

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

**«ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ
ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.»**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ.ΕΙΣ:	36819
COMP.	21245 & 22592
ΤΑΞΙΝ.	332.642 ΣΤ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



00136819

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ
ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΣΤΕΦΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2001

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	6
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	11
2.1 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	11
2.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	15
2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ.....	18
2.3.1 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΤΗΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΒΙΒΛΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ (ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ BOOKBUILDING).....	18
2.3.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΗ ΤΙΜΗ ΓΙΑ ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΟ ΑΡΙΘΜΟ ΜΕΤΟΧΩΝ (FIXED PRICE OFFER).....	21
2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ.....	21
2.5 ΣΥΝΗΘΕΣ ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΑΡΧΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	24
3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	29
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	29
3.2 ΘΕΩΡΙΕΣ.....	30
3.2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΩΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΕΝΑΝΤΙ ΝΟΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ.....	30
3.2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΗΜΑΝΣΗΣ.....	31
3.2.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	31
3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	33

3.3.1	ΟΙ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.....	33
3.3.2	ΟΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.....	36
3.4	ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	46
3.5	ΠΑΡΑΔΟΞΕΣ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.....	51
3.6	ΣΥΝΟΨΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΑΙΤΙΩΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.....	52
4.	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	54
4.1	ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΤΟΥ.....	54
4.2	ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ, ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΤΕΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	60
5.	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	61
5.1	ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (THE MARKET ADJUSTED RETURN METHOD).....	61
5.2	ΑΛΛΕΣ ΠΑΡΕΜΦΕΡΕΙΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΛΕΧΘΕΙΣΑ.....	66
5.2.1	THE MEAN ADJUSTED RETURN METHOD.....	66
5.2.2	THE MARKET MODEL.....	66
6.	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	68
6.1	ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΥΟ ΑΓΟΡΕΣ.....	68
6.2	ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	73

6.2.1	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ.....	73
6.2.2	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΓΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ.....	76
6.3	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ.....	80
6.3.1	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ.....	81
6.3.2	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ.....	85
7.	ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ.....	89
8.	ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ.....	92
8.1	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ.....	92
8.2	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	94
8.3	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ.....	97
8.3.1	ΣΥΝΟΛΟ ΑΓΟΡΑΣ (ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ).....	97
8.3.2	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ.....	100
8.3.3	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ.....	102
9.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	105
10.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	108
1.	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	112
1.1	ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ Ή ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΟΡΙΣΜΕΝΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ, ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Α.Α.	112
1.1.1	ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ.....	112
1.1.2	ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ.....	113
1.1.3	ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ.....	114
1.1.4	ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ.....	115

1.2	ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΑ ΕΓΓΡΑΦΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.....	115
1.3	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.....	117
1.4	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΑΡΞΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.....	118
1.5	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ.....	118
1.6	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΑΔΟΧΗΣ.....	120
1.7	ΤΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ.....	124
1.8	ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	125
1.8.1	ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	126
1.8.2	ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	127
2.	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΔΕΙΓΜΑ.....	129
2.1	ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ).....	129
2.2	ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ).....	131
2.3	ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ).....	132
2.4	ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΥΟ ΑΓΟΡΕΣ.....	133
2.5	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ.....	134
2.6	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ.....	134
2.7	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (1 ^η ΚΑΙ 2 ^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ).....	135
2.8	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (3 ^η ΚΑΙ 4 ^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ).....	136

2.9 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (1 ^η ΚΑΙ 2 ^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ).....	137
2.10 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (3 ^η ΚΑΙ 4 ^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ).....	138

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

Δ.Σ.: Διοικητικό Συμβούλιο

ΙΡΟ: Initial Public Offerings (Αρχικές Εισαγωγές)

Μ.Μ.Ε.: Μέσα μαζικής ενημέρωσης

Χ.Α.Α.: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι αρχικές εισαγωγές¹ εταιριών στο χρηματιστήριο (IPOs) παρέχουν τη δυνατότητα άντλησης μετοχικού κεφαλαίου, επιτρέποντας στις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό της κεφαλαιαγοράς. Οι επιχειρήσεις όταν στρέφονται στην κεφαλαιαγορά έχουν συνήθως ως σκοπό την άντληση κεφαλαίων προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις μπορούν μέσω των εισαγωγών τους στο χρηματιστήριο να διαφοροποιήσουν τις πηγές δανεισμού τους και πολλές φορές να μειώσουν το κόστος αυτού².

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

Όσον αφορά στην παρούσα εμπειρική έρευνα σκοπός μας είναι να επικεντρωθούμε στην μελέτη των αποδόσεων που παρουσιάζουν οι εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, την περίοδο 1990-1999. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη συμπεριφορά των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών για τη χρονική περίοδο από τη διάθεση μέχρι και τη λήξη του 1^{ου} έτους διαπραγμάτευσης. Με αυτόν τον τρόπο θα

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

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

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

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

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

λογικό να αναμένουμε μεγαλύτερες αποδόσεις στην δεύτερη, αφού η υποτίμηση θα είναι μεγαλύτερη⁴.

Αναφορικά με την χρησιμότητα αυτής της έρευνας, αυτή έγκειται στο γεγονός ότι στο παρελθόν όσον αφορά στην ελληνική χρηματαγορά το θέμα των IPOs έχει εξεταστεί από τους Παπαϊωάννου και Τραυλό (1995) για το σύνολο της αγοράς και όχι ξεχωριστά για τις δύο αγορές (Κύρια και Παράλληλη). Αν λάβει κανείς υπόψη το γεγονός ότι η Παράλληλη αγορά δημιουργήθηκε το 1990 και έκτοτε έχει παρουσιάσει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, είναι λογικό η παρούσα έρευνα να παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον. Ειδικότερα, τα δύο τελευταία χρόνια, τόσο στην Κύρια αλλά ακόμα περισσότερο στην Παράλληλη αγορά έχει αυξηθεί ο αριθμός των εταιριών που απαρτίζουν αυτές τις δύο αγορές, γεγονός που καθιστά πιο σημαντικά τα συμπεράσματα που θα προκύψουν. Εξάλλου, η Παράλληλη αγορά είναι αρκετά διαφορετική από την Κύρια, μια και οι εταιρίες που εισάγονται στην πρώτη διαφέρουν ως προς τα χαρακτηριστικά τους απ' ότι οι εταιρίες που εισάγονται στη δεύτερη. Συνεπώς, είναι λογικό να αναμένουμε ότι τα συμπεράσματα ενδέχεται να διαφέρουν από την μία αγορά στην άλλη.

Να σημειωθεί ότι η ελληνική αγορά για την περίοδο μελέτης (1990-1999) χαρακτηρίζεται ως μια αναπτυσσόμενη αγορά και συνεπώς η παρούσα μελέτη παρέχει στοιχεία για μία από τις πιο αποδοτικές αναπτυσσόμενες αγορές (τουλάχιστον για το έτος 1999). Επιπλέον, η εξέταση και ανάλυση των αρχικών εισαγωγών για την εν λόγω αγορά τη συγκεκριμένη περίοδο μελέτης συμβάλλει στη βιβλιογραφία, αναφορικά με τις αναδυόμενες αγορές.

Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την εισαγωγή των εταιριών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Στο κεφάλαιο 3 γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της θεωρητικής και της εμπειρικής βιβλιογραφίας σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των αρχικών εισαγωγών. Στο κεφάλαιο 4 περιγράφεται το δείγμα, το οποίο έχει επιλεγεί και πάνω στο οποίο θα βασισθεί η έρευνα, ενώ στο κεφάλαιο 5 αναλύεται η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί καθώς και άλλες παρεμφερείς μεθοδολογίες, που σχετίζονται με την επιλεγθείσα. Το κεφάλαιο 6 περιέχει την εμπειρική ανάλυση της

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

συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Το κεφάλαιο 7 συγκρίνει τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης με τα αντίστοιχα ερευνητικά ευρήματα από άλλες χώρες. Στο Κεφάλαιο 8 γίνεται μια διαστρωματική ανάλυση και παρουσιάζονται τα αποτελέσματά της. Το Κεφάλαιο 9 περιλαμβάνει τα συμπεράσματα.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

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

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

- Π.Δ. 348/85
- Ν.1806
- Ν.1914/90
- Ν.1969/91
- Π.Δ. 50/92
- Ν.2396/96
- Ν.2396/96
- Ν.2396/96
- Ν.2651/98
- Υπουργική Απόφαση 2063/Β.69 /19.1. 99
- Απόφαση του Δ.Σ. 24/5/99
- Υπουργική Απόφαση 3445 Β.254/ 2.2.00
- Φ.Ε.Κ. 1419/22.11.00
- Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/211/19.2.2001

2.1 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.⁵

Μια εταιρία προκειμένου να εισαχθεί στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α., πρέπει να πληρεί τις παρακάτω προϋποθέσεις⁶:

⁵ Για συνοπτικό πίνακα αναφορικά με τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α., βλέπε Πίνακα 1 στο τέλος του κεφαλαίου 2.

⁶ Για ορισμένες κατηγορίες εταιριών, όπως οι κατασκευαστικές, οι ασφαλιστικές, οι εταιρίες επιβατηγού ναυτιλίας, οι εταιρίες εισαγωγής και εμπορίας αυτοκινήτων απαιτούνται ορισμένες πρόσθετες προϋποθέσεις (βλέπε Παράρτημα 1: Θεσμικό πλαίσιο, παρ. 1.1).

- 1) Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας πρέπει να είναι τουλάχιστον 4 δις δρχ (το ισόποσό τους σε ΕΥΡΩ, δηλ. 12 εκ. ΕΥΡΩ περίπου) κατά την υποβολή της αίτησης.
- 2) Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει, σύμφωνα με το δίκαιο που τη διέπει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως ανώνυμη εταιρία, ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή, τουλάχιστον για τις τρεις τελευταίες οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής και να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο Ισολογισμό της. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς επίσης και αυτές των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή. Ειδικά για τις εταιρίες που έχουν έδρα εκτός Ελλάδας, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό οίκο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.
- 3) Εταιρίες με μικρότερη ζωή μπορούν να γίνονται δεκτές από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατόπιν πρότασης από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., με την προϋπόθεση ότι η εισαγωγή τους θα είναι προς όφελος της εταιρίας και των επενδυτών και ότι υπάρχει επαρκής πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με την εταιρία και τις μετοχές που αυτή προσφέρει. Κάτω από τις προαναφερθείσες προϋποθέσεις αυτή η απόκλιση επιτρέπεται, ειδικά όταν η εν λόγω εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση ή απόσχιση από ένα κλάδο και τουλάχιστον μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες ή η εταιρία που αποσχίστηκε ή η εταιρία από την οποία ο κλάδος αποσχίστηκε πληρούσε όλες τις παραπάνω προϋποθέσεις τη στιγμή της συγχώνευσης ή απόσχισης του κλάδου.
- 4) Σε περίπτωση που η εισαγωγή μετοχών με Δημόσια Εγγραφή συνοδεύεται από παράλληλη διάθεση νέων εκδιδόμενων ή υφιστάμενων μετοχών με Ιδιωτική τοποθέτηση τότε:
 - i. η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Ιδιωτική Τοποθέτηση, εξαιρουμένων αυτών που διατίθενται σε εργαζόμενους της εκδότριας, δεν μπορεί να είναι κατώτερη από την τιμή διάθεσης της μετοχής στην Δημόσια Εγγραφή.

- ii. η ανάληψη των μετοχών, αν πρόκειται για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, που διατίθεται με Ιδιωτική Τοποθέτηση, η καταβολή του ποσού της αύξησης και η πιστοποίηση της καταβολής του πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής. Η εκδότρια εταιρία πρέπει να έχει υποβάλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α κατάλογο προσώπων που ανέλαβαν τις μετοχές που δεν διατέθηκαν σε Δημόσια Εγγραφή και κατέβαλαν την αξία τους. Ο κατάλογος αυτός πρέπει να περιέχει το ονοματεπώνυμο, τη διεύθυνση κατοικίας, τον αριθμό αστυνομικής ταυτότητας ή διαβατηρίου, τον αριθμό μετοχών που αποκτήθηκαν και την καταβληθείσα αξία τους.
- iii. στην περίπτωση εισαγωγής μετοχών εταιριών με συνολική κεφαλαιοποίηση (βάσει της τιμής διάθεσης των μετοχών στη Δημόσια Εγγραφή) που δεν υπερβαίνει τα 80 δις δρχ. οι μετοχές που διατίθενται με Ιδιωτική Τοποθέτηση δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 5% των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή. Με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιτρέπεται η διάθεση χωρίς Δημόσια Εγγραφή αριθμού μετοχών που υπερβαίνει το ανωτέρω ποσοστό και σε εταιρίες με συνολική κεφαλαιοποίηση μικρότερη των 80 δις δρχ αν πρόκειται για διάθεση μετοχών εταιρίας μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με βάση την τιμή διάθεσης των μετοχών στη Δημόσια Εγγραφή ή για διάθεση μετοχών σε αγορές του εξωτερικού.
- 5) Επαρκής διασπορά στο ευρύ κοινό εντός της ελληνικής επικράτειας ή επικράτειας άλλου ή άλλων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Άρα διευκρινίζεται ότι δεν προσμετράται η διασπορά που υφίσταται στην επικράτεια τρίτων κρατών μη μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όμως σημειώνεται ότι αν οι μετοχές είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο Αξιών ενός ή περισσότερων κρατών μη μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. μπορεί, κατά παρέκκλιση όσων αναφέρονται κατωτέρω, να επιτρέψει την εισαγωγή, όταν έχει πραγματοποιηθεί επαρκής, κατά την κρίση του διασπορά στο κοινό στα τρίτα κράτη, όπου είναι εισηγμένες.

- 6) Η διασπορά των μετοχών μιας εταιρίας θεωρείται επαρκής, εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αίτησης εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Θεωρείται επίσης επαρκής η διασπορά όταν λόγω του μεγέθους της εταιρίας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών αυτής της κατηγορίας και της εκτάσεως διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς και με μικρότερο ποσοστό, που όμως δεν μπορεί να είναι μικρότερο του 5%. Για την εκτίμηση της πλήρωσης ή μη της προϋπόθεσης της επαρκούς διασποράς απαιτείται η κατανομή των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο ΧΑΑ σε τουλάχιστον 2.000 επενδυτές, κανείς από τους οποίους να μην έχει ποσοστό συμμετοχής πάνω από 2% του αριθμού των μετοχών. Για τον προσδιορισμό της επαρκούς διασποράς δεν λαμβάνονται υπόψη οι μετοχές που κατέχουν τα μέλη του Δ.Σ. και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της εκδότριας, σύζυγοι και συγγενείς τους μέχρι α' βαθμού καθώς και συνδεδεμένες επιχειρήσεις του άρθρου 42^α κ.ν. 2190/1920.
- 7) Κατ' εξαίρεση, επιτρέπεται η εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο πριν την επίτευξη επαρκούς κατά τα άνω διασποράς, αν το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. έχει την πεποίθηση, βάσει των στοιχείων που προσκομίζουν ο ανάδοχος και η εκδότρια εταιρία, καθώς και οι μέτοχοί της, ότι η διασπορά αυτή πρόκειται να επιτευχθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα μέσω του Χρηματιστηρίου. Αν δεν επιτευχθεί επαρκής διασπορά μέσω του Χρηματιστηρίου, η διαπραγμάτευση των μετοχών αίρεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.
- 8) Η εκδότρια πρέπει να υπογράψει Σύμβαση Αναδοχής με Τράπεζες ή Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδοχής (με μετοχικό κεφάλαιο ύψους τουλάχιστον 1 δις δρχ). Το Ενημερωτικό Δελτίο που εκδίδει η εκδότρια εταιρία πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής, συντάσσεται δημοσιεύεται κι εγκρίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 348/1985 και υπογράφεται από τον ανάδοχο και την εκδότρια εταιρία. Ο ανάδοχος ευθύνεται εις ολόκληρον με την εκδότρια έναντι αυτών που απέκτησαν κινητές αξίες σε Δημόσια Εγγραφή για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν από την χρηματιστηριακή

πώληση των κινητών αξιών εξαιτίας πταισματος του αναδόχου ως προς την ακρίβεια και πληρότητα του Ενημερωτικού Δελτίου και τον καθορισμό της τιμής των αξιών που διατέθηκαν σε Δημόσια Εγγραφή.

- 9) Οι προς εισαγωγή μετοχές πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Κατ' εξαίρεση επιτρέπεται η εισαγωγή στο Χ.Α.Α. μετοχών ήδη εισηγμένων σε οργανωμένη αγορά του εξωτερικού, των οποίων η κτήση υπόκειται σε έγκριση ή σε περιορισμούς σύμφωνα με το δίκαιο που διέπει την εκδότρια, εφόσον η έγκριση ή οι περιορισμοί δεν υπερβαίνουν το 50% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας και δεν διαταράσσουν κατά την κρίση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Με την περί εισαγωγής απόφασή του το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. δύναται να επιτρέπει την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση του συνόλου ή μέρους μόνο των μετοχών της εκδότριας.
- 10) Ο ανάδοχος δεν έχει καμία υποχρέωση να καλύψει την έλλειψη ζήτησης για τυχόν αδιάθετες μετοχές.
- 11) Οι προς εισαγωγή μετοχές πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες.
- 12) Η αίτηση εισαγωγής στο Χ.Α.Α. πρέπει να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της ίδιας κατηγορίας που έχουν εκδοθεί .

2.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α.⁷

Μια εταιρία προκειμένου να εισαχθεί στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α., πρέπει να πληρεί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- 1) Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, κατά την ημερομηνία υποβολής της αιτήσεως στο Χ.Α.Α. , πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον σε 1 δις δρχ. (το ισόποσό τους σε ΕΥΡΩ., δηλ. 3 εκατ. ΕΥΡΩ. περίπου).

⁷ Για συνοπτικό πίνακα αναφορικά με τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α., βλέπε Πίνακα 1 στο τέλος του κεφαλαίου 2.

- 2) Η εταιρία να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της, ως ανώνυμη εταιρία, ελεγμένη από ορκωτό ελεγκτή, για δύο (2) τουλάχιστον χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. και να έχει ικανοποιητική περυσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό. Αν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, οι καταστάσεις αυτές, καθώς επίσης και αυτές των εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση, πρέπει να είναι ελεγμένες από Ορκωτό Ελεγκτή. Εταιρίες με μικρότερη ζωή μπορούν να γίνουν δεκτές από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, κατόπιν πρότασης από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., με την προϋπόθεση ότι η εισαγωγή τους θα είναι προς όφελος της εταιρίας και των επενδυτών και ότι υπάρχει επαρκής πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με την εταιρία και τις μετοχές που αυτή προσφέρει. Κάτω από τις προαναφερθείσες προϋποθέσεις αυτή η απόκλιση επιτρέπεται, ειδικά όταν η εν λόγω εταιρία έχει προκύψει από συγχώνευση ή απόσχιση από ένα κλάδο και τουλάχιστον μία από τις συγχωνευόμενες εταιρίες ή η εταιρία που αποσχίστηκε ή η εταιρία από την οποία ο κλάδος αποσχίστηκε πληρούσε όλες τις παραπάνω προϋποθέσεις τη στιγμή της συγχώνευσης ή απόσχισης του κλάδου.
- 3) Η εταιρία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αιτήσεως έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Εάν η εταιρία καταρτίζει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις η υποχρέωση φορολογικού ελέγχου εκτείνεται και στις εταιρίες που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση κατά την τελευταία δημοσιευμένη εταιρική χρήση. Αν η εταιρία δεν εδρεύει στην Ελλάδα, ο απαιτούμενος έλεγχος διενεργείται από αναγνωρισμένο ελεγκτικό και λογιστικό όικο διεθνούς κύρους, ο οποίος συντάσσει ειδική έκθεση για τις τυχόν φορολογικές υποχρεώσεις της.
- 4) Η εταιρία, της οποίας οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί σε Χρηματιστήριο άλλου κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και υποβάλλει αίτηση εισαγωγής στην Παράλληλη Αγορά υποχρεούται να διαθέσει σε Δημόσια Εγγραφή, ύστερα από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της, μετοχές που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 25% του ποσού που προκύπτει από το

άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου της και τυχόν μετοχών της αύξησης που δεν διατίθεται σε Δημόσια Εγγραφή.

- 5) Δημόσια Εγγραφή και παράλληλη διάθεση με Ιδιωτική τοποθέτηση νέων εκδιδόμενων μετοχών:
- i. οι μετοχές που δεν διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν ποσοστό 5% των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή
 - ii. η τιμή διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή δεν μπορεί να είναι ανώτερη της τιμής διάθεσης των μετοχών που διατίθενται με Ιδιωτική Τοποθέτηση. Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση που κατά το τελευταίο εξάμηνο πριν από τη λήψη της απόφασης για την αύξηση του κεφαλαίου με Δημόσια Εγγραφή είχε προηγηθεί αύξηση κεφαλαίου της εταιρίας με εισφορά μετοχών,
 - iii. η ανάληψη των μετοχών που δεν διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή, η καταβολή του ποσού της αύξησης και η πιστοποίηση της καταβολής του πρέπει να έχουν ολοκληρωθεί πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής. Εταιρεία που υποβάλλει αίτηση για την εισαγωγή μετοχών της στην Παράλληλη Αγορά διαθέτει με Δημόσια Εγγραφή στο κοινό νέες ή υφιστάμενες μετοχές της. Ποσοστό τουλάχιστον 80% του συνόλου των μετοχών, που διατίθενται, προέρχεται από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- 6) Οι προϋποθέσεις υπ' αριθμ. 4 και 5 έχουν εφαρμογή και για μετοχές που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών ενός ή περισσότερων τρίτων κρατών, ενώ δεν εφαρμόζονται προκειμένου μεταξύ άλλων, περιεσαγωγής στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. μετοχών εταιρίας που οι μετοχές της είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήρια Αξιών άλλων κρατών - μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- 7) Επαρκής διασπορά υπάρχει όταν οι μετοχές της εταιρίας βρίσκονται στα χέρια τουλάχιστον 1000 επενδυτών (ή νομικών προσώπων), χωρίς να

συμπεριλαμβάνονται αυτοί που έχουν περισσότερο από το 2% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας.

- 8) Εταιρίες που πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής τους στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. δύνανται να εισαχθούν στην Παράλληλη αγορά εφόσον οι ίδιες οι εταιρίες το επιθυμούν.
- 9) Η μετάταξη των μετοχών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. γίνεται με απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α., εφόσον εκτός των προϋποθέσεων και όρων εισαγωγής των μετοχών στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α., πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις:
 - i. Η εταιρία πρέπει να έχει παραμείνει στην Παράλληλη Αγορά τουλάχιστον για δύο (2) έτη από την εισαγωγή της.
 - ii. Η εταιρία πρέπει να έχει κάνει χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν με δημόσια εγγραφή σύμφωνα με τα δημοσιευθέντα στο Ενημερωτικό Δελτίο.
 - iii. Η εταιρία πρέπει να μην έχει υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας κατά τη διάρκεια διαπραγμάτευσης των μετοχών της στην Παράλληλη Αγορά.
- 10) Οι λοιπές προϋποθέσεις που ισχύουν και για την Κύρια Αγορά .

2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ

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

2.3.1 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΤΗΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΒΙΒΛΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ (ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ BOOKBUILDING)

Αυτός ο τρόπος διάθεσης (Φ.Ε.Κ. 1419/22.11.00) εφαρμόζεται κυρίως τα τελευταία χρόνια παρά το γεγονός ότι ο νόμος που εισήγαγε αυτή τη διαδικασία είναι αρκετά παλιός. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2000 περίπου μόνο το 10%

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

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

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

Οι προσφορές των θεσμικών μπορούν να περιλαμβάνουν εναλλακτικά:

- Τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ο επενδυτής στην τιμή έκδοσης ανά μετοχή που θα προκύψει από τη διαδικασία.
- Τη συνολική αξία των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ανεξαρτήτως τιμής διάθεσης ανά μετοχή που θα προκύψει από τη διαδικασία.
- Τον αριθμό μετοχών ή τη συνολική αξία και την ανώτατη τιμή που επιθυμεί να καταβάλει ανά μετοχή, και

- Μέχρι τρεις εναλλακτικούς αριθμούς μετοχών με δύο (κατ' ελάχιστο) ή τρεις (το μέγιστο) ανώτατες τιμές ανά μετοχή, μια για κάθε αριθμό μετοχών.

Οι προσφορές που υποβάλλουν οι θεσμικοί επενδυτές συγκεντρώνονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας στο Βιβλίο Προσφορών που διαχειρίζονται οι Γενικοί Συντονιστές – Κύριοι Ανάδοχοι της Συνδυασμένης Προσφοράς, για το σκοπό του προσδιορισμού της ζητούμενης ποσότητας σε εναλλακτικές τιμές, καθώς και του συνολικού αριθμού ζητούμενων μετοχών.

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

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

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

Την επόμενη μέρα της λήξης της Δημόσιας Εγγραφής γίνεται ο προσδιορισμός της τιμής διάθεσης των μετοχών (που είναι κοινή για όλους τους συμμετέχοντες στη διαδικασία, με εξαίρεση ορισμένες φορές τους εργαζόμενους της εκδότριας εταιρίας) καθώς και η κατανομή των μετοχών στους επενδυτές⁸.

⁸ Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με την κατανομή των μετοχών στους επενδυτές βλέπε το Παράρτημα 1: Θεσμικό πλαίσιο, παρ. 1.8.

2.3.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΗ ΤΙΜΗ ΓΙΑ ΚΑΘΟΡΙΣΜΕΝΟ ΑΡΙΘΜΟ ΜΕΤΟΧΩΝ (FIXED PRICE OFFER)

Η δεύτερη και ευρέως χρησιμοποιούμενη - στο παρελθόν - μέθοδος προσδιορισμού της τιμής είναι αυτή του καθορισμού μιας συγκεκριμένης τιμής για ένα ορισμένο αριθμό μετοχών. Για παράδειγμα μια εταιρία που σκοπεύει να εισαχθεί στο Χ.Α.Α. καθορίζει μια τιμή σε συνεννόηση με τον Κύριο ανάδοχο και στη συνέχεια διαφημίζει τον αριθμό των μετοχών που προσφέρει⁹. Εάν η τιμή είναι πολύ υψηλή, οι επενδυτές δεν θα κάνουν αίτηση για όλες τις προσφερόμενες μετοχές και οι ανάδοχοι θα είναι υποχρεωμένοι να αγοράσουν το αδιάθετο μέρος των μετοχών. Εάν η τιμή είναι πολύ χαμηλή, οι αιτήσεις θα υπερβαίνουν τον αριθμό των μετοχών προς προσφορά και οι επενδυτές θα πάρουν ένα μέρος μόνο των μετοχών που ζήτησαν. Αφού οι περισσότερο υποτιμημένες εκδόσεις είναι πιο πιθανό να υπερκαλυφθούν, αυτή η μέθοδος προσδιορισμού της τιμής αφήνει τους επενδυτές εκτεθειμένους στην «υπόθεση της κακοτυχίας του νικητού» (winner's curse)¹⁰.

2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ

Για να επιτευχθεί η επιθυμητή ευρεία διασπορά των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια Εγγραφή, ακολουθείται η παρακάτω διαδικασία, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην υπ'αριθμ. 2/211/19.2.2001 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελεί ο τίτλος των δέκα (10) μετοχών. Κάθε επενδυτής μπορεί να εγγραφεται για μία (1)

⁹ Βέβαια, στην πράξη το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προτείνει διαφορετική τιμή, συνήθως χαμηλότερη από την αρχική. Για τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής ακολουθείται συνήθως η μέθοδος πολλαπλασιασμού των κερδών ανά μετοχή με τον λόγο τιμής-κερδών ανά μετοχή. Ο λόγος καθορίζεται με βάση τους λόγους που ισχύουν κατά τον χρόνο διάθεσης για άλλες εταιρίες παρεμφερούς αντικειμένου εργασιών.

¹⁰ Για περισσότερες λεπτομέρειες βλέπε το Κεφάλαιο 3: Θεωρίες και εμπειρικά αποτελέσματα, παρ. 3.2.3.

τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 10 μετοχές) ή για ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης (δηλαδή για 20, 30, 40 κλπ. μετοχές). Το ανώτατο όριο εγγραφής κατά επενδυτή δε μπορεί να υπερβαίνει την αξία του συνολικού αριθμού των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή.

Οι επενδυτές για να συμμετάσχουν στη Δημόσια Εγγραφή πρέπει να τηρούν ενεργή Μεριδα Επενδυτή και Λογαριασμό Αξιών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ) προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτήσουν. Ο κωδικός αριθμός της Μεριδας Επενδυτή και ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών πρέπει να αναγράφονται στη σχετική αίτηση εγγραφής. Επίσης οι επενδυτές πρέπει να ορίζουν το Χειριστή που επιθυμούν για τις μετοχές που θα τους κατανεμηθούν, συμπληρώνοντας τον κωδικό τους αριθμό στην αίτηση εγγραφής. Στην περίπτωση κατά την οποία ο επενδυτής δεν επιθυμεί να ορίσει Χειριστή, στην αίτηση εγγραφής πρέπει να αναγράφεται ο κωδικός αριθμός του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (999), προκειμένου οι μετοχές του να μεταφερθούν στον Ειδικό Λογαριασμό της Μεριδας του, του οποίου Χειριστής είναι το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Συνιστάται πάντως στους επενδυτές να ορίζουν Χειριστή στην αίτηση εγγραφής και να αποφεύγουν τη μεταφορά των μετοχών τους στον Ειδικό Λογαριασμό, προκειμένου να μπορούν αμέσως μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης να διενεργούν πράξεις επί των μετοχών που θα τους κατανεμηθούν. Επιστάται η προσοχή στους επενδυτές ότι, αν δεν αναγράφονται στην αίτηση εγγραφής ο κωδικός αριθμός της Μεριδας Επενδυτή, ο αριθμός του Λογαριασμού Αξιών και ο κωδικός αριθμός του Χειριστή, ή αν ο αναγραφόμενος αριθμός είναι λανθασμένος, ο επενδυτής αποκλείεται από την κατανομή των μετοχών.

