιμής σε αυτήν που θέλουν να πληρώσουν, κάτι που δεν παρατηρείται στην έρευνα των Brennan και Franks.

- Τέλος, οι Habib και Ljungqvist (2001)<sup>122</sup> υποστηρίζουν ότι η υποτιμολόγηση σχετίζεται και με το ποσοστό συμμετοχής των αρχικών μετόχων στην αρχική δημόσια εγγραφή. Οι μέτοχοι που πωλούν λίγες μετοχές δεν επηρεάζονται σημαντικά από την υποτιμολόγηση και άρα δεν έχουν ενδιαφέρον να κρατήσουν μια λογική τιμή των προσφερόμενων μετοχών. Το κίνητρο λοιπόν

---

<sup>121</sup> Stoughton, N., and J. Zechner, 1998, IPO Mechanism, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, pp. 45-77

<sup>122</sup> Habib, M. and A. Ljungqvist, 2001, Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs; theory and evidence, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, pp. 433-458

των υπαρχόντων μετόχων να είναι περισσότερο ή λιγότερο συνετοί όσον αφορά την τιμή προσφοράς είναι το συμφέρον τους και με βάση αυτό λαμβάνουν τις διάφορες αποφάσεις και προβαίνουν σε συγκεκριμένες επιλογές, όπως είναι αυτή του αναδόχου έκδοσης, του τρόπου πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής κ.ά.

### 3.6.1.3 Εμπειρικές μελέτες σχετικές με το μέγεθος της αρχικής υποτιμολόγησης

#### Εμπειρικές μελέτες σε διεθνή χρηματιστήρια όπου είναι εισηγμένες πολλές ναυτιλιακές εταιρείες

Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες που αποσκοπούν στην ανάλυση του φαινομένου της αρχικής υποτιμολόγησης εξετάζουν εταιρείες που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Από πολύ νωρίς οι Reilly και Hatfield (1969), εξετάζοντας ένα δείγμα 53 αρχικών δημοσίων εγγραφών που έγιναν κατά την περίοδο 1964-1965 σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ, διαπιστώνουν υποτιμολόγηση της τάξεως του 9,90%. Έκτοτε ακολούθησαν πολλές εμπειρικές μελέτες σχετικές με τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ οι οποίες καλύπτουν διαφορετικές χρονικές περιόδους και όλες σχεδόν διαπιστώνουν την ύπαρξη υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Ο Tinic (1988) εξετάζει ένα δείγμα 70 αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1923-1930 σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ και βρίσκει ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις ανέρχονταν στο 5,20%. Οι Beatty (1989) και Ritter (1991) παρατηρούν αρχική υποτιμολόγηση 22,10% και 14,30% αντίστοιχα για 2215 και 1526 εταιρείες για την περίοδο 1975-1984. Οι πιο πρόσφατες μελέτες για αρχικές δημόσιες εγγραφές σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ καλύπτουν πολύ μεγάλο αριθμό αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν σε μια δεκαετία ή εικοσαετία και όλες βρίσκουν θετικές αρχικές αποδόσεις που κυμαίνονται από 9% έως 50%<sup>123</sup>.

<sup>123</sup> Ενδεικτικά αναφέρουμε τις μελέτες που έγιναν τα τελευταία 12 χρόνια για τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, οι οποίες βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις μεγαλύτερες από 9%: Ritter (1998), Habib και Ljungqvist (1999), Aggarwal (2000), Koop και Li (2001), Ritter και Welch (2002), Benveniste et al

Οι Emilsen et al (1997) βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις 12,5% για τις 68 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Όσλο την περίοδο 1984-1996. Η πιο πρόσφατη μελέτη της Hesjedal (2007) διαπιστώνει αρκετά πιο χαμηλή από την προγενέστερη μελέτη αρχική υποτιμολόγηση, της τάξεως του 3,15%, για τις 41 αρχικές δημόσιες εγγραφές που ολοκληρώθηκαν την διετία 2004-2006 στο χρηματιστήριο του Όσλο.

Ο Dawson (1987) πρώτος ασχολήθηκε με την αρχική υποτιμολόγηση στο Χρηματιστήριο της Μαλαισίας εξετάζοντας 21 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν την περίοδο 1978-1983 και βρίσκει μέση υποτιμολόγηση 166,60%, ποσοστό πολύ μεγάλο ποσοστό σε σύγκριση με άλλων χρηματιστηρίων. Οι πιο πρόσφατες μελέτες που ακολούθησαν των Paudyal et al (1998), των Jelic et al (2001), των Yong και Isa (2003), των How et al (2007) και του Uddin (2008) βρίσκουν πιο χαμηλά ποσοστά αρχικών αποδόσεων των εταιρειών που εισάγονται στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας, που κυμαίνονται από 61% έως 102%. Τα ποσοστά όμως αυτά είναι και πάλι ιδιαίτερα υψηλά.

Ο Dawson (1987) εξετάζει 21 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν χώρα στο Χονγκ Κονγκ την περίοδο 1978-1983 και βρίσκει αρχική υποτιμολόγηση 13,8%. Οι μετέπειτα μελέτες των McGuinness (1992) και Cheng et al (2005) πάνω σε 92 και 267 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν αντίστοιχα τις περιόδους 1980-1990 και 1993-1997 στο Χονγκ Κονγκ παρουσιάζουν μια σταθερή σχετικά μέση αρχική υποτιμολόγηση διαχρονικά, καθώς παρατηρούν μέσες αρχικές αποδόσεις ύψους 16,60% και 12,95%.

Οι Krishnamurti και Kumar (1994) βρίσκουν αρκετά υψηλό ποσοστό αρχικής υποτιμολόγησης (35,00%) για τις 98 εταιρείες που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Βομβάης κατά την τριετία 1992-1993. Ο Chopra (2009) στην μελέτη 244 αρχικών δημοσίων εγγραφών στο ινδικό χρηματιστήριο τα έτη 1999-2008 βρίσκει μεγαλύτερη μέση αρχική απόδοση, ίση με

---

(2003), Binay και Pirinsky (2003), Booth και Booth (2003), Ljungqvist και Wilhelm (2003), Smart και Zutter (2003), Field και Sheehan (2004), Ljungqvist και Wilhelm (2005), Abdou και Dicle (2006), Lowry και Murphy (2007).

58,11%. Υψηλό ποσοστό υποτιμολόγησης (92,70%) βρίσκουν επίσης και οι Marisetty και Subrahmanyam (2010) στην πολύ πρόσφατη και διαχρονική μελέτη 2.811 αρχικών δημοσίων εγγραφών που έγιναν στο ινδικό χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1990-2007.

Πέντε μελέτες πάνω σε αρχικές δημόσιες εγγραφές στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης, οι οποίες καλύπτουν συνολικά μια περίοδο 30 ετών, υποδεικνύουν σταθερή μέση υποτιμολόγηση της τάξεως του 30%. Ενδεικτικά αναφέρουμε την έρευνα του Uddin (2008) πάνω σε 322 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν τη δεκαετία 1990-2000. Προσπαθώντας να εξετάσει αν και κατά πόσο επηρεάζεται η υποτιμολόγηση από το χρονικό διάστημα μεταξύ του καθορισμού της τιμής προσφοράς και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο, παρατηρεί μια μέση αρχική υποτιμολόγηση της τάξεως του 31,73%, ενώ ταυτόχρονα αποδεικνύει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα μεταξύ του καθορισμού της τιμής προσφοράς και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, τόσο μεγαλύτερο είναι και το ποσοστό της υποτιμολόγησης.

Οι Holmen και Högfeldt (1999) και οι Bodnaruk et al (2004) εξετάζουν αντίστοιχα 233 και 124 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν στο χρηματιστήριο της Στοκχόλμης τις περιόδους 1979-1997 και 1994-2001 και διαπιστώνουν ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις είναι 29,30% και 14,20% αντίστοιχα. Επίσης, ο Schuster (2003) βρίσκει ότι για τις 973 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν σε επτά ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, μεταξύ των οποίων και στο χρηματιστήριο της Στοκχόλμης, από το 1988 έως και το 1998, η μέση αρχική απόδοση είναι 16,52% και ότι το μέγεθος αυτής επηρεάζεται σημαντικά από τις συνθήκες της αγοράς κατά την δημόσια εγγραφή.

Ο Bisgard (1997) βρίσκει ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις των 32 αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης την δεκαετία 1987-1997 είναι 7,70%, ποσοστό χαμηλό σε σύγκριση με τις αρχικές αποδόσεις που έχουν παρατηρηθεί σε άλλα χρηματιστήρια. Οι Jakobsen και Sørensen (1998), προσπαθώντας να ερευνήσουν την μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών στη Δανία, παρατηρούν ότι για τις 76 εταιρείες που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης την περίοδο 1984-1992, η μέση αρχική υποτιμολόγηση είναι 3,90%.

Οι μελέτες που έχουν γίνει πάνω σε αρχικές δημόσιες εγγραφές στο χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι πολυάριθμες και καλύπτουν πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι πρώτες έρευνες των Davis και Yeomans (1974), Buckland et al (1981), Levis (1990), Jenkinson (1990), Keasey και Short (1992) και Brennan και Franks (1997) δείχνουν μια μέση αρχική απόδοση κοντά στο 10% για περίοδο 25 ετών (1965-1989). Οι μεταγενέστερες μελέτες των Unlu et al (2004) για 513 και των Derrien και Kecskés (2007) για 786 αρχικές δημόσιες εγγραφές δείχνουν ότι στο χρηματιστήριο του Λονδίνου η μέση αρχική υποτιμολόγηση ξεπερνάει το 24% μετά το 1990 (οι μέσες αρχικές αποδόσεις που βρίσκουν είναι 28,08% και 24,70% αντίστοιχα). Αξιοπρόσεκτη είναι η πολύ πρόσφατη μελέτη των Chambers και Dimson (2009), η οποία εξετάζει το ύψος της υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Λονδίνου σε μια περίοδο 90 ετών, από το 1917 έως και το 2007. Ταυτόχρονα, προσπαθούν να προσδιορίσουν αν και σε ποιο βαθμό κάποια εταιρικά χαρακτηριστικά επηρεάζουν το μέγεθος της αρχικής υποτιμολόγησης. Για τις 4.540 εταιρείες που περιλαμβάνει το δείγμα τους, βρίσκουν μέση αρχική υποτιμολόγηση της τάξεως του 14,57%.

Οι Chen (1992) και οι Yeh και Shu (2004) εξετάζουν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν κατά τις χρονικές περιόδους 1971-1990 και 1992-2001 αντίστοιχα. Παρατηρούν ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις για τις 168 και 218 αρχικές δημόσιες εγγραφές που μελετούν ήταν 45% και 29,02% αντίστοιχα. Στο Βέλγιο, οι Deloof et al (2002) και οι Goergen et al (2006) διαπιστώνουν αρχική υποτιμολόγηση της τάξεως του 18,90% και 10,36% αντίστοιχα για τις 33 και 13 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν τις περιόδους 1993-2000 και 1996-2000 αντίστοιχα.

Ο πίνακας 3.2 παραθέτει προγενέστερες μελέτες που έχουν γίνει σε διεθνή χρηματιστήρια αναφορικά με τη διαπίστωση του φαινομένου της αρχικής υποτιμολόγησης αλλά και το μέγεθος αυτής. Η πραγματοποίηση υψηλών αρχικών αποδόσεων μετά την αρχική δημόσια εγγραφή παρατηρείται σε όλα τα χρηματιστήρια διαχρονικά. Αυτό που διαφοροποιείται είναι το μέγεθος των αποδόσεων αυτών. Στο παράρτημα II παρατίθεται πληρέστερος πίνακας με τις εμπειρικές μελέτες και τα αποτελέσματα αυτών ανά χώρα πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής.



**Πίνακας 3.2**

**Μελέτες σχετικές με την απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών στα διεθνή  
χρηματιστήρια**

Χώρα	Ερευνητής	Έτος	Περίοδος	Αρχικές	
				Μέγεθος Δείγματος	Αποδόσεις (%)
<b>Βέλγιο</b>	Deloof et al	2002	1993-2000	33	18,90
	Goergen et al	2006	1996-2000	13	10,36
<b>Δανία</b>	Bisgard	1997	1987-1997	32	7,70
	Jakobsen & Sørensen	1998	1984-1992	76	3,90
<b>Ελλάδα</b>	Kazantzis & Levis	1995	1987-1991	79	48,50
	Papaoiannou & Travlos	1995	1987-1994	101	34,50
	Kazantzis & Thomas	1996	1987-1994	129	50,89
	Tsangarakis	2004	1993-1997	108	9,07
	Nounis	2006	1994-2002	254	24,29
	Kenourgios et al	2007	1997-2002	169	52,70
	Thomadakis et al	2010	1994-2002	254	38,94
<b>ΗΠΑ</b>	Reilly & Hatfield	1969	1964-1965	53	9,90
	McDonald & Fisher	1972	1969	142	28,50
	Logue	1973	1965-1969	250	41,70
	Ibbotson & Jaffe	1975	1960-1970	128	16,83
	Ritter	1984	1977-1982	1028	26,50
	Tinic	1988	1923-1930	70	5,20
	Beatty	1989	1975-1984	2215	22,10
	Carter & Manaster	1990	1979-1983	501	16,79
	Jenkinson	1990	1985-1988	1322	10,40
	Ritter	1991	1975-1984	1526	14,30
	Balvers et al	1993	1975-1987	1746	8,15
	Ruud	1993	1982-1983	463	6,40
Affleck-Graves et al	1996	1975-1991	2096	9,96	
Beatty & Welch	1996	1992-1994	960	11,72	

	Booth & Chua	1996	1977-1988	2151	13,10
	Carter et al	1998	1979-1991	2292	8,08
	Ritter	1998	1990-1994	1767	12,05
	Habib & Ljungqvist	1999	1991-1995	1376	13,80
	Aggarwal	2000	1997	114	16,22
	Koop & Li	2001	1985-1998	2969	11,06
	Field & Karpoff	2002	1988-1992	1019	10,90
	Benveniste et al	2003	1985-2000	6181	19,20
	Binay & Pirinsky	2003	1980-2000	4668	20,40
	Booth & Booth	2003	1980-2000	4652	20,32
	Ljungqvist & Wilhelm	2003	1996-2000	2178	35,70
	Smart & Zutter	2003	1990-1998	2622	13,50
	Aruğaslan et al	2004	1990-1999	3441	9,48
	Field & Sheehan	2004	1988-1992	953	11,00
	Loughran & Ritter	2004	1980-2000	6169	18,90
	Li et al	2005	1995-2000	1726	41,32
	Abdou & Dicle	2006	1996-2000	595	48,45
	Lowry & Murphy	2007	1996-2000	874	27-48
<b>Ηνωμένο Βασίλειο</b>	Davis & Yeomans	1974	1965-1971	174	8,50
	Buckland et al	1981	1965-1975	297	9,70
	Levis	1990	1985-1988	123	8,60
	Jenkinson	1990	1985-1988	197	12,20
	Keasey & Short	1992	1984-1988	222	14,00
	Brennan & Franks	1997	1986-1989	69	9,42
	Unlu et al	2004	1993-2001	513	28,05
	Derrien & Kecskés	2007	1995-2004	786	24,70
	Chambers & Dimson	2009	1917-2007	4540	14,57
<b>Ινδία</b>	Krishnamurti & Kumar	1994	1992-1993	98	35,00
	Chopra	2009	1999-2008	244	58.11
	Marisetty & Subrahmanyam	2010	1990-2007	2811	92,70
<b>Ινδονησία</b>	Hanafi	1997	1989-1994	106	15,10
<b>Χονγκ Κονγκ</b>	Dawson	1987	1978-1983	21	13,80
	McGuinness	1992	1980-1990	92	16,60

	Cheng et al	2005	1993-1997	267	12,95
<b>Μαλαισία</b>	Dawson	1987	1978-1983	21	166,60
	Mohamad	1994	1975-1990	65	135,00
	Yong	1995	1990-1994	224	75,00
	Paudyal et al	1998	1984-1995	95	61,80
	Jelic et al	2001	1980-1995	182	99,25
	Yong & Isa	2003	1990-1998	468	94,91
	How et al	2007	1989-2000	322	101,57
	Uddin	2008	1990-2000	539	93,31
	<b>Νορβηγία</b>	Emilsen et al	1997	1984-1996	68
Hesjedal		2007	2004-2006	41	3,15
<b>Σιγκαπούρη</b>	Dawson	1987	1978-1983	39	39,40
	Koh & Walter	1989	1973-1987	66	27,20
	Koh et al	1992	1975-1987	53	37,63
	Lee et al	1996	1973-1992	128	31,40
	Uddin	2008	1990-2000	322	31,73
<b>Σουηδία</b>	Holmen & Högfeltd	1999	1979-1997	233	29,30
	Bodnaruk et al	2004	1994-2001	124	14,20
<b>Ταϊβάν</b>	Chen	1992	1971-1990	168	45,00
	Yeh & Shu	2004	1992-2001	218	29,02

Πηγή: Loughran et al (International Insights 1994 up. 2010), Ritter (1998), Arosio et al (2000), Gazewski & Gresse (2006)

#### Εμπειρικές μελέτες σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας

Είδαμε ανωτέρω ότι οι έρευνες που έχουν γίνει τα τελευταία 40 χρόνια σε διαφορετικές χώρες αναφορικά με την υποτιμολόγηση των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή είναι πολυάριθμες, επιτρέποντας έτσι τη σύγκριση των αποδόσεων μεταξύ των διεθνών χρηματιστηρίων. Υπάρχουν λοιπόν κάποια χρηματιστήρια στα οποία οι αρχικές αποδόσεις των νεοεισαχθεισών μετοχών είναι μεγαλύτερες από ότι σε άλλα. Εκτός όμως από τις συγκρίσεις μεταξύ χρηματιστηρίων, έχουν γίνει και κάποιες προσπάθειες προκειμένου να διαπιστωθεί το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης και το ύψος αυτής σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας. Θα

λέγαμε όμως ότι η υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι πολύ περιορισμένη όσον αφορά τις μελέτες που εξετάζουν την αρχική υποτιμολόγηση και αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, γεγονός που προκαλεί αδυναμία συγκρίσεων μεταξύ των διαφόρων κλάδων και έλλειψη συμπερασμάτων. Στη συνέχεια παραθέτουμε ορισμένες από τις μελέτες που εξετάζουν την υποτιμολόγηση σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, αλλά και όσες έχουν γίνει για τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Ο κλάδος των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και διαδικτύου είναι ίσως ο μοναδικός κλάδος που έχει μελετηθεί ξεχωριστά περισσότερο από όλους τους κλάδους της οικονομίας, πιθανότατα λόγω της τεράστιας ανάπτυξης που γνώρισε ο συγκεκριμένος κλάδος στα τέλη της δεκαετίας του '90. Ενδεικτικά αναφέρουμε τη μελέτη των Ljungqvist και Wilhelm (2003) για 2.178 εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και διαδικτύου που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια προσφορά την περίοδο 1996-2000 σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ, στην οποία διαπιστώνεται αρχική υποτιμολόγηση 35,70%. Οι Abdou και Dicle (2006), μεταγενέστερα, εξετάζουν 518 εταιρείες διαδικτύου για την ίδια χρονική περίοδο στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και βρίσκουν υψηλότερες αρχικές αποδόσεις 48,45%. Τέλος, πρόσφατα οι Li et al (2007) βρίσκουν επίσης θετικές αρχικές αποδόσεις για τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν.

Ερευνητικό ενδιαφέρον έχει παρατηρηθεί και για τον κλάδο των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα και παροχής πιστώσεων σε κατασκευαστικές εταιρείες (πρόκειται για τα γνωστά REITs: Real Estate Investment Trust). Οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με την ύπαρξη ή μη αρχικής υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο αυτόν ήταν οι Wang et al (1992), οι οποίοι βρήκαν αρνητικές μέσες αρχικές αποδόσεις, της τάξεως του -2,99%. Ακολούθησε η έρευνα των Ling και Ryngaert (1997), οι οποίοι διαπίστωσαν μέση αρχική υποτιμολόγηση 3,60% για αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν την περίοδο 1991-1996. Και οι δύο αυτές έρευνες επικεντρώνονται σε αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Η πιο πρόσφατη μελέτη όμως των Brounen και Eichholtz (2005) εξετάζει τις 54 εταιρείες ακινήτων που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στα χρηματιστήρια του Ηνωμένου Βασιλείου, της Σουηδίας και της Γαλλίας κατά την περίοδο 1984-1999 και βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις 2,55%.

Παρατηρούμε λοιπόν ότι για τον κλάδο των επενδύσεων σε ακίνητα ο βαθμός της αρχικής υποτιμολόγησης είναι αρκετά χαμηλός σε σύγκριση με τον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας.

Ο κλάδος της εξόρυξης χρυσού έχει επίσης μελετηθεί ξεχωριστά από τους How (2000) και Dimovski και Brooks (2008). Και οι δύο αυτές έρευνες επικεντρώνονται στις εταιρείες εξόρυξης χρυσού που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας, όπου και δραστηριοποιούνται πολλές εταιρείες στον κλάδο αυτόν. Ο πρώτος εξετάζει 100 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν από το 1979 έως και το 1990 και βρίσκει πολύ υψηλή μέση αρχική απόδοση, ίση με 119,51%. Οι δεύτεροι εξετάζουν 114 πιο πρόσφατες αρχικές δημόσιες εγγραφές, για τη δεκαετία 1994-2004 και βρίσκουν μέση αρχική υποτιμολόγηση πολύ χαμηλότερη από τον How (2000), ίση με 13,3%. Εξηγούν την τεράστια αυτή διαφορά στην αλλαγή της σχετικής νομοθεσίας στην Αυστραλία, αλλά και στο γεγονός ότι ο How (2000) συμπεριέλαβε στο δείγμα του και μια πολύ ευνοϊκή περίοδο, κατά τη διάρκεια της οποίας σημειώθηκαν πολύ υψηλές αρχικές αποδόσεις (1985-1987).

Τέλος υπάρχει και η μελέτη Atkinson και LeBrutto (1995), που ασχολείται αποκλειστικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών του κλάδου των τυχερών παιχνιδιών. Εξετάζουν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποίησαν 14 καζίνο στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και στο χρηματιστήριο NASDAQ την διετία 1992-1993 και βρίσκουν μέση αρχική απόδοση 30,63%.

Όσον αφορά τον κλάδο της ναυτιλίας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι ελάχιστες οι μελέτες που εξετάζουν την αρχική απόδοση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Οι Grammenos και Marcoulis (1996) είναι οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με την αρχική υποτιμολόγηση και τους παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν το ύψος αυτής στον κλάδο της ναυτιλίας, εξετάζοντας ένα πολύ μικρό δείγμα 19 ναυτιλιακών εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε έξι διαφορετικά χρηματιστήρια<sup>124</sup>. Η μεταγενέστερη έρευνα των Grammenos και

---

<sup>124</sup> Πρόκειται για τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, το NASDAQ, το AMEX, του Λονδίνου, του Οσλο και της Στοκχόλμης.

Arcoulis (1999) ασχολείται με τη μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Πιο πλήρεις είναι οι δύο πρόσφατες μελέτες των Merikas et al (2009 και 2010). Στην πρώτη εξετάζεται τόσο η αρχική όσο και η μακροπρόθεσμη απόδοση 143 ναυτιλιακών εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 1984-2007. Βρίσκουν μέση αρχική απόδοση ίση με 17,69%, η οποία μακροπρόθεσμα (από τον έκτο μήνα διαπραγμάτευσης και έπειτα) μειώνεται. Στη συνέχεια εξετάζουν έξι μεταβλητές που θεωρούν ότι επηρεάζουν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις και βρίσκουν ότι η ηλικία της εταιρείας, το χρηματιστήριο στο οποίο πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή, οι συνθήκες της αγοράς και η φήμη του αναδόχου έκδοσης είναι καθοριστικοί παράγοντες της μακροπρόθεσμης απόδοσης. Η δεύτερη μελέτη των Merikas et al (2010) εξετάζει την αρχική και την μακροπρόθεσμη απόδοση 46 ναυτιλιακών επιχειρήσεων οι οποίες πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε ένα από τα τρία χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών. Ακριβώς όπως και στην προηγούμενη μελέτη τους, βρίσκουν θετική μέση αρχική υποτιμολόγηση της τάξεως των 4,37%, ενώ μακροπρόθεσμα οι αποδόσεις γίνονται αρνητικές. Εξετάζουν οκτώ μεταβλητές που θεωρούν ότι επηρεάζουν την μακροπρόθεσμη απόδοση και καταλήγουν ότι η φήμη του αναδόχου έκδοσης, το μέγεθος και η ηλικία της εταιρείας και το χρηματιστήριο στο οποίο εισάγεται επηρεάζουν το ύψος της μακροπρόθεσμης απόδοσης. Και οι δυο αυτές μελέτες όμως περιλαμβάνουν στο δείγμα εξέτασής τους όλες τις εταιρείες που σχετίζονται με τον κλάδο της ναυτιλίας, με αποτέλεσμα να συμπεριλαμβάνονται και οι ακτοπολικές εταιρείες, οι εταιρείες πραγματοποίησης θαλασσιών ταξιδιών αναψυχής (κρουαζιέρων), οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, τα ναυπηγεία, ακόμη και οι εταιρείες παροχής υπηρεσιών υποστήριξης τόσο στη θάλασσα όσο και σε λιμένες.

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται μόνο στις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας και στην αρχική απόδοση των αρχικών δημοσίων προσφορών που αυτές έχουν πραγματοποιήσει σε διεθνή χρηματιστήρια. Πρόκειται για μια πρωτότυπη εργασία που θα ενισχύσει την υπάρχουσα βιβλιογραφία για τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και πιο συγκεκριμένα για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Στόχος μας είναι να εξετάσουμε την αρχική απόδοση των μετοχών των εταιρειών

ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή, και επομένως να διαπιστώσουμε την ύπαρξη ή μη αρχικής υποτιμολόγησης, αλλά και να προσδιορίσουμε αν και σε ποιο βαθμό ορισμένοι παράγοντες επηρεάζουν το ύψος αυτής.

### **3.6.2 Περίοδοι ευνοϊκές για αρχική δημόσια εγγραφή (Hot Issue Markets)**

Το επόμενο χαρακτηριστικό της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι η ύπαρξη περιόδων οι οποίες είναι ευνοϊκές για την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής. Πρόκειται για περιόδους κατά τη διάρκεια των οποίων γίνονται πολλές αρχικές δημόσιες προσφορές μετοχών και παρατηρούνται αυξημένες αρχικές αποδόσεις και ευκολία συγκέντρωσης κεφαλαίου.

Οι Ibbotson και Jaffe (1975)<sup>125</sup> και ο Ritter (1984)<sup>126</sup> παρατηρούν πρώτοι το φαινόμενο κατά το οποίο υπάρχει έξαρση των αρχικών δημοσίων προσφορών σε περιόδους οικονομικής άνθησης και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι πρόκειται για περιόδους ευνοϊκές για πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής. Ακολουθούν οι έρευνες των Ibbotson και Ritter (1995)<sup>127</sup> και των Lowry και Schwert (2002)<sup>128</sup>, οι οποίοι συμφωνούν με την άποψη ότι υπάρχουν ευνοϊκές περίοδοι για την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής. Με την εξήγηση του φαινομένου αυτού ασχολήθηκαν πρώτοι οι Benveniste, Busaba και Wilhelm (2002)<sup>129</sup> και οι Benveniste et al (2003)<sup>130</sup>, οι οποίοι καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα ότι

---

<sup>125</sup> Ibbotson, R. and J. Jaffe, 1975, "Hot Issue" Markets, The Journal of Finance, Vol. 30, No. 4

<sup>126</sup> Ritter, J., 1984, The "Hot Issue" Markets of 1980, Journal of Business, Vol. 57, No.2

<sup>127</sup> Ibbotson, R. and J. Ritter, 1995, Initial Public Offerings, in R. Jarrow, V. Maksimovic and W. Ziemba, eds: Handbooks of Operations Research and Management Science (Amsterdam:North Holland)

<sup>128</sup> Lowry, M. and W. Schwert, 2002, IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, Journal of Finance, Vol. 57, No 3, pp. 1171-1200

<sup>129</sup> Benveniste, L., W. Busaba, and W. Wilhelm, 2002, Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets, Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, pp. 61-86

<sup>130</sup> Benveniste, L., A. Ljungqvist, J. Wilhelm, and X. Yu, 2003, Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services, Journal of Finance, Vol. 58, No 2, pp. 577-608

δηλαδή αυτό σχετίζεται κυρίως με την ευκολία στην πληροφόρηση που παρατηρείται σε περιόδους οικονομικής άνθησης.

Σύμφωνα με τον Ritter (1998)<sup>131</sup>, ευνοϊκές περίοδοι έκδοσης μετοχών έχουν παρατηρηθεί και σε άλλες χώρες εκτός από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και αναφέρει το παράδειγμα της Μεγάλης Βρετανίας τα έτη 1986-1987 όπου υπήρχε πολύ μεγάλη κινητικότητα νέων μετοχών.

Οι Ritter (1984)<sup>132</sup> και οι Derrien και Womack (2003)<sup>133</sup> ασχολήθηκαν εκτενέστερα με τις ευνοϊκές αυτές περιόδους και τα χαρακτηριστικά τους και παρατήρησαν ότι στις περιόδους αυτές, εκτός από την πραγματοποίηση πολυάριθμων αρχικών δημόσιων προσφορών, υπάρχει και μεγαλύτερο ποσοστό υποτιμολόγησης.

### **3.6.3 Μακροπρόθεσμη Υποαπόδοση (Long-run underperformance)**

Το τελευταίο χαρακτηριστικό που έχει παρατηρηθεί αναφορικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι το γεγονός ότι μακροπρόθεσμα οι μετοχές των εταιρειών αυτών υποαποδίδουν. Πρόκειται για το φαινόμενο της αρνητικής απόδοσης των μετοχών κατά τα πρώτα χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή για ορίζοντα από ένα έως πέντε έτη.

Πολλές μελέτες σχετικές με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές αποδεικνύουν εμπειρικά την ύπαρξη αυτού του φαινομένου. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1.526 αρχικών δημόσιων προσφορών που έγιναν κατά την περίοδο 1974-1985, ο Ritter (1991)<sup>134</sup> βρίσκει ότι για τα τρία χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή οι εταιρείες υπο-αποδίδουν, και μάλιστα οι μικρότερες εταιρείες αποδίδουν ακόμη λιγότερο από το μέσο όρο. Τα ευρήματά του όμως αυτά είναι γενικά επειδή, πρώτον δεν ασχολείται με το ζήτημα για πόσα χρόνια ακόμη συνεχίζεται η υπο-απόδοση και δεύτερον το δείγμα του αφορά πολύ μικρή χρονική περίοδο. Την ίδια αρνητική

---

<sup>131</sup> Ritter, J., 1998, Initial Public Offerings, Contemporary Finance Digest, Vol. 2, pp. 5-30

<sup>132</sup> Ritter J., 1984, The "Hot Issue" Markets of 1980, Journal of Business, Vol. 57, No.2

<sup>133</sup> Derrien, F. and K. Womack, 2003, Auctions vs Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, The Review of Financial Studies, Vol. 16, pp. 31-61

<sup>134</sup> Ritter, J., 1991, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, The Journal of Finance, Vol. 46, No. 1, pp. 3-27



απόδοση των μετοχών για τα πρώτα χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή με τον Ritter (1991) βρίσκουν και οι Hughes και Thakor (1992)<sup>135</sup> στην απόπειρά τους να εξηγήσουν τους λόγους της αρχικής υποτιμολόγησης των μετοχών. Παρόμοια υπο-απόδοση των μετοχών για χρονικό ορίζοντα 5 ετών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή βρίσκουν και οι Levis (1993)<sup>136</sup>, οι Aggarwal, Leal και Hernandez (1993)<sup>137</sup>, οι Spiess και Affleck-Graves (1995)<sup>138</sup> και οι Michaely και Shaw (1995)<sup>139</sup>. Σε αντίθετα συμπεράσματα καταλήγουν οι Mian και Rosenfeld (1993)<sup>140</sup> και οι Ikenberry et al (1995)<sup>141</sup>, οι οποίοι βρίσκουν θετικές αποδόσεις για τα πρώτα 3 χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Στη συνέχεια οι Loughran και Ritter (1995)<sup>142</sup>, στη μελέτη 5.821 αρχικών δημοσίων προσφορών που έγιναν στην Αμερική κατά τα έτη 1970 έως 1993 βρίσκουν ότι υπάρχει υπο-απόδοση για μια περίοδο 5 ετών μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, αλλά και ότι όσο μικρότερη είναι μια εταιρεία τόσο χειρότερα αποδίδει η μετοχή της μακροπρόθεσμα.

Οι Gajewski και Gresse (2006) ελέγχουν την υπο-απόδοση σε 2 χρονικές περιόδους, σε ορίζοντα ενός και τριών ετών. Όπως και σε προηγούμενες μελέτες, βρίσκουν ότι η απόδοση των μετοχών είναι συχνά αρνητική αλλά διαφέρει από περίοδο σε περίοδο και από χώρα σε χώρα.

---

<sup>135</sup> Hughes, P. and A. Thakor, 1992, Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 4, pp. 709-742

<sup>136</sup> Levis, M., 1993, The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management*, pp. 28-41

<sup>137</sup> Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez, 1993, The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management*, pp. 42-53

<sup>138</sup> Spiess, D. and Affleck-Graves J., 1995, Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Issue 3, pp. 243-267

<sup>139</sup> Michaely, R. and W. Shaw, 1995, The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs, *Financial Management*, pp. 5-21

<sup>140</sup> Mian, S. and J. Rosenfeld, 1993, Takeover Activity and the Long-run Performance of Reverse Leveraged Buyouts, *Financial Management*, pp. 5-21

<sup>141</sup> Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen, 1995, Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, Issues 2-3, pp. 181-208

<sup>142</sup> Loughran, T., and J. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23-51

Οι Loughran et al. (2006)<sup>143</sup> παρατηρούν ότι οι περισσότερες μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την αρχική δημόσια εγγραφή σε διάφορες χώρες, συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές υπο-αποδίδουν τα πρώτα χρόνια μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Σύμφωνοι με τους ανωτέρω είναι και οι Merikas et al. (2009 και 2010), οι οποίοι στις δύο πρόσφατες μελέτες τους για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε διεθνή χρηματιστήρια, βρίσκουν ότι και στον κλάδο αυτό οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι αρνητικές.

Έχουν γίνει πολλές απόπειρες να εξηγηθεί το φαινόμενο αυτό της μακροχρόνιας υπο-απόδοσης των αρχικών δημόσιων προσφορών από πολλούς ερευνητές. Οι εξηγήσεις που έχουν δοθεί από τους περισσότερους ερευνητές μπορούν να συνοψιστούν στις εξής:

- **Θεωρία της Βιτρίνας (The window-dressing hypothesis).** Με βάση αυτή την εξήγηση οι μάνατζερ, προκειμένου να αποφύγουν μια ενδεχόμενη αποτυχία της αρχικής δημόσιας εγγραφής, παρουσιάζουν καλύτερη οικονομική κατάσταση κατά την περίοδο που γίνεται αυτή κι επομένως η απόδοση που επιτυγχάνεται τα επόμενα χρόνια είναι μειωμένη. Οι Teoh et al. (1998)<sup>144</sup> παρατηρούν ότι όσο μεγαλύτερη η επέμβαση των μάνατζερ, τόσο περισσότερο μειώνεται η απόδοση τα επόμενα τρία χρόνια. Απολύτως σύμφωνα με την ανωτέρω μελέτη είναι και τα ευρήματα των Roosenboom et al. (2003)<sup>145</sup> και των Pastor-Llorca και Poveda-Fuentes (2006)<sup>146</sup> από τη μελέτη πάνω σε αρχικές δημόσιες προσφορές που έγιναν αντίστοιχα στην Ολλανδία και την Ισπανία.

---

<sup>143</sup> Loughran, T., J. Ritter and K. Rydkvist, 1994, Updated 2006, Initial public offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, pp. 165-199

<sup>144</sup> Teoh, S., I. Welch and T. Wong, 1998, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1935-1974

<sup>145</sup> Roosenboom, P., T. van der Goot and G. Mertens, 2003, Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands, *International Journal of Accounting*, Vol. 38, No. 3, pp. 243-266

<sup>146</sup> Pastor-Llorca, M. and F. Poveda-Fuentes, 2006, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Spanish Initial Public Offerings, in Greg. N. Gregoriou (Ed.), *Initial Public Offerings: An International Perspective*, Elsevier Butterworth-Heinemann, chapter 7, pp. 81-112

- **Θεωρία της Χρονικής Συγκυρίας ή του Παραθύρου Ευκαιρίας (The Timing Hypothesis ή Windows Opportunity Hypothesis).** Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι αν γίνει αρχική δημόσια εγγραφή σε ευνοϊκή περίοδο τότε είναι πιθανό η μετοχή να είναι υπερτιμημένη κι έτσι στο μέλλον να έχει υποαπόδοση. Οι Loughran και Ritter (1995)<sup>147</sup> και οι Helwege και Liang (2004)<sup>148</sup>, ερευνώντας τις αρχικές δημόσιες προσφορές στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής για μια περίοδο 20 και 25 χρόνων αντίστοιχα, υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες που κάνουν αρχική δημόσια προσφορά σε ευνοϊκές περιόδους έχουν χαμηλότερες αποδόσεις μελλοντικά από τις εταιρείες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή σε μη ευνοϊκές περιόδους. Η μία και μοναδική έρευνα στην Ευρώπη από τους Derrien and Kecskés (2007)<sup>149</sup> καταλήγει σε παρόμοια συμπεράσματα.
- **Θεωρία της Διαγραφής από το Χρηματιστήριο (The Delisting Hypothesis).** Ο Sentis (2002)<sup>150</sup> υποστηρίζει ότι οι εταιρείες που πάνε καλά εξαγοράζονται και βγαίνουν από τα χρηματιστήρια και συνεπώς εκείνες που απομένουν προς μελέτη είναι εκείνες που δεν πραγματοποιούν καλές αποδόσεις.
- **Θεωρίες Συμπεριφορικές ή Απόκλισης Απόψεων (Behavioral Explanations ή Divergence of opinion).** Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι με τη πάροδο του χρόνου όλες οι πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές γίνονται γνωστές και οι τιμές τους πέφτουν οδηγώντας σε αρνητικές αποδόσεις μακροπρόθεσμα.
- **Θεωρία της Συμπεριφοράς του Αναδόχου Εκδόσεως (Underwriting Banks' Behavior / Impresario Hypothesis).** Σύμφωνα με τον Ritter (1991) οι ανάδοχοι έκδοσης υποτιμολογούν για να δημιουργήσουν υπερβάλλουσα ζήτηση κι έτσι οι αρχικά υψηλές αποδόσεις πέφτουν. Επίσης, και η Ruud (1993)<sup>151</sup> υποστηρίζει ότι

<sup>147</sup> Loughran, T., and J. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23-51

<sup>148</sup> Helwege, J. and N. Liang, 2004, Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, Issue 3, pp. 541- 569

<sup>149</sup> Derrien, F. and A. Kecskés, 2007, The Initial Public Offerings of Listed Firms, *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1

<sup>150</sup> Sentis, P., 2002, Initial Public Offerings: The Good, The Bad and The Liars, Working Paper, University of Montpellier

<sup>151</sup> Ruud, J.S., 1993, Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, Issue 2, pp. 135-151

οι τιμές των μετοχών διατηρούνται από τους αναδόχους έκδοσης σε υψηλά επίπεδα αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή, αλλά έπειτα σταθεροποιούνται και έτσι έχουμε υπο-απόδοση.

- Μια άλλη αιτία του φαινομένου της μακροπρόθεσμης υποαπόδοσης σχετίζεται με τη φήμη του αναδόχου έκδοσης και η άποψη αυτή υποστηρίζεται από τους Michaely και Shaw (1994) και τους Carter et al (1998). Πιο συγκεκριμένα, θεωρούν ότι η υπο-απόδοση κατά την πρώτη τριετία μετά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι πολύ χαμηλότερη όταν ο ανάδοχος έκδοσης είναι φημισμένος.
- Οι Morris (1996)<sup>152</sup>, οι Chen et al. (2002)<sup>153</sup>, οι Duffie et al. (2002)<sup>154</sup> και οι Chemmanur και Paeglis (2005) υποστηρίζουν την άποψη ότι η φήμη της διοίκησης παίζει σημαντικό ρόλο στην μελλοντική απόδοση. Εξηγούν την άποψη αυτή λέγοντας ότι καθώς η μελλοντική απόδοση συνδέεται στενά με τις προσδοκίες των επενδυτών για τις μελλοντικές ταμειακές ροές, μια καλή διοίκηση θα προσελκύσει πολλούς θεσμικούς επενδυτές και άρα οι προσδοκίες των επενδυτών θα συγκλίνουν, και συνεπώς υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της μελλοντικής απόδοσης και της καλής διοίκησης.
- **Θεωρία των Σφαλμάτων Μέτρησης (Measurements Errors).** Οι Gajewski και Gresse (2006) παραπέμπουν σε μερικούς ερευνητές, όπως είναι οι Brav και Gompers (1997), οι Brav et al (2000), οι Eckbo και Norli (2002), οι Gompers και Lerner (2003) και οι Drobetz et al (2005), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η υπο-απόδοση μπορεί να είναι αποτέλεσμα λανθασμένων μετρήσεων ή παρεμβάσεων στις μεθόδους μέτρησης που χρησιμοποιούνται.

---

<sup>152</sup> Morris, S., 1996, Speculative Investor Behavior and Learning, Quarterly Journal of Economics, Vol. 111, pp. 1111-1133

<sup>153</sup> Chen, J., H. Hong and J. Stein, 2002, Breadth of Ownership and Stock Returns, Journal of Financial Economics, Vol. 66, pp. 171-205

<sup>154</sup> Duffie, D., N. Gârleanu and L. Pedersen, 2002, Securities Lending, Shorting and Pricing, Journal of Financial Economics, Vol. 66, pp. 307-339

---

### 3.7 Σύνοψη Κεφαλαίου

---

Όπως ήδη αναφέραμε, οι επιχειρήσεις, προκειμένου να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους, εισάγονται σε κάποιο χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης μέσω του μηχανισμού της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής από νωρίς κέντρισε το ενδιαφέρον των μελετητών καθώς παρουσίαζε κάποια μοναδικά χαρακτηριστικά. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι τρία: η αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών, η ύπαρξη ευνοϊκών περιόδων για την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής και η μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των μετοχών. Και τα τρία αυτά χαρακτηριστικά έχουν μελετηθεί εκτενώς, ιδιαίτερο ενδιαφέρον όμως παρουσιάζει το ζήτημα της αρχικής υποτιμολόγησης των μετοχών, η οποία εκφράζεται από την ύπαρξη θετικών αρχικών αποδόσεων κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Οι μελέτες που έχουν γίνει τα τελευταία 30 χρόνια σχετικά με την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών είναι πολυάριθμες και καλύπτουν πολύ μεγάλη χρονική περίοδο. Όλες ανεξαιρέτως συγκλίνουν στην διαπίστωση της υποτιμολόγησης των μετοχών κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Ταυτόχρονα έχουν πραγματοποιηθεί και πολλές έρευνες προκειμένου να ανιχνευθούν και να εκτεθούν οι αιτίες του φαινομένου αυτού: οι περισσότερες από αυτές συμφωνούν ότι η υποτιμολόγηση απορρέει μεταξύ άλλων από την ασύμμετρη πληροφόρηση (είτε μεταξύ των επενδυτών, είτε μεταξύ του εκδότη και του αναδόχου έκδοσης, είτε μεταξύ του εκδότη και των επενδυτών), από την επιθυμία να υπάρχει διασπορά των μετοχών για λόγους διατήρησης του ελέγχου από την ίδια την εταιρεία και από την επιθυμία αποφυγής μελλοντικών δικαστικών διενέξεων. Επίσης, πολυάριθμες είναι και οι μελέτες που εξετάζουν κάποιες μεταβλητές οι οποίες θεωρούνται ότι μπορεί να επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης.