Οι ενδιαφερόμενοι Θεσμικοί επενδυτές εγγράφονται υποβάλλοντας αιτήσεις συμμετοχής στο Βιβλίο Προσφορών (βλέπε παραπάνω). Οι ιδιώτες επενδυτές εγγράφονται στην ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος δεσμευτικού εύρους τιμών, υποβάλλοντας σχετικές αιτήσεις στα καταστήματα των Αναδόχων, τα οποία ανακοινώνονται εγκαίρως μέσω του Τύπου. Από τα ίδια καταστήματα, καθώς και από τα γραφεία του Χ.Α.Α., διατίθεται το Ενημερωτικό Δελτίο. Οι ημερομηνίες έναρξης και λήξης των εγγραφών και οι Ανάδοχοι οι οποίοι μέσω των καταστημάτων τους δέχονται τις αιτήσεις εγγραφής ανακοινώνονται εγκαίρως με ανακοίνωση μέσω του Τύπου.

Αιτήσεις συμμετοχής για απόκτηση μετοχών γίνονται δεκτές, εφόσον είτε έχει καταβληθεί στους Αναδόχους σε μετρητά ή με τραπεζική επιταγή το ισόποσο της συμμετοχής είτε έχει δεσμευθεί το ισόποσο της συμμετοχής σε πάσης φύσεως τραπεζικούς λογαριασμούς καταθέσεων του επενδυτή ή σε λογαριασμούς του άυλων τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων κεντρικών κυβερνήσεων χωρών της Ζώνης Α όπως αυτή ορίζεται στην ΠΔ/ΤΕ/2054/1992 (εφεξής "Ζώνη Α") είτε, τέλος, έχει δεσμευθεί το προϊόν συμφωνίας επαναγοράς φυσικών τίτλων (Reverse Repo) κεντρικών κυβερνήσεων της Ζώνης Α. Η αξία της συμμετοχής για τους ιδιώτες επενδυτές ορίζεται ως ο αριθμός των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή του δεσμευτικού ανακοινωθέντος εύρους τιμών. Η αξία της συμμετοχής για τους θεσμικούς επενδυτές εξαρτάται από το είδος της προσφοράς που υποβάλλουν στο Βιβλίο Προσφορών (βλ. παραπάνω). Συγκεκριμένα σε προσφορές που περιέχουν αριθμό μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το γινόμενο των αιτούμενων μετοχών επί την ανώτατη τιμή της προσφοράς, ή, αν δεν υπάρχει τέτοια, επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος εύρους τιμών. Σε προσφορές που περιέχουν συνολική αξία μετοχών, με ή χωρίς ανώτατη τιμή, ως αξία συμμετοχής νοείται η συνολική αξία των μετοχών. Τέλος, σε προσφορές που περιέχουν εναλλακτικούς αριθμούς μετοχών, ως αξία συμμετοχής νοείται το μέγιστο μεταξύ των γινομένων των αιτούμενων μετοχών επί των αντιστοίχων ανώτατων τιμών, ή, αν δεν υπάρχουν τέτοιες, επί την ανώτατη τιμή του ανακοινωθέντος δεσμευτικού εύρους τιμών. Σε κάθε τροποποίηση των υποβαλλομένων προσφορών, η αξία συμμετοχής προσαρμόζεται κατάλληλα στη νέα προσφορά.

Η συμμετοχή στη δημόσια εγγραφή δεν μπορεί να γίνει με προσωπική επιταγή ή με τη δέσμευση άλλων αξιόγραφων ή αξιών, όπως μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή με την παροχή οποιασδήποτε άλλης μορφής εξασφάλισης όπως εγγυητικών επιστολών, ενεχύρου επί αξιόγραφων, εκχώρησης απαιτήσεων κλπ. Οι αιτήσεις γίνονται δεκτές μόνο εφόσον οι επενδυτές είναι δικαιούχοι ή συνδικαιούχοι των λογαριασμών βάσει των οποίων εγγράφονται. Ειδικά για τους αλλοδαπούς Θεσμικούς επενδυτές, οι Ανάδοχοι μπορούν με ευθύνη τους να δέχονται βεβαιώσεις από τράπεζες που εδρεύουν σε χώρες της Ζώνης Α ότι έχουν δεσμευτεί σε αυτές τα απαιτούμενα για την εγγραφή κεφάλαια, σύμφωνα με τα ανωτέρω οριζόμενα. Μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των μετοχών

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

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

2.5 ΣΥΝΗΘΕΣ ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΑΡΧΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ

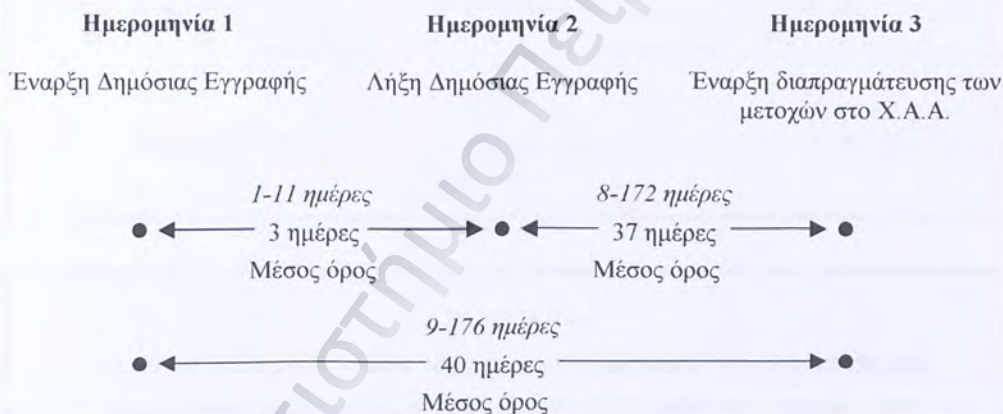
Ένα ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα που ακολουθείται συνήθως για τη διάθεση των μετοχών και περιγράφει την υποτιθέμενη εισαγωγή μιας εταιρίας παρουσιάζεται στο σχήμα 2.1. Το χρονοδιάγραμμα που παρουσιάζεται είναι ενδεικτικό μια και εξαρτάται από αρκετούς αστάθμητους παράγοντες και ενδέχεται να μεταβληθεί. Η οριστική ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.Α. ανακοινώνεται τις περισσότερες φορές δια του Τύπου.

Το σχήμα 2.1 παρουσιάζει τη χρονολογική σειρά των βασικών ημερομηνιών που σχετίζονται με την αρχική εισαγωγή εταιριών στο Χ.Α.Α. (Κύρια και Παράλληλη αγορά). Επίσης, δείχνει τον αριθμό των ημερών (μέσο όρο, ελάχιστο, μέγιστο) που χωρίζει την μία ημερομηνία από την άλλη. Η ημερομηνία 1 είναι η ημερομηνία έναρξης της Δημόσιας Εγγραφής. Η ημερομηνία 2 είναι η ημερομηνία λήξης της Δημόσιας Εγγραφής και η

ημερομηνία 3 είναι η ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.Α. Σύμφωνα με το δείγμα μας η περίοδος της Δημόσιας Εγγραφής διαρκεί περίπου τρεις ημέρες, ενώ σε λιγότερες από 40 ημέρες οι επενδυτές μπορούν να πωλήσουν τις μετοχές στη δευτερογενή αγορά.

ΣΧΗΜΑ 2.1:

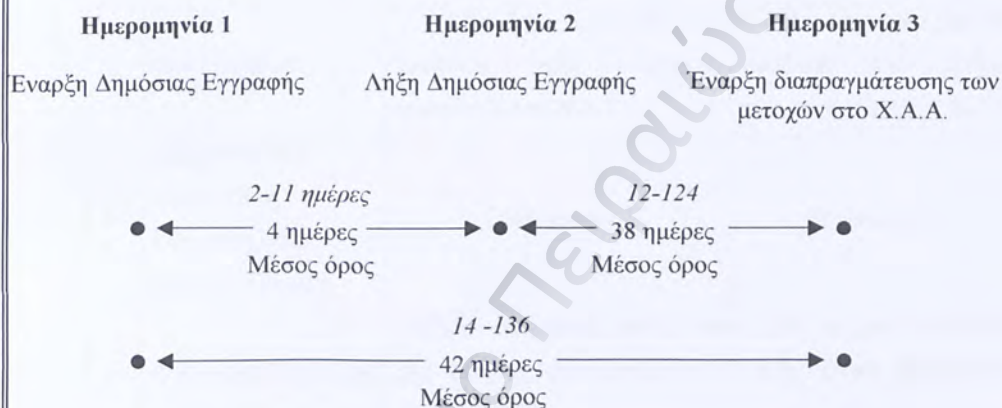
Αριθμός των ημερών (μέσος όρος, ελάχιστος, μέγιστος) που χωρίζει την μία ημερομηνία από την άλλη, σχετικά με την αρχική εισαγωγή εταιριών στο Χ.Α.Α. (Κύρια και Παράλληλη αγορά)



Όσον αφορά στα αντίστοιχα χρονοδιαγράμματα για την Κύρια και την Παράλληλη αγορά ξεχωριστά δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές. Πρόκειται για ένα σημαντικό εύρημα το οποίο σημαίνει ότι η εύρεση μιας πιθανής υποτίμησης στις αρχικές εισαγωγές νέων μετοχών δεν μπορεί να οφείλεται στα διαφορετικά χρονοδιαγράμματα που ακολουθούνται στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά. Άλλες αιτίες θα πρέπει να αναζητηθούν και οι οποίες θα αναφερθούν στη συνέχεια της παρούσας μελέτης.

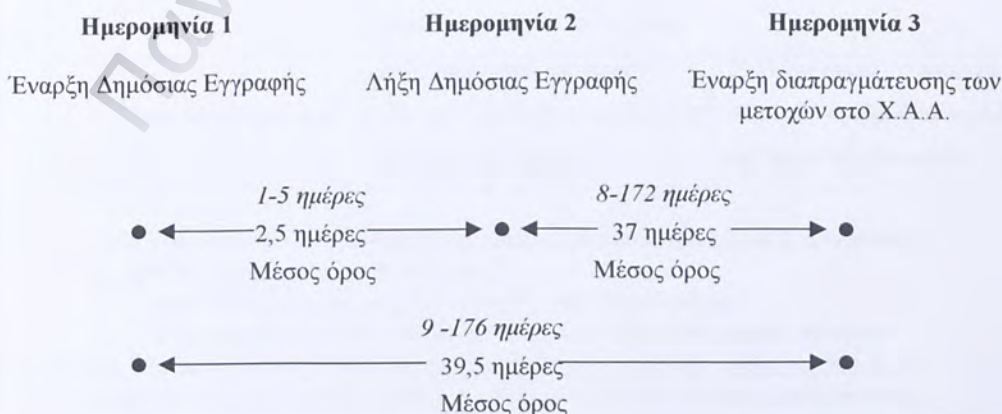
ΣΧΗΜΑ 2.2:

Αριθμός των ημερών (μέσος όρος, ελάχιστος, μέγιστος) που χωρίζει την μία ημερομηνία από την άλλη, σχετικά με την αρχική εισαγωγή εταιριών στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α.



ΣΧΗΜΑ 2.3:

Αριθμός των ημερών (μέσος όρος, ελάχιστος, μέγιστος) που χωρίζει την μία ημερομηνία από την άλλη, σχετικά με την αρχική εισαγωγή εταιριών στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.



ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1:

Γενικοί όροι & προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών Α.Ε. με Δημόσια Εγγραφή¹¹ στην Κύρια αγορά & στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.

		ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ
1.	Ύψος Δημόσιας Εγγραφής	>400 εκ. δρχ.	
2.	Ίδια Κεφάλαια	> 4 δις δρχ. πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α.	> 1 δις δρχ. πριν από την υποβολή της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
3.	Δημοσιευμένοι ισολογισμοί ελεγμένοι από Ορκωτό Ελεγκτή	Τουλάχιστον 3	Τουλάχιστον 1
4.	Φορολογικός έλεγχος	για όλες τις χρήσεις για τις οποίες κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής στο Χ.Α.Α. έχουν δημοσιευθεί Ισολογισμοί.	
5.	Οι έλεγχοι (3) και (4)	επεκτείνονται και στις θυγατρικές εταιρείες οι οποίες περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις που τυχόν καταρτίζει η Α.Ε.	
6.	Αριθμός μετοχών προς Δημόσια Εγγραφή	> 25% του συνολικού μετά τη Δημόσια Εγγραφή αριθμού (των υφισταμένων πριν τη Δημόσια Εγγραφή) μετοχών. Αριθμός μετοχών χωρίς Δημόσια Εγγραφή < 5% των μετοχών της Δημόσιας Εγγραφής όταν η συνολική κεφαλαιοποίηση < 80 δις δρχ.	
7.	Επαρκής διασπορά	2000 πρόσωπα με ποσοστό < 2% του αριθμού μετοχών της Δημόσιας Εγγραφής.	1000 πρόσωπα με ποσοστό < 2% του αριθμού μετοχών της Δημόσιας Εγγραφής.

¹¹ Στην περίπτωση Δημόσιας Εγγραφής για εισαγωγή στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. οι μετοχές της Δημόσιας Εγγραφής μπορεί να προέρχονται:

- i. Είτε από Αύξηση κεφαλαίου της εταιρίας (Εκδοση Νέων Μετοχών)
- ii. Είτε από διάθεση μετοχών των παλαιών μετόχων (Διάθεση Υφισταμένων Μετοχών)

Στην περίπτωση Δημόσιας Εγγραφής για εισαγωγή στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. οι μετοχές της Δημόσιας Εγγραφής μπορεί να προέρχονται μόνο από Αύξηση Κεφαλαίου (Νέες Μετοχές).

8.	Υποχρεώσεις Αναδόχου	Η Δημόσια Εγγραφή γίνεται υποχρεωτικά με συμφωνία μέσω του Κύριου Αναδόχου (Τράπεζα, ΑΧΕ, ΕΠΕΥ) ο οποίος αναλαμβάνει τη διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής, εγγυάται την κάλυψη της έκδοσης (μόνο για την Παράλληλη αγορά είναι υποχρεωτικό) και καθορίζει την Τιμή Διάθεσης της Δημόσιας Εγγραφής, μέσω της διαδικασίας του Bookbuilding. Ο Κύριος Ανάδοχος ευθύνεται για την πληρότητα και ακρίβεια του Ενημερωτικού Δελτίου (αρ. 3 ^α ΠΔ 350/85) και για το λόγο αυτό αναθέτει σε ανεξάρτητους με την ανώνυμη εταιρία ελεγκτές πρόσφατο και προσηκόντως επιμελή νομικό, λογιστικό και οικονομικό έλεγχο αυτής καθώς και των θυγατρικών της.
9.	Αίτηση στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. για έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου και στο Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για έγκριση της Δημόσιας Εγγραφής.	
10.	Δημοσίευση του εγκεκριμένου από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α Ενημερωτικού Δελτίου 3 τουλάχιστον ημέρες πριν τη Δημόσια Εγγραφή.	

3. ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το θέμα της αρχικής εισαγωγής εταιριών σε μία χρηματιστηριακή αγορά έχει γίνει αντικείμενο μελέτης και έρευνας αρκετές φορές στο παρελθόν, από διαφορετική πολλές φορές όπτική γωνία. Κρίνεται σκόπιμο να διευκρινιστεί ότι στην παρουσίαση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες δεν είχαν σαν κύριο αντικείμενό τους την εισαγωγή εταιριών σε διαφορετικές αγορές, αλλά παρεμφερή θέματα που περιστρέφονται κυρίως γύρω από την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών και τις κυριότερες αιτίες για την εμφάνισή της.

3.2 ΘΕΩΡΙΕΣ

Στο τμήμα αυτό θα αναφερθούμε σε τρεις θεωρίες, οι οποίες προσπαθούν να εξηγήσουν την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών. Αυτές είναι: 1) η υποτίμηση ως ασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων, 2) οι θεωρίες σήμανσης και 3) οι θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης.

3.2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΩΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗ ΕΝΑΝΤΙ ΝΟΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Ο Tinic (1988) αναπτύσσει και ελέγχει την υπόθεση ότι η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών λειτουργεί σαν ένας τρόπος εξασφάλισης για τους αναδόχους και τις νεοεισαχθείσες εταιρίες έναντι πιθανών μηνύσεων από επενδυτές στην περίπτωση ζημιών από επενδύσεις σε αρχικές εισαγωγές. Επιπλέον, ο ανάδοχος διατρέχει τον κίνδυνο μείωσης της επαγγελματικής του υπόληψης και αξιοπιστίας σε περιπτώσεις μήνυσης, για τον λόγο ότι η τιμή εισαγωγής αποδείχθηκε υψηλότερη από την τιμή αγοράς. Για να ελέγξει την εγκυρότητα της υπόθεσης αυτής ο Tinic (1988) αναλύει τις αρχικές αποδόσεις εισαγωγών πριν από την καθιέρωση του Νόμου Τίτλων (Securities Act) του 1933 (περίοδος 1923-30) των Η.Π.Α. και στην μετέπειτα περίοδο (1966-71). Τα εμπειρικά αποτελέσματα παρέχουν υποστήριξη στην υπόθεση της έμμεσης εξασφάλισης, αφού οι αρχικές υπερβάουσες αποδόσεις είναι μεγαλύτερες για μετοχές που ήρθαν στην αγορά μετά την καθιέρωση του εν λόγω νόμου.

Επιπλέον, τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι οι ανάδοχοι με περισσότερο κύρος άρχισαν να αποφεύγουν να αναλαμβάνουν την εισαγωγή μικρών κερδοσκοπικών εκδόσεων μετά το 1933. Αντίθετα, τα δεδομένα πριν την καθιέρωση του Νόμου Τίτλων δεν δείχνουν κάτι τέτοιο.

Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του Tinic (1988) έρχονται τα εμπειρικά ευρήματα μίας άλλης έρευνας, αυτής του Keloharju (1993), η οποία με βάση ένα δείγμα 80 αρχικών εισαγωγών την περίοδο 1984-1989 καταγράφει εκτεταμένη υποτίμηση, παρά το γεγονός ότι η πιθανότητα μήνυσης των αναδόχων είναι ουσιαστικά ανύπαρκτη. Συνεπώς, τουλάχιστον για την περίπτωση της

Φινλανδίας, η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών δεν είναι δυνατόν να εξηγηθεί πλήρως από την υπόθεση εξασφάλισης ενάντια σε νομικούς κινδύνους του Tinic (1988).

3.2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΗΜΑΝΣΗΣ

Μία άλλη αιτία για την υποτίμηση παρουσιάζουν οι Allen και Faulhaber (1989), Grinblatt και Hwang (1989) και ο Welch (1989) προτείνοντας υποθέσεις κατά τις οποίες η υποτίμηση χρησιμοποιείται ως σήμα της εσωτερικής αξίας της εταιρίας. Πρόκειται για τις θεωρίες σήμανσης (signaling theories) σύμφωνα με τις οποίες η εκδότρια εταιρία έχει πληρέστερες πληροφορίες σε σύγκριση με τους επενδυτές σχετικά με την αξία των στοιχείων της. Με συνθήκες ατελών πληροφοριών, οι επενδυτές αδυνατούν να διακρίνουν τις εταιρίες υψηλής ποιότητας από τις εταιρίες χαμηλής ποιότητας. Επομένως, οι εταιρίες υψηλής ποιότητας επιλέγουν να υποτιμήσουν τις αρχικές εισαγωγές τους ώστε να σημάνουν την πραγματική τους αξία. Βέβαια, όπως είναι λογικό η στρατηγική αυτή έχει κάποιο κόστος, μία ζημία εξαιτίας της υποτίμησης των νέων τίτλων, η οποία αναμένεται να καλυφθεί στο μέλλον από επερχόμενες εκδόσεις νέων μετοχών. Έτσι οι εταιρίες υψηλής ποιότητας προσδοκούν ότι χρησιμοποιώντας την υποτίμηση ως σήμα μεγαλύτερης αξίας θα έχουν περισσότερες πιθανότητες στο μέλλον να διαθέσουν νέες μετοχές σε ευνοϊκότερες για αυτές τιμές, απ' ότι εταιρίες που δεν μπορούν να ακολουθήσουν αυτή την στρατηγική.

3.2.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Ο Rock (1986) έχει παρουσιάσει ένα μοντέλο σχετικά με την υποτίμηση των IPOs, αποδίδοντας την στην ύπαρξη επενδυτών με ετερογενείς πληροφορίες. Συγκεκριμένα ο Rock (1986) υποθέτει ότι υπάρχει μια ομάδα επενδυτών που έχουν ανώτερη πληροφόρηση απ' ότι η εταιρία που εισάγεται και απ' ότι οι υπόλοιποι επενδυτές. Επομένως οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές είναι σε θέση να διακρίνουν ποιες εισαγωγές γίνονται σε τιμή εισαγωγής κατώτερη της

πραγματικής αξίας και ποιες εισαγωγές γίνονται σε τιμή εισαγωγής ανώτερη της πραγματικής αξίας.

Κατά συνέπεια, οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές εγγράφονται για μεγάλα ποσοστά των υποτιμημένων εκδόσεων ενώ παράλληλα αποφεύγουν τις υπερτιμημένες εκδόσεις. Από την άλλη μεριά οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές διατρέχουν τον κίνδυνο να αποκλεισθούν από τη διανομή υποτιμημένων τίτλων και να καταλήξουν με μεγάλο ποσοστό υπερτιμημένων τίτλων, κάτι που ονομάζεται και ως η υπόθεση της κακοτυχίας του νικητού (winner's curse). Σημαντικό μερίδιο ευθύνης για τη δημιουργία του εν λόγω προβλήματος φέρει ο τρόπος διάθεσης των νέων τίτλων που σε ορισμένες χώρες¹² γίνεται σε ορισμένη τιμή εισαγωγής και για ορισμένη ποσότητα τίτλων.

Με άλλα λόγια όταν οι νέες μετοχές τιμώνται στην προσδοκώμενη τιμή τους οι επενδυτές με την ανώτερη πληροφόρηση παίρνουν περισσότερες μετοχές απ' ότι οι υπόλοιποι επενδυτές στις «καλές» εκδόσεις, ενώ στις «κακές» δεν συμμετέχουν καθόλου. Γι' αυτό λοιπόν ο Rock (1986) υποστηρίζει ότι η εταιρία προς εισαγωγή θα πρέπει να προσφέρει τις μετοχές της με υποτίμηση έτσι ώστε να εξασφαλίσει ότι οι απληροφόρητοι επενδυτές θα συμμετέχουν στην έκδοση. Η έκταση της υποτίμησης βρίσκεται συνήθως σε τέτοιο επίπεδο ώστε να επιτρέπει στους απληροφόρητους επενδυτές να αποκομίζουν από τη συμμετοχή τους σε δημόσιες εγγραφές νέων τίτλων μια μέση αρχική απόδοση ίση με την απόδοση επενδύσεων μηδενικού κινδύνου (risk-free rate), ενώ οι πληροφορημένοι επενδυτές να απολαμβάνουν μία αρχική απόδοση που θα ανταμείβει τις προσπάθειές τους για την απόκτηση του πλεονεκτήματος πληροφοριών.

Η υπόθεση του Rock (1986) φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τους Lee και άλλους (1996), οι οποίοι βασίζόμενοι σε ένα δείγμα 266 αρχικών εισαγωγών στην Αυστραλία την περίοδο 1976-1989, βρίσκουν υποτίμηση παρόμοια με αυτή που προβλέπει το υπόδειγμα του Rock (1986). Επιπλέον, οι μακροπρόθεσμες

¹² Για την περίπτωση της Ελλάδας βλέπε το κεφάλαιο 2: Θεσμικό πλαίσιο, παρ. 2.3.

αποδόσεις υστερούν της αγοράς για τα επόμενα 3 χρόνια και δεν δικαιολογούν την εξήγηση του φαινομένου του «συρμού» (fads)¹³.

3.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στη συνέχεια θα αναφερθούμε σε εμπειρικά αποτελέσματα ερευνών, οι οποίες είχαν σαν αντικείμενο τις αρχικές εισαγωγές εταιριών. Η παρακάτω ανάλυση έχει χωριστεί σε δύο κομμάτια: 1) στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών και 2) στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών.

3.3.1 ΟΙ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Λέγοντας βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών εννοούμε τη συμπεριφορά των αρχικών αποδόσεών τους, δηλαδή την απόδοση που πραγματοποιείται στο διάστημα από την προσφορά των μετοχών έως την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α. Βέβαια, μερικές από τις παρακάτω έρευνες αναφέρονται και στον υπολογισμό αποδόσεων για τον πρώτο, δεύτερο ίσως και τρίτο μήνα.

Ο Ibbotson (1975) μελετά την αρχική και την μετά την εισαγωγή απόδοση (μέσω των προσαρμοσμένων για τον κίνδυνο αποδόσεων) των νεοεισαχθέντων μετοχών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960, χρησιμοποιώντας ένα τυχαίο δείγμα 108 εταιριών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αρχική απόδοση¹⁴ είναι θετική (11,4%), ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις για

¹³ Με τον όρο «συρμό» (fads) εννοείται η κατάσταση αγοράς, στην οποία πολλοί επενδυτές αγοράζουν τίτλους, επειδή συμβαίνει να θεωρούνται δημοφιλείς ως επενδύσεις, δηλαδή να είναι του «συρμού». Για περισσότερες πληροφορίες, βλέπε Aggarwal και Rivoli (1990).

¹⁴ Με τον όρο αρχική απόδοση (initial return) ή απόδοση πρώτης ημέρας εννοούμε την απόδοση μιας αρχικής εισαγωγής, και προκύπτει αν αφαιρέσουμε από την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης την τιμή εισαγωγής. Αν αυτή η διαφορά είναι θετική, τότε έχουμε ένδειξη υποτίμησης.

απόκλιση από την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Τέλος, η θετική αρχική απόδοση σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότητα της αγοράς δείχνουν ότι η εισαγωγή εταιριών γίνεται με υποτίμηση, την οποία όμως ο Ibbotson (1975) δεν μπορεί να εξηγήσει. Εντούτοις, ο Ibbotson (1975) δεν απορρίπτει την υπόθεση ότι ένας επενδυτής σε μία τυχαία έκδοση έχει ίδιες πιθανότητες για κέρδος ή ζημία. Βέβαια, η κατανομή των αποδόσεων που έχει υπολογίσει δείχνουν μεγαλύτερη πιθανότητα για εξαιρετικά υψηλή θετική απόδοση παρά για μία ίδιου μεγέθους αρνητική απόδοση.

Ακόμη, δεν είναι ξεκάθαρο εάν οι εταιρίες που εισάγουν τις μετοχές τους σε μία αγορά υφίστανται ζημιές ή αν κατά κάποιο τρόπο αποζημιώνονται από τους αναδόχους, οι οποίοι με τη σειρά τους αποζημιώνονται από τους επενδυτές. Τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν ότι ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών των αρχικών εισαγωγών είναι υψηλότερος από το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών των αρχικών εισαγωγών μειώνεται όσο αυξάνει ο χρόνος διαπραγματεύσεώς τους.

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

Αν η κατανομή των τίτλων είναι έξω από τον έλεγχο του αναδόχου, ο τελευταίος αδυνατεί να αμείψει τους συχνούς επενδυτές για τις πληροφορίες που του προσφέρουν. Συνεπώς οι συχνοί επενδυτές δεν έχουν κίνητρο να αποκαλύψουν τις τυχόν θετικές πληροφορίες που έχουν για ορισμένες αρχικές εισαγωγές. Επειδή η έκδοση πρέπει να απορροφηθεί και από τους μικρούς επενδυτές, ο ανάδοχος πρέπει να υποτιμήσει αρκετά τους τίτλους για να μειώσει το κίνδυνο των μικροεπενδυτών να κάνουν «ενάντιες επιλογές» νέων τίτλων

(adverse selections)¹⁵. Αν όμως ο ανάδοχος ελέγχει την κατανομή των τίτλων, μπορεί να αμείψει τους συχνούς επενδυτές και επομένως να τους παρακινήσει να μοιραστούν μαζί του τις θετικές πληροφορίες που έχουν. Οι Benveniste και Wilhelm (1990) συμπεραίνουν ότι διαδικασίες που επιτρέπουν στους αναδόχους να ελέγχουν την κατανομή των νέων τίτλων επιφέρουν μικρότερη υποτίμηση σε σύγκριση με διαδικασίες που αποστέρουν τον ανάδοχο από τον έλεγχο αυτό¹⁶.

Ο Kıymaz (2000) επιχειρεί να παρέχει στοιχεία σχετικά με τις αρχικές εισαγωγές σε αναδυόμενες αγορές μελετώντας το Χρηματιστήριο της Κωνσταντινούπολης (ISE), το οποίο θεωρείται σαν μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες αναδυόμενες αγορές. Με τη χρήση ενός δείγματος 163 εταιριών που έχουν εισαχθεί και διαπραγματεύονται στο ISE την περίοδο 1990 -1996, αυτή η μελέτη επικεντρώνεται στη βραχυπρόθεσμη απόδοση των IPOs. Συγκεκριμένα, η μέση απόδοση για την πρώτη μέρα (προσαρμοσμένη για τις αποδόσεις της αγοράς) είναι 13,1% για το σύνολο του δείγματος, κάτι που συμβαδίζει με τη διεθνή βιβλιογραφία. Όταν εξετάζονται παράγοντες που επηρεάζουν την αρχική απόδοση των IPOs, τότε φαίνεται ότι κύριοι υπεύθυνοι για την υποτίμηση είναι το μέγεθος της εκδότριας εταιρίας, η άνοδος του χρηματιστηρίου μεταξύ της ημέρας προσδιορισμού της τιμής και της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης και οι εκδόσεις όπου σαν ανάδοχοι ενεργούν οι εκδότριες εταιρίες (self issued offerings). Επιπλέον, η μεταβλητή που σχετίζεται με το ποσοστό συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στις εταιρίες αυτές φαίνεται να επηρεάζει ασθενώς την αρχική υποτίμηση και συγκεκριμένα να υπάρχει μικρότερη υποτίμηση σε εταιρίες με υψηλότερα ποσοστά συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών.

Οι Mok και Hui (1998) μελετώντας το χρηματιστήριο της Κίνας, στη Σαγκάη, την περίοδο 1991-1993, βρίσκουν αρχική υποτίμηση της τάξεως 289%. Αυτό το επίπεδο υποτίμησης είναι πολύ μεγαλύτερο από όλα τα διεθνή εμπειρικά

¹⁵ Με τον όρο «ενάντια επιλογή» (adverse selection) εννοείται η επιλογή εκείνη που αποδεικνύεται να έχει χαρακτηριστικά αντίθετα από εκείνα που την υπαγόρευσαν. Π.χ. ο επενδυτής επιλέγει μια επένδυση πιστεύοντας ότι είναι καλής ποιότητας, όταν ουσιαστικά δεν είναι.

¹⁶ Η θεωρία των Benveniste και Wilhelm (1990) έχει σημασία για την Ελληνική πρακτική σχετικά με αρχικές εισαγωγές, κατά τις οποίες η κατανομή των τίτλων (όσον αφορά στους ιδιώτες επενδυτές) δεν ελέγχεται από τον ανάδοχο.

αποτελέσματα σε διάφορα χρηματιστήρια και αφορά τις μετοχές τύπου Α που παρέχονται στο χρηματιστήριο της Σαγκάης¹⁷. Αυτό το υψηλό επίπεδο υποτίμησης των μετοχών τύπου Α οφείλεται, τουλάχιστον εν μέρει, στην πλεονάζουσα ζήτηση για την περιορισμένη προσφορά των μετοχών προς διαπραγμάτευση. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων υπονοούν ότι το υψηλό ποσοστό μετοχών που κρατά το Κινεζικό δημόσιο, το μεγάλο χρονικό διάστημα μεταξύ προσφοράς και έναρξης διαπραγμάτευσης των τίτλων καθώς και ο προσδοκώμενος κίνδυνος των νέων εκδόσεων είναι οι καθοριστικοί παράγοντες για την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών.

Επιπλέον, οι H. Mok και Y. Hui (1998) παρατηρούν ότι ο όγκος συναλλαγών τις πέντε πρώτες ημέρες είναι πολύ υψηλός, το οποίο υποδηλώνει την παρουσία των λεγόμενων “flippers”, οι οποίοι αποκομίζουν τα κέρδη αμέσως μετά την εισαγωγή των νέων εκδόσεων. Αυτή η άμεση πώληση των νέων τίτλων οφείλεται σίγουρα και στο μεγάλο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην περίοδο λήξης των εγγραφών και της έναρξης διαπραγμάτευσης των νέων εκδόσεων¹⁸.

3.3.2 ΟΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Οι παρακάτω εμπειρικές μελέτες, έχουν σαν αντικείμενο τόσο τη βραχυπρόθεσμη όσο και τη μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών εισαγωγών. Η μακροπρόθεσμη απόδοση αναφέρεται στη συμπεριφορά των τιμών των νεοεκδιδόμενων μετοχών πέρα από την ημέρα που εισάγονται προς

¹⁷ Οι μετοχές τύπου Α είναι μετοχές που προκύπτουν από αρχικές εισαγωγές, οι οποίες διαπραγματεύονται στο εγχώριο νόμισμα και απευθύνονται αποκλειστικά στους εγχώριους επενδυτές. Από το Φεβρουάριο του 1992 διατίθενται επίσης οι μετοχές τύπου Β, οι οποίες διαπραγματεύονται σε U.S. \$ και απευθύνονται μόνο στους ξένους επενδυτές. Αυτές οι μετοχές τύπου Β έχουν δημιουργηθεί για να προσελκύσουν το πολυπλόητο για τις εγχώριες επιχειρήσεις ξένο κεφάλαιο και το μεγαλύτερο μέρος από αυτές βρίσκεται στα χέρια ξένων θεσμικών επενδυτών.

¹⁸ Αυτή η περίοδος μπορεί να φτάσει ακόμη και τον 1 χρόνο για τις μετοχές τύπου Α. Αντίθετα για τις μετοχές τύπου Β κυμαίνεται συνήθως στις 20 μέρες.

διαπραγμάτευση και μπορεί να εκτείνεται σε ορισμένες μελέτες μέχρι το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης ενώ σε άλλες μέχρι το τρίτο έτος διαπραγμάτευσης.

Τα εμπειρικά ευρήματα στη διεθνή βιβλιογραφία δείχνουν ότι βραχυπρόθεσμα οι επενδυτές που συμμετέχουν στις αρχικές εισαγωγές αποκομίζουν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Έχει αναφερθεί επίσης πως ότι φαίνεται να είναι υποτιμημένο βραχυπρόθεσμα, αποδεικνύεται υπερτιμημένο μακροπρόθεσμα. Αυτά τα ευρήματα οδηγούν μερικούς ερευνητές να συμπεράνουν ότι οι αρχικές εισαγωγές υπόκεινται στο φαινόμενο του «συρμού» (fads) όταν αρχίζουν να διαπραγματεύονται.

Οι Aggarwal και Rivoli (1990) προτείνουν τη θεωρία του «συρμού» για να ισχυρισθούν ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υφίστανται ουσιαστική υποτίμηση. Αντίθετα, ισχυρίζονται ότι οι ανάδοχοι αποτιμούν τους νέους τίτλους σύμφωνα με την πραγματική τους αξία. Οι επενδυτές όμως υπεραισιόδοξοι για τις προοπτικές των εταιριών, αγοράζουν τους νέους τίτλους σε υπερβολικές τιμές κατά την έναρξη των διαπραγματεύσεων. Μόλις η πληροφόρηση γίνεται ευρέως γνωστή επέρχεται η διόρθωση των τιμών αγοράς προς το κατώτερο επίπεδο της πραγματικής αξίας.

Μια πλειάδα παραγόντων κάνουν την αγορά των αρχικών εισαγωγών πολύ ευάλωτη στην ύπαρξη του φαινομένου του «συρμού».

1. Το φαινόμενο του «συρμού» είναι πιο πιθανό να απαντηθεί όσο πιο δύσκολη είναι η εκτίμηση της πραγματικής εσωτερικής αξίας ή αν υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα ως προς το ύψος της εσωτερικής αξίας [Camerer (1989)]. Στην ουσία ο Camerer (1989) υποθέτει ότι το φαινόμενο του «συρμού» είναι πιο πιθανό να συμβεί και σε νέες εκδόσεις μετοχών για τους ίδιους ακριβώς λόγους.
2. Υψηλότερα επίπεδα μη ορθολογικής διαπραγμάτευσης είναι πιο πιθανά για μετοχές υψηλότερου κινδύνου [Tugeman (1988)], και μερικές μορφές μη ορθολογικής διαπραγμάτευσης είναι το αποτέλεσμα προσδοκιών, οι οποίες δεν συμβαδίζουν με κλασικές θεμελιώδεις εκτιμήσεις. Αυτό συμβαίνει όταν έχουμε υπεραισιοδοξία από την πλευρά των επενδυτών [Black (1986)].

3. Όσοι επενδύουν σε IPOs αναμένεται να είναι περισσότερο κερδοσκοπικοί από άλλες ομάδες επενδυτών και υπάρχουν στοιχεία ότι οι πιο κερδοσκοπικοί επενδυτές (δηλαδή αυτοί που αποστρέφονται λιγότερο τον κίνδυνο) οδηγούν με τη συμπεριφορά τους σε υψηλότερα επίπεδα διακύμανσης των τιμών [Ang και Schwartz (1985)] και κατά συνέπεια σε μεγαλύτερες αποκλίσεις από τις εσωτερικές αξίες των νεοεισαχθέντων μετοχών.
4. Το υπόδειγμα του Miller (1977) προβλέπει ότι το φαινόμενο του «συρμού» θα συμβεί στις αρχικές εισαγωγές και ότι η πορεία των τιμών των μετοχών θα είναι αυτή που αναφέραμε, επειδή ο οριακός αγοραστής στην αρχική διαπραγμάτευση θα είναι υπεραισιόδοξος¹⁹. Ο Ritter (1991) επίσης σημειώνει ότι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών που προέρχονται από αρχικές εισαγωγές είναι συνεπής με την παρουσία του φαινομένου του «συρμού».

Οι Aggarwal και Rivoli (1990) για να ελέγξουν την ύπαρξη ή μη του φαινομένου του «συρμού», υπολογίζουν και εξετάζουν τις αποδόσεις ένα χρόνο (250 ημέρες διαπραγμάτευσης) μετά την έκδοση, έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή προσφοράς των νέων τίτλων, αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Εάν η αγορά είναι αμέσως αποτελεσματική, όσον αφορά στην αποτίμηση των νέων εκδόσεων, τότε οι αποδόσεις για τους επενδυτές που αγοράζουν τις μετοχές στην τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης θα προσεγγίζει τις αποδόσεις του δείκτη της αγοράς. Πάλι γίνεται η σιωπηρή υπόθεση ότι ο συστηματικός κίνδυνος των IPOs είναι ίδιος με αυτόν του δείκτη.

Θετικές αποδόσεις (προσαρμοσμένες στις αποδόσεις της αγοράς) θα αναμένονταν με βάση τη θεωρία αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και με

¹⁹ Στο υπόδειγμα του Miller (1977), ο οριακός αγοραστής θα είναι υπεραισιόδοξος επειδή σε μια τυπική αρχική εισαγωγή υπάρχει μεγάλη απόκλιση γύρω από την εκτίμηση της πραγματικής αξίας, ενώ η προσφορά των μετοχών είναι μικρή σε σχέση με τον αριθμό των επενδυτών που αξιολογούν για αγορά τη μετοχή.

βάση επίσης τα ευρήματα του Ibbotson (1975) ότι τα βήτα των αρχικών εισαγωγών φθίνουν με την πάροδο του χρόνου αλλά παραμένουν μεγαλύτερα του 1 για το χρόνο που ακολουθεί την προσφορά.

Αντιθέτως αν οι αρχικές εισαγωγές υπερτιμούνται συστηματικά στην αρχική διαπραγμάτευση, οι επενδυτές που αγοράζουν στην τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης θα έχουν αποδόσεις που δε θα ξεπερνούν τις αντίστοιχες του δείκτη της αγοράς.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της εργασίας των Aggarwal και Rivoli (1990), τα οποία βασίζονται σε ένα δείγμα 1598 αρχικών εισαγωγών την περίοδο 1977-1987 δείχνουν ότι οι αρνητικές επιπλέον αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών του δείγματός τους διαρκούν για διάστημα που δεν δικαιολογείται από την υπόθεση της πληροφοριακής αποτελεσματικότητας των αγορών. Όταν μετρούν τις επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με την τιμή εισαγωγής, βρίσκουν επίσης αρνητικές αποδόσεις για την ίδια περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι οι νέοι τίτλοι που αγοράζονται στην τιμή εισαγωγής αποδίδουν κατά μέσο όρο αρνητικές επιπλέον αποδόσεις στην περίοδο των 250 ημερών. Επομένως, μετά την αρχική άνοδο της τιμής αγοράς, οι τίτλοι σημειώνουν σημαντική κάμψη τιμής ακόμα και σε σχέση με την τιμή εισαγωγής. Η διαπίστωση αυτή ερμηνεύεται από τους Aggarwal και Rivoli (1990) ως ένδειξη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υποτιμούνται συστηματικά όπως γενικά πιστεύεται.

Με το θέμα των IPOs έχει ασχοληθεί και ο Ritter (1991), ο οποίος σε ένα από τα πολλά άρθρα του (1991) με βάση ένα δείγμα από 1526 αρχικές εισαγωγές τίτλων κατά την περίοδο 1975-1984 βρίσκει σημαντική ένδειξη ότι οι νέοι τίτλοι έχουν αποδόσεις που υπολείπονται των αποδόσεων της αγοράς τίτλων στο διάστημα 3 ετών μετά την αρχική εισαγωγή. Ειδικότερα, ο Ritter (1991) βρίσκει ότι η μέση απόδοση της τριετούς περιόδου (και σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των τίτλων) είναι 34,47%. Η μέση απόδοση όμως ενός ισοδύναμου δείγματος ήδη εισηγμένων τίτλων είναι 61,86% στη ίδια τριετή περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι το δείγμα των αρχικών εισαγωγών είχε απόδοση κατώτερη της αγοράς και συγκεκριμένα της τάξης του -27,39%.

Κατά τον Ritter (1991), αυτή η κατώτερη απόδοση των αρχικών εισαγωγών οφειλόταν σε: 1) υποεκτίμηση του κινδύνου των αρχικών εισαγωγών,

με αποτέλεσμα την εσφαλμένη εκτίμηση των αποδόσεων, 2) κακή τύχη και σύμπτωση, 3) υπερβολική αισιοδοξία και την επενέργεια του φαινομένου του «συρμού» (fads) στη χρηματιστηριακή αγορά. Τελικά ο Ritter (1991) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των νέων τίτλων οφείλονται περισσότερο στο φαινόμενο του «συρμού» ή της υπεραισιοδοξίας που υπάρχει, όταν οι επενδυτές παρασύρονται και αγοράζουν νέους τίτλους σε υπέρμετρα υψηλές αρχικές τιμές αγοράς, οι οποίες όμως δεν διατηρούνται στο επίπεδο αυτό μακροπρόθεσμα.

Επίσης ο Ritter, σε άλλη έρευνά του (1984) βρίσκει ότι οι κατώτερες αποδόσεις εμφανίζονται στην κατηγορία νέων εταιριών με προοπτικές ανάπτυξης, και ειδικά εκείνων που είχαν δημόσιες προσφορές τίτλων στα χρόνια έντονης δραστηριότητας της αγοράς αρχικών εισαγωγών στη δεκαετία του 1980²⁰. Σύμφωνα με τον Ritter (1984), το εύρημα αυτό υποδεικνύει ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις αναπτυξιακές δυνατότητες νέων εταιριών. Η ένδειξη ότι οι αποδόσεις είναι κατώτερες, ειδικότερα για χρόνια με έντονη εκδοτική δραστηριότητα, υποδεικνύει κατά τον Ritter (1984) ότι οι εταιρίες προτιμούν να εισάγουν τίτλους στο Χρηματιστήριο όταν οι λόγοι τιμής προς κέρδη που ισχύουν στην αγορά αντανakλούν αισιόδοξες εκτιμήσεις σχετικά με την αξία των αναπτυξιακών προοπτικών των εταιριών.

Ο Ritter (1984) βρίσκει ότι οι μηνιαίες μέσες αρχικές αποδόσεις εμφανίζουν αυτοσυσχέτιση και πως υπάρχουν 3 ή 4 περίοδοι μεταξύ 1960-82, όπου αυτές οι αποδόσεις ήταν εξαιρετικά υψηλές για πολύ καιρό. Κάθε μια από αυτές τις περιόδους, που η αγορά χαρακτηριζόταν σαν “hot-issue”

²⁰ Περίοδοι με τέτοια χαρακτηριστικά συνήθιζται να λέγονται “hot-issue” αγορές ή περίοδοι υψηλού «χρηματιστηριακού πυρετού». Μια “hot issue” αγορά χαρακτηρίζεται από ζήτηση η οποία ξεπερνά κατά πολύ την υφιστάμενη προσφορά μετοχών. Ο λόγος είναι ότι μια σταθερή τιμή (fixed price) δεν μπορεί να λειτουργήσει σαν ένα κριτήριο κατανομής των τίτλων. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα το φαινόμενο του περιορισμού στην κατανομή των νέων τίτλων (rationing). Οι επενδυτές που δεν πήραν (αρκετές) μετοχές στην πρωτογενή αγορά θα τις αγοράσουν στη δευτερογενή αγορά. Για όσο καιρό θα υπάρχουν επενδυτές που πιστεύουν ότι η μετοχή θα ανέβει κι άλλο, το αποτέλεσμα είναι να δημιουργηθεί μια κερδοσκοπική «φούσκα» (speculative bubble).

ακολουθούταν από μεγάλη και παρατεταμένη αύξηση στον αριθμό των αρχικών εισαγωγών.

Με αφορμή τη συνεχή επανεμφάνιση αυτού του μάλλον μυστηριώδους φαινομένου, ο Ritter (1984) βασίστηκε στην δετή περίοδο 1977-82 και μελέτησε λεπτομερώς τη συμπεριφορά των αρχικών εισαγωγών που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκειά της. Αυτή η περίοδος περιελάμβανε την “hot – issue” αγορά του 1980, μια περίοδο 15 μηνών κατά τη διάρκεια της οποίας η μέση αρχική απόδοση ήταν 48,4%, σε αντίθεση με 16,3% που ήταν κατά τη διάρκεια του υπόλοιπου της περιόδου 1977-82. Για να εξηγήσει αυτή τη συμπεριφορά, ο Ritter (1984) διατυπώνει την υπόθεση ότι η “hot-issue” αγορά του 1980 ήταν μια κατάσταση ισορροπίας, η οποία μπορεί να εξηγηθεί από (i) μια θετική σχέση ισορροπίας ανάμεσα στον κίνδυνο και την αναμενόμενη αρχική απόδοση και (ii) μια αύξηση στο κίνδυνο της μέσης αρχικής εισαγωγής, με την πρώτη εξήγηση να αποτελεί ένα συμπέρασμα που προκύπτει από το υπόδειγμα του Rock (1986) για την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών

Ο Ritter (1984) βρίσκει ότι κατά την περίοδο 1977-82, υπήρχε μία πολύ μεγάλη διαφορά στις μέσες μηνιαίες αρχικές αποδόσεις ανάμεσα στις εκδόσεις εταιριών φυσικών πόρων (natural resources) και εταιριών που δεν είχαν τέτοιο χαρακτήρα. Επιπλέον, ο πρώτος τύπος εταιριών επεδείκνυε μεγάλη αυτοσυσχέτιση ενώ ο δεύτερος όχι, ενώ και στις δύο παρατηρείται θετική σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο και τη μέση αρχική απόδοση. Ο Ritter πάντως δεν βρίσκει στοιχεία που να δείχνουν ότι αυτές οι διαφορές στις μέσες αρχικές αποδόσεις συνθέτουν ένα φαινόμενο ισορροπίας. Αντ’ αυτού τα εμπειρικά ευρήματά του φαίνεται να είναι συνεπή με την υπόθεση ότι οι ανάδοχοι εκμεταλλεύονταν τις εταιρίες φυσικών πόρων κατά τη διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης του 1980.

Το φαινόμενο της αρνητικής μακροπρόθεσμης απόδοσης των αρχικών εισαγωγών εμφανίζεται να έχει παγκόσμια εγκυρότητα. Συγκεκριμένα, ο Levis (1993) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 712 αρχικών εισαγωγών στην Μ. Βρετανία την περίοδο 1980-1988 βρίσκει ότι είχε σημαντικά θετικές αρχικές αποδόσεις (14,3%) αλλά σημαντικά αρνητικές αποδόσεις για μια τριετή περίοδο από την εισαγωγή.

Τα αποτελέσματα από τη Μ. Βρετανία ρίχνουν φως σε ένα αριθμό ζητημάτων, τα οποία μένουν άλυτα από τις μελέτες των Aggarwal και Rivoli

(1990) και Ritter (1991). Πρώτον, καταδεικνύεται ότι η μακροπρόθεσμη υστέρηση στις αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών δεν είναι ένα φαινόμενο που παρουσιάζεται μόνο στις Η.Π.Α. αφού αυτό συμβαίνει και στην τρίτη μεγαλύτερη αγορά του κόσμου κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Συγκεκριμένα, η απόδοση για μια τριετία μετά την εισαγωγή είναι -31%. Δεύτερον, τα εμπειρικά ευρήματα για την περίοδο 1980-1985 δείχνουν ότι η μακροπρόθεσμη υστέρηση στις αποδόσεις επεκτείνεται και πέρα από τους 36 μήνες. Τρίτον, η εμφανής τάση των εταιριών με τις υψηλότερες αρχικές αποδόσεις να έχουν τη χειρότερη μετέπειτα απόδοση, μαζί με την οριακά καλή μακροπρόθεσμη απόδοση εταιριών με μέτριες αποδόσεις πρώτης ημέρας, παρέχει έντονη αμφισβήτηση στη συμβατική άποψη ότι οι θετικές αρχικές αποδόσεις οφείλονται αποκλειστικά σε εσκευμένη υποτίμηση. Τα στοιχεία είναι πιο συμβατά με την άποψη ότι οι αποδόσεις της πρώτης ημέρας είναι κατά ένα μέρος το αποτέλεσμα ηθελημένης υποτίμησης και κατά ένα άλλο μέρος το αποτέλεσμα της υπεραντίδρασης της αγοράς.

Οι Aggarwal, Leal και Hernandez (1993) αναλύουν τις αποδόσεις αρχικών εισαγωγών σε χώρες της Λατινικής Αμερικής και διαπιστώνουν ότι υπάρχουν θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά σημαντικά αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Η έρευνά τους βασίζεται σε ένα δείγμα 62 IPOs στη Βραζιλία την περίοδο 1980-1990, 36 IPOs στη Χιλή την περίοδο 1982-1990 και 44 IPOs στο Μεξικό την περίοδο 1987-1990. Τα στοιχεία από τη Λατινική Αμερική πρέπει να ερμηνευθούν με προσοχή εξαιτίας του μικρού μεγέθους των δειγμάτων και της συγκέντρωσης των IPOs σε λίγα χρόνια. Στην ουσία, το φαινόμενο αυτό συναντάται σε όλες σχεδόν τις αγορές εκτός από τις Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Στην περίπτωση της Ελβετίας, όμως, οι Kunz και Aggarwal (1994) βρίσκουν θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά ουδέτερες μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Επίσης, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δύο βασικότερες αιτίες για την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών στην Ελβετία είναι η έλλειψη ανταγωνισμού στην αγορά των αναδόχων ή η μη εκμετάλλευση του όποιου ανταγωνισμού υπάρχει από τις εκδότριες εταιρίες, καθώς και η ελλιπής αποκάλυψη πληροφοριών από τις τελευταίες προς το επενδυτικό κοινό,

αυξάνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη συμμετοχή σε νέες εκδόσεις.

Οι Kim και άλλοι, (1995) βασιζόμενοι σε ένα δείγμα 169 αρχικών εισαγωγών την περίοδο 1985-89 βρίσκουν μέση αρχική απόδοση, (η οποία είναι προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς) της τάξης του 57,56%. Συνεπώς, δεν φαίνεται να υπάρχει μεγάλη διαφορά ανάμεσα στη βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά των αρχικών εισαγωγών στην Κορέα και σε προηγούμενα εμπειρικά ευρήματα σε διεθνές επίπεδο. Η μακροπρόθεσμη μέση απόδοση η οποία είναι προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς έπειτα από 24 μήνες διαπραγμάτευσης (αφαιρούμενης της απόδοσης 1^{ης} ημέρας) βρίσκεται στο 59,01%, υποδηλώνοντας έτσι ότι οι αρχικές εισαγωγές ξεπερνούν σε απόδοση εταιρίες με παρόμοια χαρακτηριστικά που διαπραγματεύονται καιρό. Ακόμα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια των δύο πρώτων χρόνων δεν αντιστρέφονται στον τρίτο. Αυτά τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με αυτά που έχουν παρατηρηθεί σε Η.Π.Α., Ην. Βασίλειο και χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπου η μακροπρόθεσμη συμπεριφορά είναι διαθέσιμη και δίνουν υποστήριξη στην υπόθεση ότι υπάρχει συστηματική υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών από τους αναδόχους.

Τα αποτελέσματα αυτά από την αγορά των Κορεάτικων IPOs μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός ότι οι εταιρίες στην Κορέα έχουν μεγαλύτερο χρόνο ζωής προτού εισαχθούν στο χρηματιστήριο απ' ότι εταιρίες σε άλλες χώρες. Αυτό άλλωστε δείχνει το γεγονός ότι κατά την περίοδο 1985-1989 δεν υπήρξε ούτε μία εταιρία, η οποία να αποκλεισθεί από το δείγμα λόγω αναστολής διαπραγμάτευσης ή πτώχευσής της. Κατά συνέπεια, λόγω της έλλειψης οποιασδήποτε μεροληψίας του δείγματος (εξαιτίας αποκλεισμού εταιριών), είναι αναμενόμενο ο βαθμός στον οποίο οι αποδόσεις υστερούν να είναι μειωμένος ή να μην υπάρχει καθόλου.

Τέλος, η απελευθέρωση της αγοράς τον Ιούνιο του 1988 μείωσε το επίπεδο της υποτίμησης, αλλά δεν είχε καμία επίδραση στη μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών εισαγωγών.

Μία ανασκόπηση των εμπειρικών μελετών για την βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών εισαγωγών επιχειρούν οι Loughran, Ritter και Rydqvist (1994) απ' όπου και παραθέτουμε τους πίνακες 3.1 και 3.2.

Στον πίνακα 3.1, η στήλη (1) δείχνει τη χώρα, η στήλη (2) τους ερευνητές που ασχολήθηκαν με το εν λόγω θέμα, η στήλη (3) παρέχει το μέγεθος του δείγματος, η στήλη (4) παρουσιάζει τη χρονική περίοδο που καλύπτει η σχετική μελέτη και η στήλη (5) δείχνει τη μέση αρχική απόδοση που στις περισσότερες μελέτες αντιπροσωπεύει την απόδοση της πρώτης χρηματιστηριακής συναλλαγής. Για χώρες με περιορισμό στην ημερήσια διακύμανση της τιμής των μετοχών, η απόδοση αναφέρεται στην χρονική περίοδο που εξαντλείται η ισχύς αυτού του περιορισμού. Συνήθως αυτή η περίοδος καλύπτει 2 – 4 εβδομάδες.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 3.1 και στις 25 χώρες για τις οποίες υπάρχουν δεδομένα, οι εταιρίες που εισάγονται στο χρηματιστήριο είναι υποτιμημένες σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Οι μέσες αρχικές αποδόσεις είναι υψηλότερες όσο α) υψηλότερος είναι ο βαθμός κυβερνητικής παρέμβασης, β) όσο νωρίτερα στη διαδικασία της αρχικής εισαγωγής ορίζεται η τιμή μέσω καθορισμένης τιμής και γ) όσο μεγαλύτερου κινδύνου είναι οι εταιρίες που εισάγονται. Επιπλέον, η μέση αρχική απόδοση διαφέρει αισθητά από χώρα σε χώρα. Χαρακτηριστικό είναι ότι στη Μαλαισία η μέση απόδοση αγγίζει το 80,3%, ενώ στη Γαλλία μόλις το 4,2%. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιριών που εισάγονται στα Χρηματιστήρια (π.χ. νέες έναντι παλιών εταιριών), στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και στον τρόπο διάθεσης των μετοχών.

Σε 14 από τις 15 χώρες τις οποίες ανέλυσαν οι Loughran, Ritter και Rydqvist (1994), υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στον ετήσιο αριθμό IPOs και στο επίπεδο (προσαρμοσμένο για τον πληθωρισμό) του χρηματιστηρίου. Αυτή η θετική σχέση δεν επηρεάζεται σχεδόν καθόλου από τις αλλαγές με την πάροδο του χρόνου στις ευκαιρίες για επένδυση, όπως αυτές αντιπροσωπεύονται από από τους σημερινούς και μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (GNP).

Κάτι άλλο που φαίνεται να έχει ιδιαίτερη σημασία για την Ελλάδα είναι ότι οι Loughran, Ritter και Rydqvist (1994) παρατηρούν ότι οι χώρες με θεσμικούς περιορισμούς έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις. Συνεπώς είναι λογικό να αναμένει κανείς ότι η Ελλάδα -που ανήκει σε αυτές τις χώρες- ακολουθεί τον κανόνα αυτό. Κάτι τέτοιο επιβεβαιώνουν οι Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995), οι οποίοι διερεύνησαν την συμπεριφορά των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών

στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1987-1994. Τα ευρήματα αναφορικά με τις αρχικές αποδόσεις των ελληνικών νέων εκδόσεων είναι συνεπή με τα αντίστοιχα ευρήματα από άλλες χώρες, τουλάχιστον σε ότι αφορά τη βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των νεοεισαχθέντων εταιριών, αφού παρατηρείται σημαντική αρχική υποτίμηση των Ελληνικών νέων μετοχικών εκδόσεων της τάξεως του 34% περίπου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1
Μέσες αρχικές αποδόσεις για 25 χώρες

(1) Χώρα	(2) Πηγή	(3) Μέγεθος δείγματος	(4) Εξεταζόμενη περίοδος	(5) Μέση αρχική απόδοση
Αυστραλία	Lee και άλλοι	266	1976-89	11,9%
Βέλγιο	Rogiers και άλλοι	28	1984-90	10,1%
Βραζιλία	Aggarwal και άλλοι	62	1979-90	78,5%
Καναδάς	Jog και Riding, Jog και Srivastava	258	1971-92	5,4%
Χιλή	Aggarwal και άλλοι	19	1982-90	16,3%
Φινλανδία	Keloharju	85	1984-92	9,6%
Γαλλία	Husson και Jacquillat, Leleux και Muzyka, Palliard και Belletante	187	1983-92	4,2%
Γερμανία	Ljungqvist	170	1978-92	10,9%
Χόνγκ Κόνγκ	McGuinness	80	1980-90	17,6%
Ιταλία	Cherubini και Ratti	75	1985-91	27,1%
Ιαπωνία	Fukuda, Dawson και Hiraki	472	1970-91	32,5%
Κορέα	Dhatt και άλλοι	347	1980-90	78,1%
Μαλαισία	Isa	132	1980-91	80,3%
Μεξικό	Aggarwal και άλλοι	37	1987-90	33,0%
Ολλανδία	Wessels, Eijgenhuijsen και Buijs	72	1982-91	7,2%
Νέα Ζηλανδία	Vos και Cheung	149	1979-91	28,8%
Πορτογαλία	Alpalhao	62	1986-87	54,4%
Σιγκαπούρη	Koh και Walter	66	1973-87	27,0%
Ισπανία	Ranhema και άλλοι	71	1985-90	35,0%
Σουηδία	Ritter, Rydqvist	213	1970-91	39,0%
Ελβετία	Kunz και Aggarwal	42	1983-89	35,8%
Ταϊβάν	Chen	168	1971-90	45,0%
Ταϊλάνδη	Wethyavorn και Koo-smith	32	1988-89	58,1%
Ηνωμένο Βασίλειο	Dimson, Levis	2.133	1959-90	12,0%
Η.Π.Α.	Ibbotson και άλλοι	10.626	1960-92	15,3%

Πηγή: Loughran, Ritter and Rydqvist (1994)

Όσον αφορά σε μακροπρόθεσμο επίπεδο εκεί βλέπουμε ότι οι αρχικές εισαγωγές τείνουν να προσφέρουν σχετικά χαμηλές αποδόσεις στις 9 χώρες για τις οποίες είναι διαθέσιμα τα δεδομένα, όπως δείχνει ο πίνακας 3.2.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2

Μακροπρόθεσμη απόδοση των IPOs

Χώρα	Πηγή	Εξεταζόμενη Μέγεθος		Επόμενα 3 έτη		
		περίοδος	δείγματα	Αρχική απόδοση	Καθαρή απόδοση	Προσαρμοσμένη απόδοση
Βραζιλία	Aggarwal και άλλοι (1993)	1980-90	62	78,5%	μ.δ.*	-47,0%
Φινλανδία	Keloharju (1993)	1984-89	79	8,7%	-22,4%	-21,1%
Γερμανία	Ljungqvist (1993)	1974-89	119	12,4%	34,3%	12,8%
Ιαπωνία	Hwang και Jayaraman (1992)	1975-89	182	45,5%	109,6%	9,0%
Κορέα	Kim και άλλοι (1993b)	1985-88	99	48,6%	58,0%	2,0%
Σιγκαπούρη	Hin και Mahmood (1993)	1976-84	45	μ.δ.*	22,5%	-9,2%
Σουηδία	Tim Loughran (1994)	1980-90	162	38,2%	72,7%	1,2%
Ηνωμένο Βασίλειο	Levis (1993)	1980-88	712	14,1%	55,7%	-8,1%
Η.Π.Α.	Loughran και Ritter (1994)	1970-90	4.753	10,0%	8,4%	-20,0%

* μ.δ.: μη διαθέσιμη

Πηγή: Loughran, Ritter and Rydqvist (1994)

3.4 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Στο κομμάτι αυτό θα αναφερθούμε σε έρευνες, οι οποίες έχουν ασχοληθεί:

- Με την εισαγωγή εταιριών από over-the-counter αγορές σε οργανωμένες χρηματαγορές
- Με τις μετακινήσεις εταιριών από ένα χρηματιστήριο σε άλλο με διαφορετικά χαρακτηριστικά και

- Με την εισαγωγή εταιριών σε διαφορετικές αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά.