Όλες οι μελέτες αυτές αφορούν αρχικές δημόσιες εγγραφές που έχουν πραγματοποιηθεί σε διαφορετικές χώρες αλλά και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Υπάρχουν όμως και μερικές μελέτες που αφορούν αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών οι οποίες υπάγονται σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομικής

δραστηριότητας. Οι μελέτες αυτές είναι πολύ λίγες και επικεντρώνονται κυρίως στον κλάδο των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, των εταιρειών επενδύσεως σε ακίνητα, των εταιρειών τυχερών παιχνιδιών και των εταιρειών εξόρυξης χρυσού. Όσον αφορά τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, μόνο τρεις μελέτες έχουν γίνει, καμία όμως από αυτές δεν πραγματεύεται αποκλειστικά τον τομέα των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Επίσης, καμία δεν εξετάζει τους παράγοντες οι οποίοι πιθανόν να επηρεάζουν τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών, αλλά επικεντρώνονται στους παράγοντες επιρροής των μακροπρόθεσμων αποδόσεων. Η παρούσα μελέτη στοχεύει να καλύψει το κενό στην παγκόσμια βιβλιογραφία που σχετίζεται με την αρχική απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας και τους παράγοντες που την καθορίζουν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

**ΜΕΡΟΣ Β: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΝ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**  
**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ**



---

## 4.1 Εισαγωγή

---

Στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης παρουσιάσαμε τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και τη σημασία του για την παγκόσμια και την εγχώρια οικονομία. Αναφερθήκαμε ιδιαίτερα σε έναν υποκλάδο της ναυτιλίας, την ποντοπόρο ναυτιλία και περιγράψαμε τον τρόπο λειτουργίας του υποκλάδου αυτού και τα χρηματιστήρια τα οποία παίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο λόγω της διαπραγμάτευσης σε αυτά πολλών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας.

Στο κεφάλαιο 3 περιγράψαμε την διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής, ως μέθοδο εισαγωγής των εταιρειών στα χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης αξιών και τα τρία βασικά χαρακτηριστικά αυτής, ήτοι την αρχική υποτιμολόγηση των υπό ένταξη μετοχών, την ύπαρξη ευνοϊκών και μη ευνοϊκών περιόδων για την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής και την υποαπόδοση των μετοχών μακροπρόθεσμα. Παραθέσαμε τις μελέτες που έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια αναφορικά με τα τρία αυτά χαρακτηριστικά, από την αρχική διαπίστωση αυτών μέχρι σήμερα. Ειδικότερα ασχοληθήκαμε με το πρώτο χαρακτηριστικό, την υποτιμολόγηση των μετοχών, η οποία συνεπάγεται την πραγματοποίηση υψηλών αρχικών αποδόσεων. Σχεδόν όλες οι προγενέστερες μελέτες συμφωνούν ότι κατά την αρχική δημόσια εγγραφή η τιμή προσφοράς των μετοχών είναι ελαφρώς υποτιμολογημένη, ανεξάρτητα από την περίοδο ή το χρηματιστήριο στο οποίο πραγματοποιήθηκε η αρχική δημόσια εγγραφή, αλλά ακόμη και ανεξάρτητα από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η υπό εισαγωγή εταιρεία.

Στόχος της έρευνάς μας είναι να διαπιστώσουμε εάν το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης παρατηρείται και στον κλάδο των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως αυτό μεταφράζεται από τις θετικές αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Το δείγμα που εξετάζεται αποτελείται από 122 επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, οι οποίες έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο διεθνές χρηματιστήριο<sup>155</sup> την

---

<sup>155</sup> Υπάρχουν δεκαπέντε διεθνή χρηματιστήρια στα οποία έχουν πραγματοποιηθεί πάνω από τρεις αρχικές δημόσιες εγγραφές επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Από το σύνολο των 122 εταιρειών

εικοσιπενταετή περίοδο από το 1984 έως και το 2008. Στη συνέχεια, βασιζόμενοι στις θεωρίες εξήγησης του φαινομένου και σε παλιότερες μελέτες, διαμορφώνουμε ένα μοντέλο με βάση το οποίο εξετάζουμε εάν και σε ποιο βαθμό το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησης επηρεάζεται από κάποιους παράγοντες. Έξι συνολικά ανεξάρτητες μεταβλητές θεωρούμε ότι επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης, οι οποίες είναι οι εξής: η αγορά του χρηματιστηρίου<sup>156</sup> στην οποία πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή, η ηλικία και το μέγεθος της εταιρείας, η φήμη του αναδόχου έκδοσης, το ποσοστό των προσφερόμενων μέσα από την αρχική δημόσια εγγραφή μετοχών και η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή περίοδο.

Στο παρόν κεφάλαιο ακολουθείται η εξής δομή. Στο υποκεφάλαιο 4.2 παρουσιάζουμε την μεθοδολογία που ακολουθούμε για την μέτρηση των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων και το μοντέλο που εξετάζεται. Επίσης, αναλύουμε λεπτομερώς την κάθε μια ανεξάρτητη μεταβλητή και τις υποθέσεις που κάνουμε για αυτές, υποθέσεις οι οποίες είναι βασισμένες στην υπάρχουσα βιβλιογραφία. Στο τμήμα 4.3 περιγράφουμε το εξεταζόμενο δείγμα των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

---

## **4.2 Μεθοδολογία**

---

### **4.2.1 Μέτρηση της υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

Στην παρούσα έρευνα μετράμε την υποτιμολόγηση των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή ως την ποσοστιαία μεταβολή των αποδόσεων στο τέλος της πρώτης ημέρας της διαπραγμάτευσής τους:

---

ποντοπόρου ναυτιλίας του δείγματός μας, οι 111 πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο από τα χρηματιστήρια αυτά.

<sup>156</sup> Θεωρούμε ότι το ύψος της υποτιμολόγησης επηρεάζεται ανάλογα με το αν η εταιρεία έχει πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή στη κύρια, την παράλληλη ή τη νέα αγορά του εκάστοτε χρηματιστηρίου, λόγω των διαφορετικών προϋποθέσεων εισαγωγής στις τρεις αυτές αγορές.

$$IR_{i,t} = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad [1]$$

όπου:

$IR_{i,t}$  = Η αρχική απόδοση της μετοχής  $i$  την περίοδο  $t$

$P_{i,0}$  = Η τιμή προσφοράς της μετοχής  $i$  κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, όπως ορίζεται από το ενημερωτικό φυλλάδιο της εκάστοτε ναυτιλιακής εταιρείας

$P_{i,1}$  = Η τιμή κλεισίματος της μετοχής  $i$  στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης της στο χρηματιστήριο

Ο παραπάνω υπολογισμός της αρχικής απόδοσης των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή, δεν λαμβάνει υπόψη του τις τυχόν μεταβολές που μπορεί να έχουν επέλθει στην αγορά ή στο χρηματιστήριο στο οποίο εισάγεται η εκάστοτε εταιρεία, για την περίοδο ανάμεσα στην ανακοίνωση της τιμής προσφοράς και την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της εκάστοτε μετοχής. Για το σκοπό αυτό προσαρμόζεται ο δείκτης της αρχικής απόδοσης με τις τυχόν μεταβολές στην αγορά και επομένως ο νέος προσαρμοσμένος δείκτης είναι ο εξής:

$$MAIR_{i,t} = \left[ \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} - \frac{MI_{i,1} - MI_{i,0}}{MI_{i,0}} \right] \quad [2]$$

όπου:

$MAIR_{i,t}$  = Η αρχική απόδοση της μετοχής  $i$  που πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή, προσαρμοσμένη κατά τις μεταβολές της αγοράς την περίοδο  $t$

$MI_{i,0}$  = Η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου στο οποίο είναι εισηγμένη η μετοχή  $i$  κατά την ημέρα ανακοίνωσης της τιμής προσφοράς

$MI_{i,1}$  = Η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου στο οποίο είναι εισηγμένη η μετοχή  $i$  στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης

Οι περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούν τον απλό δείκτη των αρχικών αποδόσεων προκειμένου να υποτιμολόγηση. Ο προσαρμοσμένος δείκτης είναι προτιμότερος εάν το διάστημα μεταξύ της ημερομηνίας της αρχικής δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης είναι μεγάλο.

#### **4.2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

Όπως προαναφέρθηκε, πολλοί μελετητές προσπάθησαν να εξηγήσουν τους παράγοντες που προκαλούν και επηρεάζουν το βαθμό της υποτιμολόγησης. Στην παρούσα έρευνα θα εξετάσουμε έξι μεταβλητές, οι οποίες θεωρούμε ότι επηρεάζουν την υποτιμολόγηση και θα επιχειρήσουμε να βρούμε αν αυτό συμβαίνει και σε ποιο βαθμό. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι εξής: 1. η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγονται οι εταιρείες, 2. η ηλικία της εταιρείας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, 3. το μέγεθος της εταιρείας, 4. η φήμη του αναδόχου έκδοσης, 5. η εισαγωγή σε ευνοϊκή ή μη ευνοϊκή περίοδο και 6. το ποσό των ήδη υπαρχουσών μετοχών που δόθηκαν με την αρχική δημόσια εγγραφή.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά οι έξι αυτές μεταβλητές. Θα παραθέσουμε την έννοια της κάθε μιας από αυτές και πώς αυτές υπολογίζονται, θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα από την εξέταση αυτών σε προηγούμενες μελέτες και θα δημιουργήσουμε τις υποθέσεις μας σχετικά με τα αναμενόμενα αποτελέσματα για την σχέση των μεταβλητών αυτών με την υποτιμολόγηση στον κλάδο των ναυτιλιακών εταιρειών.

##### **4.2.2.1 Αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγονται οι εταιρείες (ML)**

Οι ναυτιλιακές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που εξετάζουμε έχουν εισαχθεί και διαπραγματεύονται σε ένα από τα προαναφερθέντα χρηματιστήρια. Η λειτουργία του κάθε χρηματιστηρίου πραγματοποιείται μέσα από τρεις συνήθως χρηματιστηριακές αγορές. Αυτές είναι στα περισσότερα χρηματιστήρια η κύρια

αγορά, η παράλληλη αγορά και η νέα αγορά. Οι αγορές αυτές διαφέρουν μεταξύ τους κυρίως ως προς το μέγεθος των εταιρειών που διαπραγματεύονται σε αυτές. Η κύρια αγορά περιλαμβάνει κατά βάση τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης και έχει αυστηρότερα κριτήρια εισαγωγής των εταιρειών σε αυτήν. Η παράλληλη αγορά είναι σχεδιασμένη για εταιρείες μικρότερου μεγέθους και χαμηλότερης κεφαλαιοποίησης και έχει πιο ελαστικά κριτήρια εισαγωγής σε αυτήν. Τέλος, η νέα αγορά έχει δημιουργηθεί για νέες εταιρείες με δυναμική ανάπτυξη με στόχο να τους δώσει την ευκαιρία να εκμεταλλευτούν τα πλεονεκτήματα της άντλησης κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Μεταξύ των τριών αυτών αγορών υπάρχουν διαφορές ως προς τους κανόνες λειτουργίας τους, αλλά και ως προς τις προϋποθέσεις εισαγωγής των υποψήφιων εταιρειών σε αυτές. Παρατηρούμε λοιπόν ότι στην κύρια χρηματιστηριακή αγορά οι προϋποθέσεις εισαγωγής είναι πιο αυστηρές από τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην παράλληλη ή την νέα αγορά όσον αφορά, μεταξύ άλλων, το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τους ή το χρόνο της υποχρεωτικής δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεών τους. Επομένως, αναμένουμε ότι η εταιρεία που πρόκειται να εισαχθεί στην κύρια αγορά ενός χρηματιστηρίου θα έχει λιγότερη υποτιμολόγηση από αυτήν που πρόκειται να εισαχθεί στην παράλληλη ή την νέα αγορά του ίδιου χρηματιστηρίου προκειμένου να γίνει πιο ελκυστική και να προκαλέσει το ενδιαφέρον των επενδυτών.

Ο Uddin (2001)<sup>157</sup>, εξετάζοντας το μέγεθος της υποτιμολόγησης στη Μαλαισία, παρατηρεί ότι οι εταιρείες που εισάγονται στην παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά της Μαλαισίας έχουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση σε σχέση με αυτές που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στην κύρια αγορά.

Για να ελέγξουμε αν και κατά πόσο η χρηματιστηριακή αγορά στην οποία πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή οι ναυτιλιακές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας επηρεάζει το ύψος της υποτιμολόγησης, χρησιμοποιούμε μια ασυνεχή μεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 αν η εταιρεία διαπραγματεύεται στην κύρια αγορά του εκάστοτε χρηματιστηρίου και 0 αν διαπραγματεύεται στην παράλληλη ή την νέα χρηματιστηριακή αγορά. Παρόμοιες μεταβλητές έχουν χρησιμοποιήσει στο παρελθόν πολλοί ερευνητές, μεταξύ των οποίων και οι Derrien και Womack (2003).

---

<sup>157</sup> Uddin, H., 2001, An Investigation on Initial Public Offerings in Malaysia, PhD Thesis, National University of Singapore

Υπόθεση 1 Οι εταιρείες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στην κύρια χρηματιστηριακή αγορά θα έχουν μικρότερες αρχικές αποδόσεις από εκείνες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή στην παράλληλη ή τη νέα αγορά και άρα χαμηλότερο ποσοστό υποτιμολόγησης. (αρνητική σχέση)

#### 4.2.2.2 Ηλικία της εταιρείας κατά την εισαγωγή (AGE)

Ο δεύτερος παράγοντας που εξετάζεται ως προς το αν και σε ποιο βαθμό επηρεάζει την υποτιμολόγηση των προσφερόμενων μετοχών είναι η ηλικία της εταιρείας που πραγματοποιεί αρχική δημόσια εγγραφή. Οι εταιρείες οι οποίες έχουν ιδρυθεί πολύ καιρό πριν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο είναι ήδη γνωστές στο ευρύ κοινό όσον αφορά τη δράση τους και την εξέλιξή τους, καθώς έχουν ήδη δημοσιεύσει πολλές πληροφορίες για την λειτουργία και την πορεία τους. Συνεπώς, σύμφωνα με τους Ritter (1984), τους Nazir και Zin (1998)<sup>158</sup> και τους Kaneko και Pettway (2003) υπάρχει λιγότερη αβεβαιότητα για τις εταιρείες αυτές σε σχέση με νεότερες εταιρείες για τις οποίες δεν υπάρχουν αρκετές διαθέσιμες πληροφορίες.

Οι περισσότεροι μελετητές συμφωνούν με την άποψη αυτή, καθώς τα ευρήματά τους υποδεικνύουν αρνητική σχέση μεταξύ της ηλικίας της εταιρείας και της υποτιμολόγησης. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις έρευνες των Carter και Manaster (1990), των Lee et al (1996), των Carter et al (1998), των Habib και Ljungqvist (1999), του Kiymaz (2000)<sup>159</sup>, των Jelic et al (2001)<sup>160</sup>, των Ljungqvist και Wilhelm (2003), του Schuster (2003), των Cassia et al (2004), των Li et al (2005), των Chemmanur και Paeglis (2005) και των Chambers και Dimson (2009).

---

<sup>158</sup> Nazir, N., and R. Zin, 1998, An examination of the underpricing of Initial Public Offerings (IPOs) in Malaysia: 1990-1995, Finance Conference Kuala Lumpur, Malaysia

<sup>159</sup> Kiymaz, H., 2000, The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange, Journal of Multinational Financial Management, Vol. 10, Issue 2, pp. 213-227

<sup>160</sup> Jelic, R., B. Saadouni and R. Briston, 2001, Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 9, pp. 457-486

Στην παρούσα μελέτη η μεταβλητή αυτή ισούται με το λογάριθμο του ενός πλέον τα χρόνια λειτουργίας της εταιρείας από την ίδρυσή της μέχρι την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Υπόθεση 2 Όσο μεγαλύτερη είναι σε ηλικία μια εταιρεία κατά την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας προσφοράς, τόσο χαμηλότερη υποτιμολόγηση θα έχει. (αρνητική σχέση)

#### 4.2.2.3 Το μέγεθος της εταιρείας (SIZE)

Πολλοί ερευνητές θεωρούν ότι το μέγεθος της εταιρείας που πραγματοποιεί την αρχική δημόσια εγγραφή παίζει σημαντικό ρόλο και στο βαθμό της υποτιμολόγησης και πιο συγκεκριμένα θεωρούν ότι οι μεγαλύτερες σε μέγεθος εταιρείες έχουν χαμηλότερο βαθμό υποτιμολόγησης. Οι βασικοί λόγοι για τους οποίους μπορεί να συμβαίνει αυτό είναι διότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν και μεγαλύτερη εμπειρία και καλύτερη πρόσβαση σε πληροφορίες από τις μικρότερες, αλλά ταυτόχρονα θεωρούνται ότι είναι και πιο ασφαλείς επενδύσεις από τις μικρότερες επιχειρήσεις.

Ο Atiase (1985)<sup>161</sup> πρώτος υποστήριξε την άποψη ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες παρέχουν και περισσότερη πληροφόρηση στους ενδιαφερόμενους, ενώ ο Zarowin (1990)<sup>162</sup>, οι Kazantzis και Thomas (1996)<sup>163</sup> και οι Wong και Uddin (2000)<sup>164</sup> υποστηρίζουν ότι αν οι μικρές εταιρείες είναι και πιο ριψοκίνδυνες, τότε οι

---

<sup>161</sup> Atiase, R., 1985, Pre-disclosure Information, Firm Capitalisation, and Security Price Behaviour Around Earning Announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, pp. 21-36

<sup>162</sup> Zarowin, P., 1990, Size, Seasonality and Stock Market Overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, Issue 1, pp. 113-125

<sup>163</sup> Kazantzis, C., and D. Thomas, 1996, The IPO Puzzle and Institutional Constraints: Evidence form Athens Stock Market, in M. Levis, ed.: *Empirical Issues in raising equity capital* (Amsterdam: Elsevier)

<sup>164</sup> Wong, T. and W. Uddin, 2000, IPO Underpricing in Malaysia: The Effect of Time-lag Risk, 7<sup>th</sup> Asia-Pacific Finance Association

αρχικές αποδόσεις θα πρέπει να είναι χαμηλότερες όσο μεγαλύτερη είναι η εταιρεία<sup>165</sup>.

Ο Kiyamaz (2000) στηρίζει την αρνητική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και μεγέθους της εταιρείας που βρίσκει στο γεγονός ότι για τις μεγαλύτερες εταιρείες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή υπάρχει λιγότερη αβεβαιότητα και επομένως θα είναι και χαμηλότερο το ύψος της υποτιμολόγησης. Παρόμοια αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους και αρχικών αποδόσεων παρατηρούν και οι Carter et al (1998), ο Aggarwal (2000), ο Schuster (2003), οι Gounopoulos et al (2008)<sup>166</sup> και οι Chambers και Dimson (2009).

Οι μελέτες των Jelic et al (2001) για την Μαλαισία, των Kaneko και Pettway (2003) για την Ιαπωνία, των Yeh και Shu (2004)<sup>167</sup> για την Ταϊβάν και η πολύ πρόσφατη μελέτη των Marissety και Subrahmanyam (2010)<sup>168</sup> για την Ινδία βρίσκουν θετική σχέση μεταξύ της αρχικής υποτιμολόγησης και του μεγέθους της εταιρείας. Ο Keloharju (1993)<sup>169</sup> βρίσκει ότι οι μικρές εταιρείες έχουν αρνητικές αποδόσεις ενώ ταυτόχρονα οι μεγάλες έχουν συγκριτικά χαμηλότερες αρνητικές αποδόσεις. Οι Krigman et al (1999)<sup>170</sup> εξετάζουν την μεταβλητή αυτή, την οποία υπολογίζουν ως το γινόμενο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής επί τον αριθμό των μετοχών<sup>171</sup>.

---

<sup>165</sup> Δηλαδή μικρότερο ποσοστό υποτιμολόγησης όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας

<sup>166</sup> Gounopoulos, D., C. Nounis and P. Stylianides, 2008, The Short and Long Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, Journal of Financial Decision Making, Vol.4, No.1, pp. 33-51

<sup>167</sup> Yeh, Y-H. and P-G. Shu, 2004, Corporate Governance and Valuation of IPOs, EFMA Basel Meetings Paper

<sup>168</sup> Marissety, V. and M. Subrahmanyam, 2010, Group Affiliation and the Performance of IPOs in the Indian Stock Market, Journal of Financial Markets, Vol. 13, pp. 196-223

<sup>169</sup> Keloharju, M., 1993, The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland, Journal of Financial Economics, Vol. 34, Issue 2, pp. 251-277

<sup>170</sup> Krigman, L., W.H. Shaw, and K.L. Womack, 1999, The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping, The Journal of Finance, Vol. 54, No. 3, pp. 1015-1044

<sup>171</sup> Ο δείκτης αυτός είναι γνωστός ως market capitalization.



Στην παρούσα μελέτη το μέγεθος της εταιρείας μετράται ως ο λογάριθμος του συνόλου των μετοχών που υπάρχουν μετά την αρχική δημόσια εγγραφή επί της τιμής προσφοράς ανά μετοχή.

Υπόθεση 3 Όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία σε μέγεθος τόσο χαμηλότερο βαθμό υποτιμολόγησης θα έχει. (αρνητική σχέση)

#### 4.2.2.4 Η φήμη του αναδόχου έκδοσης (UR)

Ο ανάδοχος έκδοσης είναι αυτός που αναλαμβάνει την διεξαγωγή της αρχικής δημόσιας εγγραφής, την τιμολόγηση των μετοχών που διατίθενται στο κοινό, την υποστήριξη και την εξασφάλιση της ποιότητας της αρχικής δημόσιας εγγραφής και επομένως ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Ο ανάδοχος έκδοσης λοιπόν είναι εκείνος που θα φροντίσει να αποκομισθούν όσο το δυνατόν μεγαλύτερα κέρδη από την αρχική δημόσια εγγραφή. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, οι Carter et al (1998)<sup>172</sup>, υποστηρίζουν ότι όσο πιο γνωστός είναι ο ανάδοχος έκδοσης τόσο λιγότερη είναι η ανάγκη να γίνει πιο ελκυστική η αρχική δημόσια εγγραφή και επομένως τόσο λιγότερη η ανάγκη για υποτίμηση. Θα πρέπει όμως να είναι πολύ προσεκτικοί στον καθορισμό της τιμής καθώς, εξηγούν οι Nanda και Yun (1997)<sup>173</sup>, μια λανθασμένη εκτίμηση μπορεί να προκαλέσει μεγάλες απώλειες και έτσι να πλήξει τη φήμη του αναδόχου έκδοσης.

Οι Loughran και Ritter (2004) χρησιμοποιούν την κλίμακα των Carter και Manaster (1990) για να μετρήσουν την φήμη του αναδόχου έκδοσης και πιστεύουν σε θετική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και φήμης του αναδόχου έκδοσης καθώς οι τελευταίοι έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα να υποτιμολογήσουν.

---

<sup>172</sup> Carter, R., F. Dark and A. Singh, 1998, Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long-run Performance of IPO Stocks, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No 1, pp. 285-311

<sup>173</sup> Nanda V. and Y. Yun, 1997, Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 6, pp. 39-63

Οι Lowry και Murphy (2007)<sup>174</sup> λαμβάνουν και αυτοί υπόψη τη φήμη του αναδόχου έκδοσης, την οποία μετρούν σε μια κλίμακα από το 0 ως το 9 βασιζόμενοι στα προσαρμοσμένα σε αυτά των Carter και Manaster (1990)<sup>175</sup> μέτρα των Loughran και Ritter (2004)<sup>176</sup> και διαπιστώνουν θετική σχέση μεταξύ των αρχικών αποδόσεων και της φήμης του αναδόχου έκδοσης. Οι Carter και Manaster (1990) όμως, από την άλλη, βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και φήμης του αναδόχου έκδοσης και υποστηρίζουν ότι είναι λογική η σχέση αυτή καθώς υπάρχει λιγότερη αβεβαιότητα για τις μελλοντικές αποδόσεις της μετοχής. Σύμφωνα με τους τελευταίους είναι και οι Ljungqvist και Wilhelm (2002)<sup>177</sup>. Οι Benveniste et al (2003) βρίσκουν ότι οι μεγάλοι ανάδοχοι έκδοσης έχουν τη δυνατότητα να μοιράσουν στους επενδυτές το κόστος ανεύρεσης πληροφοριών μέσω μιας μικρής υποτιμολόγησης.

Οι Habib και Ljungqvist (2001) βρίσκουν ότι η σχέση μεταξύ της φήμης των αναδόχων έκδοσης και της υποτιμολόγησης δεν μπορεί να προβλεφθεί όταν οι εκδότες ενδιαφέρονται άμεσα για την επιλογή των αναδόχων έκδοσης και τον καθορισμό της τιμής.

Κατά τον Aggarwal (2000)<sup>178</sup>, ο ρόλος του αναδόχου έκδοσης δεν τελειώνει με την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, αλλά επεκτείνεται και μελλοντικά ανάλογα με τις ανάγκες της εκάστοτε επιχείρησης. Οι ενέργειες στις οποίες προβαίνουν είναι συνήθως ένας συνδυασμός προκειμένου να τονώσουν τη ζήτηση και να ελέγξουν την προσφορά. Για τις υπηρεσίες αυτές υπάρχει ένα κόστος το ύψος του οποίου εξαρτάται κυρίως από την ικανότητα του αναδόχου έκδοσης, η οποία κατά τον Aggarwal (2000) μετριέται ως το μικτό περιθώριο κέρδους του αναδόχου έκδοσης.

---

<sup>174</sup> Lowry, M. and K. Murphy, 2007, Executive Stock Options and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, Issue 1, pp. 39-65

<sup>175</sup> Carter, R. and S. Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No 4, pp. 1045-1067

<sup>176</sup> Loughran, T. and J. Ritter, 2004, Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?, *Financial Management*, Vol. 33, pp. 5-37

<sup>177</sup> Ljungqvist, A. and Wilhelm, W., 2002, IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 167-201

<sup>178</sup> Aggarwal, R., 2000, Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No 3, pp. 1075-1103

Υπάρχουν πολλοί τρόποι για να μετρήσει κανείς την φήμη του αναδόχου έκδοσης, οι οποίοι έχουν χρησιμοποιηθεί σε προηγούμενες μελέτες, με πρώτη εκείνη που χρησιμοποιήθηκε από τον Logue (1973). Ακολουθούν οι μετρήσεις των Beatty και Ritter (1986), των Johnson και Miller (1988), των Carter και Manaster (1990) και των Megginson και Weiss (1991), όλες διαφορετικές μεταξύ τους ως προς τα στοιχεία που προσδιορίζουν τη φήμη του αναδόχου έκδοσης. Οι περισσότερες όμως βασίζονται στον αριθμό των αρχικών δημοσίων εγγραφών που έχει αναλάβει ο εκάστοτε ανάδοχος έκδοσης. Η συγκριτική μελέτη των Carter et al. (1998) δείχνει ότι η φήμη του αναδόχου έκδοσης, με όποιον τρόπο και αν έχει μετρηθεί, συνδέεται στενά με τις αρχικές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών.

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούνται τρία στοιχεία προκειμένου να προσδιοριστεί η φήμη του αναδόχου έκδοσης, τα οποία είναι η ηλικία του αναδόχου έκδοσης, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές που έχει αναλάβει και η αμοιβή του από τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, η οποία βρίσκεται ως ποσοστό επί του συνολικού ποσού που συγκεντρώνεται.

Υπόθεση 4 Αν ο ανάδοχος έκδοσης έχει καλή φήμη τότε ο βαθμός της υποτιμολόγησης είναι μικρότερος (αρνητική σχέση)

#### **4.2.2.5 Η πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή ή μη ευνοϊκή περίοδο (H/C)**

Όπως προαναφέρθηκε, έχουν παρατηρηθεί περίοδοι κατά τις οποίες υπάρχει μια έντονη κινητικότητα όσον αφορά στην πραγματοποίηση αρχικών δημοσίων προσφορών. Στις περιόδους αυτές παρατηρείται έντονα το φαινόμενο της πραγματοποίησης πολύ υψηλών αρχικών αποδόσεων. Πολλοί μελετητές, μεταξύ των οποίων οι Ibbotson και Jaffe (1975), ο Ritter (1984), οι Lowry και Schwert (2002), οι Derrien και Womack (2003), οι Benveniste et al (2003) και οι Kaneko και Pettway (2003), εξετάζοντας αρχικές δημόσιες προσφορές σε διαφορετικές περιόδους,

προσπάθησαν να βρουν κατά πόσο η πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή περίοδο επηρεάζει το μέγεθος της υποτιμολόγησης και συμφωνούν ότι σε περιόδους ευνοϊκές ο βαθμός της υποτιμολόγησης είναι μεγαλύτερος. Οι δύο πρώτοι, μάλιστα, υποστηρίζουν ότι ίσως είναι καλύτερα να πραγματοποιηθεί η αρχική δημόσια εγγραφή σε μη ευνοϊκή περίοδο, σε αντίθεση με τις συμβουλές των αναδόχων έκδοσης προς τους εκδότες για το αντίθετο. Σύμφωνα με αυτή την τελευταία άποψη είναι και ο Affleck-Graves (1996), ο οποίος, για το δείγμα που εξετάζει, δεν βρίσκει καμία υπερτιμολογημένη μετοχή σε περίοδο ευνοϊκή για τις αρχικές δημόσιες προσφορές. Οι Arosio et al (2000)<sup>179</sup> βρίσκουν ότι σε περιόδους μη ευνοϊκές για αρχικές δημόσιες προσφορές οι αρχικές αποδόσεις είναι αρνητικές, γεγονός που δείχνει ότι δεν υπάρχει υποτιμολόγηση σε τέτοιες περιόδους.

Ο Ritter (1984) διαχωρίζει τις ευνοϊκές περιόδους από τις μη ευνοϊκές ανάλογα με τις αρχικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται, και επομένως ανάλογα με το βαθμό της υποτιμολόγησης. Για τους μήνες όπου ο μέσος όρος της υποτιμολόγησης είναι μεγαλύτερος από τη διάμεσο της υποτιμολόγησης, υποστηρίζει ο Ritter (1984), πρόκειται για ευνοϊκές περιόδους για πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής, και αντίστροφα.

Οι Loughran και Ritter (1995)<sup>180</sup> και οι Helwege και Liang (2004)<sup>181</sup> ορίζουν τις ευνοϊκές περιόδους για αρχικές δημόσιες προσφορές με βάση τον αριθμό των πραγματοποιηθεισών αρχικών δημόσιων προσφορών.

Οι Wong και Uddin (2000), και ο Uddin (2008)<sup>182</sup>, στις μελέτες τους πάνω σε αρχικές δημόσιες προσφορές που έγιναν στην Μαλαισία, παρατήρησαν την ύπαρξη μεγαλύτερου βαθμού υποτιμολόγησης σε περιόδους ευνοϊκές για τις αρχικές δημόσιες

---

<sup>179</sup> Arosio, R., G. Guidici, and S. Paleari, 2000, What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support, *Working Paper, University of Bergamo*

<sup>180</sup> Loughran, T., and J. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23-51

<sup>181</sup> Helwege, J. and N. Liang, 2004, Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, Issue 3, pp. 541- 569

<sup>182</sup> Uddin, H., 2008, An Empirical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 20, pp. 55-74

εγγραφές. Την ίδια θετική σχέση βρίσκουν και οι Gounopoulos et al (2008) για τις κυπριακές αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Υπόθεση 5 Η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε μη ευνοϊκή περίοδο προκαλεί μικρότερο βαθμό υποτιμολόγησης. (θετική σχέση)

#### **4.2.2.6 Το ποσοστό των ήδη υπαρχουσών μετοχών που δόθηκαν με την αρχική δημόσια εγγραφή (OWN)**

Οι Leland και Pyle (1977)<sup>183</sup> και οι Keasey και Short (1992)<sup>184</sup> συμφωνούν ότι αν οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι διατηρήσουν μεγάλο ποσοστό τότε η αξία της εταιρείας είναι μεγάλη και άρα δεν υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών της και συνεπώς θα υπάρχει και λιγότερη υποτιμολόγηση<sup>185</sup>. Ωστόσο, ο Kıymaz (2000) υποστηρίζει μεν την άποψη αυτή, αλλά υιοθετεί και την άποψη ότι η κράτηση μεγάλου ποσοστού από τους υπάρχοντες μετόχους μπορεί να δηλώνει χαμηλή εμπορευσιμότητα των μετοχών. Παρόμοια θετική σχέση μεταξύ του αριθμού των μετοχών που προσφέρονται και της υποτιμολόγησης βρίσκουν και οι Ljungqvist και Wilhelm (2003)<sup>186</sup>, αναφορικά με τη συμπεριφορά των διαδικτυακών εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή την περίοδο 1999-2002.

---

<sup>183</sup> Leland, H. and D. Pyle, 1977, Information Asymmetry, Financial Structure and Financial Structure Intermediaries, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Issue 2, pp. 317-387

<sup>184</sup> Keasey, K., and Short H., 1992, The Underpricing of Initial Public Offerings: Some UK Evidence, *International Journal of Management Sciences*, pp. 429-448

<sup>185</sup> Υποστηρίζουν δηλαδή ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του αριθμού των μετοχών που παραμένουν στην εταιρεία και της υποτιμολόγησης, γεγονός που υποδεικνύει θετική σχέση μεταξύ πωλούμενων μετοχών και υποτιμολόγησης.

<sup>186</sup> Ljungqvist, A. and W. Wilhelm, 2003, IPO Pricing in the Dot-Com Bubble, *The Journal of Finance*, Vol. 58, Issue 2, pp. 723-752

Αντίθετοι με τους προαναφερθέντες είναι οι Grinblatt και Hwang (1989)<sup>187</sup> και οι Hingorani et al (1997)<sup>188</sup>, οι οποίοι βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσοστού των μετοχών που προσφέρονται με την αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των μετοχών που διατίθενται να κρατήσουν οι αρχικοί μέτοχοι, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η υποτιμολόγηση.

Σύμφωνοι με την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ υποτιμολόγησης και αριθμού πωλούμενων μετοχών είναι οι Habib και Ljungqvist (2001), οι οποίοι υιοθετούν μια άλλη άποψη, που υποθέτει ότι η υποτιμολόγηση, αλλά και ο βαθμός συμμετοχής των εκδοτών στις αποφάσεις, σχετίζεται με το ποσοστό των μετοχών που θα πουλήσουν μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής οι μέτοχοι. Συγκεκριμένα, υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερο το ποσοστό των πωλούμενων μετοχών από τους υπάρχοντες μετόχους (και άρα όσο μικρότερο το ποσοστό που θα κρατήσουν), τόσο μικρότερη θα είναι και η υποτιμολόγηση, προκειμένου να αποσπάσουν τα μεγαλύτερα δυνατά έσοδα από την αρχική δημόσια εγγραφή. Το πρόβλημα όμως βρίσκεται στο γεγονός ότι η μείωση της υποτιμολόγησης είναι δαπανηρή και επομένως θα πρέπει οι εκδότες να είναι πολύ προσεκτικοί στον καθορισμό της τιμής.

Τέλος, οι Field και Sheehan (2004)<sup>189</sup> εξετάζουν την σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσοστού των μετοχών που κρατούν οι αρχικοί μέτοχοι μετά την αρχική δημόσια εγγραφή και βρίσκουν ότι δεν υπάρχει σημαντική αλληλεπίδραση των δύο, και συνεπώς η δομή των μετοχών δεν επηρεάζει την υποτιμολόγηση.

Καθώς λοιπόν οι απόψεις σχετικά με την μεταβλητή αυτή δεν συγκλίνουν απόλυτα, στην παρούσα μελέτη εξετάζεται κατά πόσο το ποσοστό των πωλούμενων μετοχών επηρεάζει το βαθμό της υποτιμολόγησης. Το ποσοστό των μετοχών που

---

<sup>187</sup> Grinblatt M. and C. Hwang, 1989, Signalling and the Pricing of New Issues, *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 393-420

<sup>188</sup> Hingorani, A., K. Lehn and A. Makhija, Investor Behavior in Mass Privatization: The Case of the Czech Voucher Scheme, *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, Issue 3, pp. 349-396

<sup>189</sup> Field, L. and D. Sheehan, 2004, IPO Underpricing and Outside Stockholdings, *Journal of Corporate Finance*, pp. 263-280

διατίθεται στο κοινό μετριέται ως το πηλίκο των μετοχών που διατίθενται στο κοινό διά του συνολικού αριθμού των μετοχών που υπάρχουν στην εταιρεία μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Υπόθεση 6 Όσο μεγαλύτερο ποσοστό πωλούν οι μέτοχοι με την αρχική δημόσια εγγραφή τόσο μεγαλύτερη θα είναι η υποτιμολόγηση. (θετική σχέση)

#### 4.2.3 Εξεταζόμενα Μοντέλα

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, τα μοντέλα που εξετάζονται είναι τα εξής:

$$IR = \alpha + b_1 ML_i + b_2 AGE_i + b_3 SIZE_i + b_4 UR_i + b_5 H/C_i + b_6 OWN_i + \varepsilon_i \quad [3]$$

και

$$MAIR = \alpha + b_1 ML_i + b_2 AGE_i + b_3 SIZE_i + b_4 UR_i + b_5 H/C_i + b_6 OWN_i + \varepsilon_i \quad [4]$$

όπου

IR: η αρχική απόδοση της εταιρείας που πραγματοποιεί την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής από την ημερομηνία εγγραφής ως το τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

και

MAIR: η αρχική απόδοση της εταιρείας προσαρμοσμένη στις μεταβολές της αγοράς, η οποία ορίζεται ως η αρχική απόδοση μείον την αντίστοιχη ποσοστιαία μεταβολή του ανάλογου γενικού δείκτη.

Στον πίνακα 4.1 απεικονίζονται συγκεντρωτικά οι μεταβλητές που εξετάζονται και η αναμενόμενη επίδρασή τους στις αποδόσεις.

<b>Πίνακας 4.1</b>				
<b>Περίληψη ανεξάρτητων μεταβλητών</b>				
<b>α/α</b>	<b>Μεταβλητή</b>	<b>Συνομογραφία μεταβλητής</b>	<b>Αναμενόμενη επίδραση</b>	<b>Είδος μεταβλητής</b>
1	Αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία	ML	-	0 αν στην κύρια αγορά 1 αν στην παράλληλη ή τη νέα αγορά
2	Ηλικία της εταιρείας	AGE	-	Συνεχής
3	Μέγεθος της εταιρείας	SIZE	-	Συνεχής
4	Φήμη του αναδόχου έκδοσης	UR	-	1 αν γνωστός ο ανάδοχος έκδοσης, 0 αν όχι
5	Εισαγωγή σε ευνοϊκή ή μη ευνοϊκή περίοδο	H/C	+	1 αν σε ευνοϊκή περίοδο, 0 αν σε μη ευνοϊκή
6	Ποσοστό μετοχών που δόθηκαν με την αρχική δημόσια εγγραφή	OWN	+	Συνεχής



---

### 4.3 Δείγμα

---

Από το σύνολο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων επελέγησαν μόνο οι επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, ένα σύνολο 177 εταιρειών. Από το σύνολο αυτό αποκλείστηκαν οι εταιρείες που δεν πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή, δηλαδή οι εταιρείες εκείνες που μεταπήδησαν από κάποια χρηματιστηριακή αγορά σε κάποια άλλη (πχ. από την παράλληλη στην κύρια), ή από κάποιο χρημαστήριο σε κάποιο άλλο (πχ. από το χρημαστήριο του Όσλο στο χρημαστήριο της Νέας Υόρκης). Επίσης, στο δείγμα περιλαμβάνονται μόνο οι εταιρείες που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή με την έκδοση και διάθεση κοινών μετοχών. Το αρχικό δείγμα μειώνεται σε 124 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που είναι εισηγμένες και είχαν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή είτε στην κύρια είτε στην παράλληλη ή τη νέα χρηματιστηριακή αγορά σε κάποιο χρημαστήριο στον κόσμο κατά την περίοδο 1984-2008. Από το δείγμα αυτό των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας αποκλείστηκαν οι εταιρείες των οποίων οι αρχικές αποδόσεις ήταν πάνω από 100%, δύο συνολικά εταιρείες<sup>190</sup>, προκειμένου να έχουμε καλύτερα και πιο αξιόπιστα αποτελέσματα. Το τελικό δείγμα που εξετάζεται αποτελείται από 122 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή την περίοδο από το 1984 έως και το 2008.

Τα απαιτούμενα στοιχεία για το εμπειρικό μέρος της διατριβής συλλέχθηκαν από τις βάσεις δεδομένων Bloomberg και Datastream, από τα ενημερωτικά δελτία των αρχικών δημοσίων προσφορών των εταιρειών, από τις ιστοσελίδες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που περιλαμβάνονται στο δείγμα, αλλά και από τις ιστοσελίδες των χρηματιστηρίων στα οποία είναι εισηγμένες οι υπό εξέταση εταιρείες. Όλες οι τιμές είναι μεταφρασμένες σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία της συγκεκριμένης ημέρας που αναφέρονται, προκειμένου να επιτευχθεί ομοιομορφία και να διευκολυνθούν οι συγκρίσεις από χώρα σε χώρα και από εταιρεία σε εταιρεία.

---

<sup>190</sup> Πρόκειται για μία εταιρεία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου εισηγμένη στο χρημαστήριο του Λονδίνου και μια εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων εισηγμένη στο χρημαστήριο του Χονγκ Κονγκ.

## Πίνακας 4.2

### Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης

Στον πίνακα αυτόν παρουσιάζεται το σύνολο των αρχικών δημοσίων προσφορών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν πραγματοποιηθεί στα διεθνή χρηματιστήρια και το ποσοστό των αρχικών δημοσίων εγγραφών ανά χρηματιστήριο επί του συνόλου.

Χρηματιστήριο	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)
New York Stock Exchange	23	18,85
NASDAQ	20	16,39
Oslo Stock Exchange	12	9,84
Kuala Lumpur Stock Exchange	8	6,56
London Stock Exchange	6	4,92
Hong Kong Stock Exchange	6	4,92
Bombay Stock Exchange	6	4,92
Stockholm Stock Exchange	5	4,10
Copenhagen Stock Exchange	4	3,28
AMEX	4	3,28
Taiwan Stock Exchange	4	3,28
Singapore Stock Exchange	4	3,28
Brussels Euronext	3	2,46
Shanghai Stock Exchange	3	2,46
Indonesia Stock Exchange	3	2,46
Άλλα Χρηματιστήρια	11	9,02
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>100</b>

Ο πίνακας 4.2 παρουσιάζει τις 122 αρχικές δημόσιες εγγραφές που αποτελούν το εξεταζόμενο δείγμα ανά χρηματιστήριο. Παρατηρούμε ότι τα δύο βασικά χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών (χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και NASDAQ) είναι εκείνα στα οποία έχουν πραγματοποιηθεί οι περισσότερες δημόσιες

εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, ένα σύνολο 43 εταιρειών, ενώ ταυτόχρονα ξεχωρίζει και το χρηματιστήριο του Όσλο με 12 αρχικές δημόσιες εγγραφές. Στη συνέχεια ακολουθούν χρηματιστήρια της Νοτιοανατολικής Ασίας και συγκεκριμένα της Μαλαισίας, του Χονγκ Κονγκ, της Ινδίας και της Σιγκαπούρης. Παρατηρούμε ακόμη ότι τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια που έχουν αρκετές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι χρηματιστήρια χωρών με ναυτική παράδοση (σκανδιναβικές χώρες). Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι δεν υπάρχει καμία εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Αθήνας παρά το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι από τις χώρες που κατέχουν σημαντικό μερίδιο στον κλάδο αυτό.