Οι McConnell και Sanger (1987) με βάση ένα δείγμα 2482 μετοχών εταιριών που εισήχθησαν στην αγορά του NYSE την περίοδο 1926-1982 και με τη χρήση μηνιαίων στοιχείων, προσπαθούν να εξηγήσουν το «μυστήριο» που υπάρχει με τις αποδόσεις τους και διαπιστώνουν ότι κατά μέσο όρο εμφάνισαν αρνητικές αποδόσεις 4-6 εβδομάδες μετά την εισαγωγή.

Οι Baker και Edelman (1992) προχωρούν ακόμη πιο πέρα τη δουλειά των McConnell και Sanger (1987) με τη χρήση ημερήσιων δεδομένων και με την εξέταση των επιπλέον αποδόσεων τόσο πριν όσο και μετά την εισαγωγή. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας μία κλασική μεθοδολογία ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) εξέτασαν την συμπεριφορά 72 μετοχών εταιριών που μεταφέρθηκαν από την αγορά του AMEX στην αγορά του NYSE κατά την περίοδο 1982-1989 και είδαν ότι οι τιμές των μετοχών αυξάνονται πριν από την ημερομηνία εισαγωγής, αλλά υποχωρούν μετά από αυτή. Μία εξήγηση που δίνουν για την πριν την εισαγωγή συμπεριφορά έχει να κάνει με την βελτιωμένη ρευστότητα και τις θεωρίες σήμανσης, αλλά η μετά την εισαγωγή συμπεριφορά παραμένει ένα μυστήριο. Τα στοιχεία που παρουσιάζουν δείχνουν ότι τα κέρδη πριν την εισαγωγή δεν αντισταθμίζουν τις απώλειες μετά την εισαγωγή.

Βέβαια, όσον αφορά στις μετοχές με μικρότερο όγκο συναλλαγών, η αύξηση της τιμής τους πριν την εισαγωγή είναι μεγαλύτερη απ' ό,τι για μετοχές με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών. Αντίθετα η πτώση της τιμής των μετοχών είναι μικρότερη για μετοχές με μικρότερο όγκο συναλλαγών απ' ό,τι για μετοχές με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών. Μία εξήγηση για την καλύτερη απόδοση των μετοχών με χαμηλό όγκο συναλλαγών σχετίζεται με την αυξημένη δημοσιότητα (visibility) που αποκτούν οι εν λόγω μετοχές μετά την εισαγωγή τους στην αγορά του NYSE, με την έννοια ότι γίνεται πιο εύκολο για τους επενδυτές να παρακολουθήσουν και να επλέξουν αυτές τις μετοχές.

Ο Reinganum (1990) εξετάζει την επιρροή της δομής της αγοράς πάνω στα πριμ ρευστότητας (liquidity premiums). Τα πριμ μιας ανταγωνιστικής αγοράς όπως είναι αυτή του NASDAQ, όπου υπάρχουν πολλοί διαπραγματευτές

που μπορούν να κάνουν τα πάντα συγκρίνονται με αυτά ενός μονοπωλιακού συστήματος όπως είναι αυτό του NYSE, το οποίο χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη των ειδικών διαπραγματευτών. Οι διαφορές στα πριμ ρευστότητας υπολογίζονται από τις μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών. Για τις μικρές εταιρίες, οι μέσες αποδόσεις των μετοχών της αγοράς του NYSE ξεπερνούν τις μέσες αποδόσεις των μετοχών της αγοράς του NASDAQ. Αυτή η διαφορά στις αποδόσεις παραμένει και αφότου λάβουμε υπόψη το μέγεθος, τον κίνδυνο και μεταβλητές σχετιζόμενες με τη ρευστότητα.

Ο Reinganum (1990), αποδίδει αυτή τη διαφορά στην ικανότητα της αγοράς του NASDAQ να παρέχει καλύτερη ρευστότητα, αφού είναι μια ανταγωνιστική αγορά με πολλούς ειδικούς διαπραγματευτές, σε αντίθεση με το μονοπωλιακό σύστημα της αγοράς του NYSE. Στην ουσία υποθέτει ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αποδεχτούν χαμηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις στην αγορά του NASDAQ εξαιτίας της ανωτερότητας του μηχανισμού συναλλαγών που αυτή προσφέρει.

Ένα συμπέρασμα που προκύπτει από την υπόθεση του Reinganum (1990), σχετικά με τη δομή της αγοράς είναι ότι η αγορά θα προεξοφλήσει τα μελλοντικά μερίσματα μιας μετοχής που διαπραγματεύεται στην αγορά του NYSE με υψηλότερο επιτόκιο απ' ότι αν αυτή διαπραγματευόταν στην αγορά του NASDAQ. Το πλεονέκτημα ρευστότητας της αγοράς του NASDAQ θα αντικατοπτριζόταν στο υψηλότερο απαιτούμενο επίπεδο απόδοσης για τις μετοχές, που διαπραγματεύονται στην αγορά του NYSE. Συνεπώς, με την ανακοίνωση της μετάταξης μιας μετοχής από την αγορά του NASDAQ στην αγορά του NYSE, η τιμή της μετοχής θα έπρεπε να μειωθεί έτσι ώστε να αντικατοπτρίζει το υψηλότερο επιτόκιο προεξόφλησης, που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της τιμής της μετοχής.

Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι ισχύει το αντίθετο. Οι Sanger και McConnell (1986), βρίσκουν ότι κατά μέσο όρο οι μετοχές αποκομίζουν σημαντικά θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, όταν γίνονται αποδεκτές για εισαγωγή στην αγορά του NYSE²¹.

²¹ Το δείγμα των Sanger και McConnell (1986) αποτελείται από 319 over-the-counter (OTC) μετοχές, οι οποίες εγκρίνονται για εισαγωγή στην αγορά του NYSE την περίοδο 1966-1977.

Επανερχόμενοι στη μελέτη του Reinganum (1990), προκύπτει ότι ούτε η αγορά του NYSE ούτε η αγορά του NASDAQ ξεπερνά η μία την άλλη στην παροχή ρευστότητας. Η αγορά του NASDAQ φαίνεται να έχει ένα πλεονέκτημα ρευστότητας σε σχέση με την αγορά του NYSE όσον αφορά στις μικρές εταιρίες αλλά όχι στις μεγάλες. Οι Grammatikos και Papaioannou (1986) αναφέρουν ότι οι over-the-counter (OTC) εταιρίες με υψηλές διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών τους παρουσιάζουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση αίτησης για εισαγωγή στην αγορά του NYSE. Κατά συνέπεια, η αγορά δεν αντιδρά σαν η αγορά του NASDAQ να έχει ένα πλεονέκτημα ρευστότητας²².

Όπως και ο Reinganum (1990), έτσι και ο Loughran (1993) ασχολήθηκε με τις διαφορετικές αποδόσεις που παρουσίασαν οι εισαγωγές εταιριών σε NYSE και NASDAQ κατά τη διάρκεια της περιόδου 1973 -1988. Σε αντίθεση με τον Reinganum (1990), ο Loughran (1993) αποδίδει αυτή τη διαφορά στις αποδόσεις όχι τόσο στη διαφορετική δομή των δύο αγορών, αλλά στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιριών που εισάγονται στα δύο χρηματιστήρια. Κατά την περίοδο μελέτης, οι μετοχές «αξίας» (value stocks) είχαν υψηλότερες αποδόσεις απ' ότι οι μετοχές «ανάπτυξης» (growth stocks). Επειδή η αγορά του NYSE περιλαμβάνει κυρίως μετοχές «αξίας», ενώ η αγορά του NASDAQ μετοχές «ανάπτυξης» το γεγονός αυτό μπορεί να εξηγεί σε μεγάλο βαθμό τη διαφορά στις αποδόσεις.

Επίσης, τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων του Loughran (1993) επιβεβαιώνουν ότι οι διαφορές στα χαρακτηριστικά των εταιριών που διαπραγματεύονται στην αγορά του NYSE και του NASDAQ εξηγούν σε πολύ μεγάλο βαθμό τις διαφορετικές αποδόσεις ανάμεσα στις μετοχές του NASDAQ και του NYSE. Επιπλέον στοιχεία για την υποστήριξη αυτής της υπόθεσης συναντούμε στους Fama, French, Booth και Sinquefeld (1992). Στις παλινδρομήσεις χρονοσειρών που κάνουν (time-series regressions) αποδίδουν τη διαφορά στις αποδόσεις ανάμεσα σε NASDAQ και NYSE στη μεγαλύτερη ευαισθησία των αποδόσεων του NYSE στο δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία.

²² Το δείγμα των Grammatikos και Papaioannou (1986) αποτελείται από 88 εταιρίες μη χρηματοοικονομικού χαρακτήρα που μετακινούνται από το σύστημα του NASDAQ σε αυτό του NYSE την περίοδο 1975-1981.

Στη δεκαετία του '70 και '80, εταιρίες με χαμηλούς δείκτες λογιστική προς αγοραία αξία είχαν χαμηλότερες αποδόσεις απ' ότι εταιρίες με υψηλότερους δείκτες λογιστική προς αγοραία αξία. Συνεπώς, διαφορές στο μέσο όρο των δεικτών λογιστική προς αγοραία αξία ανάμεσα στα δύο χρηματιστήρια ευθύνονται για μέρος της διαφοράς στις αποδόσεις. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων χρονοσειρών των Fama, French, Booth και Sinquefeld (1992) είναι συνεπή με αποτελέσματα των διαστρωματικών παλινδρομήσεων του Loughran (1993).

Τέλος, συνεπής με τα ευρήματα του Ritter (1991), είναι η διαπίστωση που κάνει ο Loughran (1993) ότι η υστέρηση στις αποδόσεις των IPOs παρατηρείται περισσότερο σε περιόδους που έπονται χρόνων με μεγάλο όγκο IPOs.

Οι Affleck-Graves, Hedge και άλλοι (1993) παρουσιάζουν αποτελέσματα που δείχνουν ότι η μέχρι τότε διαπιστωθείσα υποτίμηση των IPOs στην αγορά του NASDAQ επεκτείνεται και στα IPOs στην αγορά του NYSE και του AMEX. Οι υψηλότερες προϋποθέσεις εισαγωγής που υπάρχουν σε NYSE, AMEX και NASDAQ/NMS σε σχέση με NASDAQ/non-NMS μειώνουν την προσδοκώμενη αβεβαιότητα σχετικά με την αξία ενός IPO και κατά συνέπεια μειώνουν την αναμενόμενη υποτίμηση. Τα εμπειρικά ευρήματα υποστηρίζουν αυτήν την υπόθεση, αφού τα IPOs σε NYSE, AMEX και NASDAQ/NMS έχουν σημαντικά χαμηλότερη υποτίμηση απ' ότι τα IPOs σε NASDAQ/non-NMS.

Συγκεκριμένα, εξετάζουν το επίπεδο υποτίμησης για 55 NYSE, 41 AMEX, 158 NASDAQ/NMS και 824 NASDAQ/non-NMS IPOs κατά την περίοδο 1983-1987. Σημαντικά επίπεδα υποτίμησης παρουσιάζονται και στα 4 διαφορετικά συστήματα, με μέσους όρους 4.82%, 2.16%, 5.56% και 10.41% για τα IPOs σε NYSE, AMEX, NASDAQ/NMS και NASDAQ/non-NMS IPOs, αντίστοιχα.

Εντούτοις, ενώ το μέσο επίπεδο υποτίμησης για τα IPOs σε NYSE και AMEX ήταν μικρότερο από αυτό για τα IPOs σε NASDAQ/NMS IPOs, αυτές οι διαφορές στην υποτίμηση δεν είναι στατιστικά σημαντικές όταν λαμβάνονταν υπόψη άλλες πηγές προσδοκώμενης αβεβαιότητας, όπως η ηλικία μιας εταιρίας, το πρεστίτζ του αναδόχου ή η φήμη του ελεγκτή.

3.5 ΠΑΡΑΔΟΞΕΣ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Με το θέμα της μετακίνησης εταιριών από over-the counter αγορές στην αγορά του NYSE ασχολήθηκε ο Furst (1970), ο οποίος έκανε χρήση ενός μοντέλου εκτίμησης πολλαπλών παλινδρομήσεων με βάση ένα δείγμα 198 εταιριών, οι οποίες εισήχθησαν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης την περίοδο 1960-1965. Συμπέρανε λοιπόν ότι η μέχρι τότε άποψη ότι μια εταιρία θα επωφεληθεί από την εισαγωγή της στην αγορά του NYSE, αγγίζοντας μια υψηλότερη τιμή δεν επιβεβαιωνόταν από τα εμπειρικά αποτελέσματά του. Βέβαια, αυτό δεν σήμαινε κατ' ανάγκη ότι η τιμή μετά την εισαγωγή δεν θα αυξηθεί. Απλά τα αποτελέσματα έδειχναν ότι σε γενικές γραμμές η τιμή μετά την εισαγωγή δεν ήταν σημαντικά υψηλότερη απ' ό,τι θα ήταν αν η μετοχή είχε παραμείνει στην over-the counter αγορά.

Επίσης, ο Van Horne (1970), χρησιμοποιώντας δύο δείγματα εταιριών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) και στο American Stock Exchange τις περιόδους 1960-67 και 1962-67 αντίστοιχα, εξετάζει τις αποδόσεις τους προκειμένου να διαπιστώσει αν αυτές ακολουθούν μία συμπεριφορά ανόδου πριν την εισαγωγή και πτώσης μετά από αυτήν. Επιπλέον, διερευνά την υπόθεση ότι η εισαγωγή είναι κάτι που έχει αξία. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι και οι δυο υποθέσεις δεν έχουν βάση αφού εάν ληφθούν υπόψη τα κόστη συναλλαγών και άλλοι παράγοντες, οι επενδυτές δεν μπορούν να «κερδίσουν» αγοράζοντας μια μετοχή με την ανακοίνωση της εισαγωγής και πουλώντας την, την ημέρα της εισαγωγής.

Τα δύο δείγματα των αρχικών εισαγωγών χωρίστηκαν επίσης ανάλογα με το αν τα δύο χρηματιστήρια βρίσκονταν σε ανοδική, σταθερή ή καθοδική πορεία. Τα εμπειρικά ευρήματα έδειξαν ότι οι μετοχές των νέων εταιριών είχαν πολύ υψηλότερη απόδοση σε ανοδική η σταθερή αγορά, σε σχέση με τη μέση απόδοση που είχε ο κλάδος στον οποίο ανήκαν, απ' ό,τι όταν η αγορά ήταν σε καθοδική τροχιά.

Απάντηση στις δύο προηγούμενες μελέτες φαίνεται να επιχειρεί να δώσει μία έρευνα του Ying και άλλων (1977), οι οποίοι χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 248 εταιριών, των οποίων οι μετοχές εισήχθησαν είτε στο χρηματιστήριο της

Νέας Υόρκης είτε στο American Stock Exchange κατά τη διάρκεια της περιόδου 1966-1968, βρίσκουν ότι η εισαγωγή σε ένα από τα δύο χρηματιστήρια ήταν ένα γεγονός που συνοδεύθηκε από θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Συνεπώς σε αντίθεση με τον Van Horne (1970), ο Ying και άλλοι (1977) δεν θεωρούν αβάσιμη την υπόθεση ότι η εισαγωγή είχε «κάποια αξία» για τις υπό μελέτη εταιρίες. Η διαφορά αυτή είναι πιθανό να οφείλεται στο γεγονός ότι ο Van Horne (1970) δεν έκανε χρήση κάποιας προσαρμογής για τα χαρακτηριστικά κινδύνου των εταιριών που περιελάμβανε το δείγμα του με αποτέλεσμα να οδηγηθεί σε μη σωστή μέτρηση των αποδόσεων. Εξάλλου, αυτή ακριβώς η μέριμνα για να ληφθεί υπόψη ο κίνδυνος διαφοροποιεί τη δουλειά του Ying και άλλων (1977), από προηγούμενες παρόμοιες μελέτες όπως των Furst (1970) και Van Horne (1970).

3.6 ΣΥΝΟΨΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΑΙΤΙΩΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Συνοψίζοντας, αρκετοί λόγοι έχουν αναφερθεί στη βιβλιογραφία για την εξήγηση του φαινομένου της υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών:

- 1) Σχέση προσδοκώμενου κινδύνου και απόδοσης [Rock (1986)].
- 2) Προστασία έναντι νομικών κινδύνων [Tinic (1988)].
- 3) Ανάδοχοι που αποστρέφονται τον κίνδυνο [Tinic (1988)].
- 4) Σήμα εσωτερικής αξίας [Allen και Faulhaber (1989), Gringblatt και Hwang (1989), Welch (1989)].
- 5) Πλεονεκτήματα για την εκδότρια εταιρία.
- 6) Ασυμμετρία πληροφόρησης [Rock (1986)].
- 7) Έλλειψη ελέγχου κατανομής των νέων τίτλων από τον ανάδοχο [Benveniste και Wilhelm (1990)].
- 8) Υπεραιοδοξία και επενέργεια του φαινομένου του «συρμού» (fads). Δημιουργία κερδοσκοπικής «φούσκας» (Speculative bubble). Δηλαδή, υψηλές μέσες αρχικές αποδόσεις προέρχονται από κερδοσκοπικές

υπερβολές, όπως επίσης και χειραγώγησης τιμών [Aggarwal και Rivoli (1990)].

- 9) Ύπαρξη “hot-issue αγορών” [Ibbotson και Jaffe (1975), Ritter (1984), Ibbotson, Sindelar και Ritter (1988)].
- 10) Μονοπωλιακή δύναμη των αναδόχων [Kunz και Aggarwal (1994)].
- 11) Έλλειψη εμπειρίας από τους αναδόχους.
- 12) Μεγάλο χρονικό διάστημα από τη λήξη της δημόσιας εγγραφής μέχρι την εισαγωγή [Mok και Hui (1998)].

Τα εμπειρικά ευρήματα σε διεθνές επίπεδο δείχνουν ότι οι βραχυπρόθεσμες υπερβάλουσες αποδόσεις είναι θετικές. Όσον αφορά σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, εκεί οι αποδόσεις δεν είναι το ίδιο καλές, αφού οι αρχικές εισαγωγές σε πολλές χώρες παρουσιάζουν αρνητικές υπερβάλουσες αποδόσεις.

4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

4.1 ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΤΟΥ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες αρχικές εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Κύρια και Παράλληλη αγορά) από την 1/1/1990 μέχρι την 28/12/1999. Το δείγμα περιλαμβάνει εισαγωγή κοινών μετοχών τόσο στην Κύρια όσο και στην Παράλληλη αγορά. Το σύνολο των εταιριών που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την εξεταζόμενη περίοδο είναι 215, 128 για την Κύρια και 87 για την Παράλληλη αγορά.

Πληροφορίες για τις αρχικές εισαγωγές αντλήθηκαν από την Ετήσια επετηρίδα του Χ.Α.Α. καθώς και από τις δημοσιευμένες ανακοινώσεις των ίδιων των εταιριών. Κύρια πηγή εύρεσης των ανακοινώσεων αυτών ήταν οι ημερήσιες οικονομικές εφημερίδες «Ναυτεμπορική» και «Κέρδος». Οι αρχικές εισαγωγές για το δεύτερο εξάμηνο του 1999 εντοπίστηκαν από τον ημερήσιο οικονομικό τύπο και ηλεκτρονικές διευθύνσεις χρηματοοικονομικής φύσης²³. Ως συμπληρωματική πηγή άντλησης πληροφοριών σχετικά με τις αρχικές εισαγωγές χρησιμοποιήθηκαν τα ετήσια στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα στοιχεία τιμών για τις μετοχές αυτές αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Finance της Effect. Επίσης, ο υπολογισμός των επιπλέον αποδόσεων (οι οποίες αφαιρούν την απόδοση της αγοράς) έγινε με τη χρήση της απόδοσης του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. ως μέτρου σύγκρισης. Τόσο οι τιμές των μετοχών όσο και αυτές του Γενικού δείκτη έχουν υποστεί τις απαραίτητες προσαρμογές.

Ο Πίνακας 4.1 παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εταιριών που εισήχθησαν στις δύο αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 1987 – 1999. Όπως φαίνεται από τον συγκεκριμένο πίνακα ο αριθμός των δημοσίων εγγραφών δεν είναι ομοιόμορφα κατανεμημένος τη δεκαετία του '90. Συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι από το 1994 και μετά έχει εισαχθεί το μεγαλύτερο μέρος των εταιριών (158 από το σύνολο των 215), ενώ τα δύο τελευταία χρόνια ο αριθμός των εισαγωγών παρουσιάζει αυξητικές τάσεις. Οι

²³ www.capitalink.com

αριθμοί λένε, ότι το 1994 κατέκτησε την πρώτη θέση από πλευράς εισαγωγών (46), ενώ αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι και το 1999 ο αριθμός των εισαγωγών άγγιξε υψηλά επίπεδα (37), εξαιτίας μάλιστα της απότομης ανόδου του χρηματιστηρίου, η οποία αποτέλεσε πόλο έλξης για πολλές μη εισηγμένες εταιρίες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1:

Ετήσιος αριθμός Δημόσιων Εγγραφών στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. την περίοδο 1987–1999.

ΕΤΟΣ	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ	ΣΥΝΟΛΟ
87 ^α	3	Μ.δ. ^β	3
88 ^α	4	Μ.δ. ^β	4
89	0	0	0
90	23	5	28
91	11	3	14
92	5	0	5
93	10	0	10
94	35	11	46
95	10	10	20
96	7	13	20
97	3	9	12
98	10	13	23
99	14	23	37
ΣΥΝΟΛΟ	128	87	215

^α Πηγή: Παπαϊωάννου- Τραυλός (1995)

^β Μ.δ.: μη διαθέσιμη γιατί δεν είχε ιδρυθεί ακόμα η Παράλληλη αγορά

Πηγή: Επετηρίδα του Χ.Α.Α.

Εντύπωση κάνει επίσης το γεγονός ότι την περίοδο 87-89 εισήχθησαν μόνο 7 εταιρίες σε Κύρια και Παράλληλη αγορά μαζί, αριθμός πολύ μικρός σε σχέση με τον ρυθμό εισαγωγής που επικράτησε σε όλη τη δεκαετία του '90.

Ο πίνακας 4.2 παρουσιάζει τη συχνότητα των αρχικών εισαγωγών σε εξαμηνιαίες περιόδους και το μέσο επίπεδο του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. που αντιστοιχεί σε αυτές τις εξαμηνιαίες περιόδους. Από τα στοιχεία του πίνακα 4.2 φαίνεται να υπάρχει μία τάση να μεγαλώνει ο αριθμός των αρχικών εισαγωγών

όταν το χρηματιστήριο βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, ενώ υπάρχουν και εξαιρέσεις στον κανόνα αυτό. Πχ. Το πρώτο εξάμηνο του 1998 εισήχθησαν μόνο 8 εταιρίες σε Κύρια και Παράλληλη αγορά μαζί, ενώ ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α. βρισκόταν σε πολύ υψηλά για την εποχή επίπεδα. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί ως αποτέλεσμα της εκρηκτικής ανόδου του Χ.Α.Α. που βρήκε απροετοίμαστες και τις ίδιες τις εταιρίες που φιλοδοξούσαν να εισαχθούν σε μία από τις δύο αγορές του.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2:

Αριθμός των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. και Γενικός Δείκτης Τιμών ανά εξάμηνο την περίοδο 1990-1999.

ΕΤΟΣ/ΕΞΑΜΗΝΟ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ		ΣΥΝΟΛΟ ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Χ.Α.Α. ¹	
	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ		
1990α	8	1	9	854
1990β	15	4	19	1244
1991α	5	2	7	1137
1991β	6	1	7	925
1992α	4	0	4	900
1992β	1	0	1	722
1993α	0	0	0	784
1993β	10	0	10	884
1994α	12	5	17	1032
1994β	23	6	29	880
1995α	7	1	8	880
1995β	3	9	12	963
1996α	4	7	11	985
1996β	3	6	9	954
1997α	3	3	6	1421
1997β	0	6	6	1644
1998α	5	3	8	2068
1998β	5	10	15	2471
1999α	7	8	15	3730
1999β	7	15	22	5471
ΣΥΝΟΛΟ	128	87	215	

¹ Μέσος όρος από την αρχή μέχρι το τέλος κάθε εξαμήνου

Πηγή: Επετηρίδα του Χ.Α.Α.

Ο πίνακας 4.3 παρουσιάζει τα κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω αρχικών εισαγωγών κατά την περίοδο 1990-1999. Τα μεγέθη παρουσιάζονται σε

ονομαστικές αξίες και σε αποπληθωρισμένες τιμές (με βάση το έτος 1999). Κατά την υπό εξέταση περίοδο αντλήθηκαν περίπου 866 δις δραχμές που σε σταθερές τιμές 1999 ισοδυναμούν με 1.057 δις.δρχ. Σε ονομαστικές αξίες το μεγαλύτερο ποσό αντλήθηκε το 1999 (35%) ακολουθούμενο από τα έτη 1998 (20%), 1996 (13%) και 1994 (11%). Με βάση σταθερές τιμές, το μεγαλύτερο ποσοστό αντλήθηκε το 1999 (29%), ακολουθούμενο από το 1998 (16%). Τα αντληθέντα κεφάλαια στα υπόλοιπα χρόνια αποτελούν μικρά ποσοστά των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων. Ειδικά το 1999 και το 1998 ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. ήταν σε πολύ υψηλά επίπεδα, γεγονός που μπορεί να εξηγήσει γιατί κατά τη διάρκεια αυτής της διετίας αντλήθηκαν περίπου τα μισά κεφάλαια (55% σε ονομαστικές τιμές και 45% σε αποπληθωρισμένες τιμές) για ολόκληρη τη δεκαετία του 1990.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3:

**Αντληθέντα κεφάλαια από Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α.
για την περίοδο 1990-1999¹**

Έτος	Δραχμές ονομαστικές	Δραχμές % (ονομαστικά μεγέθη)	Δραχμές αποπληθωρισμένες (βάση = 1999)	Δραχμές % (αποπληθωρισμένα μεγέθη)
1990	58.986.008.000	7%	136.037.841.300	13%
1991	54.341.304.100	6%	104.926.248.500	10%
1992	640.625.000	0%	1.067.530.412	0%
1993	20.780.107.500	2%	30.278.460.590	3%
1994	98.717.040.000	11%	129.703.113.900	12%
1995	23.853.831.400	3%	28.767.283.410	3%
1996	114.683.384.000	13%	128.238.157.200	12%
1997	17.290.847.000	2%	18.410.186.330	2%
1998	169.893.750.000	20%	173.184.250.800	16%
1999	306.477.507.000	35%	306.477.507.000	29%
Σύνολο	865.664.404.000	100%	1.057.090.579.442	100%

1. Όλα τα ποσά αναφέρονται σε αντληθέντα κεφάλαια από κοινές και προνομιούχες μετοχές και περιλαμβάνουν και τα ποσά από την ιδιωτική τοποθέτηση.

Πηγή: Ετήσια στατιστικά δελτία του Χ.Α.Α.

Ο Πίνακας 4.4 παρουσιάζει τις δημόσιες εγγραφές ανά κλάδο και έτος την περίοδο 1990-1999. Όπως προκύπτει από τον σχετικό πίνακα, οι κατασκευαστικές εταιρίες κατέχουν την πρώτη θέση, ακολουθούμενες από τις εταιρίες τροφίμων, τις μεταλλουργικές και τις κλωστοϋφαντουργικές εταιρίες. Να σημειωθεί ότι η διαχρονική κατανομή των εισαγωγών διαφέρει από κλάδο σε κλάδο. Έτσι, ενώ για τον κατασκευαστικό κλάδο οι περισσότερες εταιρίες εισήχθησαν το 1994, για τον μεταλλουργικό κλάδο το έτος αιχμής είναι το 1990, ενώ για τους άλλους δύο κλάδους (Τρόφιμα & ποτά και κλωστοϋφαντουργίες) φαίνεται να υπάρχει μια ισορροπημένη κατανομή των αρχικών εισαγωγών κατά τη δεκαετία του 1990.

Επίσης δεν περνά απαρατήρητη και η κατηγορία των διαφόρων εταιριών, οι οποίες είχαν πολλές εισαγωγές κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με αποκορύφωμα το 1999, όταν ο Γενικός δείκτης του Χ.Α.Α. άγγιξε τα υψηλότερα ιστορικά επίπεδά του. Είναι εμφανές ότι οι μεγάλοι αριθμοί αρχικών εισαγωγών ανά κλάδο συνοδεύθηκαν με υψηλά χρηματιστηριακά επίπεδα.²⁴

²⁴ Εξαιρέση αποτελεί ο μεγάλος αριθμός αρχικών εισαγωγών το 1994, ο οποίος περισσότερο προκλήθηκε από την εισροή αναπτυξιακών κονδυλίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και λιγότερο στην πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4:

Δημόσιες Εγγραφές κατά κλάδο και έτος στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999

ΚΛΑΔΟΣ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Σύνολο
Τράπεζες		1						1	2		4
Ασφάλειες					1			1		2	4
Leasing	2					1					3
Επενδύσεων χαρτοφυλακίου	2		3	4	2	1				1	13
Συμμετοχών	2	2			1	1	1				7
Τηλεπικοινωνίες							1		1	1	3
Ενέργειας									1		1
Επιβ. ναυτιλίας					2	1			1	1	5
Κλωστοϋφαντουργίες	2	2		1	3	2	1		2	2	15
Χημικών προϊόντων	1					2	2	1	1	1	8
Φαρμακευτικών καλλυντικών		1			1	1	2			1	6
Οικοδ. Υλικών											0
Κατασκευαστικές	1			4	19	3	2	1		1	31
Μεταλλεία					1						1
Μεταλλουργικές επιχειρήσεις	7				3	1	2	1	2	2	18
Τροφίμων & ποτών	3	3		1	5	1	1		2	5	21
Αλευροποιητικές										1	1
Ψυγεία											0
Καπνοβιομηχανίες											0
Βιομηχανίες συσκευασίας			1		1					1	3
Ξύλου & χάρτου	1										1
Εκδόσεις									2	1	3
Ξενοδοχεία								1		1	2
Διάφορες ¹	7	5	1		2	5	8	5	7	14	54
Εταιρίες πληροφορικής					3	1		1	2	2	9
Εντυπη πληροφορική					1						1
Μέσα μαζικής ενημέρωσης					1						1
Σύνολο	28	14	5	10	46	20	20	12	23	37	215

Πηγή: Ετήσια Στατιστικά δελτία του Χ.Α.Α.

4.2 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ, ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΤΕΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Πρέπει να αναφερθεί ότι από τις 215 εταιρίες που εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999 11 εταιρίες αποκλείστηκαν από το δείγμα για τους παρακάτω λόγους: α) αδυναμία εύρεσης δημοσιευμένης ανακοίνωσης για την πρόσκληση του επενδυτικού κοινού, β) έλλειψη τιμής διάθεσης, γ) έλλειψη τιμής για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, δ) χαμηλή εμπορευσιμότητα και εμφάνιση του φαινομένου του thin trading κ.α. Επίσης στην περίπτωση μιας εταιρίας (Πειραιώς Επενδυτική) η εισαγωγή της έγινε χωρίς δημόσια εγγραφή. Συνεπώς το δείγμα μας περιορίζεται σε 204 εταιρίες (122 και 82 εταιρίες για την Κύρια και την Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. αντίστοιχα) και πάνω σε αυτές θα βασιστεί η εν λόγω μελέτη²⁵.

²⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες σχετικά με τις εταιρίες που συμπεριελήφθησαν στη μελέτη, καθώς και με αυτές που αποκλείστηκαν βλέπε το Παράρτημα 2: Δείγμα, πίνακες 2.1, 2.2, 2.3.

5. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

5.1 ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (THE MARKET ADJUSTED RETURN METHOD)

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, στόχος αυτής της μελέτης είναι η εμπειρική διερεύνηση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Ο χρονικός ορίζοντας ανάλυσης της μελέτης για τη χρονική περίοδο εκτείνεται τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Λέγοντας βραχυπρόθεσμο επίπεδο εννοούμε τη συμπεριφορά των αρχικών αποδόσεων των αρχικών εισαγωγών, δηλαδή την απόδοση που πραγματοποιείται στο διάστημα από την προσφορά των μετοχών έως την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α. Η μακροπρόθεσμη απόδοση αναφέρεται στη συμπεριφορά των τιμών των νεοεκδιδόμενων μετοχών πέρα από την ημέρα που εισάγονται προς διαπραγμάτευση.

Σε αυτή τη μελέτη αναλύουμε τη μακροπρόθεσμη απόδοση για ένα χρόνο από τη διάθεση μέχρι και τη λήξη του 1^{ου} έτους διαπραγμάτευσης των αρχικών εισαγωγών, ενώ έχει υπολογιστεί και η μακροπρόθεσμη απόδοση για ένα χρόνο έχοντας ως βάση όχι την τιμή προσφοράς των νέων μετοχών, αλλά την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

Υπολογίζουμε τόσο τις απλές αποδόσεις όσο και τις επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες είναι προσαρμοσμένες στις αποδόσεις της αγοράς. Έχουμε κατά συνέπεια τις:

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

- (α) Την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο,
- (β) Ένα μήνα αργότερα (23η ημέρα διαπραγμάτευσης),
- (γ) Δύο μήνες αργότερα (45η ημέρα διαπραγμάτευσης) και
- (δ) Ένα χρόνο αργότερα (365 ημερολογιακές ημέρες).

Έτσι υπολογίζονται οι Απλές Αποδόσεις 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης (R1), 1^{ου} μήνα διαπραγμάτευσης (R23), 1^{ου} Διμήνου Διαπραγμάτευσης (R45) και 1^{ου} Έτους Διαπραγμάτευσης (R365).

Για παράδειγμα η απόδοση R1 υπολογίζεται ως:

$$R1 = \frac{\text{Τιμή 1ης συναλλαγής} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R23, R45, και R365, αντί της τιμής κλεισίματος της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την 23η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45η ημέρα διαπραγμάτευσης και ένα χρόνο αργότερα. Είναι αναγκαίο να τονιστεί ότι για να ολοκληρωθεί η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χ.Α.Α. απαιτούνται περίπου 4 εβδομάδες από τη στιγμή που θα λήξει η περίοδος της δημόσιας εγγραφής. Συνεπώς, στην περίπτωση των ελληνικών αρχικών εισαγωγών, οι αρχικές αποδόσεις ή οι αποδόσεις της πρώτης ημέρας πρέπει να εκλαμβάνονται σαν μια απόδοση που πραγματοποιείται την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της αρχικής εισαγωγής αλλά μπορεί να εκτείνεται σε ένα χρονικό διάστημα, το οποίο μπορεί να είναι και ένας μήνας.

Αυτές οι αποδόσεις μετρούν το σχετικό κέρδος (ζημία) που θα είχε πραγματοποιήσει ένας επενδυτής εάν είχε αγοράσει μετοχές μιας αρχικής εισαγωγής στην τιμή προσφοράς και τις είχε πουλήσει στην επικρατούσα τιμή της αγοράς στο τέλος του κάθε αντίστοιχου διαστήματος.

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

$$R1M = \frac{\text{Τιμή μετοχής την 23η ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή 1ης συναλλαγής}}{\text{Τιμή 1ης συναλλαγής}} * 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R2M και R12M χρησιμοποιούνται αντίστοιχα η τιμή της μετοχής την 45η ημέρα διαπραγμάτευσης και 365 ημερολογιακές ημέρες αργότερα.

Αυτές οι αποδόσεις μετρούν το σχετικό κέρδος (ζημία) που θα είχε πραγματοποιήσει ένας επενδυτής εάν είχε αγοράσει μετοχές μιας αρχικής εισαγωγής στην τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και τις είχε πουλήσει στην επικρατούσα τιμή της αγοράς στο τέλος του κάθε αντίστοιχου διαστήματος. Από την οπτική γωνία του επενδυτή, αυτές οι αποδόσεις δείχνουν κατά πόσο οι ευκαιρίες για κέρδη από την επένδυση σε αρχικές εισαγωγές επεκτείνονται και στους μετέπειτα αγοραστές ή εξαντλούνται στο χρόνο της Δημόσιας Εγγραφής. Με άλλα λόγια, με τον υπολογισμό αυτών των αποδόσεων μπορούμε να διαπιστώσουμε κατά πόσο υπάρχουν ευκαιρίες για κέρδος για όσους δεν συμμετέχουν στη Δημόσια Εγγραφή μιας μετοχής αλλά την αγοράζουν, όταν αυτή αρχίσει να διαπραγματεύεται.

(β) **Επιπλέον Αποδόσεις (Excess returns, or Adjusted returns):** Αφού οι τιμές των μεμονωμένων μετοχών δύναται να κινηθούν αντιδρώντας στις κινήσεις του συνόλου της αγοράς, είναι αναγκαίο να εκτιμήσουμε τις προσαρμοσμένες στις κινήσεις της αγοράς αποδόσεις για τα ίδια διαστήματα που χρησιμοποιήσαμε για τις απλές αποδόσεις. Εκτός των Απλών Αποδόσεων υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις (Excess ή Adjusted returns). Για τον υπολογισμό της Επιπλέον Απόδοσης αφαιρείται από την Απλή Απόδοση η απόδοση της Χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της Απλής Απόδοσης. Με άλλα λόγια, η αναμενόμενη απόδοση για μια εταιρία για μία ημέρα χ είναι η απόδοση που έχει η χρηματιστηριακή αγορά την ημέρα χ . Ως απόδοση Χρηματιστηριακής αγοράς (R_m) λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών,

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

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

Για τις αποδόσεις R1, R23, R45 και R365 ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών. Για τις αποδόσεις R1M, R2M και R12M ως βάση (χρονική στιγμή = 0) λαμβάνεται η ημερομηνία 1^η διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Αυτή η προσαρμογή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνον τα χαρακτηριστικά των εταιριών τους, αλλά επηρεάζονται και από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται ιδιαίτερα αναγκαία, όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότεροι περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης. Ας σημειωθεί πως η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής δεν λαμβάνει πλήρως υπόψη της τον κίνδυνο. Και αυτό γιατί κάνει τη σιωπηρή υπόθεση πως ο συστηματικός κίνδυνος των νεοεισαχθέντων μετοχών είναι ίδιος με αυτόν του χρηματιστηριακού δείκτη (δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1). Η υπόθεση αυτή δεν αντικατοπτρίζει απόλυτα την πραγματικότητα, αφού ο συστηματικός κίνδυνος των νεοεισαχθέντων εταιριών είναι γενικά υψηλότερος από τον κίνδυνο του χρηματιστηριακού δείκτη.

Η υπόθεση αυτή απαντάται και σε ανάλογες μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία και δικαιολογείται από την αδυναμία επακριβούς προσδιορισμού του πραγματικού συντελεστή βήτα για μετοχές εταιριών που δεν έχουν χρηματιστηριακή προϊστορία. Στην πραγματικότητα ο συντελεστής βήτα αρκετών μετοχών (π.χ. κατασκευαστικών εταιριών) είναι μεγαλύτερος της μονάδας με αποτέλεσμα οι υπολογιζόμενες Επιπλέον Αποδόσεις να υποεκτιμούν τις πραγματικές Επιπλέον Αποδόσεις²⁶. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει για μετοχές με συντελεστή βήτα μικρότερο της μονάδας.

²⁶ Οι Balvers, McDonald και Miller (1988) δείχνουν ότι τα βήτα για τις εταιρίες που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 1981-1985 ξεπερνούν το 1. Ο Ibbotson (1975) εκτιμά το μέσο βήτα των IPOs ότι είναι 2,2. Η ανάλυση του Reilly (1977) υπονοεί ένα βήτα για τα IPOs της τάξης του 1,97 σε σχέση με το δείκτη NASDAQ και 16,5 σε σχέση με το βιομηχανικό δείκτη Dow Jones. Τέλος, οι Buser και Chan (1987) βρίσκουν βήτα 1,54 για τα IPOs που συμπεριλαμβάνει το δείγμα τους.

Η Επιπλέον Απόδοση Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης, ER1, υπολογίζεται ως:

$$ER1 = R1 - Rm(1)$$

Ανάλογα υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, και ER12M. Συνολικά λοιπόν υπολογίζονται και αναλύονται για κάθε μετοχή δεκατέσσερις αποδόσεις:

R1, R23, R45, R365, R1M, R2M, R12M,

ER1, ER23, ER45, ER365, ER1M, ER2M, ER12M.

5.2 ΑΛΛΕΣ ΠΑΡΕΜΦΕΡΕΙΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΛΕΧΘΕΙΣΑ

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν δύο ακόμη μέθοδοι για τον υπολογισμό των επιπλέον αποδόσεων. Αυτές είναι οι **Mean Adjusted Return Method** και **Market Model Method**. Έχει αποδειχθεί ότι και οι δύο αυτές μέθοδοι αποφέρουν τα ίδια περίπου αποτελέσματα με τη Market Adjusted Return Method που χρησιμοποιούμε στην εν λόγω έρευνα. Στη συνέχεια αναφερόμαστε συνοπτικά σε αυτές τις δύο μεθόδους, οι οποίες χρησιμοποιούν διαφορετικό τρόπο για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης για μια εταιρία.

5.2.1 THE MEAN ADJUSTED RETURN METHOD

Στην Mean Adjusted Return Method επιλέγεται μια «καθαρή» περίοδος και υπολογίζεται η μέση ημερήσια απόδοση για μια εταιρία για αυτήν την περίοδο. Η καθαρή περίοδος μπορεί να είναι πριν την περίοδο του γεγονότος (IPO στην περίπτωση μας), μετά την περίοδο του γεγονότος, ή πριν και μετά, αλλά ποτέ δεν περιέχει την περίοδο του γεγονότος. Η καθαρή περίοδος περιλαμβάνει ημέρες κατά τις οποίες δεν έχει ανακοινωθεί καμιά πληροφορία, η οποία να σχετίζεται με το συγκεκριμένο γεγονός. Π.χ οι ημέρες -240 έως -41. Η αναμενόμενη απόδοση για μια εταιρία για κάθε ημέρα στην περίοδο του γεγονότος, χρησιμοποιώντας την Mean Adjusted Return Method, είναι η μέση ημερήσια απόδοση για την καθαρή περίοδο της εταιρίας. Δηλαδή:

$$R_{jt}^* = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200}, \text{ όπου } R_{jt}^* \text{ είναι η εκτίμηση του } R_{jt}$$

5.2.2 THE MARKET MODEL

Προκειμένου να εφαρμοστεί αυτή η μέθοδος επιλέγεται μια καθαρή περίοδος και το υπόδειγμα της αγοράς εκτιμάται με τη βοήθεια μιας παλινδρόμησης για τις ημέρες αυτής της περιόδου.

Το υπόδειγμα της αγοράς είναι:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Όπου R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς (π.χ Γενικός δείκτης του Χ.Α.Α.) για την ημέρα t , το β_j μετρά την ευαισθησία των αποδόσεων της εταιρίας j στις αποδόσεις της αγοράς, το α_j μετρά τη μέση απόδοση για μια περίοδο, η οποία δεν εξηγείται από την αγορά και το ε_{jt} είναι το στατιστικό λάθος, όπου $\Sigma \varepsilon_{jt} = 0$. Η παλινδρόμηση μας δίνει εκτιμήσεις για τα α_j και β_j , τα οποία ας τα ονομάσουμε α_j^* και β_j^* . Η αναμενόμενη απόδοση μιας εταιρίας για μια μέρα στην περίοδο του γεγονότος είναι η απόδοση που δίνει το υπόδειγμα της αγοράς για εκείνη την μέρα χρησιμοποιώντας αυτές τις εκτιμήσεις. Δηλαδή:

$$R_{jt}^* = \alpha_j^* + \beta_j^* R_{mt}$$

Όπου τώρα R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη της αγοράς για τη συγκεκριμένη ημέρα της περιόδου του γεγονότος.

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

6.1 ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΥΟ ΑΓΟΡΕΣ

Ο πίνακας 6.1 παρουσιάζει τις απλές και επιπλέον αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα των αρχικών εισαγωγών για όλα τα χρόνια της περιόδου 1/1/90-31/12/99. Το Τμήμα Α αναφέρεται στις επτά απλές αποδόσεις ενώ το Τμήμα Β στις επτά επιπλέον αποδόσεις. Η στήλη (1) περιλαμβάνει τους 14 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, η στήλη (3) περιέχει την τυπική απόκλιση της απόδοσης, η στήλη (4) παρουσιάζει τον αριθμό των παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης, η στήλη (5) δείχνει την ελάχιστη απόδοση και η στήλη (6) παρουσιάζει τη μέγιστη απόδοση.

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 6.1, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας (σε σχέση με την τιμή προσφοράς), R1, είναι κατά μέσον όρο 40,2% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 58,1%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 94,4% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 159,8%. Η μέση απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 97,5% και του πρώτου έτους είναι ακόμα μεγαλύτερη της τάξης του 172,4%. Η ανάλογη υποτίμηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγματεύσης, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 28,7%, 48,6%, 49,4% και 63,3%, αντίστοιχα.

Οι παραπάνω αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που αγοράζουν τις εισαγόμενες στο Χρηματιστήριο μετοχές στην τιμή εισαγωγής απολαμβάνουν μεγάλες αποδόσεις ακόμη και σε διάστημα ενός χρόνου από την εισαγωγή.

Η αρχική απόδοση που είναι 40,2% υπονοεί ότι οι ελληνικές αρχικές εισαγωγές υποτιμούνται σημαντικά. Συγκρίνοντας αυτή την απόδοση με την αντίστοιχη (34%) που βρίσκουν οι Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995), παρατηρούμε ότι η υποτίμηση φαίνεται να είναι πιο μεγάλη στην παρούσα μελέτη, κάτι όμως που μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι η εξεταζόμενη περίοδος διαφέρει στις δύο μελέτες. Συγκεκριμένα οι Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995) μελέτησαν τις ελληνικές αρχικές εισαγωγές τη χρονική περίοδο 1987 – 1994 (μέχρι τέλους Σεπτεμβρίου), ενώ στην εν λόγω μελέτη επικεντρωμάστε στην περίοδο 1990-1999. Η δεύτερη περίοδος υπό μελέτη έχει την ιδιαιτερότητα

ότι περιλαμβάνει μια ανοδική έκρηξη της αγοράς, η οποία διήρκησε από το Μάρτιο του 1998 (υποτίμηση της δραχμής και ένταξη στο μηχανισμό ενιαίων συναλλαγματικών ισοτιμιών) μέχρι το Σεπτέμβριο του 1999. Βέβαια, κάτι ανάλογο συμβαίνει και στην περίοδο μελέτης των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995), όπου περιλαμβάνεται μια ανοδική περίοδος της αγοράς – σαφώς μικρότερη σε ένταση και διάρκεια - η οποία ξεκινά τον Οκτώβριο του 1989 και λήγει τον Ιούλιο του 1990.

Συνεπώς έχουμε να κάνουμε με ένα δείγμα αρχικών εισαγωγών που εμπεριέχει υψηλό κίνδυνο. Αυτό υποδηλώνουν άλλωστε και οι αρκετά υψηλότερες τυπικές αποκλίσεις τετραγώνου που συνοδεύουν τις υψηλές αποδόσεις της παρούσας μελέτης σε σχέση με αυτές των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995)²⁷.

Το τμήμα Α δείχνει επίσης ότι οι επενδυτές που αγόρασαν μετοχές αρχικών εισαγωγών κατά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών αποκομίζουν θετικές αποδόσεις μέχρι και το τέλος του πρώτου χρόνου ($R1M=34,4\%$, $R2M=35,6\%$ και $R12M=87,3\%$ αντίστοιχα). Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η 12μηνια απλή απόδοση είναι θετική και αρκετά υψηλή, δείχνοντας ότι η επένδυση στις ελληνικές αρχικές εισαγωγές με την αγορά μετά την περίοδο προσφοράς είναι μια επικερδής στρατηγική μακροπρόθεσμα. Και πάλι αυτά τα στοιχεία έρχονται σε αντίθεση με τα αντίστοιχα της μελέτης των Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995) και έχουν την εξήγησή τους στους λόγους που έχουν ήδη αναφερθεί. Οι θετικές 12μηνες αποδόσεις των ελληνικών αρχικών εισαγωγών για την εξεταζόμενη περίοδο, έρχονται σε αντίθεση με τις διεθνείς ενδείξεις για αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών. Εντυπωσιακό είναι επίσης το γεγονός ότι όσο μεγαλώνει το χρονικό διάστημα από την εισαγωγή των εταιριών τόσο μεγαλώνουν και οι απλές αποδόσεις για τους επενδυτές. Είναι πιθανό λοιπόν οι θετικές αποδόσεις να συνεχίζονται και μετά τον πρώτο χρόνο εισαγωγής, αφού η τάση από τα στοιχεία της εν λόγω έρευνας φαίνεται να είναι ανοδική.

Περισσότερη σημασία όμως, από οικονομικής πλευράς, έχουν τα ευρήματα που βασίζονται στις επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες περιλαμβάνονται στο Τμήμα Β και προκύπτουν αφαιρώντας από τις Απλές αποδόσεις τις

²⁷ Βλέπε τον Πίνακα 5, σελ. 250.

αντίστοιχες αποδόσεις της Χρηματιστηριακής Αγοράς. Από αυτήν την άποψη, οι διορθωμένες αποδόσεις μετρούν καλύτερα τις αποδόσεις των νεοεισαχθέντων μετοχών την πρώτη ημέρα, τον πρώτο μήνα, τους δύο πρώτους μήνες και τον πρώτο χρόνο εισαγωγής, αντιστοίχως.

Η αγορά μετοχών ελληνικών αρχικών εισαγωγών στην τιμή προσφοράς και η πώληση τους στην τιμή που επικρατεί στην αγορά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ένα μήνα, δύο μήνες και 12 μήνες, αντίστοιχα μετά την εισαγωγή, δημιουργεί επιπλέον αποδόσεις που είναι 37,9% , 89,5% , 91,2% , 154%, αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά οι επενδυτές που συμμετέχουν σε ελληνικές αρχικές εισαγωγές απέκομισαν σημαντικά κέρδη για διαστήματα μέχρι και ένα χρόνο μετά την εισαγωγή. Και πάλι αυτά τα αποτελέσματα, ειδικά η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας, η οποία είναι 37,9% δείχνουν την ύπαρξη έντονης υποτίμησης στην αγορά των ελληνικών αρχικών εισαγωγών. Αυτό είναι συνεπές με τα διεθνή ευρήματα για τις αρχικές εισαγωγές. Οι θετικές όμως 12μηνες αποδόσεις των ελληνικών αρχικών εισαγωγών είναι σε γενικές γραμμές ασυνεπείς με τα διεθνή ευρήματα όσον αφορά στη μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών εισαγωγών.

Οι επιπλέον αποδόσεις που μετρώνται σε σχέση με την τιμή της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δείχνουν ότι υπάρχει αποκόμιση κερδών για διαστήματα μέχρι και ενός χρόνου μετά την εισαγωγή. Συγκεκριμένα, οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M), και ενός έτους (ER12M) είναι 31,6% , 32,7% και 70,4%. Αυτό το εύρημα, όπως και αυτό που βασίζεται στις απλές αποδόσεις, υποδηλώνει ότι το να αγοράσει κανείς στην τιμή που διαμορφώνεται αμέσως μετά την προσφορά οδηγεί σε μια θετική μακροπρόθεσμη απόδοση, στην περίπτωση των ελληνικών αρχικών εισαγωγών. Επιπλέον, οι θετικές 12μηνες επιπλέον αποδόσεις των ελληνικών αρχικών εισαγωγών για την εξεταζόμενη περίοδο, επιβεβαιώνουν αυτό που δείχνουν και οι απλές αποδόσεις και έρχονται σε αντίθεση με τις διεθνείς ενδείξεις για αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών.

Οι θετικές αυτές αποδόσεις (προσαρμοσμένες στις αποδόσεις της αγοράς) μπορούν να εξηγηθούν με βάση τη θεωρία αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και με βάση επίσης τα ευρήματα του Ibbotson (1975) ότι τα βήτα των αρχικών εισαγωγών φθίνουν με την πάροδο του χρόνου αλλά παραμένουν

μεγαλύτερα του 1 για το χρόνο που ακολουθεί την προσφορά. Ακόμη, το γεγονός ότι για την εξεταζόμενη περίοδο και για το σύνολο του Χ.Α.Α. οι επενδυτές που αγοράζουν στην τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης έχουν αποδόσεις που ξεπερνούν τις αντίστοιχες του δείκτη της αγοράς αποτελεί μια ένδειξη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υπερτιμούνται συστηματικά στην αρχική διαπραγμάτευση και κατά συνέπεια δεν φαίνεται να παρέχεται υποστήριξη στην ύπαρξη του φαινομένου του «συρμού».

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1²⁸:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις για ολόκληρο το δείγμα από Δημόσιες Εγγραφές στο Χ.Α.Α. (Κύρια και Παράλληλη αγορά) (1990-1999)

(1) Απόδοση	(2) Μέση Απόδοση (%)	(3) Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)	(4) Αριθμός Παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη Απόδοση (%)	(6) Μέγιστη Απόδοση (%)
ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1 ¹	40,2%	58,1%	204	-26,2%	472,4%
R23 ²	94,4%	189,8%	204	-29,7%	985,7%
R45 ³	97,5%	163,7%	204	-35,3%	934,7%
R365 ⁴	172,4%	356,6%	204	-58,6%	2298,5%
R1M ⁵	34,4%	79,6%	204	-84,8%	445,7%
R2M ⁶	35,6%	75,6%	204	-46,8%	419,7%
R12M ⁷	87,3%	204,0%	204	-75,2%	1226,6%
ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1 ¹	37,9%	56,5%	204	-41,8%	472,2%
ER23 ²	89,5%	154,6%	204	-49,6%	974,8%
ER45 ³	91,2%	157,9%	204	-57,9%	937,6%
ER365 ⁴	154,0%	339,9%	204	-105,4%	2209,8%
ER1M ⁵	31,6%	76,6%	204	-86,0%	444,2%
ER2M ⁶	32,7%	72,3%	204	-57,3%	426,0%
ER12M ⁷	70,4%	180,9%	204	-109,8%	1071,1%

1. Πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Ας σημειωθεί πως οι αποδόσεις πρώτης ημέρας για τις εταιρίες που εισήχθησαν μετά το 1992 δεν ξεπερνούν το 8% λόγω του σχετικού περιορισμού ημερησίας μεταβολής τιμών. Επομένως, η μέση απόδοση

²⁸ Για γραφική απεικόνιση όλων των μέσων αποδόσεων βλ.εε παράρτημα 2.4.

πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δεν είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής απόδοσης.

2. Εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
3. Τεσσαρακοστή πέμπτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
4. Τριακόσιες εξήντα πέντε ημερολογιακές ημέρες.
5. Πρώτος μήνας διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
6. Δύο πρώτοι μήνες διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
7. Πρώτος χρόνος διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.

Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, χρησιμοποιώντας διπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

6.2 ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Είναι εμφανές από την παρουσίαση των αποτελεσμάτων για ολόκληρο το δείγμα ότι η υποτίμηση στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1990-1999 είναι αρκετά υψηλή. Ενδιαφέρον όμως έχει να διερευνήσουμε το ποσοστό συμμετοχής που έχει κάθε αγορά του Χ.Α.Α. (Κύρια και Παράλληλη) στη διαμόρφωση της εν λόγω εικόνας. Θα προσπαθήσουμε επίσης να διαπιστώσουμε εάν ισχύει η υπόθεση που έγινε αρχικά και η οποία είναι βασισμένη στη διαφορετική δομή των δύο αγορών. Δηλαδή, επειδή τα κριτήρια εισαγωγή είναι πιο αυστηρά στην Κύρια αγορά απ' ότι στην Παράλληλη, ο προσδοκώμενος κίνδυνος αναμένεται να είναι μικρότερος για τις αρχικές εισαγωγές που γίνονται στην πρώτη αγορά απ' ότι στη δεύτερη. Αυτό με τη γλώσσα των αποδόσεων μεταφράζεται ως μεγαλύτερες αποδόσεις στην Παράλληλη αγορά (μεγαλύτερο επίπεδο υποτίμησης) και μικρότερες στην Κύρια αγορά (μικρότερο επίπεδο υποτίμησης).

6.2.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Στον πίνακα 6.2 παρουσιάζονται οι απλές και επιπλέον αποδόσεις για τις αρχικές εισαγωγές που έγιναν στην Κύρια αγορά για τα χρόνια της περιόδου 1/1/90 – 31/12/99. Το Τμήμα Α αναφέρεται στις επτά απλές αποδόσεις ενώ το Τμήμα Β στις επτά επιπλέον αποδόσεις. Η στήλη (1) περιλαμβάνει τους 14 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, η στήλη (3) περιέχει την τυπική απόκλιση της απόδοσης, η στήλη (4) παρουσιάζει τον αριθμό των παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης, η στήλη (5) δείχνει την ελάχιστη απόδοση και η στήλη (6) παρουσιάζει τη μέγιστη απόδοση.

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 6.2, οι απλές αποδόσεις για την Κύρια αγορά είναι μικρότερες των αντίστοιχων αποδόσεων για το σύνολο του δείγματος. Συγκεκριμένα, η μέση αρχική απόδοση (σε σχέση με την τιμή προσφοράς), R1, είναι κατά μέσο όρο 32,7% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 52,8%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 62,8% με τυπική

απόκλιση τετραγώνου 100,8%. Η μέση απλή απόδοση των δύο πρώτων μηνών, R45, είναι 60,6% και του πρώτου έτους, R365, είναι ακόμα υψηλότερη, 91%. Η ανάλογη υποτίμηση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ένα μήνα, δύο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 24,6% , 38,6% , 37,7% και 47,6% αντίστοιχα. Συγκρίνοντας αυτά τα ποσοστά υποτίμησης με τα αντίστοιχα για όλο το δείγμα, τα οποία είναι 28,7% , 48,6% , 49,4% και 63,3% αντίστοιχα, επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι η υποτίμηση για την Κύρια αγορά είναι μικρότερη απ' ότι για το σύνολο του δείγματος.