Είναι εμφανές ότι σχεδόν οι μισές ναυτιλιακές επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή είτε σε ένα από τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ είτε στο χρηματιστήριο του Όσλο (διακρίνουμε 23 στο NYSE, 20 στο NASDAQ, 4 στο AMEX και 12 στο OSE, ένα σύνολο 59 αρχικών δημοσίων εγγραφών). Θα πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες είναι εισηγμένες στα διάφορα διεθνή χρηματιστήρια δεν έχουν απαραίτητως την έδρα τους στη χώρα στην οποία βρίσκεται το εκάστοτε χρηματιστήριο.

Ο πίνακας 4.3 παρουσιάζει τον αριθμό των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που είναι εισηγμένες στα διεθνή χρηματιστήρια ανάλογα με τη χώρα προέλευσής τους. Παρατηρούμε ότι η χώρα μας έχει τις περισσότερες εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, ένα σύνολο 25 εταιρειών. Οι ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας είναι περισσότερες από οποιαδήποτε άλλης χώρας (αποτελούν περίπου το 20% των εταιρειών του συνολικού δείγματος των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας), γεγονός που καθιστά τη μελέτη αυτή ιδιαίτερα σημαντική. Ακολουθούν οι ΗΠΑ με 16 εταιρείες, η Νορβηγία και η Κίνα με 11 εταιρείες η κάθε μια και οι Βερμούδες με τη Μαλαισία με 8 εταιρείες η κάθε μια.

### Πίνακας 4.3

#### Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χώρα προέλευσης

Στον πίνακα αυτό παρουσιάζονται οι ναυτιλιακές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια προσφορά με βάση τη χώρα στην οποία βρίσκεται η έδρα τους και το ποσοστό αυτών επί του συνόλου.

Χώρα προέλευσης	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)
Ελλάδα	25	20,49
ΗΠΑ	16	13,11
Νορβηγία	11	9,02
Κίνα	11	9,02
Βερμούδες	8	6,56
Μαλαισία	8	6,56
Ινδία	6	4,92
Σουηδία	5	4,10
Δανία	4	3,28
Ταϊβάν	4	3,28
Σιγκαπούρη	3	2,46
Ηνωμένο Βασίλειο	3	2,46
Βέλγιο	3	2,46
Ινδονησία	3	2,46
Άλλες Χώρες	12	9,84
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>100,00</b>

Ο πίνακας 4.4 εμφανίζει τις πραγματοποιηθείσες αρχικές δημόσιες εγγραφές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος για την περίοδο από το 1984 έως και το 2008, μια περίοδο 25 ετών. Παρατηρούμε ότι για την ενδεκαετή περίοδο 1984 – 1994 οι αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν ανά έτος είναι ελάχιστες, από μηδέν έως τρεις ανά έτος, ένα σύνολο 15 αρχικών δημοσίων

εγγραφών σε χρονική περίοδο 11 ετών. Από το 1995 έως και το 2002 αυξάνεται ο αριθμός των πραγματοποιηθεισών αρχικών δημόσιων εγγραφών ανά έτος, με περισσότερες τις 7 αρχικές δημόσιες προσφορές μέσα στο 2002. Από το 2003 μέχρι και το 2007 παρατηρείται μια έξαρση των αρχικών δημόσιων προσφορών, με αποκορύφωμα το έτος 2005. Κατά το διάστημα αυτό πραγματοποιήθηκαν 67 αρχικές δημόσιες εγγραφές, περισσότερες δηλαδή από τις μισές αρχικές δημόσιες εγγραφές που αφορούν την περίοδο των 25 ετών. Ειδικότερα το 2005 πραγματοποιήθηκαν 21 αρχικές δημόσιες εγγραφές. Το 2008 είχαμε μόνο μια αρχική δημόσια εγγραφή επιχείρησης ποντοπόρου ναυτιλίας, γεγονός που αντικατοπτρίζει την γενικότερη παγκόσμια οικονομική κρίση την οποία διανύουμε μέχρι και σήμερα.

#### Πίνακας 4.4

##### Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος εισαγωγής

Ο πίνακας αυτός εμφανίζει τις αρχικές δημόσιες προσφορές που πραγματοποιήθηκαν ανά έτος για την περίοδο των 25 ετών που καλύπτει το δείγμα μας. Στην πρώτη στήλη εμφανίζεται η χρονολογία πραγματοποίησης αρχικής δημόσιας εγγραφής, στη στήλη 2 ο αριθμός των πραγματοποιηθεισών αρχικών δημόσιων εγγραφών και στη στήλη 3 το ποσοστό των πραγματοποιηθεισών αρχικών δημόσιων εγγραφών επί του συνόλου.

Έτος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	Ποσοστό επί του συνόλου (%)
1984	1	0,82
1985	0	0,00
1986	0	0,00
1987	0	0,00
1988	1	0,82
1989	2	1,64
1990	1	0,82
1991	2	1,64
1992	3	2,46
1993	2	1,64
1994	3	2,46
1995	6	4,92

1996	5	4,10
1997	4	3,28
1998	5	4,10
1999	3	2,46
2000	6	4,92
2001	3	2,46
2002	7	5,74
2003	12	9,84
2004	10	8,20
2005	21	17,21
2006	11	9,02
2007	13	10,66
2008	1	0,82
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>100,00</b>

Ο πίνακας 4.5 εμφανίζει τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έχουν πραγματοποιηθεί ανά χρηματιστήριο και ανά κλάδο δραστηριότητας της ποντοπόρου ναυτιλίας. Διακρίνουμε πέντε κλάδους ανάλογα με το είδος του φορτίου μεταφοράς: τον κλάδο μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, τον κλάδο μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, τον κλάδο μεταφοράς χημικών και αερίων, τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε περισσότερους από έναν κλάδο μεταφοράς φορτίου (συνδυασμένων μεταφορών) και τέλος τον κλάδο μεταφοράς υγρού φορτίου<sup>191</sup>. Είναι εμφανές από τον πίνακα 4.5 ότι ο κλάδος στον οποίο ανήκουν οι περισσότερες ναυτιλιακές εταιρείες του δείγματός μας είναι ο κλάδος συνδυασμένων μεταφορών με 43 συνολικά εταιρείες. Ακολουθεί ο κλάδος μεταφοράς πετρελαίου με 29 εταιρείες, ο κλάδος ξηρού χύδην φορτίου με 27 εταιρείες και ο κλάδος μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων με 15 συνολικά εταιρείες. Παρατηρώντας την κατανομή των εταιρειών στα χρηματιστήρια, θα λέγαμε ότι κάποια χρηματιστήρια προσελκύουν και συγκεκριμένους κλάδους της ποντοπόρου ναυτιλίας. Ειδικότερα για τα

<sup>191</sup> Πρόκειται για τον κλάδο μεταφοράς πετρελαίου.

χρηματιστήρια των ΗΠΑ, στα οποία είναι και εισηγμένες οι περισσότερες εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης φαίνεται να προσελκύει κυρίως τις εταιρείες μεταφοράς πετρελαίου, ενώ το NASDAQ προτιμούν περισσότερο οι εταιρείες μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου και οι εταιρείες μεταφοράς υγρού και ξηρού χύδην φορτίου. Όσον αφορά το χρηματιστήριο του Όσλο, παρατηρούμε ότι οι εισηγμένες εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι ισότιμα μοιρασμένες σε όλους τους κλάδους της ποντοπόρου ναυτιλίας. Σχεδόν όλες οι εταιρείες του δείγματός μας, που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας, ανήκουν στον κλάδο των συνδυασμένων δραστηριοτήτων και μια μόνο είναι εταιρεία μεταφοράς πετρελαίου. Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ελάχιστες εταιρείες μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Όπως φαίνεται και στη δεύτερη στήλη του πίνακα 4.5 οι περισσότερες εξ αυτών είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια της ανατολικής Ασίας<sup>192</sup>.

---

<sup>192</sup> Βλέπουμε ότι δυο είναι εισηγμένες στη Σιγκαπούρη, δύο στην Ταϊβάν, μία στην Ινδονησία, την Ινδία, το Χονγκ Κονγκ ένα σύνολο 7 εταιρειών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων. Οι εταιρείες αυτές αποτελούν σχεδόν το 50% του συνόλου των εταιρειών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, οι οποίες είναι 15.

### Πίνακας 4.5

#### Αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά κλάδο και ανά χρηματιστήριο

Στον πίνακα αυτό παρουσιάζονται οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας με βάση το χρηματιστήριο στο οποίο έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή και τον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας στον οποίο ανήκουν.

Χρηματιστήριο	Αριθμός δημόσιων εγγραφών					ΣΥΝΟΛΟ
	Εμπορευματο- κιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συν- δυσασμένοι	Δεξαμενό- πλοίων	
New York Stock Exchange	3	4	1	4	11	23
NASDAQ	1	8	1	7	3	20
Oslo Stock Exchange	3	2	3	2	2	12
Kuala Lumpur Stock Exchange	0	0	0	7	1	8
London Stock Exchange	0	3	0	2	1	6
Hong Kong Stock Exchange	1	2	0	3	0	6
Bombay Stock Exchange	1	0	1	2	2	6
Stockholm Stock Exchange	0	0	0	2	3	5
Copenhagen Stock Exchange	1	0	0	2	1	4
AMEX	0	3	0	1	0	4
Taiwan Stock Exchange	2	1	0	1	0	4
Singapore Stock Exchange	2	1	0	1	0	4
Brussels Euronext	0	1	1	0	1	3
Shanghai Stock Exchange	0	0	0	3	0	3
Indonesia Stock Exchange	1	0	0	2	0	3
Άλλα Χρηματιστήρια	0	2	1	4	4	11
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>43</b>	<b>29</b>	<b>122</b>



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΝ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**  
**ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ**  
**ΕΡΕΥΝΑΣ**

---

## **5.1 Εισαγωγή**

---

Στο παρόν κεφάλαιο, στο οποίο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνάς μας για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, επιχειρούμε να καλύψουμε ένα κενό στην παγκόσμια βιβλιογραφία τόσο της ναυτιλιακής όσο και της οικονομικής επιστήμης μέσα από την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικών με την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή.

Στόχος μας είναι να διαπιστώσουμε εάν το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης παρατηρείται και για τον κλάδο των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως αυτό μεταφράζεται από τις θετικές αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Επίσης διερευνούμε εάν οι έξι ανεξάρτητες μεταβλητές που εξετάζουμε, δηλαδή η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή, η ηλικία και το μέγεθος της εταιρείας, η φήμη του αναδόχου έκδοσης, το ποσοστό των προσφερόμενων μέσα από την αρχική δημόσια εγγραφή μετοχών και η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή περίοδο, επηρεάζουν το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησης.

Από την εμπειρική αυτή μελέτη εξάγονται πολλά συμπεράσματα αναφορικά με το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης των εταιρειών που ανήκουν στον υποκλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας, τα οποία παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι από τις 122 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που εξετάζονται, περισσότερες από το 30% είναι εισηγμένες σε κάποιο χρηματιστήριο των ΗΠΑ<sup>193</sup>, καθώς επίσης και το γεγονός ότι καμία δεν είναι εισηγμένη στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Το κεφάλαιο πέντε έχει την ακόλουθη δομή. Στο υποκεφάλαιο 5.2 παρουσιάζουμε περιγραφικά συμπεράσματα για το δείγμα μας και στο τμήμα 5.3

---

<sup>193</sup> Συνολικά 54 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, το NASDAQ ή το AMEX.

παραθέτουμε τα αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης. Τέλος, στο τμήμα 5.4 ανακεφαλαιώνουμε τα βασικά ευρήματα του κεφαλαίου αυτού.

---

## **5.2 Ανάλυση και ερμηνεία των ευρημάτων**

---

Ο πίνακας 5.1 εμφανίζει τους αριθμητικούς μέσους των αρχικών (IR) και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων (MAIR) των 122 εισηγμένων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που απαρτίζουν το δείγμα μας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

Από τον πίνακα αυτόν βλέπουμε ότι ο αριθμητικός μέσος των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων για το σύνολο των 122 εταιρειών είναι 7,30% και 6,35% αντίστοιχα. Παρατηρούμε λοιπόν ότι, όπως ακριβώς είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο για τους κλάδους των επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας και διαδικτύου, των τυχερών παιχνιδιών, της εξόρυξης χρυσού και των ακινήτων<sup>194</sup>, έτσι και ο κλάδος των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας παρουσιάζει υποτιμολόγηση κατά την αρχική δημόσια εγγραφή<sup>195</sup>. Το ποσοστό της μέσης αρχικής υποτιμολόγησης των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που προκύπτει από την παρούσα μελέτη είναι μικρότερο από τα αντίστοιχα ποσοστά που έχουν διαπιστωθεί για τους κλάδους των επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας και διαδικτύου, τυχερών παιχνιδιών και εξόρυξης χρυσού. Μόνο ο κλάδος επενδύσεων σε ακίνητα παρουσιάζει μικρότερες μέσες αρχικές αποδόσεις. Επίσης, είναι χαμηλότερες από το 17,69% που βρίσκουν οι Merikas et al (2009) για το σύνολο των 143 ναυτιλιακών εταιρειών που εξετάζουν, υποδεικνύοντας ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες που δεν έχουμε λάβει υπόψη στην παρούσα μελέτη (ακτοπλοϊκές, κρουαζιέρων, εγχώριων

---

<sup>194</sup> Αναφέρουμε τις έρευνες των Ljungqvist και Wilhelm (2003) και των Abdou και Dicle (2006) για τον κλάδο των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, των Atkinson και LeBrutto (1995) για τον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών, των Ling και Ryngaert (1997) και των Brounen και Eichholz (2002) για τον κλάδο της ακίνητης περιουσίας.

<sup>195</sup> Από ένα σύνολο 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας οι 90 έχουν θετικές αρχικές αποδόσεις και οι 84 έχουν θετικές προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, αποδεικνύοντας έτσι την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης και στον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

μεταφορών, θαλάσσιων υπηρεσιών κ.ά.) έχουν μεγαλύτερα ποσοστά υποτιμολόγησης από τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας.

Σε σύγκριση όμως με τα ποσοστά της μέσης αρχικής υποτιμολόγησης προηγούμενων μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε διαφορετικές χώρες, σε διαφορετικές χρονικές περιόδους και αφορούν όλους τους κλάδους της οικονομίας<sup>196</sup>, παρατηρούμε ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις παρουσιάζουν χαμηλά ποσοστά. Από ένα σύνολο περίπου 130 εμπειρικών μελετών που έχουν γίνει, περισσότερες από 100 παρουσιάζουν μέσες αρχικές αποδόσεις μεγαλύτερες από 7,30%, που είναι η μέση αρχική απόδοση των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας<sup>197</sup>. Το γεγονός αυτό δείχνει μια ωριμότητα της αγοράς των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας, τόσο από την μεριά των εκδοτών και των αναδόχων έκδοσης όσο και από τη μεριά των επενδυτών, ειδικότερα όσον αφορά την διάθεση και σωστή αξιοποίηση των υπαρχουσών πληροφοριών για τις υπό εισαγωγή εταιρείες.

Για την περίοδο των 25 ετών που εξετάζουμε, τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι θετικές για τα περισσότερα έτη. Ειδικότερα τα έτη 1989-1990, 1992, 1994, 1998-2000, 2002-2003 και 2006 οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες της τάξεως του 10%. Μόνο σε πέντε έτη οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις είναι αρνητικές, ενώ στα δύο από αυτά, το 1984 και το 2008 είναι ελάχιστα αρνητικές. Τα έτη 1999 και 2002 παρατηρείται το μεγαλύτερο ποσοστό υποτιμολόγησης για το διάστημα των 25 ετών που εξετάζεται, με αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις 31,93% και 32,37% το 1999 και μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις 22,65% και 21,94% το 2002.

---

<sup>196</sup> Για περισσότερη πληροφόρηση, στο παράρτημα I παρατίθεται πίνακας που συγκεντρώνει τις προηγούμενες μελέτες ανά χώρα και ανά χρονική περίοδο, καθώς και το ποσοστό της αρχικής υποτιμολόγησης που διαπιστώνουν.

<sup>197</sup> Διαπιστώνουμε ότι σε περισσότερες από το 80% των προγενέστερων εμπειρικών μελετών, η μέση αρχική υποτιμολόγηση των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή είναι υψηλότερη από την αντίστοιχη μέση υποτιμολόγηση που βρίσκουμε για τις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας.

Πίνακας 5.1

Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής

Έτος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)			MAIR (%)		
		Αριθμητικός Μέσος	Θετικές τιμές	Αρνητικές τιμές	Αριθμητικός Μέσος	Θετικές τιμές	Αρνητικές τιμές
1984	1	-1,07	0	1	-23,76	0	1
1988	1	8,00	1	0	2,26	1	0
1989	2	10,86	2	0	7,35	2	0
1990	1	11,25	1	0	6,59	1	0
1991	2	7,25	2	0	8,05	2	0
1992	3	14,56	2	1	13,99	2	1
1993	2	4,45	2	0	6,15	1	1
1994	3	15,77	3	0	15,14	3	0
1995	6	-13,06	3	3	-13,36	3	3
1996	5	-15,81	2	3	-16,50	2	3
1997	4	-24,36	2	2	-19,06	2	2
1998	5	14,48	5	0	13,60	4	1
1999	3	31,93	3	0	32,37	3	0
2000	6	17,93	6	0	20,36	6	0
2001	3	3,24	2	1	0,53	2	1
2002	7	22,65	6	1	21,94	5	2
2003	12	10,09	11	1	7,58	10	2
2004	10	7,23	7	3	5,93	6	4
2005	21	6,24	13	8	4,61	13	8
2006	11	11,81	7	4	12,39	7	4
2007	13	7,15	9	4	5,86	8	5
2008	1	-0,53	0	1	-3,90	0	1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>89</b>	<b>33</b>	<b>6,35</b>	<b>83</b>	<b>39</b>

Το πάνελ Α του πίνακα 5.2 παρουσιάζει την κατανομή των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων. Υπάρχουν συνολικά 33 και 39 αρνητικές αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις αντίστοιχα, οι περισσότερες εκ των οποίων κυμαίνονται μεταξύ -10% και 0. Οι αρχικές και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις οι οποίες ξεπερνούν το 40% είναι μόνο εννέα στο σύνολο των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Οι περισσότερες αποδόσεις, τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες κυμαίνονται μεταξύ 0 και 20% και ειδικότερα μεταξύ 0 και 10%<sup>198</sup>.

Το πάνελ Β του πίνακα 5.2 εμφανίζει περιγραφικά στοιχεία για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 122 επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά την περίοδο 1984-2008. Οι τιμές των διαμέσων είναι χαμηλότερες από αυτές των αριθμητικών μέσων χωρίς όμως να υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ τους (της τάξεως του 1%). Την μεγαλύτερη αρχική αλλά και προσαρμοσμένη απόδοση, με τιμές 96,15% και 100,44%, εμφάνισε η κυπριακή εταιρεία “Ocean Tankers Holdings Plc”, η οποία πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή το 2006 στο χρηματιστήριο της Κύπρου και ανήκει στον κλάδο της μεταφοράς υγρού φορτίου. Από την άλλη, το μεγαλύτερο ποσοστό υπερτιμολόγησης με αρχική απόδοση -89,93% εμφάνισε η ινδονησιακή εταιρεία “PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk”, η οποία πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή το 1997 στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας και δραστηριοποιείται στον κλάδο μεταφοράς υγρού φορτίου. Την χαμηλότερη προσαρμοσμένη απόδοση εμφάνισε η ταϊβανέζικη εταιρεία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων “Wan Hai Lines Ltd” που πραγματοποίησε αρχική δημόσια προσφορά το 1996 στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν.

---

<sup>198</sup> Συνολικά το 54,92% των αρχικών αποδόσεων και το 47,54% των προσαρμοσμένων αποδόσεων είναι μεταξύ 0 και 20%. Πιο συγκεκριμένα, το 38,52% και το 31,97% των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων αντίστοιχα κυμαίνεται μεταξύ 0 και 10% ενώ το 16,35% και το 15,57% των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων αντίστοιχα βρίσκεται μεταξύ 10% και 20%.

## Πίνακας 5.2

### Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αρχικών Αποδόσεων των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας

Η αρχική απόδοση (IR) μετράει το βαθμό της αρχικής υποτιμολόγησης και υπολογίζεται ως  $IR_i = (P_1 - P_0) / P_0$  ενώ η προσαρμοσμένη αρχική απόδοση είναι η αρχική απόδοση προσαρμοσμένη κατά τις μεταβολές της αγοράς, όπως αυτές εκφράζονται με τη μεταβολή του γενικού δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου και υπολογίζεται ως  $MAIR = [(P_1 - P_0) / P_0 - (MI_1 - MI_0) / MI_0]$ .

**Πάνελ Α: Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αρχικών Αποδόσεων των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

Κατανομή	IR	MAIR
Μικρότερη από -20,00%	11	12
-20 < $\chi$ ≤ -10	0	1
-10 < $\chi$ ≤ 0	20	26
0 < $\chi$ ≤ 10	47	39
10 < $\chi$ ≤ 20	20	19
20 < $\chi$ ≤ 30	10	10
30 < $\chi$ ≤ 40	5	6
40 < $\chi$ ≤ 50	2	3
50 < $\chi$ ≤ 60	2	1
60 < $\chi$ ≤ 70	2	1
70 < $\chi$ ≤ 80	0	1
80 < $\chi$ ≤ 90	0	2
90 < $\chi$ ≤ 100	3	0
Μεγαλύτερη από 100,00%	0	1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>122</b>

**Πάνελ Β: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εισηγμένων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

	IR	MAIR
Αριθμητικός Μέσος (%)	7,30	6,35
Διάμεσος (%)	6,91	6,07
Μέγιστο (%)	96,15	100,44
Ελάχιστο (%)	-89,93	-79,12
Τυπική Απόκλιση (%)	28,72	28,36
Ασυμμετρία	-0,432	-0,210
Κύρτωση καμπύλης	6,459	5,992
Αριθμός παρατηρήσεων	<b>122</b>	<b>122</b>

Η τυπική απόκλιση τόσο των αρχικών όσο και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων είναι περίπου 30% και δείχνει σχετικά μικρή έως μέτρια διασπορά των αρχικών και προσαρμοσμένων αποδόσεων από τους αντίστοιχους αριθμητικούς μέσους. Η μικρή διαφορά μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων δείχνει μια μικρή αρνητική ασυμμετρία γύρω από τους αριθμητικούς μέσους. Τέλος οι συντελεστές κύρτωσης φανερώνουν μεγάλη συγκέντρωση των αποδόσεων γύρω από τους αριθμητικούς μέσους, η οποία απεικονίζεται διαγραμματικώς με μια λεπτόκυρτη καμπύλη.

Ο πίνακας 5.3 παρουσιάζει τις αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των 122 επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το χρηματιστήριο στο οποίο πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή. Για τα δύο από τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, ήτοι της Νέας Υόρκης και του NASDAQ, οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις είναι μεν θετικές, το ποσοστό τους όμως είναι σχετικά μικρό σε σχέση με παλαιότερες έρευνες που έχουν γίνει για τα χρηματιστήρια αυτά. Ενώ οι περισσότεροι μελετητές βρίσκουν μέση αρχική υποτιμολόγηση μεγαλύτερη από 10%<sup>199</sup>, για τις εταιρείες που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο από τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, όσον αφορά τον κλάδο των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας το ποσοστό των αρχικών αποδόσεων είναι μόνο 4,93% για το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και 3,63% για το NASDAQ. Οι παλαιότερες μελέτες των Balvers et al (1993), των Affleck-Graves et al (1996), των Nanda και Yun (1997), των Habib και Ljungqvist (1999) και των Li et al (2005) εξετάζουν αποκλειστικά το χρηματιστήριο του NASDAQ και βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις μεγαλύτερες από τα ευρήματά μας για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας (8,15% 9,16% 8,95% 13,8% 41,32% αντίστοιχα). Τέλος, οι μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική

---

<sup>199</sup> Ενδεικτικά αναφέρουμε τις ακόλουθες μελέτες για τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, οι οποίες βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις μεγαλύτερες από 10%: McDonald και Fisher (1972), Logue (1973), Ibbotson (1975), Ibbotson και Jaffe (1975), Ritter (1984, 1991, 1998), Beatty (1989), Carter και Manaster (1990), Ibbotson et al (1994), Booth και Chua (1996), Beatty και Welch (1996), Habib και Ljungqvist (1999), Aggarwal (2000), Koop και Li (2001), Ritter και Welch (2002), Benveniste et al (2003), Binay και Pirinsky (2003), Booth και Booth (2003), Ljungqvist και Wilhelm (2003), Smart και Zutter (2003), Field και Sheehan (2004), Ljungqvist και Wilhelm (2005), Abdou και Dicle (2006), Lowry και Murphy (2007).



δημόσια εγγραφή στο τρίτο χρηματιστήριο των ΗΠΑ που περιλαμβάνεται στο δείγμα μας (το AMEX) είναι αρνητικές χωρίς όμως να απέχουν πολύ από το μηδέν (-1,89% και -1,49% αντίστοιχα).

Το μεγαλύτερο ποσοστό αρχικής υποτιμολόγησης παρατηρούμε στο χρηματιστήριο του Λονδίνου (31,65%), τιμή υψηλότερη από εκείνη των αντίστοιχων μελετών των Keasey και Short (1992), των Unlu et al (2004), των Derrien & Kecskés (2007) και των Chambers και Dimson (2009) για το συγκεκριμένο χρηματιστήριο<sup>200</sup>. Ακολουθεί το χρηματιστήριο των Βρυξελλών με μέσες αρχικές αποδόσεις 29,82%, ποσοστό αρκετά υψηλότερο από τις παλαιότερες έρευνες οι οποίες έχουν γίνει για το χρηματιστήριο αυτό και καλύπτουν χρονική περίοδο 15 ετών<sup>201</sup>. Η μέση αρχική υποτιμολόγηση που παρατηρείται στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης είναι της τάξης του 24,08% και είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη που βρίσκουν οι υπάρχουσες εμπειρικές έρευνες για το χρηματιστήριο αυτό. Οι προγενέστερες μελέτες των Dawson (1987), των Koh και Walter (1989), των Saunders & Lim (1990), των Koh et al (1992), των Lee et al (1996) και του Uddin (2008) για το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης βρίσκουν υποτιμολόγηση που κυμαίνεται από 27% έως 45%.

Η μέση αρχική υποτιμολόγηση που παρουσιάζουν οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας στο χρηματιστήριο του Όσλο είναι ελάχιστα υψηλότερη από εκείνη που παρατηρήθηκε από τους Emilsen et al (1997), υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει ουσιαστική διαφοροποίηση της υποτιμολόγησης μεταξύ των διαφόρων κλάδων της οικονομίας. Οι μέσες αρχικές αποδόσεις που βρίσκουμε για τις σουηδικές ναυτιλιακές εταιρείες (19,87%) είναι λίγο μεγαλύτερες από αυτές που βρίσκουν οι Bodnaruk et al (2004) στην πρόσφατη μελέτη τους και ταυτόχρονα είναι χαμηλότερες από τις παλιότερες μελέτες των Rydqvist (1993) και των Holmen and Högfeltd (1999)<sup>202</sup>. Για

---

<sup>200</sup> Από τις προγενέστερες μελέτες για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, οι τέσσερις αυτές βρίσκουν τα μεγαλύτερα ποσοστά αρχικής υποτιμολόγησης με μέσες τιμές 14,00% 28,05% 24,70% 14,57% αντίστοιχα.

<sup>201</sup> Οι Deloof et al (2002), οι Goergen et al (2006) και οι Rogiers et al διαπιστώνουν μέση αρχική υποτιμολόγηση 18,9%, 10,36% και 10,10% αντίστοιχα για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο των Βρυξελλών από το 1984 έως και το 2000.

<sup>202</sup> Ο πρώτος βρίσκει αρχική υποτιμολόγηση της τάξεως του 14,20% για την περίοδο 1994-2001, ενώ οι δύο τελευταίοι βρίσκουν αρχική υποτιμολόγηση 34,10% και 29,30% για τις περιόδους 1980-1994 και 1979-1997 αντίστοιχα.

την τελευταία σκανδιναβική χώρα που περιλαμβάνεται στο δείγμα μας, διαπιστώνουμε αρχικές αποδόσεις υψηλότερες από εκείνες που έχουν παρατηρηθεί σε προγενέστερες μελέτες. Ενώ οι Bisgard (1997) και οι Jakobsen και Sørensen (1998) βρίσκουν αρχικές αποδόσεις για το σύνολο των εταιρειών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης ίσες με 7,7% και 3,9% αντίστοιχα, τα ευρήματά μας δείχνουν ότι ο κλάδος των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας παρουσιάζει μέση αρχική απόδοση 12,06%, μεγαλύτερη από αυτήν που έχουν οι περισσότερες δανέζικες εταιρείες.

Ενώ η υπάρχουσα βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι οι μέσες αρχικές αποδόσεις των εταιρειών που εισάγονται στο χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ είναι μεταξύ 12% και 16%, τα ευρήματά μας δείχνουν μια πολύ ώριμη αγορά όσον αφορά τον κλάδο των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο, καθώς η τιμή προσφοράς της υπό ένταξη μετοχής αντανακλά την πραγματική αξία της μετοχής<sup>203</sup>. Χαμηλές αρχικές αποδόσεις σε σύγκριση με την υπάρχουσα βιβλιογραφία παρατηρούμε και για το ινδικό χρηματιστήριο, καθώς οι μελέτες των Krishnamurti και Kumar (1994), του Chopra (2009) και των Marisetty και Subrahmanyam (2010) διαπιστώνουν μέση αρχική υποτιμολόγηση ίση με 35,00%, 58,11% και 92,70% αντίστοιχα, ενώ τα ευρήματά μας που αφορούν την ποντοπόρο ναυτιλία είναι κατά πολύ μικρότερα (5,25%).

---

<sup>203</sup> Η μέση αρχική υποτιμολόγηση που βρίσκουμε είναι 1,96%, πολύ χαμηλότερη από τις προηγούμενες μελέτες των Dawson (1987), McGuinness (1992) και Cheng et al (2005) για το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ.

**Πίνακας 5.3**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης·

<b>Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης</b>	<b>Αριθμός δημόσιων εγγραφών</b>	<b>IR (%)</b>	<b>Τυπική απόκλιση IR (%)</b>	<b>MAIR (%)</b>	<b>Τυπική απόκλιση MAIR (%)</b>
New York Stock Exchange	23	4,93	6,85	3,64	9,01
NASDAQ	20	3,63	10,31	1,71	12,54
Oslo Stock Exchange	12	15,29	8,81	16,94	9,43
Kuala Lumpur Stock Exchange	8	-29,08	46,92	-31,15	47,08
London Stock Exchange	6	31,65	46,07	29,38	45,33
Hong Kong Stock Exchange	6	1,09	12,33	0,33	12,03
Bombay Stock Exchange	6	5,25	3,51	5,68	6,30
Stockholm Stock Exchange	5	19,87	7,28	19,36	6,62
Copenhagen Stock Exchange	4	12,06	9,37	8,90	18,32
AMEX	4	-1,89	7,47	-1,49	7,73
Taiwan Stock Exchange	4	-8,25	48,10	-7,49	48,92
Singapore Stock Exchange	4	24,08	19,36	19,96	20,91
Brussels Euronext	3	29,82	20,47	28,97	17,25
Shanghai Stock Exchange	3	5,79	62,17	7,71	62,32
Indonesia Stock Exchange	3	-46,98	50,99	-35,49	38,17
Άλλα χρηματιστήρια	11	32,39	32,28	32,27	32,28
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>28,72</b>	<b>6,35</b>	<b>28,36</b>

Σε τρία μόνο χρηματιστήρια έχουμε αρνητικές μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις, με τις χαμηλότερες να παρατηρούνται στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας (αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις -46,99% και

-35,49% αντίστοιχα), σε αντίθεση με την προγενέστερη μελέτη του Hanafi (1997), ο οποίος βρίσκει μέσες αρχικές αποδόσεις 15,10% για τις 106 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έγιναν στο χρηματιστήριο της Ινδονησίας την περίοδο 1989-1994. Μεγάλες μέσες αρνητικές αρχικές αποδόσεις (-29,08%) παρουσιάζουν οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που εισάγονται στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας (Κουάλα Λουμπόρ). Το ποσοστό αυτό είναι πολύ διαφορετικό από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, η οποία διαπιστώνει όχι μόνο υποτιμολόγηση, αλλά και μεγάλα ποσοστά αυτής κατά την αρχική δημόσια εγγραφή των επιχειρήσεων<sup>204</sup>. Αρνητικές μέσες αρχικές αποδόσεις παρουσιάζουν και οι ναυτιλιακές εταιρείες κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν, και αυτές σε αντίθεση με τα ποσοστά υποτιμολόγησης που βρίσκουν παλαιότερες μελέτες<sup>205</sup> τα οποία κυμαίνονται από 29%-45%.

Το πάνελ Α του πίνακα 5.4 εμφανίζει τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο μεταφοράς φορτίου στον οποίο ανήκουν. Παρατηρούμε ότι οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των περισσότερων κλάδων μεταφοράς φορτίων είναι θετικές και κυμαίνονται μεταξύ 8% - 20% και 6% - 18% αντίστοιχα, με τις μεγαλύτερες αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις να πραγματοποιούνται στον κλάδο μεταφοράς πετρελαίου. Ο κλάδος μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων έχει μέση αρχική απόδοση ελάχιστα πάνω από το μηδέν, ενώ η μέση αρχική προσαρμοσμένη απόδοσή για τον κλάδο αυτόν είναι αρνητική. Τέλος, ο κλάδος συνδυασμένων μεταφορών είναι και ο μοναδικός κλάδος που παρουσιάζει αρνητικές μέσες αρχικές αποδόσεις, ενώ οι προσαρμοσμένες αποδόσεις και οι αντίστοιχες διάμεσοι είναι θετικές. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ύπαρξη πολύ αρνητικών αρχικών αποδόσεων έξι εταιρειών, όταν από τις 37 εναπομείνουσες εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο αυτό οι 34 παρουσίαζαν αποδόσεις που κυμαίνονταν από -30% έως 35%.

---

<sup>204</sup> Οι Dawson (1987), Mohamad (1994), Yong (1995), Paudyal et al (1998), Jelic et al (2001), Yong και Isa (2003), How et al (2007) και Uddin (2008), με έρευνες που καλύπτουν την εικοσιπενταετή περίοδο από το 1975 έως το 2000, βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις που κυμαίνονται από 61% έως 166% για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστήριο της Μαλαισίας, πολύ διαφορετικές από αυτές που βρίσκουμε εμείς για τις ναυτιλιακές εταιρείες.

<sup>205</sup> Πρόκειται για τις μελέτες των Chen (1992) και των Yeh και Shu (2004), οι οποίες καλύπτουν τις περιόδους 1971-1990 και 1992-2001 αντίστοιχα.

**Πίνακας 5.4**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε πέντε ομάδες ανάλογα με το είδος του φορτίου που μεταφέρουν. Πάνελ Β, Γ, Δ, Ε: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, οι τιμές p-values είναι στις παρενθέσεις, \*\*\* : αν 0,001-0,009, \*\* : αν 0,010-0,049, \* : αν 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν**

Κλάδος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Εμπορευματοκιβωτίων	15	0,03	0,08	-3,90	5,10
Ξηρού φορτίου	27	8,07	1,77	6,85	3,16
Χημικών - Αερίου	8	15,21	10,26	12,42	9,78
Συνδυασμένοι	43	-0,73	4,71	0,12	5,68
Δεξαμενόπλοιων	29	20,06	10,20	18,75	11,47
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>6,91</b>	<b>6,35</b>	<b>6,07</b>

**Πάνελ Β: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του IR**

	Εμπορευματοκιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συνδυασμένοι
Ξηρού φορτίου	1,168 (0,249)			
Χημικών - Αερίου	-1,293 (0,210)	-0,169 (0,251)		
Συνδυασμένοι	0,075 (0,941)	1,233 (0,222)	1,244 (0,219)	
Δεξαμενόπλοιων	-2,303 (0,026)**	-2,132 (0,037)**	-0,498 (0,621)	-2,725 (0,008)***

**Πάνελ Γ: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του IR**

	Εμπορευματοκιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συνδυασμένοι
Ξηρού φορτίου	0,617 (0,537)			
Χημικών - Αερίου	1,259 (0,208)	1,434 (0,152)		
Συνδυασμένοι	0,515 (0,607)	0,229 (0,819)	1,437 (0,151)	
Δεξαμενόπλοιων	1,461 (0,144)	2,361 (0,018)**	0,074 (0,941)	2,394 (0,017)**

**Πάνελ Δ: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του MAIR**

	Εμπορευματο- κιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συνδυασμένοι
Ξηρού φορτίου	1,504 (0,140)			
Χημικών - Αερίου	-1,375 (0,184)	-0,875 (0,388)		
Συνδυασμένοι	-0,405 (0,687)	0,972 (0,334)	1,001 (0,322)	
Δεξαμενόπλοιων	-2,536 (0,015)**	-2,305 (0,025)**	-0,637 (0,528)	-2,495 (0,015)**

**Πάνελ Ε: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του MAIR**

	Εμπορευματο- κιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συνδυασμένοι
Ξηρού φορτίου	0,079 (0,937)			
Χημικών - Αερίου	1,001 (0,317)	1,041 (0,298)		
Συνδυασμένοι	0,284 (0,776)	0,024 (0,981)	0,945 (0,344)	
Δεξαμενόπλοιων	1,832 (0,067)*	2,542 (0,011)**	0,314 (0,754)	2,044 (0,041)**

Στα πάνελ Β, Γ, Δ και Ε του πίνακα 5.4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των γνωστών μη παραμετρικών τεστ προκειμένου να διαπιστωθεί αν οι διαφορές μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων των διαφόρων κλάδων της ποντοπόρου ναυτιλίας είναι στατιστικώς σημαντικές. Παρατηρούμε ότι όσον αφορά τις διαφορές των αριθμητικών μέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων, οι διαφορές των μέσων αρχικών και προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων μεταξύ του κλάδου της μεταφοράς πετρελαίου και του κλάδου της μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων είναι σημαντικές σε επίπεδο 5%. Οι διαφορές των μέσων των αρχικών αποδόσεων των κλάδων μεταφοράς πετρελαίου και των συνδυασμένων μεταφορών είναι σημαντικές σε επίπεδο 1%, ενώ οι διαφορές μέσων των προσαρμοσμένων αποδόσεων των δυο αυτών κλάδων είναι σημαντικές σε επίπεδο 5%. Οι διαφορές μεταξύ των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ του κλάδου των συνδυασμένων μεταφορών και του κλάδου μεταφοράς πετρελαίου είναι σημαντικές σε επίπεδο 5%. Εξίσου σημαντικές είναι και οι διαφορές των διαμέσων των αρχικών αποδόσεων των κλάδων μεταφοράς πετρελαίου και μεταφοράς ξηρού φορτίου. Τέλος,

οι διαφορές των διαμέσων των προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ του κλάδου μεταφοράς πετρελαίου και των κλάδων μεταφοράς ξηρού φορτίου και εμπορευματοκιβωτίων είναι ουσιώδεις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%. Όλες οι υπόλοιπες διαφορές των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ των πέντε κλάδων της ποντοπόρου ναυτιλίας δεν εμφανίζονται να είναι ουσιώδεις.

Στον πίνακα 5.5 διαιρούμε το δείγμα των 122 ναυτιλιακών εταιρειών σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με την ηλικία που αυτές είχαν τη στιγμή που πραγματοποίησαν την αρχική δημόσια εγγραφή και παρουσιάζουμε τις αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις ανά ηλικία. Σύμφωνα με τους Ritter (1984), τους Nazir και Zin (1998) και τους Kaneko και Pettway (2003) όσο πιο μεγάλη είναι η εταιρεία τη στιγμή που πραγματοποιεί αρχική δημόσια εγγραφή, τόσο πιο γνωστή είναι σε όλους τους ενδιαφερόμενους, επομένως τόσο λιγότερη η αβεβαιότητα για την εταιρεία αυτή και συνεπώς τόσο μικρότερο το μέγεθος της υποτιμολόγησης που θα έχει. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, ο πίνακας 5.5 δείχνει ότι οι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες έχουν ποσοστά υποτιμολόγησης πολύ μεγαλύτερα από τις μικρότερες σε ηλικία εταιρείες.

Στα πάνελ Β και Δ του πίνακα 5.5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των διαφορών μεταξύ των αριθμητικών μέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων των τριών υπο-κατηγοριών μέσω των μη παραμετρικών τεστ. Παρατηρούμε ότι υπάρχει διαφορά μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Εξίσου σημαντική διαφορά υπάρχει και μεταξύ των αριθμητικών μέσων των μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων, ενώ δεν υπάρχει στατιστικώς σημαντική διαφορά μεταξύ των μέσων των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Από τα πάνελ Γ και Ε του πίνακα 5.5 βλέπουμε ότι και οι διαφορές των προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ των μικρών και των μεσαίων σε ηλικία εταιρειών δεν είναι ουσιώδεις, σε αντίθεση με τις διαφορές των διαμέσων μεταξύ των δύο άλλων υποκατηγοριών.

### Πίνακας 5.5

#### Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την ηλικία τους

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε τρεις ομάδες ανάλογα με τα έτη λειτουργίας κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πάνελ Β, Γ, Δ, Ε: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, οι τιμές p-values είναι στις παρενθέσεις, \*\*\* : αν 0,001-0,009, \*\* : αν 0,010-0,049, \* : αν 0,05-0,099

#### Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με την ηλικία τους

Ηλικία	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Μικρές σε ηλικία εταιρείες 0-9 χρόνια	61	3,26	1,60	2,10	1,45
Μεσαίες σε ηλικία εταιρείες 10-39 χρόνια	28	-0,79	8,00	-0,61	6,39
Μεγάλες σε ηλικία εταιρείες 40 χρόνια και άνω	33	21,62	15,43	20,11	13,53
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>6,91</b>	<b>6,35</b>	<b>6,07</b>

#### Πάνελ Β: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του IR

Μικρές- Μεγάλες	Μικρές- Μεσαίες	Μεσαίες- Μεγάλες
3,318	0,624	3,005
(0,001)***	(0,534)	(0,004)***

#### Πάνελ Γ: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του IR

Μικρές- Μεγάλες	Μικρές- Μεσαίες	Μεσαίες- Μεγάλες
4,281	1,489	2,424
(0,000)***	(0,136)	(0,015)**

#### Πάνελ Δ: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του MAIR

Μικρές- Μεγάλες	Μικρές- Μεσαίες	Μεσαίες- Μεγάλες
-3,159	0,425	2,907
(0,002)***	(0,672)	(0,005)***

#### Πάνελ Ε: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του MAIR

Μικρές- Μεγάλες	Μικρές- Μεσαίες	Μεσαίες- Μεγάλες
4,119	0,994	2,439
(0,000)***	(0,320)	(0,015)**



Στον πίνακα 5.6 χωρίζουμε το δείγμα των 122 ναυτιλιακών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας σε τρεις υποκατηγορίες ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών που προσφέρουν οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι στο κοινό μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Παρατηρούμε ότι όταν προσφέρεται μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών, οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις είναι μεγαλύτερες και επομένως ο βαθμός της υποτιμολόγησης είναι μεγαλύτερος. Τα μεγαλύτερα ποσοστά υποτιμολόγησης τα έχουμε όταν προσφέρεται ποσοστό μεταξύ του 25% και 40%.

Από τα τεστ σημαντικότητας μεταξύ των διαφορών των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων που παρουσιάζονται στα πάνελ Β, Γ, Δ και Ε του πίνακα 5.6 είναι εμφανές μόνο οι διαφορές των αριθμητικών μέσων των αρχικών και προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ χαμηλού και μεγάλου ποσοστού προσφερόμενων μετοχών και οι διαφορές των διαμέσων των αρχικών και προσαρμοσμένων αποδόσεων μεταξύ υψηλού και μεσαίου ποσοστού προσφερόμενων μετοχών δεν είναι ουσιώδεις.