Επίσης, οι παραπάνω αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που συμμετέχουν σε Δημόσιες Εγγραφές για την εισαγωγή εταιριών στην Κύρια αγορά απολαμβάνουν μεγάλες αποδόσεις για καιρό που φτάνει μέχρι και τον ένα χρόνο μετά την εισαγωγή.

Όσον αφορά στους επενδυτές, οι οποίοι αγόρασαν μετοχές αρχικών εισαγωγών κατά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών, αυτοί αποκομίζουν θετικές αποδόσεις μέχρι και το τέλος του πρώτου χρόνου (R1M=22,6% , R2M=21% και R12M=45,6%). Αυτό που ξεχωρίζει και πάλι από την παρουσίαση των στοιχείων αυτών είναι ότι η 12μηνη απλή απόδοση είναι θετική και αρκετά υψηλή, κάτι που δείχνει ότι η επένδυση στις αρχικές εισαγωγές που γίνονται στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. μετά την περίοδο προσφοράς είναι μια επικερδής στρατηγική μακροπρόθεσμα. Εντούτοις, το γεγονός ότι οι αναφερόμενες αποδόσεις είναι χαμηλότερες απ' ότι οι αντίστοιχες για το σύνολο του δείγματος μας κάνουν να περιμένουμε ότι η εφαρμογή αυτής της στρατηγικής θα είναι πιο επικερδής στην Παράλληλη αγορά. Να σημειωθεί ότι οι θετικές 12μηνες αποδόσεις των ελληνικών αρχικών εισαγωγών έρχονται και πάλι σε αντίθεση με τις διεθνείς ενδείξεις, οι οποίες κάνουν λόγο για αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών.

Όσον αφορά στα ευρήματα, τα οποία βασίζονται στις επιπλέον αποδόσεις (βλέπε Τμήμα Β πίνακα 6.2), αυτά συμφωνούν με τις τάσεις που δείχνουν και οι απλές αποδόσεις. Αναλυτικά, ένας επενδυτής, ο οποίος αγόρασε μετοχές αρχικών εισαγωγών που έγιναν στην Κύρια αγορά στην τιμή προσφοράς και τις πούλησε στην τιμή που υπήρχε στην αγορά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ER1, ένα μήνα, ER23, δύο μήνες, ER45 και 12 μήνες, ER365 αντίστοιχα μετά την εισαγωγή, αποκόμισε επιπλέον αποδόσεις που ήταν 30,2% , 58,1% , 55,5%

και 78,5% , αντίστοιχα. Έτσι, οι επενδυτές οι οποίοι συμμετείχαν σε αρχικές εισαγωγές που έγιναν στην Κύρια αγορά πραγματοποίησαν σημαντικά κέρδη, τα οποία βέβαια είναι χαμηλότερα απ' ό,τι για το σύνολο της αγοράς όταν δηλαδή λαμβάνεται υπόψη και η επίδραση της Παράλληλης αγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2²⁹:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. (1990-1999)

(1) Απόδοση	(2) Μέση Απόδοση (%)	(3) Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)	(4) Αριθμός Παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη Απόδοση (%)	(6) Μέγιστη Απόδοση (%)
ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1 ¹	32,7%	52,8%	122	-26,2%	252,7%
R23 ²	62,8%	100,8%	122	-28,5%	473,1%
R45 ³	60,6%	95,4%	122	-35,3%	415,4%
R365 ⁴	91,0%	238,6%	122	-58,6%	1568,3%
R1M ⁵	22,6%	64,4%	122	-84,8%	362,9%
R2M ⁶	21,0%	51,8%	122	-46,1%	242,7%
R12M ⁷	45,6%	165,1%	122	-71,0%	1226,6%
ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1 ¹	30,2%	50,7%	122	-41,8%	253,9%
ER23 ²	58,1%	93,9%	122	-49,6%	417,0%
ER45 ³	55,5%	88,3%	122	-57,9%	388,9%
ER365 ⁴	78,5%	228,7%	122	-105,4%	1604,6%
ER1M ⁵	20,7%	60,0%	122	-86,0%	333,7%
ER2M ⁶	18,8%	47,0%	122	-57,3%	220,3%
ER12M ⁷	34,7%	145,6%	122	-109,8%	1071,1%

1. Πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Ας σημειωθεί πως οι αποδόσεις πρώτης ημέρας για τις εταιρίες που εισήχθησαν μετά το 1992 δεν ξεπερνούν το 8% λόγω του σχετικού περιορισμού ημερήσιας μεταβολής τιμών. Επομένως, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δεν είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής απόδοσης.
2. Εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

²⁹ Για γραφική απεικόνιση όλων των μέσων αποδόσεων βλέπε παράρτημα 2.5.

3. Τεσσαρακοστή πέμπτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
4. Τριακόσιες εξήντα πέντε ημερολογιακές ημέρες.
5. Πρώτος μήνας διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
6. Δύο πρώτοι μήνες διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
7. Πρώτος χρόνος διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.

Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

Αναφορικά με τις επιπλέον αποδόσεις που μετρώνται σε σχέση με την τιμή της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης διαπιστώνεται και εδώ η ύπαρξη κερδών για διαστήματα μέχρι και ενός χρόνου μετά την εισαγωγή, για όσους προέβησαν στην εν λόγω στρατηγική. Από τον πίνακα 6.2 προκύπτει ότι οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δυο μηνών (ER2M), και ενός έτους (ER12M) είναι 20,7% , 18,8% , 34,7%.

Είναι εμφανές πως σε ότι αφορά την Κύρια αγορά παρατηρούνται θετικές επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες όπως και για το σύνολο του Χ.Α.Α. δείχνουν να οφείλονται σε υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών από την πλευρά των αναδόχων και όχι σε άλλες αιτίες.

6.2.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΓΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Έγινε εμφανές από την ανάλυση των αποδόσεων των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια αγορά για την περίοδο 1990-1999 ότι υπάρχουν ενδείξεις σημαντικής υποτίμησης. Επιπλέον, είδαμε ότι το επίπεδο της υποτίμησης ήταν χαμηλότερο απ' ότι για το σύνολο της αγοράς, γεγονός που μας κάνει να περιμένουμε υψηλότερη υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών στην Παράλληλη αγορά απ' ότι στην Κύρια ή στο σύνολο της αγοράς.

Στον πίνακα 6.3 εμφανίζονται οι απλές (Τμήμα Α) και επιπλέον (Τμήμα Β) αποδόσεις με τη στήλη (1) να περιέχει τους 14 διαφορετικούς ορισμούς των

αποδόσεων, τη στήλη (2) να δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, τη στήλη (3) να περιέχει την τυπική απόκλιση της απόδοσης, τη στήλη (4) να παρουσιάζει τον αριθμό των παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης, τη στήλη (5) να δείχνει την ελάχιστη απόδοση και τη στήλη (6) να παρουσιάζει τη μέγιστη απόδοση.

Σύμφωνα με τον πίνακα 6.3, πράγματι οι απλές αποδόσεις για την Παράλληλη αγορά είναι μεγαλύτερες των αντίστοιχων αποδόσεων που παρατηρούνται για την Κύρια αγορά. Συγκεκριμένα, η μέση αρχική απόδοση (σε σχέση με την τιμή προσφοράς) R1, είναι κατά μέσο όρο 51,3% για τις αρχικές εισαγωγές στην Παράλληλη αγορά, αρκετά υψηλότερη από την αντίστοιχη για τις αρχικές εισαγωγές στην Κύρια αγορά, όπου είναι 32,7%. Η ίδια εικόνα επικρατεί και στις μέσες απλές αποδόσεις του πρώτου μήνα, R23, των δύο πρώτων μηνών, R45, και του πρώτου έτους, R365, οι οποίες είναι 141,5% , 152,5% και 293,6% αντίστοιχα. Πρόκειται για εξαιρετικά υψηλά ποσοστά υποτίμησης, τα οποία για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, τον πρώτο μήνα, τους δύο πρώτους μήνες και τον πρώτο χρόνο είναι 33,9% , 58,6%, 60,4% και 74,6% αντίστοιχα. Αν μάλιστα συγκρίνουμε αυτά τα ποσοστά υποτίμησης με τα αντίστοιχα για την Κύρια αγορά, τα οποία είναι 24,6% , 38,6% , 37,7% και 47,6% αντίστοιχα, τότε γίνεται ξεκάθαρο πως το επίπεδο υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών είναι μεγαλύτερο στην Παράλληλη αγορά απ' ό τι στην Κύρια.

Παρατηρούμε επίσης ότι στην Παράλληλη αγορά, όπως και στην Κύρια, οι επενδυτές που συμμετέχουν σε Δημόσιες Εγγραφές πραγματοποιούν εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις για διαστήματα που φθάνουν μέχρι και ένα χρόνο μετά την εισαγωγή.

Στο τμήμα Α του πίνακα 6.3 εμφανίζονται και οι αποδόσεις που θα μπορούσε να αποκομίσει ένας επενδυτής εάν αγόραζε μετοχές μιας αρχικής εισαγωγής κατά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις αυτές είναι πολύ υψηλές, μέχρι και το τέλος του πρώτου χρόνου διαπραγμάτευσης που φτάνει η εν λόγω μελέτη (R1M=52,1% , R2M=57,4% και R12M=149,3%). Φαίνεται λοιπόν ότι όσοι επενδύουν στις αρχικές εισαγωγές που γίνονται στην Παράλληλη αγορά αποκομίζουν σημαντικά κέρδη, τα οποία δεν περιορίζονται σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Χαρακτηριστικό

είναι ότι μετά από ένα χρόνο διαπραγμάτευσης (R12M) επιτυγχάνεται η υψηλότερη μέση απόδοση που είναι 149,3%. Επιπλέον, ρίχνοντας μια ματιά στις ανάλογες αποδόσεις για την Κύρια αγορά (R12M=45,6%), εύκολα οδηγείται κανείς στο συμπέρασμα ότι η τελευταία παρότι προσφέρει θετικές αποδόσεις, υπολείπεται σημαντικά των αποδόσεων που προσφέρει η Παράλληλη αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3³⁰:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. (1990-1999)

(1) Απόδοση	(2) Μέση Απόδοση (%)	(3) Τυπική Απόκλιση Απόδοσης (%)	(4) Αριθμός Παρατηρήσεων	(5) Ελάχιστη Απόδοση (%)	(6) Μέγιστη Απόδοση (%)
ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
R1 ¹	51,3%	63,9%	82	-1,2%	472,4%
R23 ²	141,5%	212,3%	82	-29,7%	985,7%
R45 ³	152,5%	220,0%	82	-29,7%	934,7%
R365 ⁴	293,6%	456,9%	82	-50,4%	2298,5%
R1M ⁵	52,1%	95,7%	82	-29,7%	445,7%
R2M ⁶	57,4%	97,5%	82	-46,8%	419,7%
R12M ⁷	149,3%	238,8%	82	-75,2%	1106,0%
ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ					
ER1 ¹	49,2%	62,8%	82	-10,5%	472,2%
ER23 ²	136,1%	207,6%	82	-40,5%	974,8%
ER45 ³	144,4%	214,7%	82	-56,4%	937,6%
ER365 ⁴	266,3%	435,9%	82	-76,4%	2209,8%
ER1M ⁵	47,9%	94,2%	82	-38,7%	444,2%
ER2M ⁶	53,3%	95,3%	82	-45,1%	426,0%
ER12M ⁷	123,5%	213,4%	82	-75,9%	1008,0%

1. Πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Ας σημειωθεί πως οι αποδόσεις πρώτης ημέρας για τις εταιρίες που εισήχθησαν μετά το 1992 δεν ξεπερνούν το 8% λόγω του σχετικού περιορισμού ημερήσιας μεταβολής τιμών. Επομένως, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δεν είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής απόδοσης.

³⁰ Για γραφική απεικόνιση όλων των μέσων αποδόσεων βλέπε παράρτημα 2.6.

2. Εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
3. Τεσσαρακοστή πέμπτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
4. Τριακόσιες εξήντα πέντε ημερολογιακές ημέρες.
5. Πρώτος μήνας διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
6. Δύο πρώτοι μήνες διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
7. Πρώτος χρόνος διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.

Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%, χρησιμοποιώντας διπλότυρο έλεγχο υποθέσεων.

Στο τμήμα Β του πίνακα 6.3 αναφέρονται οι επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες είναι προσαρμοσμένες στην αγορά. Η «γλώσσα» των αριθμών λέει ότι οι επενδυτές που συμμετείχαν σε Δημόσιες Εγγραφές που έγιναν στην Παράλληλη αγορά και τις πούλησαν στην τιμή που επικρατούσε στην αγορά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ER1, ένα μήνα, ER23, δύο μήνες, ER45 και 12 μήνες, ER365 αντίστοιχα μετά την εισαγωγή απέκομισαν επιπλέον αποδόσεις που ήταν 49,2% , 136,1% , 144,4% και 266,3% αντίστοιχα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές, οι οποίοι συμμετείχαν σε αρχικές εισαγωγές που έγιναν στην Παράλληλη αγορά πραγματοποίησαν σημαντικά κέρδη, υψηλότερα από τα αντίστοιχα που αποκόμισαν επενδυτές που έστρεψαν το αγοραστικό τους ενδιαφέρον στην Κύρια αγορά.

Όσον αφορά στις επιπλέον αποδόσεις, οι οποίες έχουν ως τιμή σύγκρισης την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και όχι την τιμή προσφοράς, παρατηρούνται υψηλά κέρδη για διαστήματα μέχρι και ένα χρόνο μετά την εισαγωγή, για επενδυτές οι οποίοι έπραξαν κατά αυτό τον τρόπο. Από τον πίνακα 6.3 προκύπτει ότι οι επιπλέον αποδόσεις ενός μηνός (ER1M), δύο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 47,9% , 53,3% και 123,5%, αντίστοιχα.

Τα παραπάνω ευρήματα είναι συνεπή με την υπόθεση που έγινε αρχικά περί εισαγωγής διαφορετικών εταιριών στην μία και την άλλη αγορά. Με άλλα λόγια επιβεβαιώνεται ότι το προφίλ των εταιριών που εισάγονται στις δύο αυτές

αγορές του Χ.Α.Α. διαφέρει και έχει άμεση σχέση με τα κριτήρια εισαγωγής που θέτει η μία και η άλλη αγορά.

6.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ

Τα αποτελέσματα των προηγούμενων τμημάτων δίνουν μια γενική εικόνα της έκτασης της υποτίμησης των νεοεισαχθέντων μετοχών στο Χ.Α.Α., καθώς και ξεχωριστά για την Κύρια και την Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α για την περίοδο 1990-1999. Η ερμηνεία αυτών των αποτελεσμάτων, όμως, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή καθ' ότι κατά τη διάρκεια αυτής της δεκαετίας έχουν συντελεστεί πολλές αλλαγές αναφορικά με τις δύο αυτές αγορές του Χ.Α.Α. Συγκεκριμένα, το θεσμικό πλαίσιο έχει μεταβληθεί, εξελισσόμενο συνεχώς προς το καλύτερο, ενώ και τα όρια διαπραγμάτευσης για τις νεοεισαχθείσες μετοχές δεν έχουν παραμείνει τα ίδια για το χρονικό διάστημα της μελέτης.

Συγκεκριμένα, όπως δείχνει και ο πίνακας 6.4 μέχρι τη 17/8/92 η διαπραγμάτευση των μετοχών στο Χ.Α.Α. ήταν ελεύθερη, αφού τότε καθιερώθηκε μέγιστο ημερήσιο ποσοστό διακύμανσης (8%) της τιμής των μετοχών στο Χ.Α.Α., που ίσχυε ακόμη και για τις νεοεισαχθείσες μετοχές. Αυτό σημαίνει ότι για τις αρχικές εισαγωγές που περιλαμβάνονται στο δείγμα μας, (και οι οποίες έγιναν την περίοδο 17/8/92 – 24/9/96) η απόδοση πρώτης μέρας δεν έχει έννοια, αφού λόγω θεσμικών περιορισμών δεν μπορεί να υπερβεί το 8%. Επομένως, για αυτές τις αρχικές εισαγωγές είναι πιο σωστό να βγάλουμε συμπεράσματα για την τιμολόγησή τους βασιζόμενοι στις αποδόσεις του πρώτου μήνα μετά την εισαγωγή (R23). Στην ουσία κάνουμε την υπόθεση πως η τιμή της μετοχής μπορεί να φθάσει την τιμή ισορροπίας της μέσα στον πρώτο μήνα, εάν βέβαια η αρχική εισαγωγή είχε τιμολογηθεί αρχικά μακριά από την εσωτερική της αξία, όπως αυτή δικαιολογείται από τα θεμελιώδη στοιχεία.

Στη συνέχεια, από τις 25/9/96 σταμάτησε να υφίσταται αυτός ο περιορισμός για τις νεοεισαχθείσες μετοχές, αφού πλέον αυτές μπορούσαν να μεταβάλλονται με περιορισμό το όριο του 99% για τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης. Τέλος από τις 22/10/99 καταργήθηκε και αυτός ο περιορισμός

και οι μετοχές των νεοεισαχθέντων μετοχών μπορούσαν να διαπραγματεύονται ελεύθερα για τις τρεις πρώτες ημέρες συναλλαγών.

Στην παρούσα έρευνα θα διεξάγουμε την ανάλυση κατά περιόδους με βάση τη μεταβολή των ορίων διαπραγμάτευσης, έτσι ώστε να δούμε κατά πόσο αυτός ή και άλλοι παράγοντες επηρεάζουν τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών των ελληνικών αρχικών εισαγωγών

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4:

Όρια τιμών διαπραγμάτευσης κατά την εισαγωγή νέων μετοχών στο Χ.Α.Α

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΟΡΙΟ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ
01/01/90 – 16/08/92	Ελεύθερη διαπραγμάτευση
17/08/92 – 24/09/96	8%
25/09/96 – 21/10/99	99%
22/10/99 – 31/12/99	Ελεύθερη διαπραγμάτευση

6.3.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

Όσον αφορά στην Κύρια αγορά χωρίσαμε το δείγμα των 122 αρχικών εισαγωγών σε 4 ομάδες, όπως υπαγορευόταν από τη μεταβολή των ορίων διαπραγμάτευσης. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 1/1/90 – 16/8/92' η δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 17/8/92 – 24/9/96' η τρίτη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 15/9/96 – 21/10/99 και η τέταρτη ομάδα τις αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 22/10/99 – 31/12/99. Να σημειωθεί ότι η τέταρτη υποπερίοδος δεν έχει καμία πρακτική σημασία, αφού περιλαμβάνει μόνο δύο αρχικές εισαγωγές και δεν πρόκειται να χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 6.5. Η στήλη (1) περιέχει τον ορισμό της απόδοσης και οι στήλες (2), (3), (4), (5) τη μέση απόδοση της πρώτης, δεύτερης, τρίτης και τέταρτης περιόδου, αντίστοιχα. Οι απλές αποδόσεις εμφανίζονται στο Τμήμα Α και οι επιπλέον αποδόσεις στο Τμήμα Β του πίνακα 6.5.

Τα αποτελέσματα του πίνακα 6.5 επιβεβαιώνουν τη μεροληψία στην εκτίμηση του μεγέθους των αποδόσεων της πρώτης ημέρας, εξαιτίας του περιορισμού του 8%, που καθιερώθηκε το 1992. Ενώ η μέση αρχική απόδοση από την περίοδο προσφοράς μέχρι και την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, R1, είναι 50,7% και 56,4% για τις υποπεριόδους 1/1/90-7/8/92 και 25/9/96-2/10/99 αντίστοιχα, για την υποπερίοδο 18/8/92-24/9/96 είναι μόνο 4,8%. Η επίδραση αυτού του περιορισμού είναι ορατή και στις επιπλέον αποδόσεις που παρουσιάζονται στο Τμήμα Β του πίνακα 6.5.

Κάτω από την υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών αρχικών εισαγωγών αγγίζουν ένα επίπεδο ισορροπίας μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης (δεδομένου του περιορισμού του 8%), τα αποτελέσματα του πίνακα 6.5 υποδηλώνουν ότι η τιμολόγηση των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια αγορά δεν ήταν ομοιογενής και στις τρεις πρώτες περιόδους. Οι αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν από την περίοδο προσφοράς μέχρι ένα μήνα μετά την εισαγωγή, R23, είναι θετικές κατά μέσο όρο και για τις τρεις πρώτες περιόδους (55,6%, 38,6% και 120,3% αντίστοιχα). Εντύπωση προκαλεί η απόδοση για την τρίτη περίοδο, η οποία είναι 120,3%. Στην τρίτη υποπερίοδο, 25/9/96-2/10/99 ξεχωρίζουν οι αρχικές εισαγωγές του 1999, η οποία ήταν η χρονιά με τα υψηλότερα χρηματιστηριακά επίπεδα σε όλη τη δεκαετία του 1990, καθώς και με δυνατές προσδοκίες για κέρδη. Με άλλα λόγια πρόκειται για μια περίοδο με τα χαρακτηριστικά μιας “hot-issue” αγοράς, κάτι που είχαν παρατηρήσει και οι Παπαιωάννου και Τραυλός (1995) για τις περιόδους 1987-1990 και 1993-1994. Συνεπώς, μια τέτοια εξήγηση μπορεί να δικαιολογήσει τις υψηλές θετικές αρχικές αποδόσεις (δηλ. την υποτίμηση) που παρατηρείται σε αυτήν την περίοδο.

Τα παραπάνω ευρήματα, τα οποία βασίζονται στις απλές αποδόσεις ενισχύονται από τις επιπλέον αποδόσεις. Οι τελευταίες και ειδικότερα οι επιπλέον αποδόσεις για το διάστημα του ενός μήνα, ER23, κυμαίνονται σε παρόμοια επίπεδα για τις τρεις πρώτες περιόδους (55,2%, 36,9% και 102,7% αντίστοιχα). Τα αποτελέσματα αυτά υπονοούν ότι οι ελληνικές αρχικές εισαγωγές που γίνονται στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. υποτιμούνται είτε η αγορά είναι ανοδική είτε καθοδική.

Όσον αφορά στη μακροπρόθεσμη απόδοση των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια αγορά, ο πίνακας 6.5 αποκαλύπτει επιπλέον διαφορές στις αποδόσεις για αυτές τις τρεις υποπεριόδους. Συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι οι απλές αποδόσεις μετά τον πρώτο μήνα εισαγωγής αρχίζουν να φθίνουν για την πρώτη και τη δεύτερη υποπερίοδο, κάτι που δε συνέβαινε στην ανάλυση των αρχικών εισαγωγών της Κύριας αγοράς για όλη την περίοδο 1990-1999. Αντίθετα, στην τρίτη υποπερίοδο οι απλές αποδόσεις ακολουθούν ανοδική πορεία μέχρι και ένα έτος μετά την εισαγωγή, αγγίζοντας το εντυπωσιακό νούμερο 321,5% (R365). Είναι εμφανής λοιπόν η βαρύτητα που έχει η τρίτη υποπερίοδος στο σύνολο της περιόδου 1990-1999 για την Κύρια αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5³¹:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις ανά Περίοδο¹ με βάση τα όρια τιμών διαπραγμάτευσης κατά την εισαγωγή νέων μετοχών μέσω Δημόσιων Εγγραφών στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. (1990-1999)

(1) Απόδοση ²	Περίοδος 1		Περίοδος 2		Περίοδος 3		Περίοδος 4	
	(2) Μέση Απόδοση (%) 1/1/90-7/8/92	N ³	(3) Μέση Απόδοση (%) 18/8/92-24/9/96	N ³	(4) Μέση Απόδοση (%) 25/9/96-2/10/99	N ³	(5) Μέση Απόδοση (%) 23/10/99-31/12/99	N ³
	<i>Ελεύθερη διαπραγμάτευση</i>		8%		99%		<i>Ελεύθερη διαπραγμάτευση</i>	
ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ								
R1	50,7% ⁵	36	4,8% ^{4,5}	58	56,4% ⁵	26	213,2%	2
R23	55,6% ⁵	36	38,6% ⁵	58	120,3% ⁵	26	142,9%	2
R45	46,5% ⁵	36	32,1% ⁵	58	133,1% ⁵	26	195,3%	2
R365	28,2% ⁶	36	29,9% ⁵	58	321,5% ⁵	26	-2,8%	2
R1M	5,1%	36	29,4% ⁵	58	35,0% ⁵	26	-22,3% ⁶	2
R2M	0,0%	36	25,3% ⁵	58	42,7% ⁵	26	-7,5%	2
R12M	-12,8% ⁶	36	23,4% ⁵	58	184,6% ⁵	26	-69,2% ⁶	2
ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ								
ER1	49,7% ⁵	36	3,0% ^{4,6}	58	50,0% ⁵	26	214,9%	2
ER23	55,2% ⁵	36	36,9% ⁵	58	102,7% ⁵	26	146,9%	2
ER45	47,9% ⁵	36	30,6% ⁵	58	110,2% ⁵	26	200,6%	2
ER365	39,7% ⁵	36	19,9% ⁶	58	266,0% ⁵	26	36,9%	2
ER1M	5,8%	36	29,4% ⁵	58	24,9% ⁶	26	-20,1% ⁶	2
ER2M	3,4%	36	25,5% ⁵	58	26,8% ⁶	26	-3,9%	2
ER12M	0,4%	36	14,9% ⁷	58	131,2% ⁶	26	-30,5% ⁶	2

1. Περίοδος 1: 1/1/90-7/8/92, Περίοδος 2: 18/8/92-24/9/96, Περίοδος 3: 25/9/96-2/10/99, Περίοδος 4: 23/10/99-31/12/99.
2. Ισχύουν οι ορισμοί που δίνονται στις υποσημειώσεις 1 – 7 του πίνακα 6.4.
3. Αριθμός παρατηρήσεων.
4. Υπενθύμιση: Στην περίοδο αυτή ίσχυε το όριο του 8%.
5. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% χρησιμοποιώντας διπλ.ευρο έλεγχο υποθέσεων.
6. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% χρησιμοποιώντας διπλ.ευρο έλεγχο υποθέσεων.
7. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% χρησιμοποιώντας διπλ.ευρο έλεγχο υποθέσεων.

Τα αποτελέσματα είναι παρόμοια και για τις επιπλέον αποδόσεις και δείχνουν ότι σ' όλες τις υποπεριόδους (εξαιρουμένης της τέταρτης), οι επενδυτές που συμμετείχαν σε Δημόσιες Εγγραφές στην Κύρια αγορά πραγματοποίησαν θετικές αποδόσεις (διαφορετικές σε ένταση για κάθε υποπερίοδο) για διαστήματα μέχρι και 12 μήνες μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά. Αυτό το εύρημα διαφέρει από τα αντίστοιχα σε διεθνές επίπεδο, τα οποία δείχνουν ότι οι αρχικές εισαγωγές παράγουν αρνητικές αποδόσεις μέχρι το τέλος του πρώτου χρόνου διαπραγμάτευσης.

Η ανάλυση κατά περιόδους των αποδόσεων που υπολογίστηκαν σε σχέση με την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (είτε μέσω απλών είτε μέσω επιπλέον αποδόσεων) δείχνει ότι επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν μετοχές αρχικών εισαγωγών κατά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών απεκόμισαν θετικές αποδόσεις την δεύτερη και την τρίτη περίοδο. Σχετικά με την πρώτη υποπερίοδο φαίνεται να υπάρχουν οριακά θετικές αποδόσεις, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

³¹ Για γραφική απεικόνιση όλων των μέσων αποδόσεων βλέπε παράρτημα 2.7, 2.8.

6.3.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Στην Παράλληλη αγορά χωρίσαμε το δείγμα των 82 αρχικών εισαγωγών σε 4 ομάδες, όπως υπαγορευόταν από τη μεταβολή των ορίων διαπραγμάτευσης. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 1/1/90 – 16/8/92· η δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 17/8/92 – 24/9/96· η τρίτη ομάδα περιλαμβάνει αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 15/9/96 – 21/10/99 και η τέταρτη ομάδα τις αρχικές εισαγωγές της υποπεριόδου 22/10/99 – 31/12/99. Κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι η πρώτη και τέταρτη υποπερίοδος απαρτίζονται από μικρό αριθμό εταιριών και για αυτόν ακριβώς το λόγο δεν μπορούν να αποτελέσουν βάση για εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 6.6. Η στήλη (1) περιέχει τον ορισμό της απόδοσης και οι στήλες (2), (3), (4), (5) τη μέση απόδοση της πρώτης, δεύτερης, τρίτης και τέταρτης περιόδου, αντίστοιχα. Οι απλές αποδόσεις εμφανίζονται στο Τμήμα Α και οι επιπλέον αποδόσεις στο Τμήμα Β του πίνακα 6.6.

Όπως στην Κύρια, έτσι και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. τα αποτελέσματα του πίνακα 6.6 δείχνουν ότι υπάρχει μεροληψία στην εκτίμηση του μεγέθους των αποδόσεων της πρώτης ημέρας, εξαιτίας του ορίου διαπραγμάτευσης του 8%, το οποίο επιβλήθηκε το 1992. Έτσι, η μέση αρχική απόδοση από την περίοδο προσφοράς μέχρι και την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, R1, είναι 69,7% και 129,4% για τις υποπεριόδους 25/9/96-2/10/99 και 23/10/99-31/12/99 αντίστοιχα, για την υποπερίοδο 18/8/92-24/9/96 είναι 7,2%. Το ίδιο φαινόμενο παρουσιάζεται και στις επιπλέον αποδόσεις που παρουσιάζονται στο Τμήμα Β του πίνακα 6.6.

Για να ελέγξουμε την ομοιογένεια της τιμολόγησης των αρχικών εισαγωγών σε αυτές τις περιόδους, βασιζόμαστε και πάλι στην υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών των αρχικών εισαγωγών φτάνουν σε ένα επίπεδο ισορροπίας μέσα στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης (δεδομένου του περιορισμού του 8%). Με γνώμονα τις αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν από την περίοδο προσφοράς μέχρι ένα μήνα μετά την εισαγωγή, R23, φαίνεται ότι και στην Παράλληλη

αγορά όπως και στην Κύρια διαφέρει η τιμολόγηση από περίοδο σε περίοδο. Συγκεκριμένα, η απόδοση R23 είναι πολύ υψηλότερη για την τρίτη περίοδο απ' ό τι για τη δεύτερη (213% έναντι 49,7% αντίστοιχα). Επιπλέον, αυτή η υψηλή απόδοση για την τρίτη περίοδο συνοδεύεται από τα υψηλά χρηματιστηριακά επίπεδα του 1999 καθώς και με το μεγαλύτερο αριθμό αρχικών εισαγωγών (23) σε ένα έτος στην Παράλληλη αγορά από το 1989 που αυτή δημιουργήθηκε. Αυτά τα χαρακτηριστικά, ταιριάζουν πολύ στην περιγραφή μιας "hot-issue" αγοράς, κάτι που είδαμε και στην Κύρια αγορά για την ίδια περίοδο, αλλά όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό. Άρα επιβεβαιώνεται και στην ανάλυση κατά περιόδους η υπεροχή της Παράλληλης αγοράς έναντι της Κύριας στη δημιουργία μεγαλύτερων αποδόσεων σε σχέση με τις αρχικές εισαγωγές.

Μελετώντας τις επιπλέον αποδόσεις που εμφανίζονται στο Τμήμα Β του πίνακα 6.6 επιβεβαιώνονται τα παραπάνω, αφού δεν διαφέρουν πολύ από τις αντίστοιχες απλές αποδόσεις. Συγκεκριμένα, οι επιπλέον αποδόσεις για το διάστημα του ενός μήνα, ER23, είναι 51,1% και 198,8% για τη δεύτερη και τρίτη περίοδο αντίστοιχα. Συνεπώς και οι αρχικές εισαγωγές που γίνονται στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. υποτιμούνται ανεξάρτητα από το πώς κινείται η αγορά.

Σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, τόσο για τη δεύτερη όσο και για την τρίτη υποπερίοδο οι απλές αποδόσεις ακολουθούν ανοδική πορεία μέχρι και ένα έτος μετά την εισαγωγή. Χαρακτηριστικό είναι ότι στην τρίτη υποπερίοδο η απλή απόδοση ένα έτος μετά την εισαγωγή (R365) είναι 528,6%. Κοιτώντας την αντίστοιχη επιπλέον απόδοση (που αφαιρεί την επίδραση της απόδοσης της αγοράς) (ER365) επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι οι επενδυτές που συμμετείχαν σε Δημόσιες Εγγραφές στην Παράλληλη αγορά την περίοδο 25/9/96-2/10/99 πραγματοποίησαν εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις ακόμα και ένα έτος μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (ER365=470,6%). Παρόμοια είναι τα συμπεράσματα και για την προηγούμενη περίοδο (18/8/92-24/9/96) αλλά κάνουν λόγο για σαφώς μικρότερες αποδόσεις (ER365=91,1%). Υπενθυμίζουμε ότι αυτό το εύρημα που είναι κοινό και για την Κύρια αγορά, αλλά και για το σύνολο του Χ.Α.Α. έρχεται σε αντίθεση με τα διεθνή ευρήματα αρνητικών αποδόσεων μέχρι το τέλος του πρώτου χρόνου διαπραγμάτευσης.

Τέλος, όσον αφορά στην ανάλυση κατά περιόδους των αποδόσεων που υπολογίστηκαν σε σχέση με την τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (είτε μέσω απλών είτε μέσω επιπλέον αποδόσεων) φαίνεται ότι οι επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν μετοχές αρχικών εισαγωγών κατά την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποκόμισαν θετικές αποδόσεις τη δεύτερη και ακόμα μεγαλύτερες την τρίτη υποπερίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6³²:

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις ανά Περίοδο¹ με βάση τα όρια τιμών διαπραγμάτευσης κατά την εισαγωγή νέων μετοχών μέσω Δημόσιων Εγγραφών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. (1990-1999)

(1) Απόδοση ²	Περίοδος 1		Περίοδος 2		Περίοδος 3		Περίοδος 4	
	(2) Μέση Απόδοση (%)	N ³	(3) Μέση Απόδοση (%)	N ³	(4) Μέση Απόδοση (%)	N ³	(5) Μέση Απόδοση (%)	N ³
	1/1/90-7/8/92		18/8/92-24/9/96		25/9/96-2/10/99		23/10/99-31/12/99	
	<i>Ελεύθερη διαπραγμάτευση</i>		8%		99%		<i>Ελεύθερη διαπραγμάτευση</i>	
ΤΜΗΜΑ Α: ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ								
R1	40,9%	6	7,2% ^{4,5}	29	69,7% ⁵	39	129,4% ⁶	8
R23	35,9%	6	49,7% ⁵	29	213,0% ⁵	39	204,5% ⁵	8
R45	23,9%	6	50,2% ⁵	29	240,2% ⁵	39	192,8% ⁶	8
R365	49,3%	6	104,7% ⁵	29	528,6% ⁵	39	16,2%	8
R1M	-4,6%	6	39,4% ⁵	29	72,6% ⁵	39	40,5% ⁷	8
R2M	-11,1%	6	39,8% ⁵	29	86,9% ⁵	39	28,4% ⁷	8
R12M	0,7%	6	90,2% ⁵	29	255,7% ⁵	39	-43,6% ⁶	8
ΤΜΗΜΑ Β: ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ								
ER1	47,1% ⁷	6	7,7% ^{4,5}	29	62,1% ⁵	39	138,4% ⁶	8
ER23	36,9% ⁷	6	51,1% ⁵	29	198,8% ⁵	39	213,2% ⁵	8
ER45	32,7% ⁷	6	48,7% ⁵	29	220,9% ⁵	39	201,7% ⁶	8
ER365	70,8%	6	91,1% ⁵	29	470,6% ⁵	39	51,4%	8
ER1M	-7,5%	6	36,6% ⁵	29	66,5% ⁵	39	40,1% ⁷	8
ER2M	-6,6%	6	42,4% ⁵	29	75,9% ⁵	39	28,0% ⁷	8
ER12M	21,5% ⁷	6	73,6% ⁵	29	203,6% ⁵	39	-9,2%	8

1. Περίοδος 1: 1/1/90-7/8/92, Περίοδος 2: 18/8/92-24/9/96, Περίοδος 3: 25/9/96-2/10/99, Περίοδος 4: 23/10/99-31/12/99.

2. Ισχύουν οι ορισμοί που δίνονται στις υποσημειώσεις 1 – 7 του πίνακα 6.4.

³² Για γραφική απεικόνιση όλων των μέσων αποδόσεων βλέπε παράρτημα 2.9, 2.10.

3. Αριθμός παρατηρήσεων.
4. Υπενθύμιση: Στην περίοδο αυτή ίσχυε το όριο του 8%.
5. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% χρησιμοποιώντας διπλό-εγκο έλεγχο υποθέσεων.
6. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% χρησιμοποιώντας διπλό-εγκο έλεγχο υποθέσεων.
7. Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% χρησιμοποιώντας διπλό-εγκο έλεγχο υποθέσεων.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

7. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Η διεθνής βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί σε μεγάλη έκταση με την πορεία των αποδόσεων των αρχικών εισαγωγών σε διάφορες διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτές οι αγορές διαφέρουν σημαντικά ως προς το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία τους καθώς και ως προς το βαθμό ανάπτυξης τους.

Ο πίνακας 7.1 που βασίζεται σε στοιχεία από τους Loughran, Ritter and Rydqvist (1994) καθώς και σε άρθρα της παρούσας βιβλιογραφίας προσφέρει μια χρήσιμη ανασκόπηση της σχετικής διεθνούς βιβλιογραφίας. Η στήλη (1) δείχνει τη χώρα, η στήλη (2) αναφέρει τη σχετική μελέτη, η στήλη (3) παρουσιάζει τη χρονική περίοδο που καλύπτει η σχετική μελέτη, η στήλη (4) παρέχει το μέγεθος του δείγματος, η στήλη (5) δείχνει τη βραχυπρόθεσμη απόδοση και η στήλη (6) τη μακροπρόθεσμη απόδοση, όπως αυτές ορίζονται στις υποσημειώσεις του εν λόγω πίνακα.

Για χώρες στις οποίες ισχύει περιορισμός στην ημερήσια αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής, η παρουσιαζόμενη απόδοση αναφέρεται στη χρονική περίοδο στην οποία εξαντλείται η αύξηση της τιμής της μετοχής που οφείλεται στον περιορισμό ημερήσιας διακύμανσης.

Όπως προκύπτει από τον σχετικό πίνακα, η μέση απόδοση διαφέρει αισθητά από χώρα σε χώρα. Χαρακτηριστικό είναι ότι ενώ στην Κίνα ανέρχεται σε 289%, στη Γαλλία είναι μόνο 4,2%. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιριών που εισάγονται στα Χρηματιστήρια (π.χ. ως προς την ηλικία, το μέγεθος), στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο (π.χ. προκαθορισμένη τιμή εισαγωγής για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα πριν την εισαγωγή), και στον τρόπο διάθεσης των νέων μετοχών (π.χ. bookbuilding vs fixed price offering).

Τα στοιχεία του πίνακα 7.1 συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι οι χώρες με τους θεσμικούς περιορισμούς έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, ενώ στις χώρες με τις μικρότερες αποδόσεις, οι εισαγόμενες εταιρίες είναι μεγάλου μεγέθους με μακρά επιχειρηματική ιστορία. Η Ελλάδα για την εξεταζόμενη περίοδο 1990-1999 ανήκε στις χώρες της πρώτης κατηγορίας. Γι' αυτό και θεωρείται ως αναμενόμενο το γεγονός ότι οι αποδόσεις από αρχικές εισαγωγές είναι παρόμοιες με τις αποδόσεις αυτών των χωρών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.1:

Βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη απόδοση από αρχικές εισαγωγές σε
28 χώρες, βασισμένες σε 37 μελέτες

(1) Χώρα	(2) Πηγή	(3) Εξεταζόμενη περίοδος	(4) Μέγεθος δείγματος	(5) Βραχυπρόθεσμη απόδοση ¹	(6) Μακροπρόθεσμη απόδοση (3 έτη) ²
Η.Π.Α. ^β	Ibbotson (1975)	1960-69	108	11,4%	Μ.δ.
Η.Π.Α. ^α	Ibbotson, Sindelar, Ritter (1994)	1960-92	10.626	15,3%	Μ.δ.
Η.Π.Α. ^β	Tinic (1988)	1923-30	70	5,17%	Μ.δ.
		1966-71	134	11,06%	Μ.δ.
Η.Π.Α. ^β	Aggarwal και Rivoli (1990)	1977-87	1598	10,67%	-13,73% ³
Η.Π.Α. ^β	Ritter (1991)	1975-84	1526	14,06%	-27,39%
Η.Π.Α. ^β	Loughran και Ritter (1994)	1970-90	4.753	10,0%	-20,0%
Ηνωμένο Βασίλειο ^α	Dimson, Levis (1993)	1959-90	2.133	12,0%	Μ.δ.
Ην. Βασίλειο ^β	Levis (1993)	1980-88	712	14,30%	-31,0%
Βραζιλία ^α	Aggarwal και άλλοι (1993)	1980-90	62	78,5%	-47,0%
Χιλή ^α	Aggarwal και άλλοι (1993)	1982-90	36	16,7%	-23,7% ⁵
Μεξικό ^α	Aggarwal και άλλοι (1993)	1987-90	44	2,8%	-19,6% ³
Ελβετία ^α	Kunz & Aggarwal (1994)	1983-89	42	35,8%	-6,1% ⁵
Ελλάδα ^β	Παπαϊωάννου & Τρωλός (1994)	1987-94	101	34,0%	-5,3% ³
Αυστραλία ^α	Lee και άλλοι (1993)	1976-89	266	11,9%	Μ.δ.
Βέλγιο ^α	Rogiers και άλλοι (1993)	1984-90	28	10,1%	Μ.δ.
Καναδάς ^α	Jog και Riding, Jog και Srivastava (1987,1993)	1971-92	258	5,4%	Μ.δ.
Φινλανδία ^α	Keloharju (1993)	1984-89	80	8,7%	-21%
Γαλλία ^α	Husson και Jacquillat, Leleux και Muzyka, Palliard και Bellefante	1983-92	187	4,2%	Μ.δ.
Γερμανία ^α	Ljungqvist (1993)	1978-92	170	10,9%	Μ.δ.
Χόνγκ Κόνγκ ^α	McGuinness (1992)	1980-90	80	17,6%	Μ.δ.
Ιταλία ^α	Cherubini και Ratti (1992)	1985-91	75	27,1%	Μ.δ.
Ιαπωνία ^β	Hwang και Yayaraman (1992)	1975-89	182	45,5%	9%
Μαλαισία ^α	Isa (1993)	1980-91	132	80,3%	Μ.δ.
Ολλανδία ^α	Wessels, Eijgenhuijsen και Buijs	1982-91	72	7,2%	Μ.δ.
Νέα Ζηλανδία ^α	Vos και Cheung (1993)	1979-91	149	28,8%	Μ.δ.
Πορτογαλία ^α	Alpalhao (1992)	1986-87	62	54,4%	Μ.δ.
Σιγκαπούρη ^α	Koh και Walter (1989)	1973-87	66	27,0%	Μ.δ.
Σιγκαπούρη ^β	Hin και Mahmood (1993)	1976-84	45	Μ.δ.	-9,2%
Ισπανία ^α	Ranheima και άλλοι (1992)	1985-90	71	35,0%	Μ.δ.
Σουηδία ^α	Ritter, Rydqvist	1970-91	213	39,0%	Μ.δ.
Σουηδία ^β	Loughran (1994)	1980-90	162	38,2%	1,2%
Ταϊβάν ^α	Chen (1992)	1971-90	168	45,0%	Μ.δ.
Ταϊλάνδη ^α	Wethyavivorn και Koo-smith (1991)	1988-89	32	58,1%	Μ.δ.
Τουρκία ^β	Kiyamaz (2000)	1990-96	163	13,1%	Μ.δ.
Κίνα ^β	Mok και Hui (1998)	1991-93	87	289%	Μ.δ.
Κορέα ^β	Kim και άλλοι (1995)	1985-89	169	57,56	59,01% ⁴
Κορέα ^α	Dhatt και άλλοι (1993)	1980-90	347	78,1%	Μ.δ.

1. Ως βραχυπρόθεσμη απόδοση θεωρείται η απόδοση της πρώτης ημέρας. Για χώρες στις οποίες ισχύει περιορισμός στην ημερήσια αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής, η παρουσιαζόμενη απόδοση αναφέρεται στη χρονική περίοδο στην οποία εξαντλείται η αύξηση της τιμής της μετοχής που οφείλεται στον περιορισμό ημερήσιας διακύμανσης. Συνήθως αυτή η περίοδος καλύπτει 2-4 εβδομάδες.

2. Ως μακροπρόθεσμη απόδοση θεωρείται η απόδοση των 3 ετών από την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο.

3. Απόδοση για 1 έτος

4. Απόδοση για 2 έτη

5. Μη στατιστικά σημαντική απόδοση

* μ.δ: μη διαθέσιμη

^aΠηγή: Loughran, Ritter and Rydqvist (1994)

^bΠηγή: Άρθρα της παρούσας βιβλιογραφίας

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

8. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ

Στην προσπάθειά μας να αναλύσουμε εκτενέστερα τις επιπλέον αποδόσεις που σχετίζονται με τις αρχικές εισαγωγές εταιριών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α., κάνουμε μια διαστρωματική ανάλυση. Αυτή η ανάλυση μας βοηθά να διερευνήσουμε αν ισχύουν ορισμένες υποθέσεις και να αναγνωρίσουμε τους παράγοντες που εξηγούν τις επιπλέον αποδόσεις.

8.1 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ

Προσδοκώμενη αβεβαιότητα. Οι Rock (1986) και οι Beatty και Ritter (1986) έχουν αναφερθεί στο θέμα αυτό. Σύμφωνα με αυτές τις μελέτες, αναμένεται να υπάρχει μια θετική σχέση ανάμεσα στο επίπεδο της υποτίμησης και στο επίπεδο της προσδοκώμενης αβεβαιότητας μιας αρχικής εισαγωγής. Από τη στιγμή που δεν είναι δυνατόν να μετρηθεί άμεσα η προσδοκώμενη αβεβαιότητα, διάφορες μεταβλητές χρησιμοποιούνται για το σκοπό αυτό. Στην προκειμένη μελέτη χρησιμοποιούμε δύο μεταβλητές. Αυτές είναι το μέγεθος και η ηλικία της εταιρίας. Επιπλέον, λαμβάνουμε υπόψη και σε ποια αγορά εισάγεται η εν λόγω εταιρία (Κύρια ή Παράλληλη) μέσω της χρήσης μια ψευδομεταβλητής. Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, η Κύρια αγορά θέτει αυστηρότερους περιορισμούς απ' ότι η Παράλληλη με αποτέλεσμα οι εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια αγορά να είναι πιο μεγάλες σε μέγεθος και να παρουσιάζουν μικρότερους ρυθμούς ανάπτυξης απ' ότι οι αντίστοιχες στην Παράλληλη. Εξάλλου, όσο υψηλότερα κριτήρια εισαγωγής θέτει μία αγορά (π.χ Κύρια αγορά), τόσο μειώνεται η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις νεοεισαχθείσες εταιρείες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μειώνεται το επίπεδο της υποτίμησης και κατά συνέπεια να αναμένουμε μικρότερες επιπλέον αποδόσεις.

Η ύπαρξη “hot-issue” αγοράς [Ibbotson και Jaffe (1975), Ritter (1984), Ibbotson, Sindelar και Ritter (1988)]. Ενδείξεις για την ύπαρξη του φαινομένου αυτού υπάρχουν όταν παρατηρείται μεγάλος αριθμός αρχικών εισαγωγών, ο οποίος συνδυάζεται με υψηλά χρηματιστηριακά επίπεδα. Όπως αναφέρει και ο

Ritter (1984), μία αγορά χαρακτηρίζεται ως “hot-issue” όταν τα χρηματιστηριακά επίπεδα είναι υψηλά και οι λόγοι τιμής προς κέρδη που ισχύουν στην αγορά αντανακλούν αισιόδοξες εκτιμήσεις σχετικά με την αξία των αναπτυξιακών προοπτικών των εταιριών.

Η υποτίμηση σαν αποτέλεσμα της άνοδου της αγοράς. Είναι πιθανό οι επιπλέον αποδόσεις (είτε θετικές, είτε αρνητικές) που εμφανίζει μια αρχική εισαγωγή να προκαλούνται από την άνοδο της αγοράς στο διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

8.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η διαστρωματική ανάλυση γίνεται με την εκτίμηση των παρακάτω παλινδρομήσεων για α) το σύνολο του δείγματος β) την Κύρια αγορά και γ) την Παράλληλη αγορά:

$$ER23_i = a_0 + a_1 DUM_i + a_2 VOL_i + a_3 \text{Log}(1 + AGE_i) + a_4 \text{Log}(SIZE_i) + a_5 MARKET_i + e_i$$

ΣΥΝΟΛΟ
ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

$$ER23_i = a_0 + a_1 VOL_i + a_2 \text{Log}(1 + AGE_i) + a_3 \text{Log}(SIZE_i) + a_4 MARKET_i + e_i$$

ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

$$ER23_i = a_0 + a_1 VOL_i + a_2 \text{Log}(1 + AGE_i) + a_3 \text{Log}(SIZE_i) + a_4 MARKET_i + e_i$$

ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Όπου:

ER23_i : είναι η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης, προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς για την εταιρία *i*.

DUM_i : είναι μία ψευδομεταβλητή, η οποία διαχωρίζει τις εταιρίες ανάλογα με την αγορά στην οποία εισάγονται.

VOL_i : είναι ο ετήσιος αριθμός των αρχικών εισαγωγών για το χρόνο της εισαγωγής της κάθε εταιρίας *i*,

Log(1+AGE_i): είναι η ηλικία της κάθε εταιρίας *i*,

Log(SIZE_i): είναι ένα μέτρο του μεγέθους της εταιρίας *i*,

MARKET_i: είναι ένα μέτρο της απόδοσης της αγοράς πριν από την εισαγωγή,

e_i : είναι ένας διαταρακτικός όρος.

Όλες οι μεταβλητές χρησιμοποιούνται για να ελεγχθούν οι υποθέσεις που αναπτύχθηκαν στο τμήμα 8.1. Η σχέση και των 5 μεταβλητών με την επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα έχει ως εξής:

DUM: αυτή είναι μία ψευδομεταβλητή, η οποία χωρίζει το δείγμα των εταιριών σε δύο ομάδες, ανάλογα με την αγορά στην οποία εισάγονται. Όσες εισάγονται στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. παίρνουν την τιμή 0 και όσες εισάγονται στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. παίρνουν την τιμή 1. Αυτή η ψευδομεταβλητή χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η υπόθεση της προσδοκώμενης αβεβαιότητας και σύμφωνα με τα όσα αναφέρθηκαν στο τμήμα 8.1 είναι πιθανό οι εταιρείες που εισάγονται στη Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. να έχουν

υψηλότερες επιπλέον αποδόσεις. Κάτι τέτοιο επιβεβαιώνεται πρακτικά αν ο συντελεστής είναι θετικός για τη μεταβλητή αυτή, δηλαδή $a_1 > 0$. Το αντίστροφο θα ισχύει αν $a_1 < 0$.

VOL: είναι ο ετήσιος αριθμός των αρχικών εισαγωγών για το χρόνο της εισαγωγής της κάθε εταιρίας i . Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η υπόθεση της ύπαρξης ή μη “hot-issue” αγοράς. Αν ο συντελεστής a_2 έχει θετικό πρόσημο τότε αυτό σημαίνει ότι παρέχεται υποστήριξη στην εν λόγω υπόθεση, διαφορετικά όχι.

Log(1+AGE): η λειτουργική ηλικία μιας εταιρίας πριν αυτή εισαχθεί στο χρηματιστήριο χρησιμοποιείται ως ένα μέτρο για τον έλεγχο της υπόθεσης της προσδοκώμενης αβεβαιότητας. Η μεταβλητή αυτή είναι ο φυσικός λογάριθμος του 1 συν τη διαφορά ανάμεσα στο έτος εισαγωγής και στο έτος ίδρυσης, με τις εταιρίες που ιδρύθηκαν πριν από το 1901 να θεωρούμε ότι ιδρύθηκαν το 1901. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία οι παλαιότερες εταιρίες έχουν περισσότερες πληροφορίες διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό απ’ ότι οι νεότερες και κατά συνέπεια οι πρώτες είναι πιθανό να έχουν μικρότερη προσδοκώμενη αβεβαιότητα σε σχέση με τις δεύτερες. Κατά συνέπεια αναμένεται χαμηλότερη υποτίμηση για τις παλαιότερες εταιρίες. Με άλλα λόγια, αν η ηλικία μιας εταιρίας έχει αντίστροφη σχέση με το επίπεδο της υποτίμησης τότε αρνητικό πρόσημο για το συντελεστή αυτής της μεταβλητής αναμένεται. Διαφορετικά ισχύει το αντίθετο.

Log(SIZE): Στις έρευνες σχετικά με αρχικές εισαγωγές, το σύνολο του ενεργητικού για τον προηγούμενο χρόνο της εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο χρησιμοποιείται σαν μεταβλητή για το μέγεθός της. Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η υπόθεση της προσδοκώμενης αβεβαιότητας, η πιθανότητα δηλαδή οι αρχικές εισαγωγές μικρότερων εταιριών να είναι πιο κερδοσκοπικές απ’ ότι οι αντίστοιχες μεγαλύτερων εταιριών. Κατά συνέπεια, οι αρχικές εισαγωγές μεγαλύτερων εταιριών είναι πιθανό να έχουν μικρότερη αβεβαιότητα σε σχέση με αυτές μικρότερων εταιριών. Αυτή η μεταβλητή είναι ο φυσικός λογάριθμος της αξίας του συνολικού ενεργητικού στο τέλος του προηγούμενου χρόνου από την εισαγωγή. Για να παρέχεται υποστήριξη στην εν λόγω υπόθεση το πρόσημο του συντελεστή a_5 πρέπει να είναι αρνητικό.

MARKET: Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η υπόθεση ότι η υποτίμηση είναι αποτέλεσμα της ανόδου της αγοράς στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Η μεταβλητή αυτή αντιπροσωπεύεται από την απόδοση του Γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. για το χρονικό διάστημα αυτό. Αν υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στη μεταβλητή αυτή και το επίπεδο της υποτίμησης τότε το πρόσημο του συντελεστή a_5 θα είναι θετικό. Στην αντίθετη περίπτωση θα ισχύει $a_5 < 0$.

8.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

8.3.1 ΣΥΝΟΛΟ ΑΓΟΡΑΣ (ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ)

Ο πίνακας 8.1 αναφέρει τα περιγραφικά στατιστικά και τη μήτρα συσχέτισης για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σαν πιθανές αιτίες για τις διαστρωματικές διαφορές στην υποτίμηση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (ER23) των μετοχών των αρχικών εισαγωγών, που γίνονται στο Χ.Α.Α. Όπως φαίνεται από τον εν λόγω πίνακα, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν παρουσιάζουν μεγάλη αυτοσυσχέτιση μεταξύ τους, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει επικάλυψη στην ερμηνευτική δύναμη των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1:

Περιγραφικά στατιστικά και μήτρα συσχέτισης των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών

	ΜΕΣΟΣ	ΤΥΠ.ΑΠΟΚΛΙΣΗ	DUM	VOL	MARKET	ER23	LOG(SIZE)	LOG(1+AGE)
DUM	401.9608	491.5002	1					
VOL	28.2696	12.4695	-0.0547	1				
MARKET	2.3361	13.2290	-0.0141	-0.0209	1			
ER23	89.4870	154.6329	0.2483	0.1489	0.1556	1		
Log(SIZE)	15.4336	1.2618	-0.3403	-0.0299	0.0386	-0.0485	1	
Log(1+AGE)	2.6656	0.8309	-0.0672	0.0683	0.0365	-0.0307	0.2836	1

Ο πίνακας 8.2 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις των παραμέτρων για το υπόδειγμα της παλινδρόμησης, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23).

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 8.2 το υπόδειγμα της παλινδρόμησης εξηγεί το 11,82% της συνολικής μεταβλητικότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Η εκτίμηση παραμέτρου της ψευδομεταβλητής DUM είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Αυτό το εύρημα είναι σε συμφωνία με την υπόθεση της προσδοκώμενης αβεβαιότητας, ότι δηλαδή οι εταιρίες που εισάγονται στην Παράλληλη αγορά εμφανίζουν μεγαλύτερη απόδοση στον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης απ' ότι αυτές που εισάγονται στην Κύρια αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.2:

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, έχοντας σαν εξαρτημένη μεταβλητή την Επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23), για 204 αρχικές εισαγωγές στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999

Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τις εκτιμημένους παραμέτρους και τα αντίστοιχα t-statistics (σε παρενθέσεις) παλινδρομώντας την επιπλέον απόδοση ER23 με τις μεταβλητές DUM, VOL, $\text{Log}(1+\text{AGE})$, $\text{Log}(\text{SIZE})$ και MARKET.

$$\text{ER23}_i = a_0 + a_1 \text{DUM}_i + a_2 \text{VOL}_i + a_3 \text{Log}(1+\text{AGE}_i) + a_4 \text{Log}(\text{SIZE}_i) + a_5 \text{MARKET}_i + e_i$$

a_0	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5
-96.2789	0.0870	2.1372	-8.5761	7.0499	1.8996
(-0.6801)	(3.8835)***	(2.5658)**	(-0.6593)	(0.7764)	(2.4319)**

N	R ²	Προσαρμοσμένο R ²	F-Test	Prob (F-statistic)
204	0.1182	0.0959	5.3089	0.000134***

ER23_i = η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (23 ημέρες), προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς για την εταιρία i.

DUM_i = μία ψευδομεταβλητή, η οποία παίρνει την τιμή 0 για τις εταιρίες που εισάγονται στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. και την τιμή 1 για τις εταιρίες που εισάγονται στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α..

VOL_i = ο ετήσιος αριθμός των αρχικών εισαγωγών για το χρόνο της εισαγωγής της κάθε εταιρίας i.

Log(1+AGE_i) = ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της κάθε εταιρίας i.

Log(SIZE_i) = ο φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της εταιρίας i.

MARKET_i = η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για την περίοδο από τη λήξης της δημόσια εγγραφή μέχρι την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

e_i είναι ένας διαταρακτικός όρος.

*** Σημαντικό σε επίπεδο 1%

** Σημαντικό σε επίπεδο 5%

* Σημαντικό σε επίπεδο 10%

Αντίθετα η μεταβλητή $\text{Log}(1+\text{AGE})$ έχει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα σημαντικότητας, εύρημα, το οποίο δεν παρέχει υποστήριξη στην υπόθεση της προσδοκώμενης αβεβαιότητας (Rock (1986), Beatty και Ritter (1986), ότι δηλαδή εταιρίες με μεγαλύτερο βίο θα εμφανίζουν χαμηλότερη απόδοση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης απ' ότι εταιρίες με μικρότερο βίο. Επιπλέον, η μεταβλητή $\text{Log}(\text{SIZE})$ είναι θετική και στατιστικά ασήμαντη, στοιχείο που και αυτό συνηγορεί στη μη υποστήριξη της υπόθεσης της προσδοκώμενης αβεβαιότητας [Rock (1986), Beatty και Ritter (1986)].

Η εκτίμηση παραμέτρου της μεταβλητής VOL είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Αυτό σημαίνει ότι παρέχεται υποστήριξη στην υπόθεση για την ύπαρξη “hot-issue” αγοράς στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 1990-1999. Δηλαδή, οι υψηλές αποδόσεις για τον πρώτο μήνα συνδυάζονται με μεγάλο αριθμό αρχικών εισαγωγών.