**Πίνακας 5.6**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε τρεις ομάδες ανάλογα με το ποσοστό των υπάρχουσών μετοχών που προσφέρουν κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πάνελ Β, Γ, Δ, Ε: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, οι τιμές p-values είναι στις παρενθέσεις, \*\*\* : αν 0,001-0,009, \*\* : αν 0,010-0,049, \* : αν 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών**

Ποσοστό προσφερόμενων μετοχών	Αριθμός		Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
	δημόσιων εγγραφών	IR (%)			
Από 0% έως 25% (χαμηλό)	33	-3,86	4,41	-4,68	1,64
Από 25% έως 40% (μεσαίο)	49	13,37	8,16	12,12	7,49
Περισσότερο από 40% (υψηλό)	40	9,06	5,83	8,38	4,38
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>6,91</b>	<b>6,35</b>	<b>6,07</b>

**Πάνελ Β: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του IR**

Χαμηλό-Υψηλό	Χαμηλό-Μεσαίο	Μεσαίο-Υψηλό
1,647	-2,429	-1,105
(0,104)	(0,017)**	(0,272)

**Πάνελ Γ: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του IR**

Χαμηλό-Υψηλό	Χαμηλό-Μεσαίο	Μεσαίο-Υψηλό
0,554	1,655	2,128
(0,579)	(0,098)*	(0,033)**

**Πάνελ Δ: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του MAIR**

Χαμηλό-Υψηλό	Χαμηλό-Μεσαίο	Μεσαίο-Υψηλό
1,692	2,433	-0,923
(0,095)*	(0,017)**	(0,358)

**Πάνελ Ε: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του MAIR**

Χαμηλό-Υψηλό	Χαμηλό-Μεσαίο	Μεσαίο-Υψηλό
0,825	1,778	1,720
(0,410)	(0,076)*	(0,085)*

Ο πίνακας 5.7 παρουσιάζει τις αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την φήμη του αναδόχου έκδοσης. όπως έχει ήδη αναφερθεί, η φήμη του αναδόχου έκδοσης υπολογίζεται με βάση τρία στοιχεία: την ηλικία του αναδόχου έκδοσης, τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έχει αναλάβει και την αμοιβή του από αυτές. Το δείγμα των 122 εταιρειών χωρίζεται σε δύο μικρότερα δείγματα, ανάλογα με το αν η φήμη του αναδόχου έκδοσης είναι καλή ή κακή. Σε αντίθεση με τους Carter και Manaster (1990), Carter et al (1998) και τους Ljungqvist και Wilhelm (2002), αλλά σύμφωνα με τον Uddin (2001) και τους Loughran και Ritter (2004), βρίσκουμε ότι υπάρχει μεγαλύτερη υποτιμολόγηση όταν ο ανάδοχος έκδοσης θεωρείται καλός.

Τα τεστ που διενεργήσαμε για τις διαφορές μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των δυο υποκατηγοριών υποδεικνύουν ότι οι διαφορές μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων είναι στατιστικά σημαντικές, των μεν αριθμητικών μέσων σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, των δε διαμέσων σε επίπεδο 5% για τις αρχικές αποδόσεις και σε επίπεδο 1% για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις.

**Πίνακας 5.7**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον ανάδοχο έκδοσης**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε δύο ομάδες ανάλογα με την φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή “1” αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή “0” αν όχι. Πάνελ Β: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με το ποσοστό του αναδόχου έκδοσης**

Φήμη του αναδόχου έκδοσης	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR		MAIR	
			(%)	(%)	(%)	(%)
Καλή	44	16,92	8,77	15,87	7,01	
Κακή	78	1,83	6,67	0,98	4,48	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>6,91</b>	<b>6,35</b>	<b>6,07</b>	

**Πάνελ Β: Μη-παραμετρικά Τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων**

Μη-παραμετρικά τεστ	IR		MAIR	
	Statistics	P-value	Statistics	P-value
<b>t-statistics:</b>				
Καλή-κακή φήμη	2,882	0,005***	-2,869	0,005***
<b>Wilcoxon tests:</b>				
Καλή-κακή φήμη	1,933	0,053*	2,109	0,035**

Στον πίνακα 5.8 κατηγοριοποιούμε το δείγμα των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας σε δυο μικρότερα δείγματα με βάση τη περίοδο κατά την οποία πραγματοποίησαν την αρχική δημόσια εγγραφή, εάν δηλαδή αυτή έλαβε χώρα σε ευνοϊκή για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές ή όχι περίοδο. Όπως προαναφέρθηκε, η ευνοϊκή περίοδος καθορίζεται από τον αριθμό των αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν. Στο δείγμα μας, ως ευνοϊκή περίοδο έχουμε ορίσει την περίοδο από 2003 έως και το 2007, όπου υπήρχε έξαρση των αρχικών δημοσίων εγγραφών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων παγκοσμίως.

## Πίνακας 5.8

### Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την περίοδο εισαγωγής

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε δύο ομάδες ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή: η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή “1” αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή “0” αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο. Πάνελ Β: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, \*\*\*: αν p-value 0,001-0,009, \*\*: αν p-value 0,010-0,049, \*: αν p-value 0,05-0,099

#### Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με την περίοδο πραγματοποίησης αρχικής δημόσιας εγγραφής

Περίοδος	Αριθμός	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
	δημόσιων εγγραφών				
Ευνοϊκή	67	8,17	4,49	6,86	3,46
Μη Ευνοϊκή	55	6,23	8,16	5,73	7,65
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>122</b>	<b>7,30</b>	<b>6,91</b>	<b>6,35</b>	<b>6,07</b>

#### Πανελ Β: Μη-παραμετρικά Τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων

Μη-παραμετρικά τεστ	IR		MAIR	
	Statistics	P-value	Statistics	P-value
<b>t-statistics:</b>				
Ευνοϊκή- μη ευνοϊκή περίοδος	0,368	0,713	0,218	0,828
<b>Wilcoxon tests:</b>				
Ευνοϊκή- μη ευνοϊκή περίοδος	1,158	0,247	1,034	0,301

Τα ευρήματά μας είναι σύμφωνα με εκείνα των Ibbotson και Jaffe (1975), Ritter (1984), Wong και Uddin (2000), Lowry και Schwert (2002), Derrien και Womack (2003), Benveniste et al (2003) και των Kaneko και Pettway (2003). Κατά την πενταετή περίοδο 2003-2007 πραγματοποιήθηκαν 67 αρχικές δημόσιες εγγραφές<sup>206</sup> με μέση αρχική απόδοση 8,54%, ενώ τα υπόλοιπα είκοσι έτη πραγματοποιήθηκαν μόνο 55 αρχικές δημόσιες εγγραφές<sup>207</sup> με μέση αρχική απόδοση 6,33%. Είναι λοιπόν εμφανές ότι σε περιόδους ευνοϊκές για τις αρχικές δημόσιες

<sup>206</sup> Ένας μέσος όρος 13,40 αρχικών δημοσίων εγγραφών ανά έτος.

<sup>207</sup> Ένας μέσος όρος 2,75 αρχικών δημοσίων εγγραφών ανά έτος.

εγγραφές ο βαθμός της υποτιμολόγησης των προσφερόμενων μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής μετοχών ναυτιλιακών εταιρειών είναι μεγαλύτερος από ότι σε περιόδους μη ευνοϊκές για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Οι διαφορές αυτές όμως δεν εμφανίζονται να είναι στατιστικώς σημαντικές.

Ο πίνακας 5.9 παρουσιάζει λεπτομερώς περιγραφικά στοιχεία για τις έξι ανεξάρτητες μεταβλητές που εξετάζουμε. Παρατηρούμε ότι η μέση ηλικία των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή είναι 26,92 έτη, ενώ η τυπική απόκλιση της τάξεως των 36,49 ετών δείχνει μια σχετικά μεγάλη διασπορά των ηλικιών από τη μέση ηλικία. Αυτό φαίνεται και από το γεγονός ότι η εταιρεία με τη μεγαλύτερη ηλικία που πραγματοποίησε αρχική δημόσια προσφορά μετρούσε 174 έτη λειτουργίας, ενώ υπάρχουν πολλές εταιρείες που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά το πρώτο έτος λειτουργίας τους. Το μέσο ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών μέσα από την αρχική δημόσια εγγραφή είναι περίπου 38%, ενώ ταυτόχρονα το ύψος της τυπικής απόκλισης εμφανίζει μέτρια διασπορά των τιμών από το μέσο ποσοστό. Όσον αφορά τις ποιοτικές μεταβλητές, το 29,51% των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή στην παράλληλη ή τη νέα αγορά του εκάστοτε χρηματιστηρίου, περίπου 36% χρησιμοποίησε ανάδοχο έκδοσης με καλή φήμη και περισσότερες από τις μισές (54,92%) εισήχθησαν στο χρηματιστήριο σε περίοδο ευνοϊκή για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές.

**Πίνακας 5.9**

**Περιγραφικά στοιχεία των ανεξάρτητων μεταβλητών**

ML: η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία παίρνει την τιμή “0” αν εισάγεται στην κύρια αγορά και την τιμή “1” αν εισάγεται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά· AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο· SIZE: το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης· UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή “1” αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή “0” αν όχι· HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή “1” αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή “0” αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο· OWN: το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκιο των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Μεταβλητή	ML	AGE	SIZE	UR	HC	OWN (%)
<b>Αριθμητικός Μέσος</b>		26,92	19,67			38,18
<b>Διάμεσος</b>		9,5	19,60			31,39
<b>Τυπική Απόκλιση</b>		36,49	1,40			22,93
<b>Ποσοστό (%)</b>	29,51			36,07	54,92	
<b>Ελάχιστο</b>		0,00	12,84			0,02
<b>Μέγιστο</b>		174,00	22,84			99,72
<b>Ασυμμετρία</b>		1,74	-1,01			0,80
<b>Κύρτωση</b>		5,78	6,71			2,92
<b>Αριθμός Παρατηρήσεων</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>122</b>

Ο πίνακας 5.10 εμφανίζει τον βαθμό της συσχέτισης μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές που έχουν τη μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ τους είναι η ηλικία της εταιρείας και η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται, με συντελεστή συσχέτισης 0,549. Συγκριτικά μεγάλη συσχέτιση υπάρχει και μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και της φήμης του αναδόχου έκδοσης (0,328), της ηλικίας της εταιρείας και της φήμης του αναδόχου έκδοσης (0,222), καθώς και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών και της περιόδου κατά την οποία πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή (0,194).

Η ανεξάρτητη μεταβλητή η οποία έχει τους περισσότερο σημαντικούς συντελεστές συσχέτισης είναι η ηλικία της εταιρείας με τρεις συνολικά σημαντικούς συντελεστές, έναν σημαντικό σε επίπεδο 1%, έναν σε επίπεδο 5% και 1 σε επίπεδο

10%. Ακολουθούν το μέγεθος της εταιρείας με επίσης τρεις σημαντικούς συντελεστές συσχέτισης, έναν σε επίπεδο 1% και δύο σε επίπεδο 10% και η φήμη του αναδόχου έκδοσης με δύο συντελεστές σημαντικούς, έναν σε επίπεδο 1% και έναν σε επίπεδο 5% και. Η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία διαπραγματεύεται η εταιρεία συσχετίζεται με δύο μεταβλητές, την ηλικία και το μέγεθος της εταιρείας. Το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών και η περίοδος κατά την οποία πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή, εκτός από την σημαντική συσχέτιση που έχουν μεταξύ τους δεν έχουν κανέναν άλλο συντελεστή συσχέτισης που να είναι ουσιώδης σε κάποιο επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

**Πίνακας 5.10**

**Έλεγχος της γραμμικής ανεξαρτησίας μεταξύ των μεταβλητών**

ML: η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία παίρνει την τιμή "0" αν εισάγεται στην κύρια αγορά και την τιμή "1" αν εισάγεται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά· AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο· SIZE: το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης· UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή "0" αν όχι· HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή "0" αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο· OWN: το ποσοστό των υπάρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκο των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

<b>Μεταβλητές</b>	<b>ML</b>	<b>AGE</b>	<b>SIZE</b>	<b>UR</b>	<b>HC</b>	<b>OWN</b>
<b>ML</b>	1					
<b>AGE</b>	0,549***	1				
<b>SIZE</b>	0,173*	0,179*	1			
<b>UR</b>	0,075	0,221**	0,328***	1		
<b>HC</b>	0,028	-0,142	-0,049	0,040	1	
<b>OWN</b>	-0,081	-0,129	0,032	0,065	0,293***	1



---

## 5.2 Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης

---

Χρησιμοποιήσαμε πολλαπλή παλινδρόμηση προκειμένου να εκτιμήσουμε τα μοντέλα [3] και [4] που περιγράψαμε προηγουμένως και να εξετάσουμε την επίδραση των μεταβλητών που αναφέρονται στον πίνακα 4.1. Οι δείκτες  $R^2$  (συντελεστής προσδιορισμού) και F (κατανομή F) δείχνουν αν και κατά πόσο οι έξι μεταβλητές που εξετάζουμε, όταν λαμβάνονται υπόψη όλες μαζί, ερμηνεύουν επαρκώς την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή την αρχική και την προσαρμοσμένη αρχική απόδοση. Οι παλινδρομήσεις είναι προσαρμοσμένες ως προς την ετεροσκεδαστικότητα με βάση τη μέθοδο του White (1980). Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων παρουσιάζονται στον πίνακα 5.11. Το πρώτο μοντέλο λαμβάνει ως εξαρτημένη μεταβλητή την αρχική απόδοση (IR) ενώ το δεύτερο την αρχική απόδοση προσαρμοσμένη με τις αλλαγές του γενικού δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου (MAIR). Και τα δύο μοντέλα συμπεριλαμβάνουν τις 122 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν κατά την εικοσιπενταετή περίοδο από το 1984 έως και το 2008.

Από τον πίνακα 5.11 παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  είναι 15,14% για τις αρχικές αποδόσεις και 15,79% για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις. Η χαμηλή αυτή τιμή του δείκτη δικαιολογείται από το γεγονός ότι δεν χρησιμοποιούμε ούτε στοιχεία χρονολογικών σειρών ούτε διακλαδικά στοιχεία, αλλά στοιχεία που αφορούν μια μόνο ημερομηνία. Εξάλλου, παρόμοιες προγενέστερες έρευνες εμφανίζουν εξίσου χαμηλούς συντελεστές προσδιορισμού.

## Πίνακας 5.11

### Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας

Πολλαπλή παλινδρόμηση των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων των 122 αρχικών δημοσίων εγγραφών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1984 έως και τον Δεκέμβριο του 2008. Η εκτίμηση γίνεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, τα τυπικά σφάλματα είναι προσαρμοσμένα με την μέθοδο ετεροσκεδαστικότητας του White, οι τιμές p-value απεικονίζονται στις παρενθέσεις, η σημαντικότητα των συντελεστών υποδεικνύεται με \*, \*\* και \*\*\* σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα. IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης: MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης: ML: η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία παίρνει την τιμή "0" αν εισάγεται στην κύρια αγορά και την τιμή "1" αν εισάγεται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά: AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο: SIZE: το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης: UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή "0" αν όχι: HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή "0" αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο: OWN: το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκo των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Μεταβλητές	IR	MAIR
<b>Σταθερά</b>	0,071 (0,861)	0,087 (0,837)
<b>ML</b>	-0,006 (0,936)	-0,006 (0,939)
<b>AGE</b>	0,047 (0,024)**	0,046 (0,029)**
<b>SIZE</b>	-0,014 (0,498)	-0,015 (0,482)
<b>UR</b>	0,132 (0,009)***	0,132 (0,009)***
<b>HC</b>	0,015 (0,758)	0,015 (0,766)
<b>OWN</b>	0,343 (0,050)*	0,348 (0,042)**
<b>R<sup>2</sup> (%)</b>	15,14	14,79
<b>R<sup>2</sup> Adjusted (%)</b>	10,72	10,35
<b>F-value</b>	3,421	3,328
<b>N</b>	122	122

Στο παράρτημα VI παρατίθεται πίνακας που εμφανίζει τους συντελεστές προσδιορισμού  $R^2$  που είχαν προγενέστερες μελέτες στην απόπειρά τους να εξηγήσουν το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης. Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  για τις μελέτες αυτές παίρνει τιμές από 1,5% μέχρι 72%. Είναι όμως εμφανές ότι στις περισσότερες μελέτες η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη βρίσκεται μεταξύ του 10% και του 30%<sup>208</sup> και συνεπώς η σχετικά χαμηλή του δείκτη αυτού στην παρούσα παλινδρόμηση είναι δικαιολογημένη.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης που διενεργήσαμε, όσον αφορά τις μεταβλητές που θεωρούνται ότι επηρεάζουν τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις και τις υποθέσεις που εξετάζονται.

Υπόθεση 1 Η μεταβλητή ML αναφέρεται στην αγορά στην οποία πραγματοποιήσαν αρχική δημόσια εγγραφή οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας και παίρνει την τιμή 0 αν η αρχική δημόσια εγγραφή έγινε στην κύρια αγορά και την τιμή 1 αν έγινε στην παράλληλη ή τη νέα αγορά του εκάστοτε χρηματιστηρίου. Βρίσκουμε ότι το πρόσημο της μεταβλητής αυτής είναι αρνητικό τόσο για τις αρχικές όσο και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, υποδεικνύοντας ότι οι εταιρείες που εισέρχονται στην κύρια αγορά έχουν μικρότερο βαθμό υποτιμολόγησης από εκείνες που εισέρχονται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά, όπως ακριβώς έχουμε υποθέσει στο κεφάλαιο 4 και όπως ακριβώς βρίσκει και ο Uddin (2001, 2008) για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές στη Μαλαισία. Παρατηρούμε όμως ότι η μεταβλητή αυτή

---

<sup>208</sup> Ενδεικτικά αναφέρουμε τις έρευνες του Beatty (1989), των Loughran και Ritter (2004) και των Chemmanur και Paeglis (2005) για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής με συντελεστή ίσο με 11,6% και 26% και 10,84% αντίστοιχα, του Schuster (2003) για έξι ευρωπαϊκές χώρες με συντελεστή 8,2%, των Yeh και Shu (2004) για την Ταϊβάν με συντελεστή 11,08%, των Gounopoulos et al (2008) για την Κύπρο με συντελεστή 21,1%, του Uddin (2008) για τη Σιγκαπούρη με συντελεστή 11,07% και των Chambers και Dimson (2009) για το Ηνωμένο Βασίλειο με συντελεστή 14,9%. Στις συγκεκριμένες αυτές μελέτες, μεταξύ των μεταβλητών που εξετάζονται υπάρχουν πολλές παρόμοιες με εκείνες που εξετάζουμε κι εμείς στην παρούσα μελέτη.

δεν είναι στατιστικώς σημαντική για καμία από τις αρχικές αποδόσεις και επομένως η υπόθεση 1 απορρίπτεται.

**Υπόθεση 2** Η μεταβλητή AGE, η οποία αναφέρεται στην ηλικία της εταιρείας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής της, έχει θετικό πρόσημο και είναι σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και για τις αρχικές και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι όσο μεγαλύτερη η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, τόσο μεγαλύτερες αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις (και συνεπώς υποτιμολόγηση) θα έχει.

Θα πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι αρκετοί μελετητές είναι αντίθετοι με την θετική αυτή σχέση μεταξύ της ηλικίας της εταιρείας και την υποτιμολόγηση. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις μελέτες των Ritter (1984), του Beatty (1989) και των Habib και Ljungqvist (1999) για αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιήθηκαν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, των Nazir και Zin (1998) και των Jelic et al (2001) για την Μαλαισία, των Kaneko και Pettway (2003) για την Ιαπωνία, του Schuster (2003) για τη Σουηδία και των Chambers και Dimson (2009) για το Ηνωμένο Βασίλειο. Καθώς όμως τα ευρήματά μας είναι στατιστικώς πολύ σημαντικά θα πρέπει να απορρίψουμε την υπόθεση της αρνητικής σχέσης μεταξύ αρχικών αποδόσεων και ηλικίας των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας.

**Υπόθεση 3** Η επόμενη μεταβλητή που εξετάζεται είναι το μέγεθος της ναυτιλιακής εταιρείας που εκφράζεται ως ο λογάριθμος του αριθμού των μετοχών που υπάρχουν μετά την αρχική δημόσια εγγραφή επί την τιμή προσφοράς ανά μετοχή. Τα ευρήματά μας συμφωνούν με τους περισσότερους μελετητές, μεταξύ των οποίων είναι ο Atiase (1985), ο Zarowin (1990), ο Keloharju (1993), οι Kazantzis και Thomas (1996), οι Carter et al (1998), ο Aggarwal (2000), ο Kiymaz (2000), ο Schuster

(2003) και οι Chambers και Dimson (2009), με έρευνες που επικεντρώνονται σε διαφορετικές χώρες. Τα αποτελέσματα αυτά υποδεικνύουν αρνητική σχέση μεταξύ αρχικών και προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων, δείχνοντας ότι όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος είναι η εταιρεία τόσο μικρότερος ο βαθμός της αρχικής υποτιμολόγησης. Τα ευρήματα αυτά όμως δεν είναι ουσιώδη σε κανένα επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ούτε για τις αρχικές ούτε για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις και επομένως η υπόθεση 3 απορρίπτεται.

**Υπόθεση 4** Ο συντελεστής της φήμης του αναδόχου έκδοσης είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1% τόσο για τις αρχικές όσο και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, σε αντίθεση με την υπόθεσή μας για την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ της υποτιμολόγησης και της φήμης του αναδόχου έκδοσης. Η θετική αυτή σχέση που βρίσκουμε αντιτίθεται στα ευρήματα των Beatty και Welch (1986), του Beatty (1989), των Carter και Manaster (1990), των Carter et al. (1998), του Kıymaz (2000), των Jelic et al (2001) και των Ljungqvist και Wilhelm (2003) ότι αν ο ανάδοχος έκδοσης έχει καλή φήμη μπορεί να πετύχει χαμηλότερη υποτιμολόγηση. Είμαστε όμως σύμφωνοι με τους Beatty και Welch (1996), τους Paudyal et al (1998), τους Cliff και Dennis (2004), τους Loughran και Ritter (2004) και τους Lowry και Murphy (2007)<sup>209</sup> ότι υπάρχει μεγαλύτερη υποτιμολόγηση όταν ο ανάδοχος έκδοσης είναι φημισμένος. Επομένως, η υπόθεση 4 απορρίπτεται.

**Υπόθεση 5** Η επόμενη μεταβλητή που εξετάζουμε είναι η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε περίοδο ευνοϊκή για αρχικές δημόσιες εγγραφές. Από τον πίνακα 5.11 παρατηρούμε ότι τόσο για τις αρχικές, όσο και για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις το πρόσημο του συντελεστή είναι θετικό, δείχνοντας ότι η πραγματοποίηση της

<sup>209</sup> Οι δύο πρώτες μελέτες υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και αναδόχου έκδοσης ήταν αρνητική τη δεκαετία του '70 και του '80 αλλά κατά τη δεκαετία του '90 άλλαξε και έγινε θετική.

αρχικής δημόσιας προσφοράς σε ευνοϊκή περίοδο έχει και μεγαλύτερα επίπεδα υποτιμολόγησης και συνεπώς προσδίδει μεγαλύτερα κέρδη στους επενδυτές. Την ίδια θετική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και περιόδου πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας προσφοράς βρίσκουν και οι Ritter (1984), οι Wong και Uddin (2000), οι Lowry και Schwert (2002), οι Derrien και Womack (2003), οι Benveniste et al (2003), οι Kaneko και Pettway (2003), οι Gounopoulos et al (2008) και ο Uddin (2008), ενώ οι Arosio et al (2000) βρίσκουν ότι δεν υπάρχει υποτιμολόγηση σε μη ευνοϊκές περιόδους. Οι συντελεστές της μεταβλητής αυτής όμως δεν είναι στατιστικώς σημαντικοί ούτε για τις αρχικές ούτε για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, γεγονός που μας οδηγεί στην απόρριψη της υπόθεσης 5.

**Υπόθεση 6** Η τελευταία μεταβλητή που εξετάζεται είναι το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών μέσα από την αρχική δημόσια προσφορά. Τα ευρήματά μας δείχνουν ότι η μεταβλητή αυτή έχει το αναμενόμενο θετικό πρόσημο και στα δύο εξεταζόμενα μοντέλα, υποδεικνύοντας μεγαλύτερες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις όταν προσφέρεται μεγαλύτερο ποσοστό από τις υπάρχουσες μετοχές. Παρά το γεγονός ότι οι υπάρχουσες έρευνες δεν έχουν καταλήξει σε μια κοινά αποδεκτή σχέση μεταξύ της αρχικής υποτιμολόγησης και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών, υπάρχουν πολλές μελέτες που αποδεικνύουν είτε αρνητική είτε θετική σχέση μεταξύ αυτών των δύο. Ενδεικτικά αναφέρουμε ως υποστηρικτές της αρνητικής σχέσης μεταξύ των αρχικών αποδόσεων και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών τους Leland και Pyle (1977), τους Keasey και Short (1991), τους Ljungqvist και Wilhelm (2003) και τους Habib και Ljungqvist (2001). Αρνητική σχέση μεταξύ των αρχικών αποδόσεων και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών βρίσκουν επίσης οι Jelic et al (2001), ο Schuster (2003) και οι Chambers και Dimson (2009). Υπάρχουν όμως και έρευνες που βρίσκουν θετική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του ποσοστού των μετοχών που προσφέρονται με την αρχική δημόσια εγγραφή, όπως είναι αυτές των

Grinblatt και Hwang (1989), του Beatty (1989), των Lee et al (1996), των Hingorani et al (1997), των Paudyal et al (1998) και των Gounopoulos et al (2008). Με τις έρευνες αυτές είναι σύμφωνα και τα δικά μας ευρήματα. Ο συντελεστής αυτός είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% τόσο για τις αρχικές όσο και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις και επομένως η υπόθεση 6 γίνεται αποδεκτή.

Ανακεφαλαιώνοντας, τα ευρήματά μας υποδεικνύουν ότι τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας επηρεάζονται σημαντικά και θετικά από την ηλικία της εταιρείας, τη φήμη του αναδόχου έκδοσης και το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών επί του συνόλου. Το μέγεθος της αρχικής υποτιμολόγησης των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, είναι μεγαλύτερο για τις μεγάλες σε ηλικία εταιρείες που προσφέρουν μεγάλο ποσοστό από τις ήδη υπάρχουσες μετοχές τους και οι οποίες οι οποίες επιλέγουν φημισμένους αναδόχους έκδοσης.

---

### **5.3 Σύνοψη Κεφαλαίου**

---

Είδαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο ότι οι μετοχές των εταιρειών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή προσφέρονται στους επενδυτές υποτιμολογημένες, με αποτέλεσμα τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των μετοχών αυτών κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους να είναι θετικές. Οι εμπειρικές μελέτες που αποδεικνύουν το φαινόμενο αυτό της αρχικής υποτιμολόγησης είναι πολυάριθμες και καλύπτουν πολύ μεγάλη χρονική περίοδο<sup>210</sup>. Στόχος του κεφαλαίου αυτού είναι να συμβάλουμε στην διεθνή έρευνα

---

<sup>210</sup> Πολύ σημαντική είναι η μελέτη των Chambers και Dimson (2009), η οποία εξετάζει χρονική περίοδο σχεδόν 100 ετών, από το 1917 έως και το 2007. Εκτός από τα γενικά συμπεράσματα που αφορούν το σύνολο των 90 χρόνων που εξετάζουν, χωρίζουν το δείγμα σε διαφορετικές χρονικές περιόδους (από τον πρώτο παγκόσμιο μέχρι τον δεύτερο, από τον δεύτερο μέχρι το μπινγκ μπανγκ και από το μπινγκ μπανγκ μέχρι και το 2007) και εξετάζουν τις αρχικές δημόσιες εγγραφές ανά περίοδο

διαπιστώνοντας εάν και σε ποιο βαθμό το φαινόμενο της υποτιμολόγησης υπάρχει και στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Εξετάζουμε τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών που πραγματοποίησαν 122 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας σε διεθνή χρηματιστήρια κατά την εικοσιπενταετή περίοδο από το 1984 έως και το 2008.

Τα ευρήματά μας υποδεικνύουν την ύπαρξη του φαινομένου αυτού και στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Με μέσες αρχικές αποδόσεις 7,30% και μέσες προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις ελαφρώς χαμηλότερες, 6,35%, οι επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας υποτιμολογούν τις μετοχές τους κατά την αρχική δημόσια εγγραφή και έτσι εμφανίζουν θετικές αρχικές αποδόσεις. Σε σύγκριση όμως με τις προηγούμενες μελέτες, τα ποσοστά αυτά της υποτιμολόγησης θεωρούνται χαμηλά, ακόμη και όταν πρόκειται για έρευνες σε μεμονωμένους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Οι σχετικά χαμηλές θετικές αρχικές αποδόσεις εξηγούνται από την ωριμότητα που υπάρχει στον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές έχουν καλή γνώση της αγοράς της ποντοπόρου ναυτιλίας και οι επιχειρήσεις δεν είναι υποχρεωμένες να προσφέρουν τις μετοχές τους σε τιμές πολύ χαμηλότερες από τις πραγματικές. Ειδικότερα όμως για τις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, οι αρχικές αποδόσεις που βρίσκουμε είναι χαμηλότερες ακόμα και από εκείνες που βρίσκουν στη μελέτη τους οι Merikas et al (2009)<sup>211</sup>, οι οποίοι ερευνούν τις αρχικές αποδόσεις όλων των ναυτιλιακών εταιρειών ανεξάρτητα από τον υποκλάδο στον οποίο ανήκουν.

Μελετώντας τις αρχικές αποδόσεις ανά έτος, παρατηρούμε ότι το 1999 ήταν το έτος με τις μεγαλύτερες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, οι οποίες ήταν 31,93% και 32,37%. Αυτές οι υψηλές αρχικές αποδόσεις εξηγούνται από το γεγονός ότι το 1999 επικρατούσε μια γενικότερη αισιοδοξία για την ανοδική πορεία της οικονομίας και τις τιμές των μετοχών και ο κόσμος επένδυσε στο χρηματιστήριο αγοράζοντας μετοχές εταιρειών ανεξαρτήτως κλάδου οικονομικής δραστηριότητας.

---

και την υποτιμολόγηση αυτών. Ταυτόχρονα, παραθέτουν στοιχεία σχετικά με τον αριθμό των αρχικών δημοσίων εγγραφών και τις αρχικές αποδόσεις τους ανά έτος.

<sup>211</sup> Βρίσκουν μέσες αρχικές αποδόσεις της τάξεως των 17,69% για ένα δείγμα που αποτελείται από όλων των ειδών ναυτιλιακές εταιρείες, δηλαδή συμπεριλαμβάνουν και τις ακτοπλοϊκές, και τις εταιρείες ταξιδίων αναψυχής, και τις εταιρείες εγχώριων μεταφορών.



Το έτος αυτό επομένως αποτέλεσε μια πολύ ευνοϊκή περίοδο για την πραγματοποίηση πολλών αρχικών δημοσίων εγγραφών και την άντληση μεγάλων κεφαλαίων από αυτές. Για όλα τα υπόλοιπα έτη που καλύπτει η παρούσα διατριβή δεν παρατηρούνται μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των μέσων αρχικών και προσαρμοσμένων αποδόσεων από έτος σε έτος (οι περισσότερες κυμαίνονται μεταξύ μηδέν και 20%). Τις μεγαλύτερες μέσες αρχικές αποδόσεις εμφανίζει το χρηματιστήριο του Λονδίνου (31,65%), ενώ τις μικρότερες μέσες αρχικές αποδόσεις εμφανίζει το χρηματιστήριο της Ινδονησίας (-46,99%). Ο υποκλάδος συνδυασμένων μεταφορών έχει αρνητικές αρχικές μέσες αποδόσεις της τάξεως του -0,73% και θετικές προσαρμοσμένες αποδόσεις (0,12%), ενώ ο υποκλάδος μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων ελάχιστα μεγαλύτερες από το μηδέν. Ο κλάδος μεταφοράς πετρελαίου παρουσιάζει τις μεγαλύτερες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις (20,06% και 18,75% αντίστοιχα), ενώ ακολουθούν ο κλάδος μεταφοράς υγροποιημένου αερίου και χημικών με μέσες αρχικές αποδόσεις 15,21% και ο κλάδος μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου με αποδόσεις 8,07%.

Οι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες έχουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση από τις νεότερες, ενώ οι εταιρείες που προσφέρουν σχετικά μεγάλο μέρος των υπάρχουσών μετοχών τους εμφανίζουν μεγαλύτερες αρχικές αποδόσεις σε σύγκριση με εκείνες που προσφέρουν μικρό ποσοστό. Σε αντίθεση με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, οι εταιρείες με καλό ανάδοχο έκδοσης έχουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση από εκείνες που έχουν άσημο ανάδοχο έκδοσης, της τάξεως του 16,92% και 1,83% αντίστοιχα. Τέλος, η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή περίοδο όντως επιφέρει και μεγαλύτερες αποδόσεις από την πραγματοποίηση σε μη ευνοϊκή περίοδο (οι μέσες αποδόσεις είναι 8,72% και 4,68% αντίστοιχα).

Στη συνέχεια διαμορφώσαμε και εξετάσαμε ένα μοντέλο με έξι συνολικά ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες προκύπτουν από τις θεωρίες εξήγησης της υποτιμολόγησης, προκειμένου να διαπιστώσουμε αν αυτές οι μεταβλητές όντως επηρεάζουν το ύψος των αρχικών αποδόσεων στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Όλες οι μεταβλητές μαζί εξηγούν την αρχική υποτιμολόγηση κατά 15,84%, ποσοστό αντίστοιχο με παλαιότερες μελέτες.

Τα ευρήματά μας από τη διενέργεια πολλαπλής παλινδρόμησης υποδεικνύουν ότι τρεις από τις μεταβλητές αυτές είναι στατιστικώς σημαντικές, η ηλικία της εταιρείας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, η φήμη του αναδόχου έκδοσης και το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρονται στο κοινό. Και οι τρεις αυτές μεταβλητές έχουν θετικό πρόσημο. Η ηλικία της εταιρείας και η φήμη του αναδόχου έκδοσης όμως έχουν πρόσημο αντίθετο από εκείνο που αναμέναμε, όπως το είχαμε εκφράσει με τις υποθέσεις  $Y_2$  και  $Y_4$ . Παρόμοια συμπεράσματα εξάγονται και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις και τους παράγοντες που τις επηρεάζουν.

Θα πρέπει όμως να τονίσουμε ότι τα συμπεράσματά μας πιθανόν να ήταν διαφορετικά εάν δεν είχαμε αποκλείσει από το δείγμα μας τις δύο εκείνες εταιρείες που παρουσίαζαν υπερβολικά υψηλές αποδόσεις. Επίσης, θεωρούμε ότι η εξέταση μερικών ακόμη μεταβλητών θα μας οδηγούσε ίσως σε καλύτερη κατανόηση του κλάδου της ποντοπόρου ναυτιλίας. Τέτοιες μεταβλητές θα μπορούσαν να είναι τα αναμενόμενα κέρδη, όπως παρουσιάζονται σε ορισμένα ενημερωτικά φυλλάδια της αρχικής δημόσιας εγγραφής<sup>212</sup>, η χώρα προέλευσης της εταιρείας<sup>213</sup>, οι αποδόσεις κατά τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης και η φήμη του χρηματιστηρίου διαπραγμάτευσης. Επιπρόσθετα, θα μπορούσαμε ακόμη να εξετάσουμε μελλοντικά την αρχική υποτιμολόγηση των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που είναι εισηγμένες σε συγκεκριμένα χρηματιστήρια (να εξετάσουμε για παράδειγμα μόνο εκείνες που είναι εισηγμένες στο Όσλο, ή την Μαλαισία, ή την ανατολική Ασία), ή των εταιρειών που έχουν την έδρα τους σε συγκεκριμένες χώρες (τις ελληνικές ή τις σκανδιναβικές ξεχωριστά). Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει και η μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες σε διαφορετικά χρηματιστήρια και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους είναι αρνητική σε βάθος χρόνου.

---

<sup>212</sup> Το γεγονός ότι πολλές αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν πραγματοποιηθεί πολύ παλιά, σε συνδυασμό με την ανυπαρξία των ενημερωτικών φυλλαδίων μερικών εταιρειών σε γλώσσα κατανοητή καθιστά πολύ δύσκολη τη συλλογή στοιχείων για την εξέταση της μεταβλητής αυτής.

<sup>213</sup> Θα μπορούσαμε να εξετάσουμε μια μεταβλητή η οποία θα παίρνει την τιμή 1 αν η εταιρεία προέρχεται από χώρα με ναυτική παράδοση και την τιμή 0 αν όχι.

Στο επόμενο κεφάλαιο διαιρούμε το αρχικό δείγμα των 122 εταιριών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χώρα και εξετάζουμε την περίπτωση μόνο των ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Ακολουθώντας την ίδια μεθοδολογία, μελετάμε τις αρχικές αποδόσεις μόνο των ελληνικών εταιριών ποντοπόρου ναυτιλίας και τους παράγοντες που πιθανόν να τις επηρεάζουν, προκειμένου να εξάγουμε συμπεράσματα σημαντικά για την ελληνική οικονομία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**  
**Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΟΝΤΟΠΟΡΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ**

---

## **6.1 Εισαγωγή**

---

Στο προηγούμενο κεφάλαιο εξετάσαμε το φαινόμενο της αρχικής υποτιμολόγησης των μετοχών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και συγκεκριμένα των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Το εξεταζόμενο δείγμα μας αποτελείται από 122 επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο χρηματιστήριο παγκοσμίως κατά την περίοδο 1984-2008. Παρατηρήσαμε ότι για τις εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο αυτόν η τιμή προσφοράς της αρχικής δημόσιας εγγραφής είναι χαμηλότερη από την πραγματική, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται μεγάλες αρχικές αποδόσεις την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στα χρηματιστήρια. Η μέση αρχική απόδοση ήταν 7,30% ενώ η μέση προσαρμοσμένη αρχική απόδοση 6,35%, ποσοστά που, όπως είδαμε, είναι χαμηλότερα σε σχέση με εκείνα που βρίσκουν προηγούμενες μελέτες. Στη συνέχεια εξετάσαμε κάποιους παράγοντες προκειμένου να διαπιστώσουμε αν και σε ποιο βαθμό επηρεάζουν το ύψος των αρχικών αποδόσεων. Τα ευρήματά μας δείχνουν ότι η ηλικία της εταιρείας, η φήμη του αναδόχου έκδοσης, η περίοδος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής και το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών επί του συνόλου είναι παράγοντες που επηρεάζουν τόσο τις αρχικές όσο και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

Οι χώρες προέλευσης με τις περισσότερες εισηγμένες εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι η Ελλάδα, οι ΗΠΑ και η Νορβηγία. Στο παρόν κεφάλαιο θα ερευνήσουμε μόνο τις ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, καθώς αποτελούν σημαντικό τμήμα της ελληνικής οικονομίας. Το κεφάλαιο αυτό αποτελεί μια ακόμη καινοτομία της παρούσας διατριβής διότι δεν έχει γίνει καμία αντίστοιχη προσπάθεια παλαιότερα. Συμπληρώνει την υπάρχουσα παγκόσμια και εγχώρια βιβλιογραφία με την εξαγωγή συμπερασμάτων για έναν σημαντικό υποκλάδο των ναυτιλιακών μεταφορών, αλλά και για τις εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας μιας χώρας με μακροχρόνια παράδοση στη ναυτιλία.

Στόχος μας, στο παρόν κεφάλαιο, είναι να ερευνήσουμε αν οι ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, οι οποίες πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή, παρουσιάζουν τα ίδια χαρακτηριστικά με τις υπόλοιπες

επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου αλλά και άλλων κλάδων γενικότερα. Εξετάζουμε συνεπώς αν και αυτές παρουσιάζουν αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών τους, αλλά και αν οι παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος αυτής είναι οι ίδιοι με εκείνους που εντοπίσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Το δείγμα, που εξετάζουμε, αποτελείται από 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή την δεκαετή περίοδο από το 1999 έως και το 2008, είτε σε κάποιο χρηματιστήριο των ΗΠΑ, είτε στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Όπως και στο προηγούμενο κεφάλαιο, χρησιμοποιούμε κι εδώ το ίδιο μοντέλο, το οποίο βασίζεται σε θεωρίες σχετικές με την αρχική υποτιμολόγηση των αρχικών δημοσίων εγγραφών. Τα ευρήματά μας υποδεικνύουν ότι η ηλικία της εταιρείας και το μέγεθος αυτής κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής επηρεάζουν το ύψος των αρχικών αποδόσεων, ενώ οι αρχικές προσαρμοσμένες αποδόσεις επηρεάζονται από το μέγεθος της εταιρείας και τη φήμη του αναδόχου έκδοσης.

Οι περισσότερες ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας ασχολούνται είτε με τη μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου είτε με τη μεταφορά πετρελαίου. Το ύψος των μέσων αρχικών και προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων των ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου αυτού αλλά και άλλων κλάδων γενικότερα, είναι πολύ χαμηλό δείχνοντας ωριμότητα τόσο των εταιρειών αυτών όσο και των επενδυτών. Τα ευρήματά μας αναλύονται στο κεφάλαιο αυτό.

Το παρόν κεφάλαιο έχει την ακόλουθη δομή. Στο υποκεφάλαιο 6.2 περιγράφεται το δείγμα των ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που εξετάζεται, στο υποκεφάλαιο 6.3 παρέχονται πληροφοριακά στοιχεία για τις ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που απαρτίζουν το δείγμα και στο υποκεφάλαιο 6.4 η μεθοδολογία που ακολουθείται. Στο τμήμα 6.5 παρουσιάζονται περιγραφικά συμπεράσματα σχετικά με το δείγμα και τις μεταβλητές που εξετάζονται και στο τμήμα 6.6 τα αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης. Τέλος, το τμήμα 6.7 αποτελεί περίληψη του κεφαλαίου όπου τονίζονται τα βασικά συμπεράσματα.

---

## 6.2 Δείγμα

---

Το δείγμα μας απαρτίζεται από τις ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που περιλαμβάνονται στο αρχικό δείγμα των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που είναι πραγματοποιήσαν αρχική δημόσια εγγραφή σε διεθνή χρηματιστήρια. Πρόκειται για 25 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα, ανήκουν και διοικούνται από Έλληνες εφοπλιστές<sup>214</sup>.

---

### Πίνακας 6.1

#### Ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής

Στον πίνακα αυτόν παρουσιάζεται το σύνολο των αρχικών δημοσίων εγγραφών των ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν πραγματοποιηθεί στα χρηματιστήρια AMEX, του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και του NASDAQ.

Χρηματιστήριο	Αριθμός δημοσίων εγγραφών
AMEX	3
LSE	4
NASDAQ	11
NYSE	7
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>

---

Ο πίνακας 6.1 εμφανίζει τα χρηματιστήρια στα οποία έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή οι 25 αυτές εταιρείες ελληνικών συμφερόντων. Παρατηρούμε ότι οι περισσότερες ελληνικών συμφερόντων εταιρείες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν πραγματοποιηθεί στο NASDAQ, ένα σύνολο 11 αρχικών δημοσίων εγγραφών, ενώ ακολουθεί το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης με 7 αρχικές δημόσιες εγγραφές, το χρηματιστήριο του Λονδίνου με 4 αρχικές δημόσιες εγγραφές

---

<sup>214</sup> Οι εταιρείες αυτές παρουσιάζονται αναλυτικά στο παράρτημα VII.

και το AMEX με 3 αρχικές δημόσιες εγγραφές. Ο πιθανότερος λόγος για τον οποίο τα παραπάνω χρηματιστήρια είναι ελκυστικά για τις ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι το γεγονός ότι δεν έχουν πρόσθετους περιορισμούς και προϋποθέσεις για τις ξένες επιχειρήσεις.

Είναι εντυπωσιακό το γεγονός ότι ενώ σχεδόν το 20% του συνόλου των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας<sup>215</sup> είναι ελληνικών συμφερόντων, καμία από τις ελληνικές αυτές εταιρείες δεν είναι εισηγμένη στα ελληνικά χρηματιστήρια. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μέχρι πρότινος υπήρχε ουσιαστική δυσκολία εισαγωγής στο ελληνικό χρηματιστήριο λόγω της ύπαρξης ειδικών απαιτήσεων που έπρεπε να πληρούν οι υποψήφιοι προς εισαγωγή ναυτιλιακές εταιρείες. Τέτοιες απαιτήσεις αποτελούσαν μεταξύ άλλων οι ειδικές κατηγορίες ασφάλισης που έπρεπε να τηρούνται. Το ελληνικό χρηματιστήριο όμως κάνει φιλότιμες προσπάθειες για να προσελκύσει ναυτιλιακές εταιρείες σε αυτό, οι οποίες είτε θα πραγματοποιήσουν αρχικές δημόσιες προσφορές, είτε θα μετακινηθούν από άλλα χρηματιστήρια στα οποία είναι ήδη εισηγμένες. Οι ειδικές αυτές απαιτήσεις που υπήρχαν για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις καταργήθηκαν και πλέον οι προϋποθέσεις εισαγωγής αυτών είναι οι ίδιες με τις προϋποθέσεις εισαγωγής όλων των υπολοίπων εταιρειών.

Ο πίνακας 6.2 παρουσιάζει το δείγμα των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το έτος που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή. Παρατηρούμε ότι οι περισσότερες ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας πραγματοποίησαν αρχική δημόσια προσφορά κατά τα έτη 2005-2007, την περίοδο δηλαδή όπου υπήρχε έξαρση των αρχικών δημοσίων προσφορών στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας παγκοσμίως<sup>216</sup>.

---

<sup>215</sup> Σύμφωνα με τον πίνακα 4.3 στο κεφάλαιο 4.

<sup>216</sup> Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 4.



---

## Πίνακας 6.2

### Αριθμός εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής

Στον πίνακα αυτόν παρουσιάζεται το σύνολο των αρχικών δημοσίων εγγραφών των ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

---

Έτος	Αριθμός δημοσίων εγγραφών
1999	1
2002	1
2003	1
2004	2
2005	6
2006	6
2007	7
2008	1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>

---

Στον πίνακα 6.3 διαιρούμε το δείγμα των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν και ανάλογα με το χρηματιστήριο στο οποίο πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή. Παρατηρούμε αρχικά ότι δεν υπάρχει καμία ελληνική εταιρεία που να δραστηριοποιείται στον κλάδο των υπεράκτιων λειτουργιών. Περισσότερες από τις μισές ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας ανήκουν στον κλάδο της μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου (13 εταιρείες), και ακολουθεί ο κλάδος με τις εταιρείες που ασχολούνται με τις μεταφορές και υγρού και ξηρού χύδην φορτίου (6 εταιρείες). Ο αμέσως επόμενος πιο δημοφιλής κλάδος είναι εκείνος της μεταφοράς πετρελαίου με τέσσερις συνολικά εταιρείες. Στους υπόλοιπους δυο κλάδους της ποντοπόρου ναυτιλίας, ήτοι της μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και της μεταφοράς χημικών και αερίων, διακρίνουμε από μια ελληνική εταιρεία στον καθένα.

### Πίνακας 6.3

#### Αρχικές δημόσιες εγγραφές των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά κλάδο και ανά χρηματιστήριο

Στον πίνακα αυτόν παρουσιάζεται το σύνολο των αρχικών δημοσίων εγγραφών των ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν πραγματοποιηθεί στα χρηματιστήρια AMEX, του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και του NASDAQ ανά κλάδο δραστηριότητας της ποντοπόρου ναυτιλίας.

Χρηματιστήριο	Αριθμός δημοσίων εγγραφών					ΣΥΝΟΛΟ
	Εμπορευματο- κιβωτίων	Ξηρού φορτίου	Χημικών - Αερίου	Συν- δυασμένοι	Δεξαμενό- πλοίων	
AMEX	0	2	0	1	0	3
LSE	0	3	0	1	0	4
NYSE	1	4	0	0	2	7
NASDAQ	0	4	1	4	2	11
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>25</b>

### 6.3 Πληροφοριακά στοιχεία για τις ελληνικές εισηγμένες εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας

#### 6.3.1 Aegean Marine Petroleum Network Inc.

Η ελληνικών συμφερόντων εταιρεία του Δ. Μελισσανίδη ιδρύθηκε στις 6 Ιουνίου 2005 και από τις 8 Δεκεμβρίου 2006, όπου και ολοκληρώθηκε η αρχική δημόσια προσφορά των 14.375.000 κοινών μετοχών της, διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Πρόκειται για μια εταιρεία επιμελητειακής υποστήριξης (logistics) καυσίμων, η οποία προμηθεύει και εμπορεύεται διυλισμένα καύσιμα και λιπαντικά σε πλοία που βρίσκονται είτε σε λιμάνια είτε στη θάλασσα. Όντας προμηθευτής, η εταιρεία αυτή αγοράζει καύσιμα από διυλιστήρια, πετρελαιοπαραγωγούς ή άλλες πηγές τα οποία μεταπωλεί και παραδίδει στους τελικούς χρήστες χρησιμοποιώντας τα βυτιοφόρα και

τα δεξαμενόπλοιά της. Έχοντας κέντρα υπηρεσιών στην Ελλάδα, την Ευρώπη, τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, την Βόρεια και Νότια Αμερική και τη Σιγκαπούρη, η εταιρεία παρέχει υπηρεσίες σε διαφορετικές ομάδες χρηστών, όπως σε ωκεανοπόρα σκάφη (πετρελαιοφόρα, κρουαζιερόπλοια, φορτηγά, μεταφορικά), σε χειριστές σκαφών, σε εμπόρους καυσίμων, σε μεσίτες και σε άλλους χρήστες.

Τον Μάρτιο του 2010 ο στόλος της εταιρείας αποτελείτο από 42 συνολικά πλοία από τα οποία τα 37 είναι διπλού κύτους.

### **6.3.2 Capital Product Partners**

Η εταιρεία του Ε. Μαρινάκη ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της τον Μάρτιο του 2007. Έκτοτε οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο NASDAQ. Η εταιρεία έχει στην κατοχή της δεξαμενόπλοια τα οποία εκμισθώνει σε τρίτους με μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Μερικοί από τους ναυλωτές είναι από τις μεγαλύτερες εταιρείες παγκοσμίως, όπως είναι παραδείγματος χάριν η BP και η OSG. Ο στόλος της Capital Product Partners τον Απρίλιο του 2010 αποτελείτο από 19 συνολικά πλοία κατάλληλα για τη μεταφορά αργού και διυλισμένου πετρελαίου, όπως είναι η βενζίνη και το μαζούτ, αλλά και χημικών όπως είναι η αιθανόλη.

### **6.3.3 Danaos Corporation**

Η εταιρεία του Ι. Κούστα υπάρχει από το 1972 και στις 6 Οκτωβρίου 2006 πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η εταιρεία έχει στην κατοχή της πλοία για την μεταφορά εμπορευματοκιβωτίων (containerships), τα οποία εκμισθώνει σε άλλες εταιρείες που εκτελούν τακτικά δρομολόγια στην ανοικτή θάλασσα. Οι υπηρεσίες της δεν περιορίζονται γεωγραφικά σε κάποια συγκεκριμένη ζώνη και γι' αυτό μερικοί από τους πελάτες της είναι από τις μεγαλύτερες ναυτιλιακές εταιρείες παγκοσμίως, όπως είναι η Maersk, η COSCO, η Hanjin, η CMA-CGM, η MISC, η Yang Ming, η China Shipping, η Hyundai Merchant Marine Co., η United Arab Shipping Corp. (UASC) και η Zim Israel Integrated Shipping Services Ltd.

Η εταιρεία έχει πολλές θυγατρικές οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Λιβερία, την Κύπρο και την Σιγκαπούρη, στις οποίες συμμετέχει σε ποσοστό 100% και οι οποίες κατέχουν άμεσα ή έμμεσα τα πλοία του στόλου της.

Ο στόλος της αποτελείται από 42 πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων συνολικής χωρητικότητας 177.229 TEU (twenty foot equivalent), ενώ μέχρι το τέλος του 2012 θα παραλάβει άλλα 26 πλοία, καθιστώντας την μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες ιδιοκτητών πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων στον κόσμο σε όρους TEU.

#### **6.3.4 Diana Shipping Inc.**

Πρόκειται για την εταιρεία συμφερόντων του Σ. Παληού, η οποία ιδρύθηκε το 2005 και η οποία συναλλάσσεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από τις 18 Μαρτίου 2005. Το Δεκέμβριο του 2005 και τον Ιούνιο του 2006 ολοκλήρωσε δύο ακόμα δημόσιες προσφορές από τις οποίες αποκόμισε 63,09 εκ.\$ και 71,65 εκ.\$ αντίστοιχα.

Η εταιρεία, μαζί με τις θυγατρικές της δραστηριοποιείται στις θαλάσσιες μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου (dry bulk cargoes), όπως είναι το μέταλλευμα σιδήρου, ο άνθρακας, το σιτάρι και άλλα υλικά, μέσω της κατοχής και εκμετάλλευσης πλοίων ειδικών για τη μεταφορά τέτοιου είδους φορτίων.

Ο στόλος της τον Απρίλιο του 2010 αποτελείται από 22 συνολικά πλοία μεταφοράς στέρεων χύδην φορτίων, 14 Panamax και 8 Capesize, συνολικής χωρητικότητας περίπου 2,4 εκατομμύρια dwt, ενώ αναμένει να παραλάβει ακόμα δύο μέχρι το τέλος του 2012. Τον Ιανουάριο του 2010 ίδρυσε την Diana Containerships Inc με την οποία στοχεύει να διεισδύσει και στον κλάδο μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων.

#### **6.3.5 Dryships**

Η εταιρεία του Γ. Οικονόμου ιδρύθηκε το 2004 και από το 2005 διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Δραστηριοποιείται σε δύο τομείς, στον κλάδο της μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου (σιδηρομεταλλεύματος, άνθρακα κ.ά.) και της εξόρυξης πετρελαίου μέσω ειδικών θαλάσσιων πλατφορμών. Τον Απρίλιο του 2010 ο

στόλος της στον τομέα της μεταφοράς ξηρού φορτίου περιλάμβανε 39 πλοία συνολικής χωρητικότητας 3,4 εκ. dwt. Επτά από τα πλοία αυτά είναι τύπου Capesize, 28 τύπου Panamax, 2 Supramax και 2 ακόμη Panamax που βρίσκονται υπό κατασκευή. Ο κλάδος των θαλάσσιων γεωτρήσεων περιλαμβάνει 2 πλατφόρμες γεώτρησης, ενώ τέσσερις ακόμη έχουν παραγγελθεί και κατασκευάζονται.

### **6.3.6 Euroseas**

Η εταιρεία αυτή ιδρύθηκε το 2005 από την οικογένεια Πίττα, μια οικογένεια με μακροχρόνια παράδοση στην ναυτιλία και από το 2007 διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Η εταιρεία κατέχει και εκμεταλλεύεται μέσω της Eurobulk Ltd πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου και πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων. Ο στόλος της αποτελείται από 15 συνολικά πλοία, από τα οποία τα πέντε είναι πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου συνολικής χωρητικότητας 331.808 dwt, τα εννέα είναι πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων χωρητικότητας 15.779 TEU και ένα πλοίο πολλαπλών χρήσεων χωρητικότητας 22.568 dwt ή 950 TEU.

### **6.3.7 Excel Maritime Carriers Ltd.**

Η εταιρεία συμφερόντων του Γ. Παναγιωτίδη ιδρύθηκε το 1988 και το 1989 εισήχθη στο American Stock Exchange (AMEX) και στο NASDAQ με την επωνυμία B+H Maritime Carriers Ltd. Τον Οκτώβριο του 1997 σταμάτησε τη λειτουργία της και το Μάιο του 1998 μετονομάστηκε σε Excel Maritime Carriers Ltd και άρχισε να επαναλειτουργεί. Από το 1999 διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Η εταιρεία κατέχει πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου (dry bulk vessels) και παρέχει υπηρεσίες θαλάσσιες μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου (dry bulk) σε παγκόσμιο επίπεδο. Παραδείγματα τέτοιων εμπορευμάτων αποτελούν το μέταλλευμα σιδήρου, ο γαιάνθρακας, τα σιτηρά καθώς και ο βωξίτης, ο χάλυβας και το λίπασμα.

Η διαχείριση των πλοίων της εταιρείας – τεχνική υποστήριξη, ανθρώπινο δυναμικό, χρηματοοικονομική διοίκηση - πραγματοποιείται από την ελληνικών συμφερόντων θυγατρική της εταιρεία Maryville Maritime Inc., την οποία κατέχει σε

ποσοστό 100%. Η εταιρεία κατέχει επίσης το σύνολο των μετοχών της εταιρείας Point Holding Ltd.

Το 2008 εξαγόρασε την συμφερόντων του Σ. Μόλαρη ελληνική εταιρεία Quintana Maritime δημιουργώντας έτσι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες θαλάσσιας μεταφοράς ξηρού φορτίου παγκοσμίως.

Ο στόλος της την 10 Μαρτίου 2010 αποτελείτο από 47 πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, εκ των οποίων τα 5 είναι τύπου Capesize, τα 14 τύπου Kamsarmax, τα 21 τύπου Panamax, τα 2 τύπου Supramax και τα 5 τύπου Handymax, συνολικής χωρητικότητας περίπου 3,9 εκ. dwt.

### **6.3.8 Freeseas**

Η εταιρεία συμφερόντων του Ι. Βαρουζάκη και του Β. Ρέστη ιδρύθηκε με το όνομα Adventure Holdings SA. και διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Δραστηριοποιείται στις μεταφορές ξηρού φορτίου μέσω της θυγατρικής της εταιρείας Free Bulkers. Ο στόλος της αποτελείται από 10 συνολικά πλοία τύπου Handysize και Handymax.

### **6.3.9 Goldenport Holdings**

Η εταιρεία συμφερόντων του Π. Δράγνη ιδρύθηκε το 2005 και διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου από τον Απρίλιο του 2006. Δραστηριοποιείται στις μεταφορές εμπορευματοκιβωτίων και ξηρού χύδην φορτίου. Τον Απρίλιο του 2010 είχε στην κατοχή της 23 πλοία, 11 εμπορευματοκιβωτιοφόρα συνολικής χωρητικότητας 31.512 TEU και 12 πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου χωρητικότητας 755.758 dwt.

### **6.3.10 Global Oceanic Carriers**

Η εταιρεία ιδρύθηκε τον Δεκέμβριο του 2004 από τον Β. Βιντιάδη και ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της στο χρηματιστήριο του Λονδίνου το 2005. Δραστηριοποιείται στις μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου όπως

σιδηρομεταλλεύματα, άνθρακα, βωξίτη κ.ά. Ο στόλος της αποτελείται από επτά πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου συνολικής χωρητικότητας 456.273 dwt, η τεχνική διοίκηση των οποίων ασκείται από την θυγατρική της Antares Ship Management. Τον Ιούνιο του 2008 η εταιρεία εξαγοράστηκε από την Newport Holdings και τον Ιούλιο του ίδιου χρόνου σταμάτησε να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

### **6.3.11 Globus Maritime**

Η Globus Maritime ιδρύθηκε το 2006 από τους Γ. Φειδάκη και Γ. Καραγεωργίου και δραστηριοποιείται στις μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου όπως άνθρακα, τσιμέντο, σιτάρι κ.ά.. Τον Ιούνιο του 2007 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της στο χρηματιστήριο του Λονδίνου αντλώντας περίπου 50 εκ. δολάρια ΗΠΑ, για την οποία τιμήθηκε με το βραβείο «Διεθνούς αρχικής δημόσιας εγγραφής» (“IPO of the Year”) τον Ιανουάριο του 2008. Τον Απρίλιο του 2010 η εταιρεία είχε δύο πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου συνολικής χωρητικότητας 126.429 dwt. Η τεχνική διοίκηση των πλοίων αυτών ασκείται από την θυγατρική της Globus Shipmanagement Corporation.

### **6.3.12 Hellenic Carriers**

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1971 από τον Κ. Διαμαντή και δραστηριοποιείται και αυτή στις ποντοπόρους μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου. Ο στόλος της αποτελείται από έξι πλοία συνολικής χωρητικότητας 372.742 dwt, 4 τύπου Panamax, ένα τύπου Supramax και ένα τύπου Handymax, τα οποία διοικούνται από την θυγατρική της εταιρεία Hellenic Shipmanagement Corporation. Από το 2007 οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου.

### **6.3.13 Navios Maritime Holdings Inc.**

Η εταιρεία συμφερόντων της Α. Φράγκου ιδρύθηκε αρχικά το 1954 από την United States Steel για να μεταφέρει μεταλλεύματα σιδήρου από τη Βενεζουέλα και

τον Καναδά στις Ηνωμένες Πολιτείες. Σιγά σιγά όμως μεταβλήθηκε και το 2005 πήρε τη σημερινή μορφή της.

Η εταιρεία ασχολείται με την διαχείριση πλοίων και τις εγκαταστάσεις λιμένων. Η πρώτη περίπτωση περιλαμβάνει την μεταφορά και διακίνηση πληθώρας στέρεων χύδην φορτίων, όπως μεταλλεύματα σιδήρου, γαιάνθρακα, σιτηρών και λιπασμάτων, είτε μόνη της με τα πλοία που έχει στην κατοχή της, είτε ναυλώνοντας σε τρίτους τα πλοία της. Μερικοί από τους ναυλωτές της είναι από τις μεγαλύτερες εταιρείες, όπως είναι οι BHP Billiton, Cargill International, Mitsui O.S.K. Lines και COSCO Bulk Carrier Co. Ο δεύτερος τομέας δραστηριότητάς της περιλαμβάνει τη διαχείριση των λιμένων και των εγκαταστάσεων και αποθηκών αυτών.

Ο στόλος της το Δεκέμβριο του 2009 αποτελείτο από 13 πλοία τύπου Handymax, 4 τύπου Panamax, 15 τύπου Capesize, 1 τύπου Handysize. Την ίδια περίοδο λειτουργούσε και 37 μισθωμένα πλοία.

#### **6.3.14 Newlead Holdings**

Πρόκειται για την πρώην Aries Maritime Transport Limited που εξαγοράστηκε το 2009 από την ναυτιλιακή εταιρεία Grand Union των Ν. Φιστέ και Μ. Ζολώτα και μετονομάστηκε σε Newlead Holdings. Η αρχική εταιρεία είναι αποτέλεσμα της πολύχρονης συνεργασίας των Γ. Πετρίδη και Μ. Bolin που ξεκίνησε το 1990 με την κατοχή και λειτουργία πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου, ειδικότερα ζάχαρης και σιτηρών. Η Newlead Holdings δραστηριοποιείται κυρίως στην μεταφορά προϊόντων πετρελαίου, ταυτόχρονα όμως λειτουργεί και πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου και εμπορευματοκιβωτίων. Τον Ιούνιο του 2005 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της και έκτοτε διαπραγματεύεται στο NASDAQ.

#### **6.3.15 Oceanaut**

Η εταιρεία ιδρύθηκε από τον Β. Παναγιωτίδη το 2006 και είναι θυγατρική της εισηγμένης στο NASDAQ Excel Maritime Carriers. Τον Φεβρουάριο του 2007 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της στο AMEX από το οποίο όμως σταμάτησε να διαπραγματεύεται τον Απρίλιο του 2009 λόγω του τερματισμού της λειτουργίας της. Κύρια δραστηριότητά της υπήρξε η μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου.



### **6.3.16 Oceanfreight**

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 2006 από τον Ι. Κανδυλίδη και από το 2007 διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Δραστηριοποιείται στις μεταφορές ξηρού χύδην και υγρού φορτίου με την κατοχή και εκμετάλλευση 9 πλοίων μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου και 4 πλοίων μεταφοράς υγρού φορτίου. Το Μάρτιο του 2010 ο στόλος της αριθμούσε 13 πλοία συνολικής χωρητικότητας 1,4 εκ. dwt. Ταυτόχρονα αναμένει την παραλαβή ενός πλοίου τύπου Capesize χωρητικότητας 180.263 dwt.

### **6.3.17 Omega Navigation Enterprises**

Η εταιρεία συμφερόντων του Γ. Κασσιώτη ιδρύθηκε το 2005 και από το 2006 διαπραγματεύεται στο NASDAQ και στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Δραστηριοποιείται στον κλάδο μεταφοράς των προϊόντων της διύλισης πετρελαίου, ενώ η τεχνική διαχείριση των πλοίων της ασκείται από εξωτερικές εταιρείες και από την θυγατρική της Omega Management. Ο στόλος της αποτελείται από 10 δεξαμενόπλοια διπλού κύτους συνολικής χωρητικότητας 596.358 dwt και μέσου όρου ηλικίας 4,5 έτη. Με την ολοκλήρωση των επενδυτικών της προγραμμάτων το 2012, ο στόλος της θα ενισχυθεί και θα έχει συνολικά 19 δεξαμενόπλοια χωρητικότητας 1,25 εκ. dwt.

### **6.3.18 Paragon Shipping**

Η Paragon Shipping του Μ. Βοδούρογλου ιδρύθηκε το 2006 και το 2007 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της και εισήχθηκε στο NASDAQ. Δραστηριοποιείται στη θαλάσσια μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου και από το Μάρτιο του 2010 διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Ο στόλος της αποτελείται από 11 πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, από τα οποία 7 είναι τύπου Panamax, 2 Handymax και 2 Supramax, συνολικής χωρητικότητας 719.483 dwt. Με την παραλαβή των δύο πλοίων που έχει παραγγείλει, η χωρητικότητα του στόλου της αναμένεται να αυξηθεί σε 1,2 εκ. dwt.

### **6.3.19 Quintana Maritime**

Η εταιρεία συμφερόντων του Σ. Μόλαρη δραστηριοποιείται στις μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου και εξαγοράστηκε το 2008 από την επίσης ελληνική ναυτιλιακή εταιρεία Excel Maritime Carriers. Έκτοτε λειτουργεί ως θυγατρική της αγοράστριας εταιρείας και έχει σταματήσει να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο NASDAQ, όπου είχε πραγματοποιήσει την αρχική δημόσια εγγραφή της

### **6.3.20 Safe Bulkers**

Η εταιρεία συμφερόντων του Π. Χατζηγιωάννου ιδρύθηκε το 2007 και από τον Μάιο του 2008 διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην μεταφορά ξυρού χύδην φορτίου και ο στόλος της τον Απρίλιο του 2010 συμπεριλάμβανε 15 πλοία χωρητικότητας 1,3 εκ. dwt. Η εταιρεία αναμένει έξι ακόμα φορτηγά πλοία μέχρι το τέλος του 2012 που θα αυξήσουν σημαντικά την συνολική χωρητικότητα του στόλου της.

### **6.3.21 Seanergy Maritime Holdings**

Η εταιρεία συμφερόντων του Γ. Κουτσολιούτσου ιδρύθηκε το 2006 ως Seanergy Maritime Corporation και δραστηριοποιείται στις θαλάσσιες μεταφορές ξηρού χύδην φορτίου. Τον Σεπτέμβριο του 2007 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της στο χρηματιστήριο AMEX, από τον Οκτώβριο του 2008 όμως οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο NASDAQ. Το 2009 ο Β. Ρέστης έγινε μέτοχος της εταιρείας αγοράζοντας το μερίδιο των Πάνου και Σίμου Ζαφέν. Ο στόλος της τον Μάρτιο του 2010 περιλάμβανε 11 πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου συνολικής χωρητικότητας 1,04 εκ. dwt.

### **6.3.22 Star Maritime Acquisition Corporation**

Η εταιρεία συμφερόντων των Α. Τσιριγκάκη και Π. Παππά ιδρύθηκε το 2005 και δραστηριοποιείται στην μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου και πετρελαίου. Από το

2006, οπότε και ολοκληρώθηκε η αρχική δημόσια εγγραφή της στο AMEX μέχρι τον Δεκέμβριο του 2007 όπου συγχωνεύτηκε με την θυγατρική της εταιρεία οι μετοχές της διαπραγματεύονταν στο AMEX. Έκτοτε μετονομάστηκε σε Star Bulk Carriers και διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Τον Απρίλιο του 2010 ο στόλος της αριθμούσε 11 πλοία μεταφοράς ξηρού φορτίου, 3 τύπου Capesize και 8 τύπου Supramax, συνολικής χωρητικότητας 1,1 εκ. dwt. Το 2011, οπότε και αναμένεται να παραληφθούν τα 2 πλοία τύπου Capesize που έχουν παραγγελθεί, η συνολική χωρητικότητα θα αυξηθεί κατά 360.000 dwt.

### **6.3.23 Stealthgas**

Η εταιρεία ιδρύθηκε από τον Χ. Βαφειά το 2004 και δραστηριοποιείται στις μεταφορές υγροποιημένων προϊόντων πετρελαίου (LPG) και πετροχημικών. Ο στόλος της αποτελείται από 35 πλοία μεταφοράς υγροποιημένων προϊόντων (LPG) συνολικής χωρητικότητας 158.704 cmb, ενώ ταυτόχρονα αναμένει την παραλαβή πέντε ακόμη πλοίων LPG μέσα στα έτη 2011 και 2012. Η Stealthgas κατέχει την πρώτη θέση παγκοσμίως ως ιδιοκτήτρια των περισσότερων πλοίων LPG χωρητικότητας 3.000 έως 8.000 cmb. Από τον Ιούλιο του 2005 οι μετοχές της διαπραγματεύονται στο NASDAQ.

### **6.3.24 Top Ships**

Η εταιρεία ιδρύθηκε από τον Ε. Πιστιόλη το 2000 με το όνομα Top Tankers και μετονομάστηκε σε Top Ships το 2007. Το 2004 ολοκλήρωσε την αρχική δημόσια εγγραφή της και έκτοτε διαπραγματεύεται στο NASDAQ. Δραστηριοποιείται κυρίως στον κλάδο μεταφοράς υγρού φορτίου και πετρελαίου, ταυτόχρονα όμως εκμεταλλεύεται και πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, μέσω της θυγατρικής της Top Tanker Management Inc. Ο στόλος της αριθμεί 13 συνολικά πλοία τον Απρίλιο του 2010, τα 8 από τα οποία είναι πλοία μεταφοράς υγρού φορτίου τύπου Handymax με μέσο όρο ηλικίας τα δύο έτη και τα υπόλοιπα 5 είναι πλοία μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου με μέσο όρο ηλικίας τα 8,4 έτη. Η συνολική χωρητικότητα του στόλου της υπολογίζεται σε 720.000 dwt.

### 6.3.25 Tsakos Energy Navigation Limited

Η εταιρεία ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 1993 με την επωνυμία Maritime Investment Fund Ltd από την οικογένεια Παναγιώτη και Νίκου Τσάκου. Τον Δεκέμβριο του 1993 εισήχθη στο χρηματιστήριο του Όσλο μετά την αρχική δημόσια εγγραφή των μετοχών της. Τον Ιούλιο του 2001 άλλαξε την επωνυμία της στη σημερινή και στις 5 Μαρτίου 2002 με την ολοκλήρωση της δεύτερης αρχικής δημόσιας εγγραφής των μετοχών της εισήχθη στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην παροχή υπηρεσιών θαλάσσιων μεταφορών αργού πετρελαίου, πετρελαϊκών προϊόντων και φυσικού αερίου σε πληθώρα εταιρειών και διυλιστηρίων μέσω συμβολαίων ναυλώσεων. Η διοίκηση της εταιρείας ασκείται από την Tsakos Energy Management Ltd.

Αποτελεί ίσως την μεγαλύτερη ελληνική ναυτιλιακή εταιρεία έχοντας την κατοχή της 46 πλοία<sup>217</sup>, όλα διπύθμενα (double hull) χωρητικότητας περίπου 5 εκ. dwt. Από τα πλοία αυτά, 3 είναι τύπου VLCC, 9 τύπου Suezmax, 12 τύπου Aframax, 7 τύπου Panamax, 6 τύπου Handymax MR2 μεταφοράς διαφόρων προϊόντων, 8 τύπου Handysize MR1 μεταφοράς διαφόρων προϊόντων και 1 τύπου LNG μεταφοράς υγροποιημένων αερίων. Το επενδυτικό πρόγραμμα της εταιρείας αναμένει 3 ακόμη πλοία συνολικής χωρητικότητας 400.000 περίπου dwt.

---

## 6.4 Μεθοδολογία

---

Προκειμένου να ελέγξουμε την ύπαρξη υποτιμολόγησης και το βαθμό αυτής όσον αφορά τις ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας χρησιμοποιούμε τους τύπους των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων, όπως περιγράφηκαν στο κεφάλαιο 4 (τύπος 1 και 2). Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης. Στην περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων όμως, επειδή το δείγμα αποτελείται μόνο από 25 εταιρείες οι οποίες όλες είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του εκάστοτε χρηματιστηρίου, είναι

---

<sup>217</sup> Τον Απρίλιο του 2010.

άσκοπο να ερευνήσουμε αν και πόσο επηρεάζει την υποτιμολόγηση η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία πραγματοποιήθηκαν οι αρχικές δημόσιες εγγραφές. Για τις ελληνικές επιχειρήσεις επομένως θα εξετάσουμε τα ακόλουθα δυο μοντέλα:

$$IR = \alpha + b_1AGE_i + b_2SIZE_i + b_3UR_i + b_4H/C_i + b_5OWN_i + \varepsilon_i \quad [5]$$

και

$$MAIR = \alpha + b_1AGE_i + b_2SIZE_i + b_3UR_i + b_4H/C_i + b_5OWN_i + \varepsilon_i \quad [6]$$

όπου

IR: η αρχική απόδοση της εταιρείας που πραγματοποιεί την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής από την ημερομηνία εγγραφής ως το τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

και

MAIR: η αρχική απόδοση της εταιρείας προσαρμοσμένη στις μεταβολές της αγοράς, η οποία ορίζεται ως η αρχική απόδοση μείον την αντίστοιχη ποσοστιαία μεταβολή του ανάλογου γενικού δείκτη.

Παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές που εξετάζονται είναι οι ίδιες που εξετάστηκαν και για το σύνολο των 122 εταιρειών, πλην όμως της μεταβλητής της αγοράς στην οποία πραγματοποίησε αρχική δημόσια εγγραφή η εξεταζόμενη εταιρεία. Οι υποθέσεις αναφορικά με η σχέση των ανεξάρτητων μεταβλητών και της εξαρτημένης είναι και εδώ οι ίδιες και συνοψίζονται στον πίνακα 6.4.

**Πίνακας 6.4**

**Περίληψη ανεξάρτητων μεταβλητών**

<b>a/a</b>	<b>Μεταβλητή</b>	<b>Συντομογραφία μεταβλητής</b>	<b>Αναμενόμενη επίδραση</b>	<b>Είδος μεταβλητής</b>
1	Ηλικία εταιρείας	AGE	-	Συνεχής
2	Μέγεθος της εταιρείας	SIZE	-	Συνεχής
3	Φήμη του αναδόχου έκδοσης	UR	-	1 αν γνωστός ο ανάδοχος έκδοσης
4	Εισαγωγή σε ευνοϊκή ή μη ευνοϊκή περίοδο	H/C	+	1 αν σε ευνοϊκή περίοδο
5	Ποσοστό μετοχών που δόθηκαν με την αρχική δημόσια εγγραφή	OWN	+	Συνεχής

Αναμένουμε λοιπόν να έχουμε αρνητική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της ηλικίας της εταιρείας, του μεγέθους της εταιρείας και της φήμης του αναδόχου έκδοσης, ενώ αναμένουμε να έχουμε θετική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και της πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε ευνοϊκή περίοδο, αλλά και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

---

## **6.5 Ανάλυση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων**

---

Το πάνελ Α του πίνακα 6.5 παρουσιάζει την κατανομή των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων. Υπάρχουν 12 αρνητικές αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις αντίστοιχα, και όλες κυμαίνονται σε χαμηλά σχετικά ποσοστά, μεταξύ -6% και 0. Οι περισσότερες αποδόσεις, τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες είναι θετικές και κυμαίνονται μεταξύ 0 και 10%. Αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις μεγαλύτερες από 10% παρουσίασαν μόνο τρεις και τέσσερις εταιρείες αντίστοιχα.

Το πάνελ Β του πίνακα 6.5 εμφανίζει περιγραφικά στοιχεία για τις αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των 25 ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Παρατηρούμε ότι οι τιμές των διαμέσων δεν είναι πολύ χαμηλότερες από αυτές των αριθμητικών μέσων. Ενώ οι αριθμητικοί μέσοι των αρχικών και προσαρμοσμένων αποδόσεων είναι 2,30% και 2,13% αντίστοιχα, οι διάμεσοι είναι 0,67% και 0,91%, μια διαφορά της τάξεως του δύο τοις εκατό. Οι τυπικές αποκλίσεις τόσο των αρχικών όσο και των προσαρμοσμένων αποδόσεων φανερώνουν ότι υπάρχει πολύ μικρή διασπορά των αποδόσεων γύρω από τους αριθμητικούς μέσους, οι περισσότερες τιμές δηλαδή δεν αποκλίνουν πολύ από τον αριθμητικό μέσο. Τέλος, η τιμή των συντελεστών ασυμμετρίας και κύρτωσης δείχνουν ότι οι καμπύλες των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων έχουν λεπτόκυρτη μορφή και παρουσιάζουν έντονη θετική ασυμμετρία.

## Πίνακας 6.5

### Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αρχικών Αποδόσεων των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας

Η αρχική απόδοση (IR) μετράει το βαθμό της αρχικής υποτιμολόγησης και υπολογίζεται ως  $IR_i = (P_1 - P_0) / P_0$  ενώ η προσαρμοσμένη αρχική απόδοση είναι η αρχική απόδοση προσαρμοσμένη κατά τις μεταβολές της αγοράς, όπως αυτές εκφράζονται με τη μεταβολή του γενικού δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου και υπολογίζεται ως  $MAIR = [(P_1 - P_0) / P_0 - (MI_1 - MI_0) / MI_0]$ .

#### Πάνελ Α: Κατανομή των Αρχικών και των Προσαρμοσμένων Αποδόσεων

Κατανομή	IR	MAIR
Μικρότερη από -10,00%	0	0
-10 < $\chi$ ≤ 0	12	12
0 < $\chi$ ≤ 10	9	9
10 < $\chi$ ≤ 20	3	2
20 < $\chi$ ≤ 30	1	2
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>25</b>

#### Πάνελ Β: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εισηγμένων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας

	IR	MAIR
Αριθμητικός Μέσος (%)	2,30	2,13
Διάμεσος (%)	0,67	0,91
Μέγιστο (%)	24,42	24,46
Ελάχιστο (%)	-9,57	-9,74
Τυπική Απόκλιση (%)	7,92	8,94
Ασυμμετρία	1,255	1,007
Κύρτωση καμπύλης	4,202	3,601
Αριθμός παρατηρήσεων	<b>25</b>	<b>25</b>



Ο πίνακας 6.6 παρουσιάζει τις μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Βλέπουμε ότι το 1999 και το 2004 οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις έχουν τις μεγαλύτερες και χαμηλότερες τιμές αντίστοιχα, δεν είναι όμως ενδεικτικές καθώς και στα δύο αυτά έτη πραγματοποιήθηκε μόνο μια αρχική δημόσια εγγραφή. Τα έτη που πραγματοποιούνται πολλές αρχικές δημόσιες εγγραφές, δηλαδή την τριετία 2005-2007, η αρχική υποτιμολόγηση είναι θετική και συγκεκριμένα το έτος 2007 που έχουμε τις περισσότερες δημόσιες εγγραφές έχει μέση τιμή 3,48%.

**Πίνακας 6.6**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά έτος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

Έτος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR			MAIR		
		Αριθμητικός Μέσος (%)	Θετικές τιμές	Αρνητικές τιμές	Αριθμητικός Μέσος (%)	Θετικές τιμές	Αρνητικές τιμές
1999	1	19,00	1	0	22,99	1	0
2002	1	0,67	1	0	-0,86	0	1
2003	1	5,00	1	0	2,40	1	0
2004	2	-2,73	0	2	-4,98	0	2
2005	6	1,57	3	3	2,79	4	2
2006	6	0,84	3	3	1,18	3	3
2007	7	3,48	4	3	2,68	4	3
2008	1	-0,53	0	1	-3,90	0	1
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>2,13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>

Ο πίνακας 6.7 εμφανίζει τις μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το χρηματιστήριο στο οποίο πραγματοποιήσαν αρχική δημόσια εγγραφή. Βλέπουμε ότι στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης η μέση αρχική και προσαρμοσμένη απόδοση είναι 5,66% και 4,92% αντίστοιχα, ενώ στο NASDAQ είναι χαμηλότερες κατά δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες (2,33% και 2,75% αντίστοιχα). Στο χρηματιστήριο του Λονδίνου οι αρχικές και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις έχουν θετικές τιμές αλλά πιο χαμηλές από τα δυο παραπάνω χρηματιστήρια (1,95% και 0,32%) ενώ στο AMEX τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι αρνητικές.

**Πίνακας 6.7**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής**

Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	Τυπική		MAIR (%)	Τυπική απόκλιση MAIR (%)
		IR (%)	απόκλιση IR (%)		
AMEX	3	-5,19	4,29	-4,24	6,14
LSE	4	1,95	3,12	0,32	6,81
New York Stock Exchange	7	5,66	7,90	4,92	9,24
NASDAQ	11	2,33	9,05	2,75	9,93
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>7,93</b>	<b>2,13</b>	<b>8,94</b>

Ο πίνακας 6.8 παρουσιάζει τις αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο αυτές ανήκουν. Τόσο οι αρχικές, όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στον κλάδο μεταφοράς πετρελαίου είναι κατά πολύ υψηλότερες με ποσοστό 8,41% και 7,96% αντίστοιχα. Ακολουθεί ο κλάδος της μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου με αντίστοιχα ποσοστά της τάξεως του 2,34% και 1,91%. Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη μεταφορά τόσο υγρού όσο και

ξηρού φορτίου παρουσιάζουν αποδόσεις πολύ κοντά στο μηδέν, με τις μέσες αρχικές αποδόσεις να είναι αρνητικές και τις μέσες προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις να είναι θετικές. Οι υπόλοιποι δύο κλάδοι της ποντοπόρου ναυτιλίας περιλαμβάνουν από μια εταιρεία ο καθένας, και συνεπώς οι μέσες αποδόσεις προκύπτουν μόνο από την μια αυτή εταιρεία<sup>218</sup> και συνεπώς δεν μπορούμε να θεωρήσουμε συγκρίσιμες τις τιμές των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων.

Από τα πάνελ Β, Γ, Δ και Ε του πίνακα 6.8 συμπεραίνουμε ότι οι διαφορές μεταξύ των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων του κάθε κλάδου δεν είναι στατιστικώς ουσιώδεις σε κανένα επίπεδο σημαντικότητας.

**Πίνακας 6.8**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιήσαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε πέντε ομάδες ανάλογα με το είδος του φορτίου που μεταφέρουν. Πάνελ Β, Γ, Δ, Ε: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, οι τιμές p-values είναι στις παρενθέσεις, \*\*\* : αν 0,001-0,009, \*\* : αν 0,010-0,049, \* : αν 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν**

Κλάδος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Εμπορευματοκιβωτίων	1	-0,71	-0,71	-0,44	-0,44
Ξηρού φορτίου	13	2,34	0,49	1,91	2,78
Χημικών - Αερίου	1	-4,83	-4,83	-3,88	-3,88
Συνδυασμένοι	6	-0,17	1,61	0,14	1,97
Δεξαμενόπλοιων	4	8,41	7,55	7,96	5,06
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>0,67</b>	<b>2,13</b>	<b>0,91</b>

<sup>218</sup> Στην ουσία οι μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις συμπίπτουν με τις αποδόσεις της εταιρείας αυτής.

**Πάνελ Β: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του IR**

	<b>Εμπορευματο- κιβωτίων</b>	<b>Χημικών - Αερίου</b>	<b>Συνδυασμένοι</b>	<b>Δεξαμενό- πλοιων</b>
<b>Συνδυασμένοι</b>	-0,091 (0,931)	-0,785 (0,468)		
<b>Δεξαμενόπλοιων</b>	-0,599 (0,591)	-0,869 (0,449)	-1,414 (0,195)	
<b>Ξηρού φορτίου</b>	-0,433 (0,672)	1,016 (0,329)	0,792 (0,439)	-1,233 (0,237)

**Πάνελ C: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του IR**

	<b>Εμπορευματο- κιβωτίων</b>	<b>Χημικών - Αερίου</b>	<b>Συνδυασμένοι</b>	<b>Δεξαμενό- πλοιων</b>
<b>Συνδυασμένοι</b>	0,250 (0,803)	0,750 (0,453)		
<b>Δεξαμενόπλοιων</b>	0,354 (0,724)	0,354 (0,724)	0,533 (0,594)	
<b>Ξηρού φορτίου</b>	0,000 (1,000)	1,240 (0,215)	0,219 (0,826)	0,623 (0,533)

**Πάνελ Δ: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του MAIR**

	<b>Εμπορευματο- κιβωτίων</b>	<b>Χημικών - Αερίου</b>	<b>Συνδυασμένοι</b>	<b>Δεξαμενό- πλοιων</b>
<b>Συνδυασμένοι</b>	-0,080 (0,939)	0,553 (0,604)		
<b>Δεξαμενόπλοιων</b>	-0,598 (0,592)	-0,842 (0,461)	-1,294 (0,232)	
<b>Ξηρού φορτίου</b>	0,246 (0,809)	0,606 (0,556)	0,419 (0,680)	-1,060 (0,306)

**Πάνελ Ε: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του MAIR**

	<b>Εμπορευματο- κιβωτίων</b>	<b>Χημικών - Αερίου</b>	<b>Συνδυασμένοι</b>	<b>Δεξαμενό- πλοιων</b>
<b>Συνδυασμένοι</b>	0,250 (0,803)	0,250 (0,803)		
<b>Δεξαμενόπλοιων</b>	-0,354 (0,724)	1,061 (0,289)	0,746 (0,456)	
<b>Ξηρού φορτίου</b>	0,000 (1,000)	0,496 (0,619)	0,307 (0,759)	0,962 (0,336)

Στο πάνελ Α του πίνακα 6.9 διαιρούμε το δείγμα των 25 ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας σε δυο υποκατηγορίες ανάλογα με την ηλικία που είχαν όταν πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή. Όλες οι ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, εκτός από τέσσερις, πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά τον πρώτο ή τον δεύτερο χρόνο λειτουργίας τους. Επομένως, κατατάσσουμε ως μικρές σε ηλικία τις εταιρείες που λειτουργούσαν μέχρι και 3 χρόνια από την ίδρυσή τους έως την αρχική δημόσια εγγραφή, ενώ ως μεγάλες σε ηλικία κατατάσσουμε τις εταιρείες που λειτουργούσαν από 4 χρόνια και πάνω. Σε αντίθεση με τους Ritter (1984), τους Nazir και Zin (1998), τον Kiyamaz (2000) και τους Kaneko και Pettway (2003), τα ευρήματά μας δείχνουν ότι οι εταιρείες που είναι μεγαλύτερες σε ηλικία έχουν μεγαλύτερο βαθμό υποτιμολόγησης. Επίσης βλέπουμε ότι οι προσαρμοσμένες αποδόσεις των νεαρών εταιρειών είναι ελάχιστα αρνητικές, γεγονός που υποδεικνύει ότι οι αρχικές εγγραφές τους έγιναν σε ευνοϊκή περίοδο όπου οι δείκτες των χρηματιστηρίων έχουν ανοδική πορεία. Θα πρέπει εδώ να αναφερθούμε στο ότι οι εταιρείες που είχαν ηλικία άνω των 4 ετών κατά την αρχική δημόσια προσφορά είναι μόνο τέσσερις από τις 25, γεγονός που επηρεάζει σημαντικά τον αριθμητικό μέσο των αποδόσεων.

Στο πάνελ Β του πίνακα 6.9 παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα των γνωστών μη παραμετρικών τεστ προκειμένου να διαπιστώσουμε αν οι διαφορές μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων είναι σημαντικές. Παρατηρούμε ότι οι διαφορές μεταξύ των αριθμητικών μέσων των αρχικών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων θεωρούνται σημαντικές σε επίπεδο 1% και οι διαφορές μεταξύ των διαμέσων των αρχικών αποδόσεων είναι σημαντικές σε επίπεδο 10%.

### Πίνακας 6.9

#### Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την ηλικία τους

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης; MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε τρεις ομάδες ανάλογα με τα έτη λειτουργίας κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πάνελ Β: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

#### Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με την ηλικία

Ηλικία	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Μικρές σε ηλικία εταιρείες 0-3 χρόνια	21	0,55	-0,53	0,18	-0,44
Μεγάλες σε ηλικία εταιρείες 4 χρόνια και άνω	4	11,48	12,57	12,35	15,58
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>0,67</b>	<b>2,13</b>	<b>0,91</b>

#### Πάνελ Β: Μη-παραμετρικά Τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων

Μη-παραμετρικά τεστ	IR		MAIR	
	Statistics	P-value	Statistics	P-value
<b>t-statistics:</b>				
Μικρές-Μεγάλες	-2,888	0,008***	-2,837	0,009***
<b>Wilcoxon tests:</b>				
Μικρές-Μεγάλες	1,668	0,095*	1,594	0,111

**Πίνακας 6.10**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων**

**εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε τρεις ομάδες ανάλογα με το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρουν κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Πάνελ Β, Γ, Δ, Ε: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, οι τιμές p-values είναι στις παρενθέσεις, \*\*\* : αν 0,001-0,009, \*\* : αν 0,010-0,049, \* : αν 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών**

Ποσοστό προσφερόμενων μετοχών	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Από 0% έως 35% (χαμηλό)	10	3,16	1,64	1,96	0,98
Από 35% έως 70% (μεσαίο)	8	5,41	2,68	6,08	4,94
Περισσότερο από 70% (υψηλό)	7	-0,25	-0,21	-2,14	-2,75
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>0,67</b>	<b>2,13</b>	<b>0,91</b>

**Πάνελ Β: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του IR**

Χαμηλό- Υψηλό	Χαμηλό- Μεσαίο	Μεσαίο- Υψηλό
-2,824	-0,542	-1,693
(0,013)**	(0,595)	(0,114)

**Πάνελ Γ: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του IR**

Χαμηλό- Υψηλό	Χαμηλό- Μεσαίο	Μεσαίο- Υψηλό
2,683	-0,044	0,215
(0,007)***	(0,965)	(0,224)

**Πάνελ Δ: t-statistics για τις διαφορές των μέσων του MAIR**

Χαμηλό- Υψηλό	Χαμηλό- Μεσαίο	Μεσαίο- Υψηλό
-1,675	-0,887	-1,515
(0,115)	(0,388)	(0,154)

**Πάνελ Ε: Wilcoxon test για τις διαφορές των διαμέσων του MAIR**

Χαμηλό- Υψηλό	Χαμηλό- Μεσαίο	Μεσαίο- Υψηλό
1,415	0,399	0,868
(0,157)	(0,689)	(0,385)

Στον πίνακα 6.10 κατηγοριοποιούμε τις 25 ελληνικές εταιρείες του δείγματός μας σε τρεις ομάδες ανάλογα με το ποσοστό των μετοχών τους που προσφέρθηκαν στο κοινό μέσω της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Ως μικρό ποσοστό ορίζεται όταν το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που διατίθεται στο κοινό είναι από 0 έως 35%, μεσαίο από 35% έως 70% και μεγάλο όταν είναι από 70% και πάνω. Τα ευρήματά μας δεν είναι ξεκάθαρα, καθώς οι αρχικές αποδόσεις αυξάνονται όταν προσφέρεται μέχρι και το 70% από τις υπάρχουσες μετοχές. Όταν το ποσοστό των μετοχών που προσφέρεται ξεπερνά το 70%, τότε οι αρχικές αποδόσεις γίνονται αρνητικές. Παρατηρώντας τέλος το πάνελ Β του ίδιου πίνακα, διαπιστώνουμε ότι υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αρχικών αποδόσεων μόνο σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 1% αντίστοιχα.

Ο πίνακας 6.11 κατηγοριοποιεί τις 25 ελληνικές εταιρείες σε δύο ομάδες ανάλογα με τη φήμη του αναδόχου έκδοσης, εκείνες των οποίων ο ανάδοχος έκδοσης έχει καλή φήμη και εκείνες των οποίων ο ανάδοχος έκδοσης έχει κακή φήμη, και παρουσιάζει τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις για τις δυο αυτές κατηγορίες. Τα ευρήματά μας δείχνουν, σε αντίθεση με πολλούς ερευνητές<sup>219</sup>, ότι οι μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες όταν ο ανάδοχος έκδοσης έχει καλή φήμη. Θα πρέπει να τονιστεί ότι οι αποδόσεις που βρίσκουμε είναι πολύ χαμηλές και επομένως μπορεί να μην έχει σημασία η φήμη του αναδόχου έκδοσης. Παρατηρούμε ακόμη ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ αναδόχων έκδοσης καλής ή κακής φήμης δεν είναι στατιστικώς σημαντικές.

---

<sup>219</sup> Carter και Manaster (1990), Carter et al (1998) και Ljungqvist και Wilhelm (2002)



## Πίνακας 6.11

### Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με τον ανάδοχο έκδοσης

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε δύο ομάδες ανάλογα με την φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή "0" αν όχι. Πάνελ Β: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

#### Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με το ποσοστό του αναδόχο έκδοσης

Φήμη του αναδόχου έκδοσης	Αριθμός		Διάμεσος		Διάμεσος	
	δημόσιων εγγραφών	IR (%)	IR (%)	MAIR (%)	MAIR (%)	MAIR (%)
Καλή	13	3,04	-0,53	3,02	0,91	
Κακή	12	1,50	1,55	1,16	0,38	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>0,67</b>	<b>2,13</b>	<b>0,91</b>	

#### Πάνελ Β: Μη-παραμετρικά Τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων

Μη-παραμετρικά τεστ	IR		MAIR	
	Statistics	P-value	Statistics	P-value
<b>t-statistics:</b>				
Καλή-κακή φήμη	-0,478	0,637	-0,513	0,613
<b>Wilcoxon tests:</b>				
Καλή-κακή φήμη	0,136	0,892	0,190	0,849

Ο πίνακας 6.12 παρουσιάζει τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας όταν η αρχική δημόσια εγγραφή έχει πραγματοποιηθεί σε ευνοϊκή περίοδο και όταν αυτή έχει πραγματοποιηθεί σε μη ευνοϊκή περίοδο. Παρατηρούμε ότι ενώ οι μέσες αρχικές αποδόσεις είναι χαμηλότερες σε ευνοϊκή περίοδο, οι μέσες προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι μεγαλύτερες όταν η αρχική δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται σε ευνοϊκή περίοδο<sup>220</sup>. Θα πρέπει όμως εδώ να τονίσουμε το γεγονός ότι μόνο έξι

<sup>220</sup> Οι Ibbotson και Jaffe (1975), ο Ritter (1984), οι Lowry και Schwert (2002), οι Derrien και Womack (2003), οι Benveniste et al (2003) και οι Kaneko και Pettway (2003) υποστηρίζουν ότι σε περιόδους

αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν πραγματοποιηθεί σε μη ευνοϊκή περίοδο και για το λόγο αυτό οι διαφορές των αριθμητικών μέσων και των διαμέσων των αποδόσεων δεν είναι στατιστικώς σημαντικές, όπως φαίνεται και από τα πάνελ Β του ίδιου πίνακα.

**Πίνακας 6.12**

**Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανάλογα με την περίοδο εισαγωγής**

IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης· MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Πάνελ Α: οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατηγοριοποιούνται σε δύο ομάδες ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή: η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή “1” αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή “0” αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο. Πάνελ Β: μη παραμετρικά τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων, \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

**Πάνελ Α: Αρχικές και Προσαρμοσμένες Αρχικές Αποδόσεις ανάλογα με το ποσοστό την περίοδο πραγματοποίησης αρχικής δημόσιας εγγραφής**

Περίοδος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	IR (%)	Διάμεσος IR (%)	MAIR (%)	Διάμεσος MAIR (%)
Ευνοϊκή	19	2,04	1,56	2,24	3,04
Μη Ευνοϊκή	6	3,11	0,07	1,78	-2,31
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>25</b>	<b>2,30</b>	<b>0,67</b>	<b>2,13</b>	<b>0,91</b>

**Πάνελ Β: Μη-παραμετρικά Τεστ για τις διαφορές των μέσων και των διαμέσων**

Μη-παραμετρικά τεστ	IR		MAIR	
	Statistics	P-value	Statistics	P-value
<b>t-statistics:</b>				
Ευνοϊκή- μη ευνοϊκή περίοδος	-0,283	0,779	0,108	0,915
<b>Wilcoxon tests:</b>				
Ευνοϊκή- μη ευνοϊκή περίοδος	0,159	0,874	0,668	0,504

ευνοϊκές, κατά τις οποίες παρατηρείται έξαρση των αρχικών δημοσίων εγγραφών, το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησής είναι μεγαλύτερο από ότι σε μη ευνοϊκές περιόδους.

Στον πίνακα 6.13 παρουσιάζονται περιγραφικά στοιχεία για τις πέντε ανεξάρτητες μεταβλητές που εξετάζονται. Παρατηρούμε ότι οι ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας πραγματοποιούν αρχική δημόσια εγγραφή σε μικρή ηλικία, καθώς ο μέσος όρος της ηλικίας τους είναι μόνο 2,8 έτη και η διάμεσος είναι 1 έτος. Άλλωστε, όπως είδαμε και ανωτέρω στον πίνακα 6.9, οι 21 από τις 25 ελληνικές ποντοπόρες εταιρείες έκαναν αρχική δημόσια εγγραφή κατά τον πρώτο ή τον δεύτερο χρόνο λειτουργίας τους. Η εταιρεία με τη μεγαλύτερη ηλικία κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο NASDAQ είναι η “Hellenic Carriers” (36 χρόνια λειτουργίας), η οποία δραστηριοποιείται στη μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου και είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Περισσότερες από 50% των εταιρειών ανέθεσαν τη διεξαγωγή της αρχικής δημόσιας προσφοράς τους σε φημισμένο ανάδοχο έκδοσης, ενώ ένα πολύ μεγάλο ποσοστό (76%) πραγματοποίησε την αρχική δημόσια προσφορά σε περίοδο ευνοϊκή για την αγορά. Όσον αφορά το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών, ο μέσος όρος δείχνει ότι περίπου το 50% του συνολικού αριθμού των μετοχών προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή.

Ο επόμενος πίνακας, 6.14, εμφανίζει τον βαθμό της συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών μεταξύ τους. Παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές που έχουν τη μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ τους είναι το μέγεθος της εταιρείας και το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών, με συντελεστή συσχέτισης  $-0,508$ . Σχετικά μεγάλη θετική συσχέτιση υπάρχει μεταξύ της περιόδου κατά την οποία πραγματοποιείται η αρχική δημόσια εγγραφή και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών ( $0,278$ ). Η φήμη του αναδόχου έκδοσης συσχετίζεται αρνητικά με την περίοδο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής ( $-0,165$ ), ενώ συσχετίζεται θετικά με το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών ( $0,167$ ).

Δεν υπάρχει καμία ανεξάρτητη μεταβλητή που να έχει περισσότερους από έναν σημαντικούς συντελεστές συσχέτισης. Ο συντελεστής συσχέτισης του μεγέθους της εταιρείας και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών είναι ο μοναδικός στατιστικά σημαντικός συντελεστής σε επίπεδο 1%. Δεν υπάρχει κανένας άλλος συντελεστής συσχέτισης που να είναι ουσιώδης σε κάποιο επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

**Πίνακας 6.13**

**Περιγραφικά στοιχεία των ανεξάρτητων μεταβλητών**

ML: η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία παίρνει την τιμή “0” αν εισάγεται στην κύρια αγορά και την τιμή “1” αν εισάγεται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά· AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο· SIZE: το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης· UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή “1” αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή “0” αν όχι· HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή “1” αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή “0” αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο· OWN: το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκο των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

Μεταβλητή	AGE	SIZE	UR	HC	OWN
Αριθμητικός Μέσος	2,80	19,60			0,49
Διάμεσος	1	19,49			0,39
Τυπική Απόκλιση	7,27	0,71			0,24
Ποσοστό			0,52	0,76	
Ελάχιστο	0	17,69			0,12
Μέγιστο	36	20,86			0,99
Ασυμμετρία	4,09	-0,34			0,41
Κύρτωση καμπύλης	18,97	3,52			1,94
Αριθμός Παρατηρήσεων	25	25	25	25	25

**Πίνακας 6.14****Έλεγχος της γραμμικής ανεξαρτησίας μεταξύ των μεταβλητών**

ML: η αγορά του χρηματιστηρίου στην οποία εισάγεται η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας, η οποία παίρνει την τιμή "0" αν εισάγεται στην κύρια αγορά και την τιμή "1" αν εισάγεται στην παράλληλη ή τη νέα αγορά· AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης· UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή "0" αν όχι· HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή "0" αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο· OWN: το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκο των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. \*\*\* : αν p-value 0,001-0,009, \*\* : αν p-value 0,010-0,049, \* : αν p-value 0,05-0,099

<b>Μεταβλητές</b>	<b>AGE</b>	<b>SIZE</b>	<b>UR</b>	<b>HC</b>	<b>OWN</b>
<b>AGE</b>	1,000				
<b>SIZE</b>	-0,073	1,000			
<b>UR</b>	-0,162	0,149	1,000		
<b>HC</b>	-0,016	-0,136	-0,165	1,000	
<b>OWN</b>	-0,089	-0,508***	0,167	0,278	1,000

---

## 6.6 Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης

---

Προκειμένου να εκτιμήσουμε τα μοντέλα [5] και [6] που περιγράψαμε στο τμήμα 6.4 του παρόντος κεφαλαίου και να εξετάσουμε την επίδραση των μεταβλητών που αναφέρονται στον πίνακα 6.4 διενεργούμε πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση. Οι δείκτες  $R^2$  (συντελεστής προσδιορισμού) και F (κατανομή F) δείχνουν αν και κατά πόσο οι πέντε μεταβλητές που εξετάζουμε ερμηνεύουν επαρκώς την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή την αρχική και την προσαρμοσμένη αρχική απόδοση. Οι παλινδρομήσεις είναι προσαρμοσμένες ως προς την ετεροσκεδαστικότητα με βάση τη μέθοδο του White (1980). Ο πίνακας 6.15 παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την εφαρμογή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων για τα μοντέλα [5] και [6]. Το πρώτο μοντέλο λαμβάνει ως εξαρτημένη μεταβλητή την αρχική απόδοση (IR) ενώ το δεύτερο την αρχική απόδοση προσαρμοσμένη με τις αλλαγές του γενικού δείκτη του εκάστοτε χρηματιστηρίου (MAIR). Και τα δύο μοντέλα συμπεριλαμβάνουν τις 25 αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποίησαν οι ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας.

Από τον πίνακα 6.15 παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  είναι 31,44% για τις αρχικές αποδόσεις και 34,49% για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις. Οι αρχικές αποδόσεις των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας δηλαδή ερμηνεύονται από τις πέντε ανεξάρτητες μεταβλητές σε ποσοστό 31,44% ενώ οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις σε ποσοστό 34,49%. Οι τιμές αυτές του δείκτη και για τα δύο μοντέλα είναι αρκετά υψηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές των συντελεστών προσδιορισμού που αφορούν και τις 122 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Το γεγονός αυτό πιθανότατα οφείλεται στο ότι το δείγμα των 25 ναυτιλιακών εταιρειών είναι αρκετά ομοιογενές και δεν περιλαμβάνει υπερβολικά ακραίες τιμές.

**Πίνακας 6.15**

**Αποτελέσματα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας**

Πολλαπλή παλινδρόμηση των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων των 25 αρχικών δημοσίων εγγραφών των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1999 έως και τον Δεκέμβριο του 2008. Η εκτίμηση γίνεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, τα τυπικά σφάλματα είναι προσαρμοσμένα με την μέθοδο ετεροσκεδαστικότητας του White, οι τιμές p-value απεικονίζονται στις παρενθέσεις, η σημαντικότητα των συντελεστών υποδεικνύεται με \*, \*\* και \*\*\* σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα. IR: αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης: MAIR: προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης: AGE: η ηλικία της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο: SIZE: το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως εκφράζεται με το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης: UR: η φήμη του αναδόχου εκδόσεως, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν ο ανάδοχος εκδόσεως θεωρείται καλός και την τιμή "0" αν όχι: HC: οι συνθήκες της αγοράς κατά την αρχική δημόσια εγγραφή, η οποία παίρνει την τιμή "1" αν η αρχική δημόσια εγγραφή γίνεται σε ευνοϊκή περίοδο και την τιμή "0" αν γίνεται σε μη ευνοϊκή περίοδο: OWN: το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή όπως εκφράζεται με το πηλίκο των προσφερόμενων μετοχών προς το συνολικό αριθμό των μετοχών αμέσως μετά την αρχική δημόσια εγγραφή.

<b>Μεταβλητές</b>	<b>IR</b>	<b>MAIR</b>
<b>Σταθερά</b>	-0,756 (0,093)*	-1,118 (0,025)**
<b>AGE</b>	0,040 (0,087)*	0,047 (0,034)**
<b>SIZE</b>	0,038 (0,096)**	0,054 (0,030)**
<b>UR</b>	0,024 (0,509)	0,024 (0,550)
<b>HC</b>	0,023 (0,502)	0,038 (0,365)
<b>OWN</b>	-0,054 (0,384)	-0,016 (0,831)
<b>R<sup>2</sup> (%)</b>	31,44	34,49
<b>R<sup>2</sup> Adjusted (%)</b>	13,40	17,25
<b>F-value</b>	1,742	2,001
<b>N</b>	25	25

Στη συνέχεια αναφερόμαστε αναλυτικά στα αποτελέσματα της πολλαπλής παλινδρόμησης όσον αφορά τις μεταβλητές που θεωρούνται ότι επηρεάζουν τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, αλλά και τις υποθέσεις που εξετάζονται.

**Υπόθεση 1** Η μεταβλητή AGE αναφέρεται στην ηλικία της εταιρείας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής της και έχει θετικό πρόσημο και για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, όπως ακριβώς συμπεράναμε και για τα μοντέλα που περιλαμβάνουν ολόκληρο το δείγμα των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Είναι σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% για τις αρχικές αποδόσεις και 5% για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις. Όσον αφορά την υπόθεσή μας ότι η σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και ηλικίας της εταιρείας είναι αρνητική, θα πρέπει να την απορρίψουμε και για τις αρχικές και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις καθώς τα ευρήματά μας είναι αντίθετα και στατιστικώς σημαντικά.

**Υπόθεση 2** Η δεύτερη μεταβλητή που εξετάζεται είναι το μέγεθος της εταιρείας ποντοπόρου ναυτιλίας, το οποίο υπολογίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος του αριθμού των μετοχών που υπάρχουν μετά την αρχική δημόσια εγγραφή επί την τιμή προσφοράς της αρχικής δημόσιας εγγραφής ανά μετοχή. Σε αντίθεση με τα ευρήματά μας για το σύνολο των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας αλλά και με την υπάρχουσα βιβλιογραφία<sup>221</sup>, βρίσκουμε θετική σχέση μεταξύ της υποτιμολόγησης και του μεγέθους της εταιρείας. Τα ευρήματά μας αυτά είναι ουσιώδη σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, υποδεικνύοντας ότι όσο μεγαλύτερη σε μέγεθος είναι η εταιρεία τόσο μεγαλύτερο το ύψος των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων. Επομένως, η υπόθεση της ύπαρξης αρνητικής σχέσης μεταξύ υποτιμολόγησης και

---

<sup>221</sup> Ο Atiase (1985), ο Zarowin (1990), ο Keloharju (1993), οι Kazantzis και Thomas (1996), οι Wong και Uddin (2000), ο Kiymaz (2000) και οι Chambers και Dimson (2009), με μελέτες σε διαφορετικές χώρες, εξετάζουν ορισμένους παράγοντες που επηρεάζουν το ύψος της υποτιμολόγησης και συμφωνούν ότι οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες έχουν μικρότερο βαθμό υποτιμολόγησης.



μεγέθους της εταιρείας απορρίπτεται για το δείγμα των 25 ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας.

**Υπόθεση 3** Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής της φήμης του αναδόχου έκδοσης (UR) είναι θετικός, σε αντίθεση με την υπόθεσή μας για την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ της υποτιμολόγησης και της φήμης του αναδόχου έκδοσης. Η θετική αυτή σχέση υποδεικνύει ότι δεν υπάρχει μικρότερη υποτιμολόγηση όταν ο ανάδοχος έκδοσης θεωρείται ικανός<sup>222</sup>. Από τον πίνακα 6.15 βλέπουμε ότι η μεταβλητή αυτή δεν είναι στατιστικώς ουσιώδης σε κανένα επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας και επομένως η υπόθεση της ύπαρξης αρνητικής σχέσης απορρίπτεται, όπως ακριβώς συνέβη και για το σύνολο των 122 ναυτιλιακών επιχειρήσεων<sup>223</sup>.

**Υπόθεση 4** Ο συντελεστής της πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής σε περίοδο ευνοϊκή για αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι θετικός τόσο για τις αρχικές όσο και για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών, υποδεικνύοντας ότι η πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας προσφοράς σε ευνοϊκή περίοδο έχει και μεγαλύτερα επίπεδα υποτιμολόγησης. Παρόμοια θετική σχέση μεταξύ υποτιμολόγησης και περιόδου πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας προσφοράς υποδεικνύεται και από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, σε αντίθεση με τα ευρήματα του κεφαλαίου 5. Οι συντελεστές της μεταβλητής αυτής όμως δεν είναι στατιστικώς σημαντικοί ούτε για τις αρχικές ούτε και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, γεγονός που μας οδηγεί στην απόρριψη της υπόθεσης 4.

**Υπόθεση 5** Το ποσοστό των ήδη υπάρχουσών μετοχών που προσφέρονται με την αρχική δημόσια εγγραφή είναι η τελευταία μεταβλητή που εξετάζουμε. Το πρόσημο της μεταβλητής αυτής είναι αρνητικό τόσο για τις αρχικές

---

<sup>222</sup> Αντίθετα με τις θεωρίες που υποστηρίζουν οι Carter και Manaster (1990), οι Carter et al. (1998), οι Ljungqvist και Wilhelm (2003) και οι Chambers και Dimson (2009).

<sup>223</sup> Βλέπε σελίδα 154.

όσο και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των 25 ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, σε αντίθεση με τα θετικά πρόσημα των μεταβλητών που βρήκαμε από την εξέταση του δείγματος των 122 εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Τα ευρήματα αυτά είναι σύμφωνα με πολλούς μελετητές, χωρίς όμως να είναι και απόλυτα. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε κάποια κοινά αποδεκτή σχέση μεταξύ των αρχικών αποδόσεων και του ποσοστού των προσφερόμενων μετοχών, καθώς υπάρχουν πολυάριθμες μελέτες που βρίσκουν αντίθετα και στατιστικώς σημαντικά αποτελέσματα. Από τον πίνακα 6.15 παρατηρούμε ότι η μεταβλητή αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική τόσο για τις αρχικές όσο και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις και επομένως η υπόθεση 5 απορρίπτεται.

Συνοψίζοντας, τόσο οι αρχικές όσο και οι προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας επηρεάζονται σημαντικά και θετικά από την ηλικία της εταιρείας και το μέγεθός της κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής. Η περίοδος πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής, η φήμη του αναδόχου έκδοσης και το ποσοστό των προσφερόμενων μετοχών επί του συνόλου των μετοχών δεν φαίνονται να είναι καθοριστικοί παράγοντες του ύψους της υποτιμολόγησης όταν εξετάζουμε το δείγμα των ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας μόνο. Οι αρχικές και προσαρμοσμένες αποδόσεις των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας είναι υψηλότερες για τις μεγάλες σε ηλικία και μέγεθος ναυτιλιακές εταιρείες.

---

## **6.7 Σύνοψη Κεφαλαίου**

---

Στο κεφάλαιο αυτό ερευνήσαμε τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών των ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Είναι η πρώτη φορά που πραγματοποιείται έρευνα για το θέμα αυτό και η συμβολή της στην παγκόσμια βιβλιογραφία της

χρηματοοικονομικής και της ναυτιλιακής επιστήμης είναι πολύ σημαντική. Ιδιαίτερα για τη χώρα μας, όπου εδρεύουν πολλές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, οι περισσότερες εκ των οποίων δεν διαπραγματεύονται σε κάποιο χρηματιστήριο, το παρόν κεφάλαιο είναι τόσο μοναδικό όσο και πολύτιμο, καθώς στόχο έχει να ενισχύσει τις γνώσεις μας αναφορικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις και τις αρχικές αποδόσεις αυτών. Επιπρόσθετα, καθώς η αρχική δημόσια εγγραφή αποτελεί έναν σχετικά εύκολο και γρήγορο τρόπο άντλησης κεφαλαίων και με δεδομένη την έλλειψη ρευστότητας για δανεισμό στις μέρες μας, η κατανόηση της αρχικής τιμολόγησης των προσφερόμενων μετοχών και των παραγόντων που πιθανόν την επηρεάζουν, αποτελεί τόσο συμβολή και νέα γνώση στην επιστήμη όσο και σε κάθε ενδιαφερόμενο. Στόχος του κεφαλαίου αυτού ήταν να διαπιστώσει αν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης παρατηρείται και για τις 25 αρχικές δημόσιες εγγραφές που έχουν πραγματοποιήσει οι ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας σε διεθνή χρηματιστήρια την δεκαετή περίοδο 1999 έως και 2008.

Τα ευρήματά μας έδειξαν ότι οι ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας παρουσιάζουν πολύ χαμηλό ποσοστό αρχικής υποτιμολόγησης, της τάξεως του 2,30%. Το ίδιο ισχύει και για τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις, η μέση τιμή των οποίων είναι 2,13%. Η πρόσφατη μελέτη των Merikas et al (2010) πάνω στις αρχικές δημόσιες εγγραφές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ βρίσκει μέσες αρχικές αποδόσεις ίσες με 4,44%. Παρατηρείται λοιπόν μια ιδιαίτερη ωριμότητα όσον αφορά τις ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, καθώς οι περισσότερες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (κυμαίνονται μεταξύ του -5% και του 10%). Συνεπώς, η τιμή προσφοράς των μετοχών αντανακλά και την πραγματική αξία της μετοχής.

Οι περισσότερες ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας απασχολούνται στον κλάδο της μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου και ακολουθεί ο κλάδος συνδυασμένης μεταφοράς με τις εταιρείες που μεταφέρουν και υγρό και ξηρό χύδην φορτίο. Ο κλάδος όμως που εμφανίζει τις μεγαλύτερες μέσες αρχικές και προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις είναι ο κλάδος μεταφοράς πετρελαίου, με ποσοστά 8,41% και 7,96% αντίστοιχα. Όπως είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο για το σύνολο των 122 εταιρειών, οι μεγαλύτερες σε ηλικία εταιρείες έχουν και

μεγαλύτερη υποτιμολόγηση. Βέβαια, οι περισσότερες ελληνικές εισηγμένες εταιρείες λειτουργούσαν λιγότερο από τρία χρόνια όταν πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή. Επίσης, μεγαλύτερη υποτιμολόγηση υπάρχει όσο μεγαλώνει το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που προσφέρεται με την αρχική δημόσια εγγραφή. Όσον αφορά τη φήμη του αναδόχου έκδοσης, τα ευρήματά μας υποδεικνύουν ότι για τις ελληνικές επιχειρήσεις δεν παίζει ρόλο στην υποτιμολόγηση πόσο καλή φήμη έχει ο ανάδοχος έκδοσης, πιθανότατα επειδή οι ίδιες οι εταιρείες θεωρούνται καλές επενδύσεις.

Όπως και στο προηγούμενο κεφάλαιο, έτσι κι εδώ εξετάσαμε κάποιες μεταβλητές προκειμένου να διαπιστώσουμε αν είναι προσδιοριστικοί παράγοντες της αρχικής τιμολόγησης. Οι μεταβλητές που εξετάστηκαν είναι οι ίδιες με αυτές του προηγούμενου κεφαλαίου, εκτός από μία, η αγορά του χρηματιστηρίου στο οποίο εισάγονται.

Τα αποτελέσματα από τη διενέργηση πολλαπλής παλινδρόμησης φανερώνουν ότι η ηλικία και το μέγεθος της εταιρείας κατά την αρχική δημόσια εγγραφή είναι καθοριστικοί παράγοντες του ύψους των αρχικών αποδόσεων των μετοχών των ελληνικών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Και οι δύο αυτές μεταβλητές είναι στατιστικώς σημαντικές και έχουν θετικό πρόσημο, αντίθετα με τις υποθέσεις που είχαμε κάνει ότι μεταξύ αυτών και των αρχικών αποδόσεων υπάρχει αρνητική σχέση.

Θα πρέπει ακόμη να εστιάσουμε και στο γεγονός ότι καμία ελληνική εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας δεν είναι εισηγμένη στο ελληνικό χρηματιστήριο, πιθανότατα λόγω της μεγαλύτερης ευκολίας που υπήρχε παλαιότερα για εισαγωγή και διαπραγμάτευση σε χρηματιστήρια του εξωτερικού. Το χρηματιστήριο Αθηνών καταβάλλει πλέον φιλότιμες προσπάθειες να προσελκύσει τις εταιρείες αυτές αλλάζοντας το θεσμικό του πλαίσιο. Από τον Ιανουάριο του 2010 τα κριτήρια εισαγωγής των ναυτιλιακών εταιρειών έγιναν πιο ελαστικά και βασίζονται μόνο σε χρηματοοικονομικά κριτήρια. Συνεπώς δίνεται η δυνατότητα εισαγωγής σε οποιαδήποτε από τις τρεις αγορές του χρηματιστηρίου Αθηνών σε όλες τις ναυτιλιακές εταιρείες ανεξάρτητα από το μέγεθός τους, τον αριθμό των πλοίων τους, τη σημαία των πλοίων τους, την εθνικότητα ή τη ναυτιλιακή δραστηριότητα. Ακόμη, προκειμένου να πεισθούν οι ναυτιλιακές εταιρείες, το χρηματιστήριο Αθηνών

εγγύαται την μεγάλη προβολή τους, καθώς θα θεωρούνται blue chips και θα συμμετέχουν στην σύνθεση των δεικτών FTSE/XA που έχει δημιουργήσει από κοινού με τον οίκο FTSE. Επίσης, τονίζεται η δυνατότητα διαπραγμάτευσης 14 ωρών ανά ημέρα για εκείνες τις εταιρείες που είναι ήδη εισηγμένες σε άλλο χρηματιστήριο και θα εισαχθούν δευτερογενώς στο χρηματιστήριο της Αθήνας. Η επιθυμία αυτή του ελληνικού χρηματιστηρίου να προσελκύσει τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες προς διαπραγμάτευση κάνει ακόμη πιο σημαντική τη μελέτη αυτή, καθώς προσφέρει περισσότερη πληροφόρηση αναφορικά με τους μηχανισμούς και τα χαρακτηριστικά ενός από τους τρόπους εισαγωγής στο χρηματιστήριο, της αρχικής δημόσιας εγγραφής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΝ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**  
**ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

---

## **7.1 Τελικά συμπεράσματα**

---

Στόχος της παρούσας διατριβής υπήρξε η συστηματική διερεύνηση της υποτιμολόγησης των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας κατά την αρχική δημόσια εγγραφή ώστε να προσφέρει πρωτογενείς πληροφορίες, να παράσχει πρόσθετη πληροφόρηση και να καλύψει κενά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Στο δεύτερο κεφάλαιο ασχοληθήκαμε με τον κλάδο της ναυτιλίας και την εξέλιξη του κλάδου της ναυτιλιακής δραστηριότητας μέχρι σήμερα. Ο κλάδος των θαλάσσιων μεταφορών είναι υψίστης σημασίας, καθώς εξασφαλίζει την ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου. Ιδιαίτερη αναφορά έγινε στη χώρα μας, καθώς η ελληνική ναυτιλία κατέχει μια από τις πρώτες θέσεις σε παγκόσμιο επίπεδο με περισσότερες από 500 ναυτιλιακές εταιρείες. Περισσότερες από 25 ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας διαπραγματεύονται τις μετοχές τους σε κάποιο χρηματιστήριο έπειτα από την πραγματοποίηση αρχικής δημόσιας εγγραφής καθώς η τελευταία αποτελεί τον ευκολότερο τρόπο άντλησης κεφαλαίων. Είναι όμως εντυπωσιακό το γεγονός ότι καμία ελληνική εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας δεν είναι εισηγμένη στο ελληνικό χρηματιστήριο, πιθανότατα λόγω των προϋποθέσεων εισαγωγής που ίσχυαν μέχρι πρόσφατα.

Στη συνέχεια εμβαθήναμε στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας και στους μηχανισμούς του, αλλά και στα χρηματιστήρια διαπραγμάτευσης των εταιρειών του κλάδου αυτού. Παρατηρήσαμε ότι υπάρχουν κάποια συγκεκριμένα διεθνή χρηματιστήρια, στα οποία διαπραγματεύονται πολλές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, το NASDAQ, το χρηματιστήριο του Όσλο, του Λονδίνου και του Τόκιο είναι μερικά από τα χρηματιστήρια τα οποία προτιμούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Επίσης, υπάρχουν μερικοί δείκτες που ασχολούνται με τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων αποκλειστικά, όπως είναι ο DBI, ο Delta Global Shipping Index και ο OSE Marine Index του χρηματιστηρίου του Όσλο.

Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράψαμε την αρχική δημόσια εγγραφή ως μέθοδο εισαγωγής των εταιρειών στα χρηματιστήρια. Η αρχική δημόσια εγγραφή έχει

απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα τα τελευταία τριάντα χρόνια λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της. Ειδικώς διαπραγματευθήκαμε και εμβαθύνσαμε σε ένα από τα χαρακτηριστικά αυτά, δηλαδή την αρχική τιμολόγηση των προσφερόμενων μετοχών σε τιμή κατώτερη της πραγματικής, η οποία οδηγεί σε υψηλές θετικές αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Η μέχρι σήμερα βιβλιογραφία προσπαθεί να εξηγήσει τους λόγους που επιβάλλουν την υποτιμολόγηση και τους παράγοντες που πιθανόν να επηρεάζουν το ύψος αυτής. Οι περισσότερες μελέτες συμφωνούν ότι βασικοί λόγοι της υποτιμολόγησης είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση που επιβάλλει την απόσπαση και συλλογή πληροφοριών, η διασπορά των μετοχών για λόγους διατήρησης του ελέγχου της υπό εισαγωγή εταιρείας, αλλά και η αποτροπή των επενδυτών να στραφούν στα δικαστήρια μελλοντικά.

Στη συνέχεια εξετάσαμε τα εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών που αφορούν τα χρηματιστήρια, στα οποία είναι εισηγμένες οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας. Συγκρίναμε τις αρχικές αποδόσεις ανά μελέτη, ανά χρηματιστήριο, ανά χώρα, ανά περίοδο εξέτασης, ακόμη και ανά κλάδο οικονομικής δραστηριότητας. Οι περισσότερες μελέτες έχουν γίνει για αρχικές δημόσιες εγγραφές που πραγματοποιούνται σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ λόγω του πλήθους των αρχικών δημοσίων εγγραφών σε αυτά. Οι υψηλότερες αποδόσεις παρουσιάζονται για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί στο χρηματιστήριο της Μάλαισίας.

Όσον αφορά τις μελέτες σε συγκεκριμένους οικονομικούς κλάδους, αυτές είναι πολύ λίγες και αφορούν κυρίως τον κλάδο των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητα. Για τον κλάδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων παρατηρείται κενό όσον αφορά τις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας και τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αρχικές αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών αυτών. Η πρόσφατη μελέτη των Merikas et al (2009) επικεντρώνεται στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων όλων των τομέων δραστηριοτήτων και όχι μόνο της ποντοπόρου ναυτιλίας. Η παρούσα διατριβή επομένως είχε ως κύριο στόχο να συμβάλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία καλύπτοντας το κενό στον συγκεκριμένο τομέα έρευνας.



Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάστηκε η μεθοδολογία της εμπειρικής έρευνας για την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών των διεθνών και των ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

Στο κεφάλαιο πέντε έγινε ανάλυση και εξαγωγή συμπερασμάτων για τις αρχικές και τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας που έχουν πραγματοποιήσει αρχική δημόσια εγγραφή. Για τις 122 εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας που εισήχθησαν με αρχική δημόσια εγγραφή σε κάποιο διεθνές χρηματιστήριο την περίοδο από το 1984 έως και το 2008 παρατηρήθηκαν μέσες αρχικές αποδόσεις της τάξεως του 7,30% και οι αντίστοιχες μέσες προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις ήταν 6,35%. Επομένως, οι εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας προβαίνουν σε αρχική υποτιμολόγηση. Τα ποσοστά αυτής, όμως, είναι χαμηλά σε σύγκριση με τα ευρήματα άλλων μελετών, υποδεικνύοντας ωριμότητα των επενδυτών σχετικά με τον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας.

Για τις επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, διαπιστώνεται ότι το έτος 1999 πραγματοποιήθηκαν οι μεγαλύτερες αρχικές αποδόσεις, ενώ τα υπόλοιπα έτη εξέτασης δεν παρουσιάζουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ τους. Όσον αφορά τους διαφορετικούς υποκλάδους δραστηριότητας, οι αρχικές αποδόσεις των εταιρειών μεταφοράς ξηρού χύδην φορτίου, χημικών και αερίων και πετρελαίου κυμαίνονται μεταξύ 8% και 20%. ωστόσο, οι αρχικές αποδόσεις των εταιρειών μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και των εταιρειών συνδυασμένων μεταφορών βρίσκονται πολύ κοντά στο μηδέν (οι μεν πρώτες είναι θετικές 0,03%, οι δεύτερες όμως είναι αρνητικές -0,73%).

Στη συνέχεια, με γνώμονα τις θεωρίες εξήγησης του φαινομένου της αρχικής υποτιμολόγησης και τις προηγούμενες μελέτες, εξετάσαμε έξι ανεξάρτητες μεταβλητές, προκειμένου να διαπιστώσουμε εάν και σε ποιο βαθμό επηρεάζουν την αρχική υποτιμολόγηση των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Η διενέργεια πολλαπλής παλινδρόμησης υπέδειξε τρεις μεταβλητές οι οποίες είναι στατιστικώς σημαντικές.

Η ηλικία της εταιρείας κατά την πραγματοποίηση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, η φήμη του αναδόχου έκδοσης και το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών

που προσφέρονται στο κοινό επηρεάζουν θετικά το ύψος της αρχικής υποτιμολόγησης. Όσο μεγαλύτερη η ηλικία της εταιρείας και όσο μεγαλύτερο το ποσοστό των υπαρχουσών μετοχών που δίνονται με την αρχική δημόσια εγγραφή, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των αρχικών και των προσαρμοσμένων αρχικών αποδόσεων. Επίσης, η επιλογή αναδόχου έκδοσης που διαθέτει καλή φήμη οδηγεί σε υψηλότερα ποσοστά υποτιμολόγησης. Από τις τρεις αυτές μεταβλητές, όμως, οι δύο έχουν πρόσημο αντίθετο από αυτό που είχαμε ορίσει στις υποθέσεις μας. Οι μεταβλητές αυτές είναι η ηλικία της εταιρείας και η φήμη του αναδόχου έκδοσης.

Στο κεφάλαιο έξι έγινε ανάλυση και ερμηνεία των στοιχείων της έρευνας για την αρχική υποτιμολόγηση των μετοχών των ελληνικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας και προβήκαμε στην εξαγωγή συμπερασμάτων. Το δείγμα περιλάμβανε 25 ελληνικών συμφερόντων επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή την περίοδο 1999 με 2008. Οι περισσότερες ελληνικές εταιρείες απασχολούνται στην μεταφορά ξηρού χύδην φορτίου και πετρελαίου. Οι αρχικές αποδόσεις που υπολογίστηκαν για τις 25 αυτές εταιρείες είναι 2,30%, και οι προσαρμοσμένες είναι 2,13%, καταδεικνύοντας ότι οι επενδυτές διαθέτουν ώριμη κρίση και εμπιστοσύνη για την ευημερία και τις μελλοντικές αποδόσεις των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας.

Όπως και στο προηγούμενο κεφάλαιο, έτσι και στο κεφάλαιο έξι διενεργήσαμε πολλαπλή παλινδρόμηση για να εντοπίσουμε την επίδραση πέντε μεταβλητών πάνω στις αρχικές αποδόσεις. Τα ευρήματά μας οριοθέτησαν ότι όσο μεγαλύτερη σε ηλικία και σε μέγεθος η εταιρεία ποντοπόρου ναυτιλίας που πραγματοποιεί αρχική δημόσια εγγραφή, τόσο μεγαλύτερες θα είναι και οι αρχικές αποδόσεις. Και οι δύο αυτές μεταβλητές είναι στατιστικώς σημαντικές και έχουν πρόσημα αντίθετα από τα αναμενόμενα.

---

## **7.2 Συμβολή της διατριβής**

---

Έπειτα από μια σύντομη περίληψη των κεφαλαίων και των βασικών ευρημάτων της παρούσας διατριβής, το βασικό ερώτημα που προκύπτει είναι εάν

τελικά συμβάλει στην διεύρυνση της γνώσης τόσο στον τομέα των αρχικών δημοσίων εγγραφών όσο και στον κλάδο της ποντοπόρου ναυτιλίας, ώστε να εμπλουτίσει την υπάρχουσα βιβλιογραφία και να συμπληρώσει τα υπάρχοντα κενά.

Ουσιαστικά, αποτελεί την πρώτη μελέτη που διερεύνησε τις αρχικές αποδόσεις των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας αποκλειστικά. Δεύτερον, είναι η πρώτη μελέτη που εξέτασε συγκεκριμένους παράγοντες επηρεασμού της αρχικής υποτιμολόγησης των εταιρειών που ανήκουν στην ποντοπόρο ναυτιλία. Τρίτον, συγκέντρωσε στοιχεία για τις ελληνικές επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας, όπως για παράδειγμα τον αριθμό τους, τα χρηματιστήρια διαπραγμάτευσής τους, το έτος ίδρυσής τους, τον στόλο τους κ.ά. Τέλος, η παρούσα διατριβή είναι η μοναδική η οποία ασχολείται αποκλειστικά και με τις ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας, τα χαρακτηριστικά τους και τις αρχικές δημόσιες εγγραφές αυτών. Επιπλέον, είναι η πρώτη μελέτη που πραγματοποιήθηκε και κατέληξε σε συμπεράσματα αναφορικά με τους παράγοντες εκείνους που πιθανόν να επηρεάζουν το ύψος των αρχικών αποδόσεων των ελληνικών συμφερόντων εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την παρούσα διατριβή είναι ότι ο κλάδος της ποντοπόρου ναυτιλίας εμφανίζεται αρκετά ώριμος σε παγκόσμιο επίπεδο. Υπάρχει σχετική βεβαιότητα από την πλευρά των επενδυτών για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων ποντοπόρου ναυτιλίας. Ειδικότερα δε για τις ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας διακρίνουμε εμπιστοσύνη των επενδυτών. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα θετικό, καθώς η ποντοπόρος ναυτιλία αποτελεί πολύ σημαντικό κλάδο – ίσως τον σημαντικότερο- της ελληνικής οικονομίας.

---

### **7.3 Περιορισμοί στην διενέργεια της έρευνας**

---

Η παρούσα έρευνα έχει και κάποιους περιορισμούς όσον αφορά στην συλλογή των στοιχείων που ήταν απαραίτητα για τη διενέργεια των διαφόρων τεστ, γεγονός το οποίο προκάλεσε δυσχέρειες την ανάλυση των αποτελεσμάτων.

Αρχικά, θα πρέπει να αναφέρουμε την δυσκολία στην εξεύρεση των απαιτούμενων στοιχείων, η οποία οφείλεται σε πολλούς παράγοντες. Θα πρέπει να τονίσουμε το γεγονός ότι πολλές από τις εισηγμένες εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι από την Ανατολική Ασία και επομένως είναι πολύ δύσκολο να βρεθούν τα συγκεκριμένα στοιχεία για κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία, καθώς δεν υπάρχουν αυτά στις περισσότερο χρησιμοποιούμενες βάσεις δεδομένων, αλλά ούτε και στο διαδίκτυο. Ειδικότερα, όσον αφορά τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στην Ιαπωνία ήταν αδύνατον να βρεθούν τα οποιαδήποτε στοιχεία καθώς ακόμη και οι ιστοσελίδες τους είναι στα ιαπωνικά.

Επίσης, θα πρέπει να αναφέρουμε και την δυσκολία στην εξεύρεση των στοιχείων όταν οι αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν πραγματοποιηθεί πριν το 2000, λόγω της ανυπαρξίας τους στις βάσεις δεδομένων, στο διαδίκτυο ή σε κάποιο άλλο ενημερωτικό φυλλάδιο.

Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις ποντοπόρου ναυτιλίας είναι εισηγμένες σε πολλά χρηματιστήρια που ανήκουν σε διαφορετικές χώρες με διαφορετική νομοθεσία και πρακτικές, σε συνδυασμό με την έλλειψη ενιαίων κανονισμών παγκοσμίως αποτελεί έναν περιορισμό για τους ερευνητές του αντικειμένου.

Όσον αφορά την μελέτη των ελληνικών εταιριών ποντοπόρου ναυτιλίας, σημαντικός περιορισμός στην έρευνά είναι το γεγονός ότι οι ελληνικές εταιρείες ποντοπόρου ναυτιλίας είναι μόνο 25 στον αριθμό. Επίσης οι περισσότερες από αυτές πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή κατά τον πρώτο ή τον δεύτερο χρόνο λειτουργίας τους, και επομένως δεν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία για τις εταιρείες αυτές που θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε για να εξάγουμε περισσότερα συμπεράσματα σχετικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές των εταιριών ποντοπόρου ναυτιλίας.

Αναγνωρίζοντας τις ανωτέρω δυσκολίες και περιορισμούς, θεωρούμε ότι τα ευρήματα της έρευνάς μας συμβάλλουν σημαντικά στην υπάρχουσα βιβλιογραφία αναφορικά με τις αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών των διεθνών και των ελληνικών εταιριών ποντοπόρου ναυτιλίας και των παραγόντων που τις επηρεάζουν.

---

## **7.4 Προτάσεις για μελλοντικές έρευνες**

---

Κλείνοντας, θα θέλαμε να προβούμε σε κάποιες ενδιαφέρουσες προτάσεις για μελλοντική έρευνα. Η εξέταση μερικών ακόμη παραγόντων, οι οποίοι πιθανώς επηρεάζουν την αρχική υποτιμολόγηση κρίνουμε ότι παρουσιάζει ενδιαφέρον για μελλοντική διερεύνηση. Τέτοιοι παράγοντες είναι, μεταξύ άλλων, η χώρα προέλευσης της εταιρείας<sup>224</sup>, η φήμη του χρηματιστηρίου πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής, τα αναμενόμενα κέρδη που παρουσιάζονται στα ενημερωτικά φυλλάδια της αρχικής δημόσιας εγγραφής και οι τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων κατά τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης.

Επιπρόσθετα, ενδιαφέρον παρουσιάζει και η διερεύνηση των αρχικών αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας ανά χρηματιστήριο πραγματοποίησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής ή ακόμη ανά χώρα προέλευσης. Θα μπορούσαν επίσης να εξεταστούν οι εταιρείες από χώρες οι οποίες είναι παραδοσιακά ναυτικές σε σχέση με εκείνες που ανέπτυξαν την ναυτιλιακή δραστηριότητα τον τελευταίο αιώνα. Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η εξέταση των ελληνικών και των νορβηγικών εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας, οι οποίες προέρχονται από παραδοσιακά ναυτικές χώρες, σε σχέση με τις εταιρείες της Νοτιοανατολικής Ασίας, οι οποίες προέρχονται από χώρες που δεν έχουν ναυτική παράδοση.

Επίσης, υπάρχει κενό στην σχετική βιβλιογραφία με ένα ακόμη χαρακτηριστικό της αρχικής δημόσιας εγγραφής, την μακροπρόθεσμη υποαπόδοση των μετοχών των εταιρειών ποντοπόρου ναυτιλίας. Η σχέση μεταξύ της μακροπρόθεσμης απόδοσης με τις αρχικές αποδόσεις είναι πολύ σημαντική, καθώς θα προσφέρει περισσότερη κατανόηση για τον συγκεκριμένο αυτό κλάδο της ναυτιλιακής δραστηριότητας.

---

<sup>224</sup> Θα μπορούσαμε να εξετάσουμε μια μεταβλητή η οποία θα παίρνει την τιμή 1 αν η εταιρεία προέρχεται από χώρα με ναυτική παράδοση και την τιμή 0 αν όχι.

Τέλος, ενδιαφέρον θα παρουσίαζε μια σύγκριση μεταξύ της τιμής της μετοχής που καθορίζεται από τον εκδότη κατά την αρχική δημόσια εγγραφή με την τιμή της μετοχής που προκύπτει από την χρησιμοποίηση κάποιας μεθόδου αποτίμησης διαφορετικής από την χρηματιστηριακή τιμή. Η χρηματιστηριακή τιμή αποτελεί στην ουσία την αξία της μετοχής, η τιμή όμως που προκύπτει από την εκάστοτε μέθοδο αποτίμησης λαμβάνει υπόψη της και κάποια λογιστικά δεδομένα που πιθανόν να μην αντανακλώνται στην χρηματιστηριακή τιμή μέχρι να γίνουν γνωστά.

Είναι λοιπόν εμφανές ότι η γνώση που σχετίζεται με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές και τα χαρακτηριστικά τους σε συγκεκριμένους τομείς δραστηριότητας παρουσιάζει κενά τα οποία μπορούν να διερευνηθούν σε μελλοντικές έρευνες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- Abdou, K. and F. Dicle, 2007, Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation?, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 15, Issue 1, pp. 63-89
- Admati, A. R., P. Pfleiderer and J. Zechner, 1994, Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1097-1130
- Affleck-Graves, J., S. Hedge, and R. Miller, 1996, Conditional Price Trends in the Aftermarket for Initial Public Offerings, *Financial Management*, Vol. 25, pp. 25-40
- Aggarwal, R., 2000, Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 55, No 3, pp. 1075-1103
- Aggarwal, R., L. Krigman and K. Womack, 2002, Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No. 1, pp. 105-137
- Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez, 1993, The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management*, Vol. 22, No 1, pp. 42-53
- Aggarwal, R., N. Prabhala, and N. Puri, 2002, Institutional Allocation in initial public offering: Empirical evidence, *Journal of Finance*, Vol. 57, Issue 3, pp. 1421-1442
- Akerlof, G., 1970, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Issue 3, pp. 488-500
- Allen F. and G.A. Faulhaber, 1989, Signaling by Under-pricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 303-323
- Amihud, Y., S. Hauser and A. Kirsh, 2003, Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs. Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 1, pp. 137-158
- Arosio, R., G. Guidici, and S. Paleari, 2000, What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support, Working Paper, University of Bergamo



- Αρτίκης Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, Interbooks
- Αρτίκης Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks
- Αρτίκης Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks
- Aruğaslan, O., D. O. Cook and R. Kieschnick, 2004, Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing, *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, pp. 2403-2420
- Atiase, R., 1985, Pre-disclosure Information, Firm Capitalisation, and Security Price Behaviour Around Earning Announcements, *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, pp. 21-36
- Balvers, R., J. Affleck-Graves, R. Miller and K. Scanlon, 1993, The Underpricing of Initial Public Offerings: A Theoretical and Empirical Reconsideration of the Adverse Selection Hypothesis, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 3, pp. 221-239
- Baron, D., 1979, The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 3, No 2, pp. 157-175
- Baron D., 1982, A model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *Journal of Finance*, Vol. 37, No. 4, pp. 955-976
- Baron, D. and B. Holmstrom, 1980, The Investment Banking Contract for New Issues under asymmetric information: Delegation and the Incentive Problem, *Journal of Finance*, Vol. 35, No 5, pp. 1115-1138
- Bartlett J. and Z. Shulman, 2003, IPO Reform: Some Immodest Proposals, *Journal of Private Equity*, Vol.6, No 33, pp. 25-36
- Balvers, R., B. McDonald and R. Miller, 1989, Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *Accounting Review*, Vol. 64, No 4, pp. 693-709

- Beatty, R., and J. Ritter, 1986, Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 1-2, pp. 213-232
- Beatty, R., and I. Welch, 1996, Issuer Expenses and legal liability in Initial Public Offerings, *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, pp. 542-602
- Βενιέρης, Γ., 1993, Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Λογιστικής και Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων, Αθήνα
- Βενιέρης, Γ., 1995, Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Αθήνα
- Benveniste, L. and W. Busaba, 1997, Bookbuilding Vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No 4, pp. 383-403
- Benveniste, L., W. Busaba, and W. Wilhelm, 2002, Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No 1, pp. 61-86
- Benveniste, L., A. Ljungqvist, J. Wilhelm, and X. Yu, 2003, Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services, *Journal of Finance*, Vol. 58, No 2, pp. 577-608
- Benveniste L. and P.A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, pp. 343-361
- Benveniste L. and W. Wilhelm, 1990, A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments, *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, No. 1-2, pp. 173-208
- Biais B., and A.M. Faugeron-Crouzet, 2002, IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 1, pp. 9-36
- Binay, M. and C. Pirinsky, 2003, Institutional Participation in IPOs, Working Paper, Koc University Instabul

- Bisgard, S., 1997, Danish Initial Public Offerings, Unpublished Copenhagen Business School master thesis
- Bodnaruk, A., E. Kandel, M. Massa and A. Sominov, 2004, Shareholder Diversification and IPOs, Working Paper, CEPR Discussion Papers No 4820
- Booth J. and L. Booth, 2003, Technology Shocks, Regulation and the IPO Market, Working Paper, Arizona State University
- Booth, J.R. and L. Chua, 1996, Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, No. 2, pp. 291-310
- Booth, J. and R. Smith, 1986, Capital Raising, Underwriting, and the Certification Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 1-2, pp. 261-280
- Brennan, M. J. and J. Franks, 1997, Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, Issue 3, pp. 391-413
- Brounen, D. and P. Eichholtz, 2002, Initial Public Offerings: Evidence from the British, French and Swedish Property Shares Market, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 24, No 1-2, pp. 103-107
- Buttimer, R., Hyland D. and Sanders A., 2005, REIT's, IPO Waves and Long-run Performance, *Real Estate Economics*, Vol. 33, pp. 51-87
- Cai, J. and J. Wei, 1997, The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, No 4, pp. 389-417
- Carter, R., F. Dark and A. Singh, 1998, Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long-run Performance of IPO Stocks, *Journal of Finance*, Vol. 53, No 1, pp. 285-311
- Carter, R. and S. Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, Vol. 45, No 4, pp. 1045-1067
- Cassia, L., G. Giudici, S. Paleari and R. Redondi, 2004, IPO Underpricing in Italy, *Applied Financial Economics*, Vol. 14, No 3, pp. 179-194

- Chahine, S., 2008, Underpricing Versus Gross Spreads: New Evidence on the Effects of Sold Shares at the Time of IPOs, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, No 2, pp. 180-196
- Chalk A.J. and J.W. Peavy, 1987, Why You'll Never Get a 'Hot' New Issue, *AA11 Journal* 9, pp. 16-20
- Chambers, D. and E. Dimson, 2009, IPO Underpricing over the Very Long Run, *Journal of Finance*, Vol. 64, No 3, pp. 1407-1443
- Chang, E., C. Chen, J. Chi and M. Young, 2008, IPO Underpricing in China: New Evidence from the Primary and Secondary Markets, *Emerging Markets Review*, Vol. 9, No 1, pp. 1-16
- Chemmanur T. J., 1993, The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production, *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 285-304
- Chemmanur, T. J. and I. Paeglis, 2005, Management Quality, Certification and Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, No 2, pp. 331-368
- Chen, J., 2005, *Corporate Governance in China*, Routledge Curzon
- Chen, J., H. Hong and J. Stein, 2002, Breadth of Ownership and Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, pp. 171-205
- Chen, C. and N. Mohan, 2002, Underwriter Spread, Underwriter Reputation and IPO Underpricing: A Simultaneous Equation Analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, Issue 3, pp. 521-540
- Chi, J. and C. Padgett, 2005, Short-run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) Markets, *Research in International Business and Finance*, Vol. 19, Issue 1, pp. 71-93
- Chowdhry, B. and A. Sherman, 1996, The Winner's Curse and International Methods of Allocating Initial Public Offerings, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 4, No 1, pp. 15-30

- Cliff, M., and D. Denis, 2004, Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?, *Journal of Finance*, Vol. 59, No 6, pp. 2871-2901
- Cornelli F. and D. Goldreich, 2001, Investor Sentiment and Pre-IPO Markets, *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, pp. 1187-1216
- Dawson, S. M., 1987, Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 14, No 1, pp. 65-76
- Dawson, S. M. and T. Hiraki, , 1985, Selling Unseasoned New Shares in Hong Kong and Japan: A Test of Primary Market Efficiency and Underpricing, *Hong Kong Journal of Business Management*
- Deloof, M., W. De Maeseneire and K. Inghelbrecht, 2002, The Valuation of IPOs by Investment Banks and the Stock Market: Empirical Evidence, Working Paper, Ghent University
- Derrien, F. and A. Kecskés, 2007, The Initial Public Offerings of Listed Firms, *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1, pp. 447-480
- Derrien, F. and K. Womack, 2003, Auctions vs Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No 1, pp. 31-61
- Drake, P. and M. Vetsuypens, 1993, Ipo Underpricing and Insurance Against Legal Liability, *Financial Management*, Vol. 22, No 1, pp. 64-73
- Duffie, D., N. Gârleanu and L. Pedersen, 2002, Securities Lending, Shorting and Pricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 66, No 2-3, pp. 307-339
- Dunbar C.G., 2000, Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No 1, pp. 3-41
- Eijgenhuijsen, H. and R. Van der Valk, 1997, Initial Public Offerings in Mexico and Argentina: 1991-1994, Research Memorandum 1997, Vrije Universiteit Amsterdam, Faculteit der Econinische Wetenschappen en Econometrie

Ellul, A. and M. Pagano, 2006, IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity, *Review of Financial Studies*, Vol. 19, Issue 2, pp. 381-421

Ευθύμογλου, Π. και Α. Μπάλλας, 2004, Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές, 3<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου

Field, L. and J. Karpoff, 2002, Takeover Defenses of IPO Firms, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, pp. 1857-1889

Field, L. and D. Sheehan, 2004, IPO Underpricing and Outside Stockholdings, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No 2, pp. 263-280

Φίλιππας Ν., 2005, Επενδύσεις, Λογосоφία

Φίλιππας Ν., 2010, Αμοιβαία Κεφάλαια, η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση

Finn, F. and R. Higham, 1988, The Performance of Unseasoned New Equity Issues-cum-stock Exchange Listings in Australia, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 12, No 3, pp. 333-351

Friesen, G. and C. Swift, 2009, Overreaction in the Thrift IPO Aftermarket, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No 7, pp. 1285-1298

Gajewski J-F and C. Gresse, 2006, A Study of the European IPO Market, ECMI, No. 2

Ghosh, A., 2006, The IPO Phenomenon in the 1990s, *The Social Science Journal*, Vol. 43, No 3, pp. 487-495

Γκλεζάκος, Μ.Χ., 2008, Αξιολόγηση Επιχειρήσεων, Αθήνα

Γκλεζάκος, Μ.Χ., 2010, Οικονομική των Επιχειρήσεων, Αθήνα

Goergen, M., L. Renneboog and A. Khurshed, 2005, Lock-in Agreements in French Nouveau Marche and German Neuer Markt IPOs, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15, pp. 254-286

- Gounopoulos, D., C. Nounis and P. Stylianides, 2008, The Short and Long Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, *Journal of Financial Decision Making*, Vol. 4, No 1, pp. 33-51
- Grammenos C. and A. Arkoulis, 1999, The long-run Performance of Shipping Initial Public Offerings, *International Journal of Maritime Economics*, Vol. 1, No 1, pp. 71-93
- Grammenos C. and S. Marcoulis, 1996, A Cross-section Analysis of Stock Returns: The Case of Shipping Firms, *Maritime Policy and Management*, Vol. 23, No 1, pp. 67-80
- Grinblatt M. and C. Hwang, 1989, Signalling and the Pricing of New Issues, *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 393-420
- Habib, M. and A. Ljungqvist, 2001, Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: theory and evidence, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No 2, pp. 433-458
- Hanley, K., and W. Wilhelm, 1995, Evidence on the strategic allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, Issue 2, pp. 239-257
- Hebner, K. J. and T. Hiraki, 1993, Japanese Initial Public Offerings. In: Walter, I., Hiraki, T. (Eds), *Restructuring Japan's Financial Markets*, Business One/Irwin, Homewood IL, pp. 79-113
- Hesjedal, K., 2007, IPO Underpricing and Management Quality: An Empirical Study of the Norwegian Equity Market, Thesis, Norges Handelshøyskole
- Helwege, J. and N. Liang, 2004, Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, Issue 3, pp. 541- 569
- Hingorani, A., K. Lehn and A. Makhija, Investor Behavior in Mass Privatization: The Case of the Czech Voucher Scheme, *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, Issue 3, pp. 349-396

<http://www.balticexchange.com/default.asp?action=article&ID=2>

<http://bseindia.com/>

<http://www.dgshippingindex.com/>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Baltic\\_Dry\\_Index](http://en.wikipedia.org/wiki/Baltic_Dry_Index)

<http://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ#Markets>

<http://www.euronext.com/landing/indexMarket-18812-EN.html>

<http://www.harperpetersen.com/harpex/harpexVP.do#>

<http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>

<http://www.idx.co.id/>

<http://www.klse.com.my/website/bm/>

<http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

<http://museum.yen.gr/History.htm>, Ινστιτούτο Ιστορίας Ναυτιλίας & Λιμενικού Σώματος

<http://www.nasdaqomx.com/>

<http://www.nyse.com>

<http://www.oslobors.no>

<http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/home>

[http://www.sse.com.cn/sseportal/en\\_us/ps/about/bi.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/about/bi.shtml)

<http://www.tse.or.jp/english/>

<http://www.twse.com.tw/en/>

<http://www.yangtzebusinessservices.com/yangtze-river-issues-yangtze-shipping-index.aspx>



- Hughes, P. and A. Thakor, 1992, Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 4, pp. 709-742
- Θαλασσινός, Ε., 1992, Οικονομετρία: Ανάλυση Παλινδρόμησης, Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης
- Θαλασσινός, Ε., Θ. Σταματόπουλος και Χ. Χαρίσης, 1996, Επιχειρησιακή Στατιστική: Θεωρία-Ασκήσεις-Εφαρμογές, Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης
- Θαλασσινός, Ε. και Σ. Τσοπέλας, 1990, Μαθήματα Οικονομετρίας: Θεωρία και Ασκήσεις, Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλης
- Ibbotson R., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, No 3, pp. 235-272
- Ibbotson R. and J. Jaffe, 1975, "Hot Issue" Markets, *Journal of Finance*, Vol. 30, No. 4, pp. 1027-1042
- Ibbotson, R. and J. Ritter, 1995, Initial Public Offerings, in R. Jarrow, V. Maksimovic and W. Ziemba, eds: *Handbooks of Operations Research and Management Science* (Amsterdam:North Holland)
- Ibbotson, R., J. Sindelar and J. Ritter, 1994, The Market's Problems With the Pricing of Initial Public Offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 66-74
- Ikkenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen, 1995, Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, Issues 2-3, pp. 181-208
- James, C., 1992, Relationship-specific Assets and the pricing of Underwritten Services, *Journal of Finance*, Vol. 47, No 5, pp. 1865-1886
- Jegadeesh N., M. Weinstein and S. Titman, 1993a, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, pp. 65-91

- Jegadeesh N., M. Weinstein and I. Welch, 1993b, An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, No. 2, pp. 153-175
- Jelic, R., B. Saadouni and R. Briston, 2001, Performance of Malaysian IPOs: Underwriters Reputation and Management Earnings Forecasts, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 9, No 5, pp. 457-486
- Jenkinson, T., 1990, Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States and Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 4, No 4, pp. 428-449
- Jenkinson, T., and H. Jones, 2004, Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding, *Journal of Finance*, Vol. 59, Issue 5, pp. 2281-2308
- Jenkinson, T. and H. Jones, 2009, IPO Pricing and Allocation: A Survey of the Views of Institutional Investors, *Journal of Financial Studies*, Vol. 22, No 4, pp. 1477-1504
- Jenkinson, T., A. Morrison and W. Wilhelm, 2005, Why Are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No 1, pp. 185-209
- Kaneko, T. and R. Pettway, 2003, Auctions Versus Book Building of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, No 4, pp. 439-462
- Καραγιώργος, Θ. και Δ. Παπαδόπουλος, 2003, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Γερμανός
- Kazantzis, C., and D. Thomas, 1996, The IPO Puzzle and Institutional Constraints: Evidence from Athens Stock Market, in M. Levis, ed.: *Empirical Issues in raising equity capital* (Amsterdam: Elsevier)
- Καζαντζής X., 2006, Ελεγκτική και Εσωτερικός Έλεγχος, μια συστηματική προσέγγιση εννοιών, αρχών και προτύπων, Αθήνα, Εκδόσεις Business Plus
- Καζαντζής X. και Σώρρος Ι., 2008, Προβλήματα και Εφαρμογές Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Αθήνα, Εκδόσεις Business Plus

- Keasey, K., and Short H., 1992, The Underpricing of Initial Public Offerings: Some UK Evidence, *International Journal of Management Sciences*, Vol. 20, No 4, pp. 429-448
- Keloharju, M., 1993, The Winner's Curse, Legal Liability, and the Long-run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, Issue 2, pp. 251-277
- Kenourgios, D., S. Papathanasiou and E. Melas, 2007, Initial Performance of Greek IPOs, Underwriter Reputation and Oversubscription, *Managerial Finance*, Vol 33, No 5, pp. 332-343
- Kim, E. H. and Y. K. Lee, 1990, Issuing stocks in Korea. In: Rhee, S.G., Chang, R.P. (Eds.), *Pacific-Basin Capital Markets Research*, Vol. 1, North Holland, Amsterdam, pp. 243-253
- Kim, J-B., I. Krinsky and J. Lee, 1995a, The Aftermarket performance of initial public offerings in Korea, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, No 4, pp. 429-448
- Kim, M. and J. Ritter, 1999, Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 409-437
- Kiyamaz, H., 2000, The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 10, Issue 2, pp. 213-227
- Koh, F. and F. Walter, 1989, A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, No 2, pp. 251-272
- Koop, G. and K. Li, 2001, The Valuation of IPO and SEO Firms, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 8, No 4, pp. 375-401
- Krigman, L., W.H. Shaw, and K.L. Womack, 1999, The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping, *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, pp. 1015-1044
- Kunz, R. and R. Aggarwal, 1994, Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, No 4, pp. 705-723

- Λαζαρίδης, Ι., 2003, Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης, Τεύχος Α' και Β', Θεσσαλονίκη
- Λαζαρίδης, Ι. και Δ. Παπαδόπουλος, 2006, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Τεύχος Α', Β', Γ' και Δ', Θεσσαλονίκη
- Lee, I., S. Lochhead, J. Ritter and Q. Zhao, 1996, The Costs Of Raising Capital, *Journal of Financial Research*, Vol. 19, No. 1, pp. 59-74
- Lee, I., S. Taylor and T. Walter, 1996, Australian IPO Pricing in the Short and Long-run, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, No 7, pp. 1189-1210
- Lee, I., S. Taylor and T. Walter, 1996, Expected and Realised Returns for Singaporean IPOs: Initial and Long-run Analysis, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 4, No 2-3, pp. 153-180
- Leland, H. and D. Pyle, 1977, Information Asymmetry, Financial Structure and Financial Structure Intermediaries, *Journal of Finance*, Vol. 32, Issue 2, pp. 317-387
- Levis, M., 1993, The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management*, Vol. 22, No 1, pp. 28-41
- Levis, M. and D. Thomas, 1995, Investment Trust IPOs: Issuing Behaviour and Price Performance Evidence From the London Stock Exchange, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 19, No 8, pp. 1437-1458
- Li, M., T. McInish and U. Wongchoti, 2005, Asymmetric Information in the IPO Aftermarket, *Financial Review*, Vol. 40, No 2, pp. 131-153
- Ljungqvist, A., 1997, Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany, *European Economic Review*, Vol. 41, No 7, pp. 1309-1320
- Ljungqvist A., 2005, IPO Underpricing, Appeared in the *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Chapter 7
- Ljungqvist A., T. Jenkinson and W. Wilhelm, 2003, Global Integration in Primary Equity Markets: the Role of U.S. Banks and U.S. Investors, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 1, pp. 63-99

- Ljungqvist, A., V. Nanda and A. Singh, 2006, Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing, *Journal of Business*, Vol. 79, No 4, pp. 1667-1702
- Ljungqvist, A. and Wilhelm, W., 2002, IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 167-201
- Ljungqvist, A. and W. Wilhelm, 2003, IPO Pricing in the Dot-Com Bubble, *Journal of Finance*, Vol. 58, Issue 2, pp. 723-752
- Ljungqvist, A. and Wilhelm, W., 2005, Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?, *Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 4, pp. 1759-1790
- Logue, D., 1973, Premia on Unseasoned Equity Issues, *Journal of Economic and Business*, Vol. 25, pp. 133-141
- Loughran, T., and J. Ritter, 1995, The new issues puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 50, No 1, pp. 23-51
- Loughran, T. and J. Ritter, 2002, Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table of IPOs?, *Review of Financial Studies*, Vol. 15, No 2, pp. 413-443
- Loughran, T. and J. Ritter, 2004, Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?, *Financial Management*, Vol. 33, No 3, pp. 5-37
- Loughran, T., J. Ritter and K. Rydqvist, 1994, Updated 2010, Initial public offerings: International insights, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, No 2-3, pp. 165-199
- Lowry, M. and K. Murphy, 2007, Executive Stock Options and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, Issue 1, pp. 39-65
- Lowry, M. and W. Schwert, 2002, IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *Journal of Finance*, Vol. 57, No 3, pp. 1171-1200
- Lowry M. and S. Shu, 2002, Litigation Risk and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No 3, pp. 309-335

- Mandelker, G. and A. Raviv, Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts, *Journal of Finance*, Vol. 32, No 3, pp. 683-694
- Marisetty, V. and M. Subrahmanyam, 2010, Group Affiliation and the Performance of IPOs in the Indian Stock Market, *Journal of Financial Markets*, Vol. 13, No 1, pp. 196-223
- McDonald, J., and A. Fisher, 1972, New Issues Stock Price Behaviour, *Journal of Finance*, Vol. 27, No 1, pp. 97-102
- McDonald, J. and B. Jacquillat, 1974, Pricing of Initial Equity Issues: The French Sealed-Bid Auction, *Journal of Business*, Vol. 47, No 1, pp. 37-47
- McGuinness, P., 1992, An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings in Hong Kong: 1980-1990, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, pp. 167-194
- Meggison, W. and K. Weiss, 1991, Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 46, No 3, pp. 879-903
- Mello, A. and J. Parsons, 1998, Going Public and the Ownership Structure of the Firm, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No 1, pp. 79-109
- Merikas A., D. Gounopoulos and C. Karli, 2010, Market Performance of US-listed Shipping IPOs, *Maritime Economics and Logistics*, Vol. 12, No 1, pp. 36-64
- Merikas A., D. Gounopoulos and C. Nounis, 2009, Global Shipping IPOs Performance, *Maritime Policy & Management*, Vol. 36, No 6, pp. 481-505
- Mian, S. and J. Rosenfeld, 1993, Takeover Activity and the Long-run Performance of Reverse Leveraged Buyouts, *Financial Management*, Vol. 22, No 4, pp. 5-21
- Michaely R. and W.H. Shaw, 1994, The Pricing of Initial Public Offerings: Test of the Adverse Selection and the Signalling Theories, *Review of Financial Studies*, Vol. 7 No. 2, pp. 279-319
- Michaely, R. and W. Shaw, 1995, The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs, *Financial Management*, Vol. 24, No 3, pp. 5-21

- Miller, R.E., and F.K. Reilly, 1987, An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings, *Financial Management*, Vol. 16, No. 2, pp. 33-38
- Mohamed, S., A.M. Nassir and M. Ariff, 1994, Analysis of Underpricing in the Malaysian New Issue market During 1975–1990: Are New Issues Excessively Underpriced? *Capital Markets Review*, Vol. 1, pp. 17–28
- Mok, H.M.K. and Y.N. Hui, 1998, Underpricing and the Aftermarket Performance of IPOs in Shanghai, China, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, No 5, pp. 453-474
- Morris, S., 1996, Speculative Investor Behavior and Learning, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No 4, pp. 1111-1133
- Μπάλλας, Α. και Δ. Χέβας, 2008, Χρηματοοικονομική Λογιστική, Εκδόσεις Μπένου
- Muscarella C. and M. Vetsuypens, 1989, A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No 1, pp. 125-135
- Nanda V. and Y. Yun, 1997, Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 6, pp. 39-63
- Nazir, N., and R. Zin, 1998, An examination of the underpricing of Initial Public Offerings (IPOs) in Malaysia: 1990-1995, *Finance Conference Kuala Lumpur, Malaysia*
- Νούλας, Α.Γ. και Δ. Παπαδόπουλος, 2004, Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί και Αγορές, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Θεσσαλονίκη
- Nounis, C.P., D. Gounopoulos and A. Merikas, 2010, Price Cap Effect in the Performance of Greek IPOs, Working paper, <http://ssrn.com/abstract=1026378>
- Parsons J. and A. Raviv, 1985, Alternative Methods for Floating New Issues
- Pastor-Llorca, M. and F. Poveda-Fuentes, 2006, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Spanish Initial Public Offerings, in Greg. N. Gregoriou (Ed.),

Initial Public Offerings: An International Perspective, Elsevier Butterworth-Heinemann, chapter 7, pp. 81-112

Paudyal, K., B. Saadouni, and R. Briston, 1998, Privatisation Initial Public Offerings in Malaysia: Initial Premium and Long-term Performance, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, No 5, pp. 427-451

Purnanandam, A. and B. Swaminathan, 2004, Are IPO's really Underpriced?, *Review of Financial Studies*, Vol. 17, pp. 811-848

Reilly, F., 1977, New Issues Revisited, *Financial Management*, Vol. 6, No. 4, pp. 28-42

Reilly, F. and K. Hatfield, 1969, Investor Experience With New Stock Issues, *Financial Analysts Journal*, Vol. 25, No. 5, pp. 73-80

Ritter J., 1984a, The "Hot Issue" Markets of 1980, *Journal of Business*, Vol. 57, No.2, pp. 215-240

Ritter J., 1984b, Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues: A Comment, *Journal of Finance*, Vol. 39, No.4, pp. 1231-1237

Ritter, J., 1991, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 3-27

Ritter, J., 1998, Initial Public Offerings, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No 1, pp. 5-30

Ritter, J. and I. Welch, 2002, A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, *Journal of Finance*, Vol. 57, No 4, pp. 1795-1828

Ritter J., 2003, Differences between European and American IPO Markets, *European Financial Management*, Vol. 9, pp. 421-434

Rock K., 1986, Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 1-2, pp. 187-212



- Roosenboom, P., T. van der Goot and G. Mertens, 2003, Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands, *International Journal of Accounting*, Vol. 38, No. 3, pp. 243-266
- Ruud, J.S., 1993, Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, Issue 2, pp. 135-151
- Rydqvist, K. and K. Hogholm, 1995, Going Public in the 1980s: Evidence From Sweden, *European Financial Management*, Vol. 1, No 3, pp. 287-315
- Saunders, A. and J. Lim, 1990, Underpricing and The New Issue Process in Singapore, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 14, No 2-3, pp. 291-309
- Schuster, J., 2003, The cross-section of European IPO returns, Working paper, London School of Economics and Political Science
- Sentis, P., 2002, Initial Public Offerings: The Good, The Bad and The Liars, Working Paper, University of Montpellier
- Sherman A.E., 2005, Global Trends in IPO Methods: Book-building vs. Auctions with endogenous entry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, No 3, pp. 615-649
- Sherman A.E. and S. Titman, 2002, Building the IPO Order Book: Under-pricing and Participation Limits with Costly Information, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No.1, pp. 3-29
- Smart, S. and C. Zutter, 2003, Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual and Single-class IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No 1, pp. 85-110
- Smith, C., 1986, Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 1-2, pp. 3-29
- Σουμπενιώτης, Ν.Δ. και Α. Λυκούδη, 1999, Ειδικά Θέματα Χρηματοοικονομικής, Θεσσαλονίκη, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

- Spiess, D. and Affleck-Graves J., 1995, Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, Issue 3, pp. 243-267
- Σπύρου, Σ., 2003, *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου
- Σταϊκούρας, Χ., 2004, *Μαθηματικά Χρηματοπιστωτικής Ανάλυσης*, Αθήνα, Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
- Stoughton, N. and J. Zechner, 1998, IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, pp. 45-77
- Su, D. and B. Fleisher, 1999, An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, Issue 2, pp. 173-202
- Teoh, S., I. Welch and T. Wong, 1998, Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1935-1974
- Thomadakis, S., C.P. Nounis and D. Gounopoulos, 2010, Long Term Performance of Greek IPOs, *European Financial Management*, forthcoming
- Tinic S., 1988, Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock, *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 4, pp. 789-822
- Titman, S. and B. Trueman, 1986, Information Quality and the Valuation of New Issues, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, No 2, pp. 159-172
- Τζωάννος, Ι., 2004, *Χρηματοδοτική Διοίκηση*, Εκδόσεις Μπίλιας
- Uddin, H., 2001, An Investigation on Initial Public Offers in Malaysia, PhD thesis, National University of Singapore
- Uddin, H., 2008, An Empirical Examination of Intended and Unintended IPO Underpricing in Singapore and Malaysia, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 20, pp. 55-74

- Wan, J. and A. Yuce, 2007, Listing Regulations in China and Their Effect on the Performance of IPOs and SOEs, *Research in International Business and Finance*, Vol. 21, Issue 3, pp. 366-378
- Wasserfallen, W. and C. Wittleder, 1994, Pricing Initial Public Offerings: Evidence from Germany, *European Economic Review*, Vol. 38, No 7, pp. 1505-1517
- Welch I., 1989, Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 421-450
- Welch I., 1992, Sequential Sales, Learning and Cascades, *Journal of Finance*, vol. 42, No. 2, pp. 695-732
- Wong, T. and W. Uddin, 2000, IPO Underpricing in Malaysia: The Effect of Time-lag Risk, 7<sup>th</sup> Asia-Pacific Finance Association
- Yeh, Y-H. and P-G. Shu, 2004, Corporate Governance and Valuation of IPOs, EFMA Basel Meetings Paper
- Yung, C., G. Çolak and W. Wang, 2008, Cycles in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, No 1, pp. 192-208
- Zarowin, P., 1990, Size, Seasonality and Stock Market Overreaction, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, Issue 1, pp. 113-125
- Zingales, L., 1995, Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, Vol. 62, No. 3, pp. 425-448
- Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ, 2010, Εισαγωγή Ναυτιλιακών Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ**

**Παράρτημα Ι: Ναυτιλιακές εταιρείες ανά χρηματιστήριο**  
**διαπραγμάτευσης, χώρα προέλευσης και ανά τομέα δραστηριότητας**

<b>α/α</b>	<b>Όνομα Εταιρείας</b>	<b>Χώρα Προέλευσης</b>	<b>Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης</b>	<b>Τομέας Δραστηριότητας</b>
1	AB Limarko Laivininkystes Kompanija Limarko Shipping Company	Lithuania	NASDAQ OMX Vilnius	Reefers
2	Abbot Group	UK	Private	Offshore Drilling Manufacturing- Repairing
3	ABG Shipyard	India	BSE	Mixed
4	Aboitiz Transport System	Philippines	PSE	Offshore
5	Acergy	Norway	OSE	Tanker Brokerage
6	ACM Shipping	UK	LSE	Tanker Construction & Retail yachts
7	Aegean Marine Petroleum Network	USA	NYSE	Offshore Drilling
8	Aicon SpA	Italy	Milan SE	Marine Services
9	Aker Solutions	Norway	OSE	Container
10	Alam Maritim Resources Bhd	Malaysia	KLSE	Cruise
11	Alexander & Baldwin	USA	NASDAQ	Consulting-engineering
12	All Leisure Group	UK	LSE	Mixed
13	AMEC Plc	UK	LSE	Passenger
14	American Commercial Lines	USA	NASDAQ	Container
15	Anek Lines	Greece	ASE	Container
16	AP Moller-Maersk	Denmark	CSE	Tanker
17	Arlington Tankers	Bermuda	NYSE	Dry Bulk
18	Arpeni Pratama Ocean Line	Indonesia	JSE	Offshore Services
19	ASL Marine Holdings Ltd	Singapore	SGX	Dry Bulk
20	Aspo Oyj	Finland	HEL	Cruise
21	Attica Holdings	Greece	ASE	Offshore Drilling
22	Awilco Offshore	Norway	OSE	Brokerage
23	Azuma Shipping Co Ltd	Japan	TSE	Mixed
24	B & H Ocean Carriers Ltd	Bermuda	AMEX	management&support
25	Babcock International Group	UK	LSE	Mixed
26	Belships	Norway	OSE	Gas Carrier
27	Bergesen	USA	OTC	Tanker
28	Berlian Laju Tanker	Singapore	SGX	Energy
29	BG Group	Australia	LSE	Energy
30	BHP Billiton Ltd	Australia	ASX	Passenger
31	Birka Line ABP	Finland	Inactive - HEL	Passenger
32	Blue Star Shipping	Greece	ASE	Port Services
33	Bolloré *	France	EPA	Offshore Drilling
34	Bonheur	Norway	OSE	

35	Borgestad	Norway	OSE	Dry Bulk
36	Bourbon S.A.	France	EPA	Dry Bulk
37	Braemar Shipping Services plc	UK	LSE	Mixed
38	Brostrom AB	Sweden	Inactive - STO	Tanker
39	BW Gas Limited	Norway	Inactive - OSE	Gas Carrier
40	BW Offshore Limited	Norway	OSE	Mixed
41	Camillo Eitzen & Co ASA	Norway	OSE	Mixed
42	Capital Product Partners	Greece	NASDAQ	Tanker
43	Carnival Corporation	USA	NYSE	Cruise
44	Carnival PLC	UK	NYSE	Cruise
45	CH Offshore Ltd	Singapore	SGX	Offshore Services
46	Charles Taylor	UK	LSE	Consulting-insurance
47	Chevron Corp	USA	NYSE	Energy
48	China COSCO Holdings Company Limited	China	HKEx	Mixed
49	China COSCO Holdings Company Limited	China	SSE	Mixed
50	China Shipping Container Lines Co Ltd	China	HKEx	Container
51	China Shipping Development Co. Ltd	China	SSE	Mixed
52	China Shipping Development Co. Ltd	China	HKEx	Mixed
53	China Shipping Haisheng Co Ltd	China	SSE	Mixed
54	Chongqing Changjiang River Water Transportation	China	Private	Ro-Ro
55	Chowgule Steamships Ltd	India	BSE	Dry Bulk Inland Cargo
56	Chu Kong Shipping Development	China	HKEx	Transportation
57	Chuan Hup Holdings	Singapore	SGX	Offshore Services
58	CMA-CGM Group	France	Private	Container
59	CMB – Compagnie Maritime Belge	Belgium	Brussels Euronext	Dry Bulk
60	Compania Sud Americana de Vapores	Chile	Chile SE	Mixed
61	Concordia Maritime AB	Sweden	STO	Tanker
62	ConocoPhillips	USA	NYSE	Energy
63	Cosco Corp (Sing)	Singapore	SGX	Dry Bulk Container Leasing, Manufacturing, Terminal Services
64	COSCO Pacific Ltd	China	HKEx	
65	COSCO Shipping Ltd	China	SSE	Mixed
66	COSCO Container Lines (COSCON)	China	Private	Container
67	Cosmo Oil Co Ltd	Japan	TSE	Energy
68	Courage Marine	China	SGX	Dry Bulk
69	D/S Norden	Denmark	CSE	Mixed
70	D/S Torm	Denmark	CSE	Mixed
71	Daewoo Shipbuilding & Marine Engineering Co	South Korea	Seoul SE	Shipbuilding
72	Daiichi Chuo Kisen Kaisha	Japan	TSE	Mixed
73	D'amico International Shipping SA	Luxemburg	Milan SE	Tanker
74	Dampskibsselskabet ORION A/S	Denmark	CSE	Mixed

75	Danaos Corporation	Greece	NYSE	Container
76	Deep Sea Supply	Cyprus	OSE	Offshore Services
77	DFDS	Denmark	CSE	Mixed
78	Diamond Offshore Drilling	USA	NYSE	Offshore Drilling
79	Diana Shipping	USA	NYSE	Dry Bulk Heavyweight Cargo
80	Dockwise	Norway	OSE	Transportation
81	DOF ASA	Norway	OSE	Offshore Services
82	Double Hull Tankers	USA	NYSE	Tanker
83	Dryships	Greece	NASDAQ	Dry Bulk
84	Eagle Bulk Shipping	USA	NASDAQ	Dry Bulk
85	Eidesvik Offshore	Norway	OSE	Offshore Services
86	Eidsiva	Norway	OSE	Car Carrier
87	Eitzen Chemical	Norway	OSE	Gas Carrier Offshore Services, Ship
88	Eitzen Maritime Services	Norway	OSE	Brokerage
89	ENSCO	USA	NYSE	Offshore Drilling
90	Essar Shipping Ports & Logistics Ltd	India	BSE	Mixed
91	Euronav	Belgium	Brussels Euronext	Tanker
92	Euroseas	Greece	NASDAQ	Mixed
93	Evergreen Marine Corporation	Taiwan	TWSE	Container
94	Excel Maritime Carriers	Greece	NYSE	Dry Bulk
95	Exmar NV	Belgium	Brussels Euronext	Gas Carrier Heavyweight Cargo
96	Fairstar Heavy Transport	Holland	OSE	Transportation
97	Far Eastern Shipping Company Plc	Russia	Private	Container
98	Farstad Shipping	Norway	OSE	Offshore Services
99	Finnlines Oyj	Finland	HEL	Ro-Ro, Passenger
100	First Ship Lease Trust	Singapore	SGX	Mixed
101	First Steamship Co, Ltd.	Taiwan	TWSE	Dry Bulk
102	Forth Ports	UK	LSE	Port Services
103	Fountain Pajot S.A.	France	EPA	Construction Yachts
104	Fred. Olsen Energy	Norway	OSE	Offshore Drilling
105	Fred. Olsen Production	Norway	OSE	Offshore Services
106	Freeseas Inc	Greece	NASDAQ	Dry Bulk
107	Frontline Ltd	Norway	OSE	Tanker
108	Fushiki Kairiku Unso Co Ltd	Japan	TSE	Port Services Offshore Drilling,
109	Ganger Rolf	Norway	OSE	Cruise
110	Garware Marine Industries Ltd	India	BSE	Ship Repairing
111	GC Rieber Shipping	Norway	OSE	Offshore Services
112	Genco Shipping & Trading	USA	NASDAQ	Dry Bulk
113	General Maritime Corporation	USA	NYSE	Tanker
114	Global Carriers Bhd	Malaysia	KLSE	Tanker
115	Global Oceanic Carriers	Greece	Inactive - LSE	Dry Bulk
116	Global Ship Lease	UK	NYSE	Container

117	Global Tender Barges	Norway	OSE	Offshore Drilling
118	Globus Maritime Ltd	Greece	LSE	Dry Bulk
119	Golar LNG	Bermuda	OSE	Gas Carrier
120	Gold Container	France	Private	Container
121	Golden Ocean Group Ltd	Bermuda	OSE	Dry Bulk
122	Goldenport Holdings	Greece	LSE	Mixed
123	Great Eastern Shipping Co Ltd	India	BSE	Tanker
124	Green Reefers ASA	Norway	OSE	Reefers
125	Grindrod Limited	South Africa	Johannesburg SE	Mixed
126	Grupo TMM S.A.B.	Mexico	NYSE	Mixed
127	Guangzhou Shipyard Internat Co Ltd	China	SSE	Shipbuilding, Repairing
128	Gulfmark Offshore	USA	NYSE	Offshore Services
129	Halim Mazmin Berhad	Malaysia	KLSE	Mixed
130	Halliburton	USA	NYSE	Offshore Drilling
131	Hamburg Sud Hanjin Heavy Industries & Construction	Germany	Private	Container
132	Hanjin Shipping Co., Ltd.	South Korea	Seoul SE	Shipbuilding
133	Hapag-Lloyd Container Line	Germany	Private	Mixed
134	Havila Shipping	Norway	OSE	Container
135	HCI Capital	Norway	OSE	Offshore Services
136	Hellenic Carriers	Germany	Hamburg SE	investing in shipping
137	Hess	Greece	LSE	Dry Bulk
138	Heung-A	USA	NYSE	Energy
139	Horizon Lines	South Korea	Seoul SE	Mixed
140	Hornbeck Offshore Services	USA	NYSE	Container
141	Hubline Berhad	USA	NYSE	Offshore Services
142	Humpuss Intermoda Transportasi tbk PT	Malaysia	KLSE	Mixed
143	Hyundai Merchant Marine Co, Ltd.	Indonesia	JSE	Mixed
144	Iino Kaiun Kaisha Ltd.	South Korea	Seoul SE	Mixed
145	IM Skaugen SE	Japan	TSE	Mixed
146	International Shipholding Corporation	Norway	OSE	Gas Carrier
147	Inui Steamship Co Ltd	USA	NYSE	Mixed
148	Irish Continental Group	Japan	TSE	Dry Bulk
149	James Fisher & Sons plc	Ireland	Irish SE	Passenger
150	Jaya Holdings Ltd	UK	LSE	Tanker
151	JES International Holdings Ltd	Singapore	SGX	Container
152	Jinhui Shipping & Transportation Ltd	China	SGX	Shipbuilding
153	Jupiter Marine International Holdings	China	OSE	Dry Bulk
154	Jutha Maritime Plc	USA	OTC	Manufacturing sport fishing boats
155	Kansai Kisen Kaisha	Thailand	Bangkok SE	Mixed
156	Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	Japan	Inactive - TSE	Car Carrier
157	Keppel Corporation	Japan	TSE	Mixed
158		Singapore	SGX	Shipbuilding, Rig construction, Repairing



159	KIRBY Corporation Kiriacoulis Mediterranean Cruises	USA	NYSE	Inland bulk carrier
160	Shipping	Greece	ASE	Cruise
161	Knightsbridge Tankers	Bermuda	NASDAQ	Mixed
162	Korea Line Corporation	South Korea	Seoul SE	Mixed
163	K-Sea Transportation Partners	USA	NYSE	Offshore Services
164	Kuribayashi Steamship Co Ltd	Japan	TSE	Ro-Ro
165	Kyoei Tanker Co, Ltd.	Japan	TSE	Tanker
166	Labroy Marine Limited	Singapore	Private	Mixed
167	Latvian Shipping	Latvia	NASDAQ OMX	Tanker
168	Lloyd Fonds AG	Germany	Frankfurt SE	Ship Funding
169	Lorenzo Shipping Corporation	Philippines	PSE	Inland Container
170	LOUIS PLC	Cyprus	Cyprus SE	Cruise
171	Malaysian Bulk Carriers Bhd	Malaysia	KLSE	Mixed
172	Malaysian Merchant Marine Bhd	Malaysia	KLSE	Mixed
173	Marathon Oil Corp	USA	NYSE	Energy
174	Marco Polo Marine	Singapore	SGX	Offshore Services
175	MarineMax Inc	USA	NYSE	Yaucht Brokerage
176	Maritime Co of Lesvos	Greece	ASE	Passenger
177	Martin Midstream Partners L.P.	USA	NASDAQ	Tanker
178	MC Shipping	Monaco	Private	Mixed Engineering- Constructing
179	McDernott Inc	USA	NYSE	
180	Meiji Shipping Co, Ltd.	Japan	TSE	Mixed
181	Mercator Lines Ltd	India	BSE	Tanker
182	Minoan Lines	Greece	ASE	Passenger
183	MISC Berhad	Malaysia	KLSE	Mixed
184	Mitsubishi heavy Industries	Japan	TSE	Shipbuilding
185	Mitsui O.S.K. Lines Ltd	Japan	TSE	Mixed
186	Mols Linien A/S MPC Münchmeyer Petersen Capital	Denmark	CSE	Passenger
187	AG	Germany	Private	Mixed
188	MSC	Switzerland	Private	Container
189	Murphy Oil	USA	NYSE	Energy
190	Naigai Trans Line Ltd	Japan	TSE	Container
191	Namsos Trafikkselskap	Norway	OSE	Passenger
192	Nanjing Tanker Corp	China	SSE	Tanker
193	National Shipping for Saudi Arabia	Saudi Arabia	SAU	Mixed
194	Navigazione Montanari S.p.A.	Italy	Inactive - Milan SE	Mixed
195	Navios Maritime Holdings	Greece	NYSE	Dry Bulk
196	Navios Maritime Partners	Greece	NYSE	Dry Bulk
197	Nel Lines	Greece	ASE	Passenger
198	Nepline Berhad	Malaysia	Inactive - KLSE	Mixed
199	Neptune Orient Lines Ltd	Singapore	SGX	Container
200	Neste Oil	Finland	HEL	Energy
201	Newlead Holdings (πρώην Aries	Greece	NASDAQ	Mixed

Maritime Transport)

202	Nexus Floating Production	Singapore	OSE	Offshore Services
203	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	Japan	TSE	Mixed
204	Noble Corporation	USA	NYSE	Offshore Drilling
205	Niordic American Tanker Shipping Ltd	Bermuda	NYSE	Tanker
206	Nordic Tankers A/S	Denmark	CSE	Tanker
207	Northern Offshore	Norway	OSE	Offshore Drilling
208	Occidental Petroleum	USA	NYSE	Energy
209	Ocean Tankers Holding Pcl	Cyprus	Cyprus SE	Tanker
210	Oceanaut Inc	Greece	Inactive - AMEX	Dry Bulk
211	Oceaneering International	USA	NYSE	Subsea Services
212	Oceanex Income Fund	Canada	Inactive - Toronto SE	Container
213	Oceanfreight	Greece	NASDAQ	Mixed
214	Odfjell SE	Norway	OSE	Gas Carrier
215	Omega Navigation Enterprices	Greece	NASDAQ	Tanker
216	Orient Overseas International Ltd	Hong Kong	HKEx	Container
217	OSG America L.P.	USA	Inactive - NYSE	Tanker Shipbuilding, Repairing, Constructing, Support
218	Otto Marine	Singapore	SGX	Constructing, Support
219	Overseas Shipholding Group Inc	USA	NYSE	Tanker
220	P.T. Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	Indonesia	JSE	Mixed
221	Pacific Basin Shipping Ltd	China	HKEx	Dry Bulk
222	Pacific International Lines	Singapore	Private	Container
223	Pacific Shipping Trust	Singapore	SGX	Container
224	Paragon Shipping Inc	Greece	NASDAQ	Dry Bulk
225	PDZ Holdings Berhad	Malaysia	KLSE	Mixed
226	Pelayaran Tempuran Emas Terbuka	Indonesia	JSE	Container
227	Penguin Boat International Ltd	Singapore	SGX	Offshore Services
228	Pipavav Shipyard	India	BSE	Shipyard Construction & Retail
229	Poncin Yachts S.A.	France	EPA	yauchts
230	Precious Shipping Plc	Thailand	Bangkok SE	Dry Bulk
231	Premuda SpA	Italy	Milan SE	Mixed
232	Pride International	USA	NYSE	Offshore Drilling
233	Primorsk Shipping Corporation	Russia	Russian Trading System	Tanker
234	Prosafe Production	Cyprus	OSE	Mixed
235	Qatar Shipping	Qatar	Private	Mixed
236	Quintana Maritime Limited	Greece	NASDAQ	Dry Bulk
237	Rand Logistics	USA	NASDAQ	Dry Bulk
238	Rederi AB Transatlantic	Sweden	STO	Mixed
239	Regional Container Lines Plc	Thailand	Bangkok SE	Container
240	Rickmers Maritime	Singapore	SGX	Container
241	Rodriguez Group	France	EPA	Retail Yauchts
242	Rowan Companies	USA	NYSE	Offshore Drilling

243	Royal Caribbean Cruises	USA	NYSE	Cruise
244	Safe Bulkers Inc	Greece	NYSE	Dry Bulk
245	Samudera Shipping Line Ltd	Singapore	SGX	Mixed
246	Scorpion Offshore	Bermuda	OSE	Offshore Drilling
247	Seacor Holdings	USA	NYSE	Mixed
248	Seadrill	Norway	OSE	Offshore Drilling
249	Seenergy Maritime Holdings	Greece	NASDAQ	Dry Bulk
250	Seaspan Corporation	Hong Kong	NYSE	Container Heavyweight Cargo
251	Sebang Company Ltd	South Korea	Seoul SE	Transportation Shipbuilding, Repairing, Constructing, Support
252	Sembcorp Marine	Singapore	SGX	Offshore Drilling
253	Sevan Marine	Norway	OSE	Offshore Drilling
254	Shih Wei Navigation Co Ltd	Taiwan	TWSE	Dry Bulk
255	Shinwa Kaiun Kaisha Ltd	Japan	TSE	Mixed
256	Ship Finance International	Bermuda	NYSE	Mixed
257	Shipping Corporation of India	India	BSE	Mixed
258	Shreyas Shipping & Logistics Ltd	India	BSE	Container
259	Siem Offshore	Cayman Islands	OSE	Marine Services
260	Sincere Navigation Corporation	Taiwan	TWSE	Dry Bulk
261	Singapore Shipping Corporation Ltd	Singapore	SGX	Car Carrier
262	Sinotrans Limited	China	HKEx	Dry Bulk
263	Sinotrans Shipping Ltd	China	HKEx	Mixed
264	Sloman Neptun Schiffahrts-Ag	Germany	XETRA	Gas Carrier Marine, Subsea Services
265	Smit International	Holland	NYSE	Offshore Services
266	Solstad Offshore	Norway	OSE	Gas Carrier
267	Solvang ASA	Norway	OSE	Offshore Drilling
268	Songa Offshore	Cyprus	OSE	Shipwrecks Exploration
269	Sovereign Exploration Associates	USA	OTC	Mixed
270	SRAB Shipping	Sweden	STO	Dry Bulk
271	Star Bulk Carriers Corporation	Greece	NASDAQ	Cruise
272	Star Cruises	Singapore	SGX	Mixed
273	Star Maritime Acquisition Corp	Greece Cayman Islands	AMEX	Reefers
274	Star Reefers Inc.	Islands	OSE	Gas Carrier
275	Stealthgas	Greece	NASDAQ	Tanker
276	Stolt-Nielsen S.A	Norway	OSE	Mixed
277	STX Pan Ocean	South Korea Cayman Islands	Seoul SE	Engineering- Constructing
278	Subsea 7	Islands	OSE	Cruise-passenger
279	Success Universe Group Ltd	China	HKEx	Tanker
280	Svithoid Tankers AB	Sweden	STO	Offshore Services
281	Swire Limited	Hong Kong	HKEx	Mixed
282	Taiheiyo Kaiun Co, Ltd.	Japan	TSE	

283	Taiwan Navigation	Taiwan	TWSE	Mixed
284	TBS INTERNATIONAL LIMITED	Bermuda	NASDAQ	Dry Bulk Marine Services, Repairing
285	Teco Maritime	Norway	OSE	Tanker
286	Teekay Corporation	Bermuda	NYSE	Gas Carrier
287	Teekay LNG Partners	Bahamas	NYSE	Tanker
288	Teekay Offshore Partners	Canada	NYSE	Tanker
289	Teekay Tankers	Bermuda	NYSE	Port services
290	Thessaloniki Port Authority	Greece	ASE	Port Services
291	Tianjin Port Developmenet Holding	China	HKEx	Offshore Services
292	Tidewater	USA	NYSE	Shipyard
293	Todd Shipyards Corporation	USA	NYSE	Passenger
294	Tokai Kisen Co, Ltd.	Japan	TSE	Mixed
295	Top Ships Inc	Greece	NASDAQ	Mixed
296	TORM	Denmark	NASDAQ	Inland bulk carrier
297	Trailer Bridge	USA	NASDAQ	Offshore Drilling
298	Transocean	Switzerland	NYSE	Subsea Services
299	Trico Marine Services Inc	USA	NASDAQ	Tanker
300	Tsakos Energy Navigation	Greece	NYSE	Tanker
301	U.S. Shipping Partners	USA	NYSE	Mixed
302	Ultrapetrol (Bahamas) Ltd	Bahamas	NASDAQ	Dry Bulk
303	U-Ming Marine Transport Corporation	Taiwan	TWSE	Container
304	United Arab Shipping Company	Kuwait	Private	Gas Carrier
305	Varun Shipping Co Ltd	India	BSE	Cruise
306	Viking Line ABP	Finland	HEL	Container
307	Wan Hai Lines Ltd	Taiwan	TWSE	Engineering (power)
308	Wartsila	Finland	HEL	Ro-Ro
309	Wilh. Wilhelmsen ASA	Norway	OSE	Dry Bulk
310	Wilson ASA	Norway	OSE	Mixed
311	Yang Ming Marine Transport Corporation	Taiwan	TWSE	Shipbuilding
312	Yangzijiang Shibuilding Holdings	China	SGX	Container
313	Zim	Israel	Tel Aviv SE	

**Παράρτημα II: Εμπειρικές μελέτες σχετικές με το ποσοστό της αρχικής  
υποτιμολόγησης ανά χώρα**

<b>Χώρα</b>	<b>Ερευνητής</b>	<b>Ετος</b>	<b>Περίοδος</b>	<b>Μέγεθος Δείγματος</b>	<b>Αρχικές αποδόσεις (%)</b>
<b>Αργεντινή</b>	Eijgenhuijsen & Van der Valk	1997	1991-1994	20	4,4
<b>Αυστραλία</b>	Finn & Higham	1988	1966-1978	93	29,2
	Lee, Taylor & Walter	1996	1976-1989	266	11,9
<b>Βέλγιο</b>	Deloof, De Maeseneire & Inghelbrecht	2002	1993-2000	33	18,9
	Goergen, Renneboog & Khurshed	2006	1996-2000	13	10,36
	Rogiers, Manigart & Ooghe		1984-1990	28	10,1
<b>Βουλγαρία</b>	Nikolov		2004-2007	9	36,5
<b>Βραζιλία</b>	Aggarwal, Leal & Hernandez	1993	1980-1990	62	78,5
<b>Γαλλία</b>	Derrien & Womack	2003	1992-1998	264	13,23
	Husson & Jacquillat	1989	1983-1986	131	4
	McDonald & Jacquillat	1974	1968-1971	31	3
	Chahine	2008	1997-2000	172	22,7
<b>Γερμανία</b>	Ljungqvist	1997	1970-1993	180	9,2
	Ljungqvist		1978-1992	170	10,9
	Wasserfallen & Wittleder	1994	1961-1987	92	15
	Uhlir	1989	1977-1987	97	21,5
	Stehle, Ehrardt & Przyborowsky	2000	1960-1992	187	26,9
<b>Δανία</b>	Jakobsen & Sørensen	1998	1984-1992	76	3,9
	Bisgard	1997	1987-1997	32	7,7
<b>Ελβετία</b>	Kunz & Aggarwal	1994	1983-1989	42	35,8
<b>Ελλάδα</b>	Kazantzis & Levis	1995	1987-1991	79	48,5
	Papaioannou & Travlos	1995	1987-1994	101	34,5
	Kazantzis & Thomas	1996	1987-1994	129	50,89
	Kenourgios, Papathanasiou & Melas	2007	1997-2002	169	52,7

**HIIA**

Thomadakis et al	2010	1994-2002	254	38,94
Nounis	2000	1994-1998		18,56
Tsangarakis	2004	1993-1997	108	9,07
Nounis	2006	1994-2002	254	24,29
Reilly & Hatfield	1969	1964-1965	53	9,9
Logue	1973	1965-1969	250	41,7
Miller & Reilly	1987	1982	79	9,87
McDonald & Fisher	1972	1969	142	28,5
Ibbotson	1975	1960-1969	120	12,4
Ibbotson & Jaffe	1975	1960-1970	128	16,83
Beatty	1989	1975-1984	2215	22,1
Ibbotson, Sindelar & Ritter	1994	1960-1996	13308	15,8
Reilly	1977	1972-1975	62	9,9
Ritter	1984	1977-1982	1028	26,5
Ritter	1998	1990-1994	1767	12,05
Ritter	1991	1975-1984	1526	14,3
Ruud	1993	1982-1983	463	6,4
Loughran & Ritter	2004	1980-2000	6169	18,9
Balvers et al	1993	1975-1987	1746	8,15
Affleck-Graves, Hegde & Miller	1996	1975-1991	2096	9,96
Aruğaslan, Cook & Kieschnick	2004	1990-1999	3441	9,48
Koop & Li	2001	1985-1998	2969	11,06
Abdou & Dicle	2006	1996-2000	595	48,45
Nanda & Yun	1997	1987-1991	412	7,49
Ljungqvist & Wilhelm	2003	1996-2000	2178	35,7
Booth & Chua	1996	1977-1988	2151	13,1
Booth & Booth	2003	1980-2000	4652	20,32
Hanley & Wilhelm	1995	1983-1988	38	8,6
Carter & Manaster	1990	1979-1983	501	16,79
Carter, Dark & Singh	1998	1979-1991	2292	8,08
Ljungqvist & Wilhelm	2005	1993-2000	3435	28,1
Habib & Ljungqvist	1999	1991-1995	1376	13,8
Jenkinson	1990	1985-1988	1322	10,4
Binay & Pirinsky	2003	1980-2000	4668	20,4

Benveniste et al	2003	1985-2000	6181	19,2
Field & Karpoff	2002	1988-1992	1019	10,9
Lowry & Murphy	2007	1996-2000	874	27-48
Aggarwal	2000	1997	114	16,22
Aggarwal & Rivoli	1990	1977-1987	1598	10,7
Field & Sheehan	2004	1988-1992	953	11
Smart & Zutter	2003	1990-1998	2622	13,5
Beatty & Welch	1996	1992-1994	960	11,72
Li, McInish & Wongchoti	2005	1995-2000	1726	41,32
Muscarella & Vetsuypens	1989	1970-1987	38	7,1
Tinic	1988	1923-1930	70	5,2
Ritter	2009	1980-2005	7017	18,2
Ritter & Welch	2002	1980-2001	6249	18,8
		1980-1989	2062	7,2
		1990-1994	1681	11,2
		1995-1998	1889	18
		1999-2000	842	64,1

#### Ηνωμένο

#### Βασίλειο

Keasey & Short	1992	1984-1988	222	14
Levis	1990	1985-1988	123	8,6
Levis	1993	1980-1988	712	11,5
Brennan & Franks	1997	1986-1989	69	9,42
Derrien & Kecskés	2007	1995-2004	786	24,7
Chambers & Dimson	2009	1917-2007	4540	14,57
Jenkinson	1990	1985-1988	197	12,2
Unlu, Ferris & Noronha	2004	1993-2001	513	28,05
Davis & Yeomans	1974	1965-1971	174	8,5
Buckland, Herbert & Yeomans	1981	1965-1975	297	9,7

#### Ιαπωνία

Hwang & Jayaraman	1993	1975-1989	190	1,45
Pettway & Kaneko	1996	1981-1993	147	49,5
Kaneko & Pettway	2003	1993-2001	838	26,82
Cai & Wei	1997	1971-1992	180	49
Jenkinson	1990	1986-1988	48	54,7
Hebner & Hiraki	1993	1981-1991	350	32

	Hamao, Packer & Ritter	2000	1989-1995	456	15,7
	Dawson & Hiraki	1985	1979-1984	106	51,9
<b>Ινδία</b>	Marisetty & Subrahmanyam	2010	1990-2007	2811	92,7
	Krishnamurti & Kumar	1994	1992-1993	98	35
	Chopra	2009	1999-2008	244	58,11
<b>Ινδονησία</b>	Hanafi	1997	1989-1994	106	15,1
<b>Ισραήλ</b>	Amihud, Hauser, Kirsh	2003	1898-1993	284	11,99
<b>Ιταλία</b>	Cassia, Giudici, Paleari, Redondi	2004	1985-2001	182	21,87
	Arosio et al	2000	1985-1997	108	18,2
<b>Καναδάς</b>	Jog & Riding	1987	1971-1983	100	11
	Jog & Srivastava	1995	1971-1992	258	5,4
<b>Χονγκ</b>					
<b>Κονγκ</b>	Dawson	1987	1978-1983	21	13,8
	McGuinness	1992	1980-1990	92	16,6
	Cheng, Chan & Mak	2005	1993-1997	267	12,95
<b>Κίνα</b>	Su & Fleisher	1999	1987-1995	308	948,6
	Chang et al	2008	1996-2004	891	1,55
	Chi & Padgett	2005	1996-2000	668	129,16
	Dawson & Hiraki	1985	1979-1984	31	10,9
<b>Κορέα</b>	Kim & Lee	1990	1984-1986	41	37
	Dhatt, Kim & Lim	1993	1980-1990	347	78,1
	Krinsky, Kim & Li	1992	1985-1990	275	79
	Kim, Krinsky & Lee	1995a	1985-1989	169	57,56
<b>Μαλαισία</b>	Yong	1995	1990-1994	224	75
	Isa	1993	1980-1991	132	80,3
	Dawson	1987	1978-1983	21	166,6
	Uddin	2008	1990-2000	539	93,31
	How et al	2007	1989-2000	322	101,57
	Yong & Isa	2003	1990-1998	468	94,91
	Mohamad	1994	1975-1990	65	135
	Paudyal, Saadouni, Briston	1998	1984-1995	95	61,8
	Jelic, Saadouni & Briston	2001	1980-1995	182	99,25
<b>Μεξικό</b>	Aggarwal, Leal & Hernandez	1993	1987-1990	44	2,8
	Eijgenhuijsen & Van der Valk	1997	1991-1994	51	3,45



<b>Νέα</b>					
<b>Ζηλανδία</b>	Vos & Cheung	1992	1979-1987	149	28,8
<b>Νορβηγία</b>	Hesjedal	2007	2004-2006	41	
	Emilsen et al	1997	1984-1996	68	12,5
<b>Ολλανδία</b>	Wessels	1989	1982-1991	72	7,2
	Buijs & Eijgenhuijsen	1993	1982-1991	43	12
<b>Σιγκαπούρη</b>	Koh & Walter	1989	1973-1987	66	27,2
	Dawson	1987	1978-1983	39	39,4
	Uddin	2008	1990-2000	322	31,73
	Lee, Lochhead, Ritter & Zhao	1996a	1973-1992	132	31,4
	Lee, Taylor & Walter	1996	1973-1992	128	31,4
	Saunders & Lim	1990	1987-1988	17	45,4
	Dawson	1991	1978-1990	61	41
	Koh, Lim & Chin	1992	1975-1987	53	37,63
<b>Σουηδία</b>	Loughran, Ritter & Rydqvist	1994	1980-1990	162	27,3
	Rydqvist	1993	1980-1994	251	34,1
	Bodnaruk, Kandel, Massa & Simonov	2004	1994-2001	124	14,2
	Rydqvist & Högholm	2006	1970-1991	308	
	Holmen and Högfeltdt	1999	1979-1997	233	29,3
<b>Ταϊβάν</b>	Yeh & Shu	2004	1992-2001	218	29,02
	Chen	1992	1971-1990	168	45
	Lin & Sheu		1986-1995	241	34,6
<b>Ταϊλάνδη</b>	Wethyavirvorn & Koo-Smith	1991	1988-1989	32	58,1
<b>Τουρκία</b>	Kiyamaz	2000	1990-1996	163	13,1
<b>Τσεχία</b>	Sullivan & Unite	2001	1987-1997	104	22,7
<b>Φινλανδία</b>	Keloharju	1993	1984-1992	85	9,6
<b>Χιλή</b>	Aggarwal, Leal & Hernandez	1993	1982-1990	36	16,3
<b>Ευρώπη</b>	Schuster	2003	1988-1998	973	16,52

Πηγή: Loughran et al (International Insights 1994 up. 2010), Ritter (1998), Arosio et al (2000), Gazewski & Gresse (2006)

**Παράρτημα III: Οι εταιρείες της ποντοπόρου ναυτιλίας που αποτελούν το δείγμα εξέτασής μας στο κεφάλαιο 5**

<i>a/a</i>	<b>Όνομα Εταιρείας</b>	<b>Υποκλάδος</b>	<b>Χώρα Προέλευσης</b>	<b>Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης</b>	<b>Έτος Ίδρυσης</b>	<b>Έτος Εισαγωγής</b>
1	B & H Ocean Carriers Ltd	Dry Bulk	Bermuda	AMEX	1988	2000
2	Seanergy Maritime Holdings	Dry Bulk	Greece	AMEX	2006	2007
3	Star Maritime Acquisition Corp	Mixed	Greece	AMEX	2005	2006
4	Oceanaut inc	Dry Bulk	Greece	AMEX	2006	2007
5	Essar Shipping Ports & Logistics Ltd	Mixed	India	BSE	1956	1998
6	Shipping Corporation of India	Mixed	India	BSE	1961	1998
7	Great Eastern Shipping Co Ltd	Tanker	India	BSE	1948	1993
8	Varun Shipping Co Ltd	Gas	India	BSE	1971	1993
9	Mercator Lines Ltd	Tanker	India	BSE	1983	1994
10	Shreyas Shipping & Logistics Ltd	Container	India	BSE	1988	1995
11	Euronav	Tanker	Belgium	Brussels Euronext	1955	2005
12	Exmar NV	Gas	Belgium	Brussels Euronext	1829	2003
13	CMB – Compagnie Maritime Belge	Dry Bulk	Belgium	Brussels Euronext	1895	2004
14	Bourbon S.A.	Dry Bulk	France	EPA	1948	1998
15	Maersk	Container	Denmark	CSE	1904	2003
16	DFDS	Mixed	Denmark	CSE	1866	2000
17	Dampskibsselskabet ORION A/S	Mixed	Denmark	CSE	1912	2000
18	Nordic Tankers A/S	Tanker	Denmark	CSE	1984	2007
19	Ocean Tankers Holding Pcl	Tanker	Cyprus	Cyprus Stock Exchange	2005	2006
20	Aspo Oyj	Dry Bulk	Finland	HEL	1929	1999
21	China COSCO Holdings Company Limited	Mixed	China	HKEx	2005	2005
22	China Shipping Development Co. Ltd	Mixed	China	HKEx	1994	1994
23	Sinotrans Shipping Ltd	Mixed	China	HKEx	2002	2007
24	Sinotrans Limited	Dry Bulk	China	HKEx	2002	2003
25	Pacific Basin Shipping Ltd	Dry Bulk	China	HKEx	2001	2004
26	China Shipping Container Lines	Container	China	HKEx	1997	2006

	Co Ltd					
27	P.T. Arpeni Pratama Ocean Line TbK	Mixed	Indonesia	JSE	1975	2005
28	Humpuss Intermoda Transportasi tbk PT	Mixed	Indonesia	JSE	1986	1997
29	Pelayaran Tempuran Emas Terbuka	Container	Indonesia	JSE	1987	2003
30	Global Carriers Berhad	Tanker	Malaysia	KUL	1988	1996
31	Halim Mazmin Berhad	Mixed	Malaysia	KUL	1980	1996
32	Hubline Berhad	Mixed	Malaysia	KUL	1993	1995
33	Malaysian Merchant Marine	Mixed	Malaysia	KUL	1993	1997
34	Nepline Berhad	Mixed	Malaysia	KUL	1968	1995
35	PDZ Holdings Berhad	Mixed	Malaysia	KUL	1995	1996
36	Malaysian Bulk Carriers Bhd	Mixed	Malaysia	KUL	1988	2003
37	MISC Berhad	Mixed	Malaysia	KUL	1968	1989
38	Braemar Shipping Services plc	Mixed	UK	LSE	1961	2002
39	James Fisher & Sons plc	Tanker	UK	LSE	1847	1996
40	Goldenport Holdings	Mixed	Greece	LSE	2005	2006
41	Global Oceanic Carriers	Dry Bulk	Greece	LSE	2004	2005
42	Globus Maritime Ltd	Dry Bulk	Greece	LSE	2006	2007
43	Hellenic Carriers	Dry Bulk	Greece	LSE	1971	2007
44	D'amico International Shipping SA	Tanker	Italy	Milan Stock Exchange	1936	2007
45	Premuda SpA	Mixed	Italy	Milan Stock Exchange	1907	1994
46	Dryships	Dry Bulk	Greece	NASDAQ	2004	2005
47	Genco Shipping & Trading Ltd	Dry Bulk	USA	NASDAQ	2004	2005
48	Omega Navigation Enterprises Inc	Tanker	Greece	NASDAQ	2005	2006
49	Quintana Maritime Ltd	Dry Bulk	Greece	NASDAQ	2005	2005
50	American Commercial Lines Iinc	Mixed	USA	NASDAQ	1915	2005
51	Oceanfreight Inc	Mixed	Greece	NASDAQ	2006	2007
52	Top Ships Inc	Mixed	Greece	NASDAQ	2000	2004
53	Eagle Bulk Shipping Inc	Dry Bulk	USA	NASDAQ	2005	2005
54	Aries Maritime Transport Ltd	Mixed	Greece	NASDAQ	2005	2005
55	Alexander & Baldwin Inc	Container	USA	NASDAQ	1870	1984
56	Freeseas Inc	Dry Bulk	Greece	NASDAQ	2003	2004
57	TBS International Ltd	Dry Bulk	Bermuda	NASDAQ	1993	2005
58	Capital Product Partners LP	Tanker	Greece	NASDAQ	2003	2007
59	Knightsbridge Tankers Ltd	Mixed	Bermuda	NASDAQ	1996	1997

60	Stealthgas	Gas	Greece	NASDAQ	2004	2005
61	Ultrapetrol (Bahamas) Ltd	Mixed	Bahamas	NASDAQ	1997	2006
62	Euroseas	Mixed	Greece	NASDAQ	2005	2006
63	Rand Logistics	Dry Bulk	USA	NASDAQ	1994	2004
64	Martin Midstream Partners L.P.	Tanker	USA	NASDAQ	2002	2002
65	Paragon Shipping Inc	Dry Bulk	Greece	NASDAQ	2006	2007
66	Latvian Shipping	Tanker	Latvia	NASDAQ OMX Vilnius	1940	2002
67	General Maritime Corporation	Tanker	USA	NYSE	1997	2001
68	Double Hull Tankers Inc	Tanker	UK	NYSE	2005	2005
69	Ship Finance International Limited	Mixed	Bermuda	NYSE	2003	2004
70	Arlington Tankers Ltd	Tanker	Bermuda	NYSE	2004	2004
71	U.S. Shipping Partners L.P.	Tanker	USA	NYSE	1998	2004
72	Teekay LNG Partners L.P.	Gas	USA	NYSE	2004	2005
73	Horizon Lines Inc	Container	USA	NYSE	1956	2005
74	Seacor Holdings Inc	Mixed	USA	NYSE	1989	1992
75	Seaspan Corporation	Container	China	NYSE	2005	2005
76	Danaos Corporation	Container	Greece	NYSE	2006	2006
77	Teekay Offshore Partners L.P.	Tanker	USA	NYSE	1973	2006
78	Grupo TMM S.A.B.	Mixed	Mexico	NYSE	1950	1992
79	Navios Maritime Holdings Inc	Dry Bulk	Greece	NYSE	2003	2003
80	Diana Shipping Inc	Dry Bulk	Greece	NYSE	2005	2005
81	Aegean Marine Petroleum Network	Tanker	Greece	NYSE	2006	2006
82	Tsakos Energy Navigation Ltd	Tanker	Greece	NYSE	2001	2002
83	Teekay Corporation	Tanker	Bermuda	NYSE	1973	1995
84	Teekay Tankers	Tanker	Bermuda	NYSE	2007	2007
85	Excel Maritime Carriers Ltd	Dry Bulk	Greece	NYSE	1988	1999
86	International Shipholding Corporation	Mixed	USA	NYSE	1948	1991
87	OSG America L.P.	Tanker	USA	NYSE	2007	2007
88	Overseas Shipholding Group Inc	Tanker	USA	NYSE	1969	1990
89	Safe Bulkers Inc	Dry Bulk	Greece	NYSE	2007	2008
90	Stolt-Nielsen S.A	Tanker	Norway	OSE	1944	2001
91	Camillo Eitzen & Co ASA	Mixed	Norway	OSE	1883	2004
92	Belships ASA	Mixed	Norway	OSE	1989	2003
93	Frontline Ltd	Tanker	Norway	OSE	1948	2003

94	Wilh. Wilhelmsen ASA	Container	Norway	OSE	1920	2000
95	Golden Ocean Group Ltd	Dry Bulk	Bermuda	OSE	2000	2000
96	Golar LNG ASA	Gas	Norway	OSE	1946	2002
97	Green Reefers ASA	Container	Norway	OSE	1995	2001
98	Star Reefers Inc.	Container	Norway	OSE	1995	2003
99	IM Skaugen SE	Gas	Norway	OSE	1916	2003
100	Wilson ASA	Dry Bulk	Norway	OSE	1929	2005
101	Solvang ASA	Gas	Norway	OSE	1936	2003
102	Bergesen	Gas	USA	OTC	1935	2005
103	Oceanex Income Fund	Mixed	Canada	Toronto Stock Exchange	1997	1999
104	Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	Mixed	Japan	TSE	1919	1998
105	Aboitiz Transport System	Mixed	Phillipines	PSE	1949	1995
106	Primorsk Shipping Corporation	Tanker	Russia	Russian Trading System	1972	1995
107	China COSCO Holdings Company Limited	Mixed	China	SSE	1950	2007
108	COSCO Shipping Ltd	Mixed	China	SSE	1999	2002
109	China Shipping Development Co. Ltd	Mixed	China	SSE	1994	2002
110	Neptune Orient Lines Ltd	Container	Singapore	SGX	1968	1988
111	Jaya Holdings Ltd	Container	Singapore	SGX	1981	1992
112	Samudera Shipping Line Ltd	Mixed	Singapore	SGX	1993	1997
113	Courage Marine Group Ltd	Dry Bulk	China	SGX	2001	2005
114	SRAB Shipping	Mixed	Sweden	STO	1993	2000
115	Concordia Maritime AB	Tanker	Sweden	STO	1984	1989
116	Rederi AB Transatlantic	Mixed	Sweden	STO	1915	1991
117	Svithoid Tankers AB	Tanker	Sweden	STO	2003	2005
118	Brostrom AB	Tanker	Sweden	STO	1982	1998
119	Evergreen Marine Corporation	Container	Taiwan	TPE	1968	2004
120	Yang Ming Marine Transport Corporation	Mixed	Taiwan	TPE	1972	2006
121	Shih Wei Navigation Co Ltd	Dry Bulk	Taiwan	TPE	1985	2003
122	Wan Hai Lines Ltd	Container	Taiwan	TPE	1965	1996

## Παράρτημα IV: Πολλαπλές παλινδρομήσεις 122 εταιρείες

### Dependent Variable: IR

Method: Least Squares

Sample: 1 122

Included observations: 122

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.070870	0.404445	0.175229	0.8612
ML	-0.005930	0.074319	-0.079787	0.9365
AGE	0.047424	0.020710	2.289930	0.0238
SIZE	-0.013852	0.020383	-0.679577	0.4981
HC	0.015490	0.050252	0.308245	0.7585
UR	0.132080	0.050016	2.640748	0.0094
OWN	0.357475	0.180819	1.976975	0.0504
R-squared	0.151436	Mean dependent var		0.072954
Adjusted R-squared	0.107163	S.D. dependent var		0.287223
S.E. of regression	0.271397	Akaike info criterion		0.285200
Sum squared resid	8.470504	Schwarz criterion		0.446087
Log likelihood	-10.39721	Hannan-Quinn criter.		0.350547
F-statistic	3.420511	Durbin-Watson stat		1.678986
Prob(F-statistic)	0.003829			

**Dependent Variable: MAIR**

Method: Least Squares

Sample: 1 122

Included observations: 122

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.086782	0.421176	0.206046	0.8371
ML	-0.005599	0.072702	-0.077015	0.9387
AGE	0.045624	0.020627	2.211841	0.0290
SIZE	-0.014765	0.020945	-0.704968	0.4823
HC	0.015203	0.050998	0.298102	0.7662
UR	0.131557	0.049696	2.647217	0.0093
OWN	0.347815	0.169864	2.047609	0.0429
R-squared	0.147928	Mean dependent var		0.063495
Adjusted R-squared	0.103472	S.D. dependent var		0.283567
S.E. of regression	0.268496	Akaike info criterion		0.263701
Sum squared resid	8.290342	Schwarz criterion		0.424588
Log likelihood	-9.085783	Hannan-Quinn criter.		0.329048
F-statistic	3.327511	Durbin-Watson stat		1.788480
Prob(F-statistic)	0.004657			

## Παράρτημα V: Πολλαπλές παλινδρομήσεις 25 ελληνικές εταιρείες

### Dependent Variable: IR

Method: Least Squares

Sample: 1 25

Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.756143	0.427286	-1.769642	0.0928
AGE	0.040402	0.022381	1.805217	0.0869
SIZE	0.037920	0.021685	1.748696	0.0965
HC	0.023599	0.034514	0.683770	0.5024
UR	0.023618	0.035123	0.672425	0.5094
OWN	-0.053996	0.060585	-0.891244	0.3839
R-squared	0.314404	Mean dependent var		0.022991
Adjusted R-squared	0.133984	S.D. dependent var		0.079254
S.E. of regression	0.073754	Akaike info criterion		-2.170598
Sum squared resid	0.103354	Schwarz criterion		-1.878068
Log likelihood	33.13248	Hannan-Quinn criter.		-2.089463
F-statistic	1.742620	Durbin-Watson stat		2.212512
Prob(F-statistic)	0.173311			



**Dependent Variable: MAIR**

Method: Least Squares

Sample: 1 25

Included observations: 25

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.117801	0.460467	-2.427540	0.0253
AGE	0.047060	0.020643	2.279703	0.0343
SIZE	0.054471	0.023178	2.350105	0.0297
HC	0.038789	0.041833	0.927236	0.3654
UR	0.023861	0.039223	0.608341	0.5502
OWN	-0.015732	0.072474	-0.217074	0.8305
R-squared	0.344919	Mean dependent var		0.021291
Adjusted R-squared	0.172530	S.D. dependent var		0.089436
S.E. of regression	0.081356	Akaike info criterion		-1.974408
Sum squared resid	0.125756	Schwarz criterion		-1.681878
Log likelihood	30.68010	Hannan-Quinn criter.		-1.893273
F-statistic	2.000812	Durbin-Watson stat		2.001598
Prob(F-statistic)	0.124716			

**Παράρτημα VI: Συντελεστές προσαρμοστικότητας R<sup>2</sup> που έχουν βρει  
παλαιότερες μελέτες οι οποίες διενέργησαν παρόμοια έρευνα**

<b>Έρευνα</b>	<b>Έτος</b>	<b>R<sup>2</sup> (%)</b>
Beatty	1989	11,6
Abdou & Dicle	2006	10,3
Ljungqvist & Wilhelm	2003	45,55
Carter et al	1998	2,00
Carter & Manaster	1990	1,50
Benveniste et al	2003	20,70
Smart & Zutter	2003	28,50
Beatty & Welch	1996	8,76
Li, McNish & W	2005	72,80
Nanda & Yun	1997	5,60
Kiyamaz	2000	27,00
Lowry & Murphy	2007	33,00
Derrien & Womack	2003	25,00
Aggarwal	2000	20,43
Habib & Ljungqvist	1999	33,00
Yeh & Shu	2004	11,08
Chemmanur & Paeglis	2005	10,84
Kaneko & Pettway	2003	22,93
Ritter	1984	8,40
		11,00
		6,70
Derrien & Kecskés	2007	34,00
		18,71
		19,78
		19,54
		7,51
		8,34
Brennan & Franks	1997	6,00

		2,00
Arugaslan, Cook & Kiesniek	2004	19,00
Schuster	2003	8,20
Gounopoulos, Nounis & Stylianides	2008	21,10
Keasey & Short	1992	16,58
Chang et al	2008	12,60
Chi & Padgett	2005	31,50
Jelic et al	2001	51,40
Lee, Taylor & Walter	1996	12,24
Marissety & Subrahmanyam	2010	20,17
Paudyal et al	1998	35,50
Uddin	2008	30,95
		11,07
Booth & Chua	1996	10,00
Cassia et al	2004	25,16
Hanley	1993	17,80
Loughran & Ritter	2004	26,00
Hesjedal	2007	22,00-71,00
Chahine	2008	25,60
Hamao, Packer & Ritter	2000	14,52
Hav et al	2007	38,27
Hwang & Jamarayan	1993	18,00
Levis	1990	3,50
Ljungqvist	1997	31,20
Pettway & Kaneko	1996	9,50
Unlu, Ferris & Norohna	2004	9,00
Brounen & Eichholtz	2002	65,00

---

**Παράρτημα VII: Ελληνικών συμφερόντων εταιρείες ποντοπόρου  
ναυτιλίας του δείγματος της έρευνας στο κεφάλαιο 6**

<b>Όνομα Εταιρείας</b>	<b>Κλάδος</b>	<b>Χρηματιστήριο</b>	<b>Έτος Ίδρυσης</b>	<b>Έτος Εισαγωγής</b>
Seanergy Maritime Holdings	Dry Bulk	AMEX	2006	2007
Star Maritime Acquisition Corp	Mixed	AMEX	2005	2006
Oceanaut inc	Dry Bulk	AMEX	2006	2007
Goldenport Holdings	Mixed	LSE	2005	2006
Global Oceanic Carriers	Dry Bulk	LSE	2004	2005
Globus Maritime Ltd	Dry Bulk	LSE	2006	2007
Hellenic Carriers	Dry Bulk	LSE	1971	2007
Dryships	Dry Bulk	NASDAQ	2004	2005
Omega Navigation Enterprises Inc	Tanker	NASDAQ	2005	2006
Quintana Maritime Ltd	Dry Bulk	NASDAQ	2005	2005
Oceanfreight Inc	Mixed	NASDAQ	2006	2007
Top Ships Inc	Mixed	NASDAQ	2000	2004
Newlead Holdings	Mixed	NASDAQ	2005	2005
Freeseas Inc	Dry Bulk	NASDAQ	2003	2004
Capital Product Partners LP	Tanker	NASDAQ	2003	2007
Stealthgas	LPG	NASDAQ	2004	2005
Euroseas	Mixed	NASDAQ	2005	2006
Paragon Shipping Inc	Dry Bulk	NASDAQ	2006	2007
Danaos Corporation	Container	NYSE	2006	2006
Navios Maritime Holdings Inc	Dry Bulk	NYSE	2003	2003
Diana Shipping Inc	Dry Bulk	NYSE	2005	2005
Aegean Marine Petroleum Network	Tanker	NYSE	2006	2006
Tsakos Energy Navigation Ltd	Tanker	NYSE	2001	2002
Excel Maritime Carriers Ltd	Dry Bulk	NYSE	1988	1999
Safe Bulkers Inc	Dry Bulk	NYSE	2007	2008