Η εκτίμηση παραμέτρου της μεταβλητής MARKET είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Συνεπώς, παρέχεται υποστήριξη στην υπόθεση ότι η υποτίμηση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης είναι αποτέλεσμα της ανόδου της αγοράς στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

8.3.2 ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ

Ο πίνακας 8.3 αναφέρει τα περιγραφικά στατιστικά και τη μήτρα συσχέτισης για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σαν πιθανές αιτίες για τις διαστρωματικές διαφορές στην υποτίμηση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (ER23) των μετοχών των αρχικών εισαγωγών, που γίνονται στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. Όπως φαίνεται από τον εν λόγω πίνακα, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν παρουσιάζουν μεγάλη αυτοσυσχέτιση μεταξύ τους, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει επικάλυψη στην ερμηνευτική δύναμη των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.3:

Περιγραφικά στατιστικά και μήτρα συσχέτισης των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών

	ΜΕΣΟΣ	ΤΥΠ. ΑΠΟΚΛΙΣΗ	VOL	MARKET	ER23	LOG(SIZE)	LOG(1+AGE)
VOL	28.8279	13.4365	1				
MARKET	2.4881	13.8591	-0.0480	1			
ER23	58.0893	93.8968	0.0542	0.1736	1		
Log(SIZE)	15.7848	1.3404	0.0096	0.0296	0.0860	1	
Log(1+AGE)	2.7113	0.9101	0.0798	0.0169	0.1655	0.2976	1

Ο πίνακας 8.4 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις των παραμέτρων για το υπόδειγμα της παλινδρόμησης, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23). Όπως φαίνεται από το σχετικό πίνακα το υπόδειγμα της παλινδρόμησης δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων αφού δεν είναι στατιστικά σημαντικό (βλέπε F-statistic) ενώ ο συντελεστής R^2 είναι πολύ χαμηλός (μόνο 6,02%). Όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά ασήμαντες με εξαίρεση τη μεταβλητή MARKET, η οποία είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Συνεπώς, υπάρχουν ασθενείς ενδείξεις για υποστήριξη της υπόθεσης ότι η υποτίμηση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης είναι αποτέλεσμα της ανόδου της αγοράς στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Εντούτοις, το συμπέρασμα αυτό δεν είναι αξιόπιστο, αφού δεν απορρίπτεται η από κοινού υπόθεση ότι όλες οι μεταβλητές είναι ίσες

με το μηδέν. Παρόμοια αποτελέσματα προκύπτουν και όταν αφαιρούνται οι στατιστικά ασήμαντες μεταβλητές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.4:

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, έχοντας σαν εξαρτημένη μεταβλητή την Επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23), για 122 αρχικές εισαγωγές στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999

Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τις εκτιμημένους παραμέτρους και τα αντίστοιχα t-statistics (σε παρενθέσεις) παλινδρομώντας την επιπλέον απόδοση ER23 με τις μεταβλητές VOL, Log(1+AGE), Log(SIZE) και MARKET.

$$ER23_i = a_0 + a_1 VOL_i + a_2 \text{Log}(1+AGE_i) + a_3 \text{Log}(SIZE_i) + a_4 MARKET_i + e_i$$

	a ₀	a ₁	a ₂	a ₃	a ₄
	-36.6223	0.3516	15.2376	2.5566	1.1683
	(-0.3623)	(0.5589)	(1.5679)	(0.3886)	(1.9208)*

N	R ²	Προσαρμοσμένο R ²	F-Test	Prob (F-statistic)
122	0.0602	0.0281	1.8749	0.119408

ER23_i = η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (23 ημέρες), προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς για την εταιρία i.

VOL_i = ο ετήσιος αριθμός των αρχικών εισαγωγών για το χρόνο της εισαγωγής της κάθε εταιρίας i.

Log(1+AGE_i) = ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της κάθε εταιρίας i.

Log(SIZE_i) = ο φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της εταιρίας i.

MARKET_i = η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για την περίοδο από τη λήξης της δημόσια εγγραφής μέχρι την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

e_i είναι ένας διαταρακτικός όρος.

*** Σημαντικό σε επίπεδο 1%

** Σημαντικό σε επίπεδο 5%

* Σημαντικό σε επίπεδο 10%

8.3.3 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ

Ο πίνακας 8.5 αναφέρει τα περιγραφικά στατιστικά και τη μήτρα συσχέτισης για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σαν πιθανές αιτίες για τις διαστρωματικές διαφορές στην υποτίμηση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (ER23) των μετοχών των αρχικών εισαγωγών, που γίνονται στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Όπως φαίνεται από τον εν λόγω πίνακα, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν παρουσιάζουν μεγάλη αυτοσυσχέτιση μεταξύ τους, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει επικάλυψη στην ερμηνευτική δύναμη των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.5:

Περιγραφικά στατιστικά και μήτρα συσχέτισης των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών

	ΜΕΣΟΣ	ΤΥΠ. ΑΠΟΚΛΙΣΗ	VOL	MARKET	ER23	LOG(SIZE)	LOG(1+AGE)
VOL	27.4390	10.9003	1				
MARKET	2.1099	12.3121	0.0327	1			
ER23	136.2007	207.5126	0.3021	0.1871	1		
Log(SIZE)	14.9111	0.9188	-0.2166	0.0522	0.0074	1	
Log(1+AGE)	2.5976	0.6965	0.0289	0.0770	-0.1772	0.2230	1

Ο πίνακας 8.6 παρουσιάζει τις εκτιμήσεις των παραμέτρων για το υπόδειγμα της παλινδρόμησης, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23).

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 8.6 το υπόδειγμα της παλινδρόμησης εξηγεί το 17,56% της συνολικής μεταβλητικότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Η εκτίμηση παραμέτρου της μεταβλητής $\text{Log}(1+\text{AGE})$ έχει αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, εύρημα, το οποίο παρέχει υποστήριξη στην υπόθεση της προσδοκώμενης αβεβαιότητας [Rock (1986), Beatty και Ritter (1986)], ότι δηλαδή εταιρίες με μεγαλύτερο βίο θα εμφανίζουν χαμηλότερη απόδοση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης απ' ότι εταιρίες με μικρότερο βίο. Επιπλέον, η μεταβλητή $\text{Log}(\text{SIZE})$ είναι θετική και στατιστικά ασήμαντη, στοιχείο που συνηγορεί στη μη υποστήριξη της υπόθεσης ότι οι

αρχικές εισαγωγές μεγαλύτερων εταιριών είναι πιθανό να έχουν μικρότερη αβεβαιότητα σε σχέση με αυτές μικρότερων εταιριών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.6:

Αποτελέσματα Παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, έχοντας σαν εξαρτημένη μεταβλητή την Επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα (ER23), για 82 αρχικές εισαγωγές στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999

Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τις εκτιμημένους παραμέτρους και τα αντίστοιχα t-statistics (σε παρενθέσεις) παλινδρομώντας την επιπλέον απόδοση ER23 με τις μεταβλητές VOL, Log(1+AGE), Log(SIZE) και MARKET.

$$ER23_i = a_0 + a_1 VOL_i + a_2 \text{Log}(1+AGE_i) + a_3 \text{Log}(SIZE_i) + a_4 MARKET_i + e_i$$

a_0	a_1	a_2	a_3	a_4
-268.5270	6.2531	-67.8875	27.0151	3.1620
(-0.7178)	(3.0864)***	(-2.1353)**	(1.0959)	(1.8051)*
N	R ²	Προσαρμοσμένο R ²	F-Test	Prob (F-statistic)
82	0.1756	0.1328	4.100486	0.004582

$ER23_i$ = η επιπλέον απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης (23 ημέρες), προσαρμοσμένη στην απόδοση της αγοράς για την εταιρία i.

VOL_i = ο ετήσιος αριθμός των αρχικών εισαγωγών για το χρόνο της εισαγωγής της κάθε εταιρίας i.

$\text{Log}(1+AGE_i)$ = ο φυσικός λογάριθμος της ηλικίας της κάθε εταιρίας i.

$\text{Log}(SIZE_i)$ = ο φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της εταιρίας i.

$MARKET_i$ = η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για την περίοδο από τη λήξης της δημόσιας εγγραφής μέχρι την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

e_i είναι ένας διαταρακτικός όρος.

*** Σημαντικό σε επίπεδο 1%

** Σημαντικό σε επίπεδο 5%

* Σημαντικό σε επίπεδο 10%

Η εκτίμηση παραμέτρου της μεταβλητής VOL είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Αυτό σημαίνει ότι παρέχεται υποστήριξη στην υπόθεση του Ritter (1984) για τη ύπαρξη “hot-issue” αγοράς στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. για την περίοδο 1990-1999, κάτι που ήταν εμφανές και από την ανάλυση των αποτελεσμάτων στο Κεφάλαιο 6. Δηλαδή, οι υψηλές αποδόσεις για τον πρώτο μήνα συνδυάζονται με μεγάλο αριθμό αρχικών εισαγωγών.

Η εκτίμηση παραμέτρου της μεταβλητής MARKET είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%. Συνεπώς, παρέχεται ασθενής υποστήριξη στην υπόθεση ότι η υποτίμηση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης είναι αποτέλεσμα της ανόδου της αγοράς στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης.

9. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αυτή η μελέτη εξετάζει τη χρηματιστηριακή πορεία των τιμών των νεοεισαχθέντων μετοχών στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. την περίοδο 1990-1999. Η σχετική ανάλυση έχει τεκμηριώσει σημαντικά ευρήματα αναφορικά με αρκετές θεωρητικές υποθέσεις που σχετίζονται με τις αρχικές εισαγωγές εταιριών σε χρηματιστήρια. Η παρούσα μελέτη είναι μια από τις λίγες μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας που προβαίνουν σε άμεση σύγκριση των αρχικών εισαγωγών ανάμεσα σε δύο ή και περισσότερους τύπους αγορών. Τα κυριότερα ευρήματα είναι τα κάτωθι:

Υπάρχουν ενδείξεις υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών για το σύνολο του Χ.Α.Α., καθώς και για τις επιμέρους αγορές (Κύρια και Παράλληλη αγορά) που το απαρτίζουν, αφού τόσο οι απλές όσο και οι επιπλέον αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που αγόρασαν τις εισαγόμενες μετοχές στην τιμή εισαγωγής τους απεκόμισαν μεγάλες αποδόσεις ακόμη και σε διάστημα ενός χρόνου από την εισαγωγή. Συγκεκριμένα η επιπλέον απόδοση για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης είναι περίπου 38%, 30,2% και 49,2 για το σύνολο του Χ.Α.Α., την Κύρια και την Παράλληλη αγορά, αντίστοιχα. Συνεπώς είναι ξεκάθαρο ότι το επίπεδο υποτίμησης στην Παράλληλη αγορά είναι μεγαλύτερο απ' ότι στην Κύρια, στοιχείο που επιβεβαιώνει την αρχική υπόθεση περί εισαγωγής διαφορετικών εταιριών στην μία και στην άλλη αγορά. Με άλλα λόγια επιβεβαιώνεται ότι το προφίλ των εταιριών που εισάγονται στις δύο αυτές αγορές του Χ.Α.Α. διαφέρει και έχει άμεση σχέση με τα κριτήρια εισαγωγής που θέτει η μία και η άλλη αγορά.

Η ανάλυση των αποδόσεων ανά περίοδο αποκαλύπτει μερικές ενδιαφέρουσες πληροφορίες. Η περίοδος (25/9/96-2/10/99) τόσο στην Κύρια όσο και στην παράλληλη αγορά έχει τα χαρακτηριστικά μιας "hot-issue" αγοράς αφού παρουσιάζει την υψηλότερη αρχική απόδοση (50,1% και 62,1%), η οποία είναι η υψηλότερη από κάθε άλλη περίοδο. Δηλαδή σε περιόδους υψηλού χρηματιστηριακού πυρετού ("hot-issue" markets) οι μετοχές των νεοεισαχθέντων εταιριών είναι περισσότερο υποτιμημένες σε σύγκριση με τις φυσιολογικές περιόδους της χρηματιστηριακής αγοράς.

Επιπλέον υπάρχουν ενδείξεις ότι οι ελληνικές αρχικές εισαγωγές τόσο στην Κύρια όσο και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. υποτιμούνται είτε η αγορά είναι ανοδική είτε καθοδική. Ακόμη, όσον αφορά στην Κύρια αγορά για τις δύο πρώτες περιόδους (1/1/90-24/9/96) οι επιπλέον αποδόσεις μετά τον πρώτο μήνα εισαγωγής αρχίζουν να φθίνουν, κάτι που δε συνέβαινε στην ανάλυση των αρχικών εισαγωγών της Κύριας αγοράς για όλη την περίοδο 1990-1999.

Οι θετικές 12μηνες αποδόσεις των ελληνικών αρχικών εισαγωγών για την εξεταζόμενη περίοδο, τόσο για το σύνολο του Χ.Α.Α. όσο και για την κάθε αγορά ξεχωριστά έρχονται σε αντίθεση με τις διεθνείς ενδείξεις για αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών.

Εντυπωσιακό είναι επίσης το γεγονός ότι όσο μεγαλώνει το χρονικό διάστημα από την εισαγωγή των εταιριών τόσο μεγαλώνουν και οι αποδόσεις για τους επενδυτές. Είναι πιθανό λοιπόν οι θετικές αποδόσεις να συνεχίζονται και μετά τον πρώτο χρόνο εισαγωγής, αφού η τάση από τα στοιχεία της εν λόγω έρευνας φαίνεται να είναι ανοδική, γεγονός το οποίο μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω έρευνας.

Οι επενδυτές που αγοράζουν στην τιμή κλεισίματος την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης έχουν αποδόσεις που ξεπερνούν τις αντίστοιχες του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α., γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υπερτιμούνται συστηματικά στην αρχική διαπραγμάτευση και κατά συνέπεια δεν φαίνεται να παρέχεται υποστήριξη στην ύπαρξη του φαινομένου του «συρμού» (fads).

Όταν εξετάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης, επιβεβαιώνεται η αρχική υπόθεση περί διαφορετικού προφίλ εταιριών που εισάγονται στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. Ακόμη, παρέχεται υποστήριξη στην υπόθεση για την ύπαρξη “hot-issue” αγοράς για την εξεταζόμενη περίοδο 1990-1999 τόσο στο σύνολο της αγοράς του Χ.Α.Α. όσο και στην Παράλληλη αγορά μεμονωμένα. Ομοίως, τόσο για το σύνολο της αγοράς του Χ.Α.Α. όσο και για την Παράλληλη αγορά μεμονωμένα, παρέχεται ασθενής υποστήριξη στην υπόθεση ότι η υποτίμηση για τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης είναι αποτέλεσμα της ανόδου της αγοράς στο χρονικό διάστημα ανάμεσα στη λήξη της δημόσιας εγγραφής και της πρώτης

ημέρας διαπραγμάτευσης. Μεταβλητές όπως η ηλικία της εταιρίας ή το μέγεθος της δεν φαίνεται να επηρεάζουν την απόδοση του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

10. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Affleck-Graves, Shantaram P. Hedge, Robert E. Miller, and Frank K. Reilly (1993), "The Effect of the Trading System on the Underpricing of Initial Public Offerings", *Financial Management* 22, 99-108.
- 2) Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America," *Financial Management* 22, 42-53.
- 3) Aggarwal Reena and Pietra Rivoli (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?," *Financial Management* 19, 45-57.
- 4) Allen, F., and G. R. Faulhaber (1989), "Signalling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics* 23, 303-23.
- 5) J. Ang and T. Schwartz, (July 1985), Risk Aversion and Information Structure: An Experimental Study of Price Variability in the Securities Markets," *Journal of Finance*, 825-844.
- 6) Baker H. Kent and Richard B. Edelman, (1992), "AMEX-to-NYSE Transfers, Market Microstructure, and Shareholder Wealth", *Financial Management* 21, 60-72.
- 7) R. Balvers, B. McDonald, and R. Miller, (October 1988), "Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation," *The Accounting Review*, 605-622.
- 8) Beatty and Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15, 213-232.
- 9) Benveniste, L.M., and W.J. Wilhelm (1990), "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments," *Journal of Financial Economics* 28, 173-208.
- 10) F. Black, (July 1986), "Noise", *Journal of Finance*. 529-544.
- 11) S.A.Buser and K.C.Chan, (1987), "NASDAQ/NMS Qualification Standards, Ohio Registration Experience and the Price Performance of Initial Public Offerings," Columbus, Ohio Department of Commerce and National Association of Securities Dealers.

- 12) C.Camerer, "Bubbles and Fads in Asset Prices: A Review of Theory and Evidence," *Journal of Economic Surveys* (March 1989), 3-41.
- 13) Fama, Eugen F., Kenneth R. French, David G. Booth, and Rex Sinquefeld, (1992), "Differences in the risks and returns of NYSE and NASDAQ stocks", Unpublished working paper (University of Chicago, Chicago, IL).
- 14) Furst, R. ,(April 1970), "Does Listing Increase the Market Price of Common Stocks?" *Journal of Business* 43, 174-180.
- 15) Grammatikos T. and Papaioannou G., (1986), Market reaction to NYSE listings: Tests of the marketability gains hypothesis, *Journal of Financial Research* 9, 215-227.
- 16) Grinblatt, M., and C.Y. Hwang (1989), "Signalling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance* 44, 333- 420.
- 17) Horne James C.Van, (1970), "New Listings and their price behaviour", *Journal of Finance* , 783-794.
- 18) Ibbotson R.G. (1975), "Price Performance of common stock new issues," *Journal of Financial Economics* 2, (September), 235-272.
- 19) Ibbotson and Jeffrey F. Jaffe, (1975), "Hot issue" markets, *Journal of Finance* 30, 1027-1042.
- 20) Ibbotson, Sindelar and Ritter (1988), "Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance* 1, 37-45.
- 21) Keloharju, M., (1993), "Winner's curse, legal liability, and the long-run performance of initial public offerings in Finland", *Journal of Financial Economics* 34, 251-277.
- 22) J-B. Kim, I. Krinsky and J. Lee (1995), "The aftermarket performance of initial public offerings in Korea", *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 429-448.
- 23) H. Kiyamaz (2000), "The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange." *Journal of Multinational Financial Management* 10, 213-227.
- 24) Kunz, R.M. and R. Aggarwal (1994), "Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland," *Journal of Banking and Finance* 18, 705-723.

- 25) Lee P., Taylor S., Walter T. (1996), "Australian IPO pricing in the short and long run". *Journal of Banking and Finance* 20, 1189-1210.
- 26) Levis Mario, (1993), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", *Financial Management* 22, 28-41.
- 27) Loughran Tim (1993), "NYSE vs NASDAQ returns, Market microstructure or the poor performance of initial public offerings?" *Journal of Financial Economics* 33, 241-260.
- 28) Loughran T., J.R. Ritter and K. Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-99.
- 29) McConnell John J. and Sanger Gary C. (1987), "The Puzzle in Post-Listing Common Stock Returns" *Journal of Finance* 42, 119-140.
- 30) E.M. Miller, (September 1977), "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion," *Journal of Finance*, 1151-1168.
- 31) H. Mok and Y. Hui, (1998), "Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China", *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 453-474.
- 32) Παπαϊωάννου Γ. Ι. – Ν.Γ Τραυλός (1995), «Εισαγωγές Εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση», Τόμος Το ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές (Επιμέλεια: Γ. Προβόπουλος), IOBE, 215-262.
- 33) Γ. Προβόπουλος (1995), Τόμος «Το ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και Προοπτικές», IOBE, Alpha Τράπεζα Πίστεως.
- 34) F.K. Reilly, (Winter 1977), "New Issues Revisited," *Financial Management* 28-42.
- 35) Reinganum Marc R., (1990), "Market microstructure and asset pricing, An empirical investigation of NYSE and NASDAQ securities", *Journal of Financial Economics* 28, 127-147.
- 36) Ritter Jay R., (1984), "The Hot-issue market of 1980", *Journal of Finance* 46, 3-28.
- 37) Ritter Jay R., (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Business* 57, 215-240.

- 38) Rock, K. (1986), "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- 39) Sanger, Gary C. and John McConnell, (1986), Stock exchange listing, firm value and security market efficiency: The impact of NASDAQ, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 1-25.
- 40) Tinic, Seha, M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock," *Journal of Finance* 43 , 789-822.
- 41) B. Trueman, (September 1988), "A Theory of Noise trading in Securities Markets," *Journal of Finance*, 83-96.
- 42) Ying L.K.W., W.G Lewellen., G.G. Schlarbaum and R.C. Lease (1977), "Stock Exchange Listings and Securities Returns," *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 415-432.
- 43) Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 44, 421-49.

1. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

1.1 ΠΡΟΣΘΕΤΕΣ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ Ή ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΓΙΑ ΟΡΙΣΜΕΝΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ, ΒΑΣΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΤΟΥ Δ.Σ. ΤΟΥ Χ.Α.Α.

1.1.1 ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Οι κατασκευαστικές εταιρίες μπορούν να εισαχθούν είτε στην Κύρια είτε στην Παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α. εάν πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις:

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

παρουσιάζει λεπτομερώς για κάθε κατασκευαστικό έργο, τόσο τα έργα που δεν έχουν εκτελεσθεί όσο και τα έργα που έχουν εκτελεσθεί αλλά δεν έχουν αναγνωρισθεί.

- 4) Αναφορά των ελεγκτών για την πραγματική αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της κατασκευαστικής εταιρίας.

1.1.2 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

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

- 1) Υπάρχει ασφαλιστική κάλυψη για όλες τις υποχρεώσεις της εταιρίας.
- 2) Ο δείκτης φερεγγυότητας της εταιρίας είναι ικανοποιητικός.
- 3) Υπάρχουν επαρκή τεχνικά και μαθηματικά αποθέματα. Επίσης, πρέπει να υπάρχει βεβαίωση του Υπουργείου Εμπορίου για επένδυση τεχνικών και μαθηματικών αποθεμάτων και για «περιθώριο φερεγγυότητας».
- 4) Όλα τα αποθέματα έχουν προσαρμοστεί για απλήρωτες ζημιές και το «περιθώριο φερεγγυότητας» κυμαίνεται μέσα στα όρια που καθορίζονται από τη νομοθεσία για τις ασφαλιστικές εταιρίες. Τα αποθέματα και το «περιθώριο φερεγγυότητας» παρακολουθούνται μέχρι το τελευταίο τρίμηνο πριν από την αίτηση εισαγωγής.
- 5) Το ετήσιο αποτέλεσμα που προέρχεται από ασφαλιστικές δραστηριότητες, συμπεριλαμβανομένου των εσόδων από ασφαλιστικές επενδύσεις είναι θετικό.
- 6) Ο δείκτης διατηρησιμότητας του χαρτοφυλακίου είναι ικανοποιητικός, ειδικά για τις εταιρίες ασφαλειών ζωής.

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

Ο χρηματοοικονομικός και λογιστικός έλεγχος πρέπει να αναφέρεται:

- i. Στην πορεία της εταιρίας στο χώρο των ασφαλειών

- ii. Στην επάρκεια του αριθμού των υπαλλήλων και την ύπαρξη ικανοποιητικών μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου.
- iii. Στα υποκαταστήματα της εταιρίας και το δίκτυο πωλήσεών της.

1.1.3 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ

Οι εταιρίες επιβατηγού ναυτιλίας μπορούν να εισαχθούν στην Κύρια αγορά του Χ.Α.Α. εάν πληρούν τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- 1) Κατοχή 4 πλοίων τουλάχιστον 20.000 Κόρων Ολικής Χωρητικότητας, τα οποία θα αναγνωρίζονται από την ελληνική νομοθεσία σαν επιβατηγά πλοία.
- 2) Η αξία των πλοίων πρέπει να έχει εκτιμηθεί από ανεξάρτητους ειδικούς. Επιπλέον, το Χ.Α.Α. έχει το δικαίωμα να ζητήσει μια δεύτερη εκτίμηση. Όλα τα πλοία πρέπει στην κατηγορία την οποία ανήκουν να αξιολογούνται ως υψηλής ποιότητας πλοία.
- 3) Τα πλοία πρέπει να είναι ασφαλισμένα για τυχόν λειτουργικά προβλήματα από διεθνώς αναγνωρισμένους ασφαλιστικούς οίκους. Είναι υποχρεωτική η παρακολούθηση σκαφών από αναγνωρισμένο νηογνώμονα.
- 4) Όταν η διοίκηση των πλοίων μιας ναυτιλιακής εταιρίας έχει ανατεθεί σε μια εξειδικευμένη εταιρία, αυτή η εταιρία πρέπει να εδρεύει μόνιμα στην Ελλάδα.

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

ναυτιλιακής εταιρίας και δεν πρέπει να έχουν εκδοθεί πάνω από ένα μήνα πριν από την ημερομηνία αίτησης στο Χ.Α.Α.

1.1.4 ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ

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

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

1.2 ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΑ ΕΓΓΡΑΦΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Πριν τη Δημόσια Εγγραφή, η εταιρία, η οποία κάνει αίτηση για αποδοχή του Ενημερωτικού Δελτίου της προκειμένου να εισαχθεί στο Χ.Α.Α., πρέπει να υποβάλλει τα ακόλουθα έγγραφα:

- Την αίτηση της εταιρίας για να εισαχθούν οι μετοχές της στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά, σε σχέση με τον νομικό εκπρόσωπό της και τον Κύριο Ανάδοχο της έκδοσης,
- Ένα επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της γενικής συνέλευσης των μετόχων, η οποία αποφάσισε την εισαγωγή και την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (αν έχει γίνει). Όταν οι μετοχές των υφιστάμενων μετόχων πρόκειται να πωληθούν, ο Κύριος Ανάδοχος πρέπει να υποβάλλει μία λίστα με τους μετόχους, οι οποίοι πωλούν το ποσοστό συμμετοχής τους,
- Ένα αντίγραφο των κωδικοποιημένων άρθρων συνεργασίας, επικυρωμένο από την κατάλληλη αρχή,
- Ένα γράμμα από τον Κύριο Ανάδοχο, το οποίο θα ενημερώνει το Χ.Α.Α για την ύπαρξη μιας συμφωνίας αναδοχής, διασφαλίζοντας ότι η εν λόγω εταιρία πληρεί όλα τα κριτήρια εισαγωγής, επιβεβαιώνοντας ότι τα κεφάλαια που θα αντληθούν θα ξεπερνούν τα 400 εκ δρχ., ενώ θα κατονομάζεται ένα άτομο, στο οποίο θα μπορεί να απευθύνεται οποιοσδήποτε επιθυμεί σχετικά με το Ενημερωτικό Δελτίο,
- Τις ετήσιες, ενοποιημένες ή μη χρηματοοικονομικές καταστάσεις του εκδότη, ελεγμένες από πιστοποιημένους ελεγκτές,
- Φορολογικό έλεγχο για τα τελευταία 3 χρόνια,
- Τον νομικό και χρηματοοικονομικό-λογιστικό έλεγχο από ανεξάρτητους ελεγκτές (due diligence),
- Ένα γράμμα από τους πιστοποιημένους ελεγκτές των τελευταίων 2 δημοσιονομικών ετών, το οποίο θα αναφέρεται στην ποιότητα των εσωτερικών συστημάτων ελέγχου και στις πιθανές διαμάχες με τη διοίκηση,
- Ένα γράμμα από το Δ.Σ. της εταιρίας, το οποίο θα διακηρύσσει ότι έχουν πλήρη γνώση για το περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου και ότι συμφωνούν με το περιεχόμενό του,

- 3 αντίγραφα του Ενημερωτικού Δελτίου μαζί με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, καθώς και τους νομικούς και χρηματοοικονομικούς - λογιστικούς ελέγχους,
- μία ανάλυση του Κύριου Αναδόχου σχετικά με τον κατάλληλο οικονομικό τομέα που θα πρέπει να ενταχθεί η εν λόγω εταιρία, σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση που ακολουθείται από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος (Ε.Σ.Υ.Ε.),
- μία λίστα με όλα τα έγγραφα, τα οποία περιλαμβάνονται στο φάκελο εισαγωγής και το Ενημερωτικό Δελτίο, υπογεγραμμένο από τον Κύριο Ανάδοχο.

1.3 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Αφότου εγκριθεί το Ενημερωτικό Δελτίο και η Δημόσια Προσφορά ολοκληρωθεί, η εταιρία, μέσω του Κύριου Αναδόχου, πρέπει να υποβάλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α., τα ακόλουθα έγγραφα κατά σειρά, προκειμένου να ζητήσει την έγκριση της εισαγωγής των μετοχών της εταιρίας:

- μία λεπτομερής λίστα των μετόχων της, η οποία θα διαχωρίζει τους θεσμικούς από τους ιδιώτες επενδυτές,
- μία αλφαβητική λίστα των μετόχων οι οποίοι κρατούν ή θα κρατούν αριθμό μετοχών μικρότερο ή ίσο του 2% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας όπως επίσης μία λίστα με όλους τους άλλους μετόχους.
- Μία λίστα των μετόχων, οι οποίοι θα πωλήσουν την υφιστάμενη συμμετοχή τους μετά την εισαγωγή, προκειμένου να πληρείται το κριτήριο για την απαιτούμενη διασπορά,
- Ένα πιστοποιητικό του Κύριου Αναδόχου το οποίο έχει εναρμονίσει τον κανονισμό Αναδοχής σύμφωνα με το άρθρο 4.

1.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΑΡΞΗ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Πριν από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών μιας εταιρίας στο Χ.Α.Α., ο Κύριος Ανάδοχος της πρέπει να υποβάλλει στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. τα ακόλουθα έγγραφα:

- Ένα αντίγραφο της ανακοίνωσης από τη Νομαρχία, όπου έχει την έδρα της η εταιρία, το οποίο εγκρίνει την τροποποίηση των άρθρων συνεργασίας, που σχετίζονται με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου
- Τα πρακτικά της συνεδρίασης του Δ.Σ. της εταιρίας, τα οποία θα επικυρώνουν την αποπληρωμή του ποσού που προορίζεται για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου,
- ένα γράμμα από την εταιρία το οποίο θα ορίζει την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α.Α. και θα πιστοποιεί ότι όλες οι μετοχές ή τα αποδεικτικά κατάθεσης μετοχών (αποθετήρια) που προέκυψαν από την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα είναι στη διάθεση των μετόχων τουλάχιστον μία μέρα πριν από την ημερομηνία έναρξης διαπραγμάτευσης, ενώ παράλληλα θα ορίζει τις εφημερίδες στις οποίες θα δημοσιευθεί η ανακοίνωση έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρίας και ότι η εταιρία έχει πληρώσει όλα τα απαιτούμενα ποσά στο Χ.Α.Α.
- απόδειξη πληρωμής στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του 0,02% του συνολικού αντληθέντος κεφαλαίου. Επιπλέον, η εταιρία πρέπει να στείλει στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών μία λίστα με τους μετόχους της σε ηλεκτρονική μορφή.

1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Η αίτηση εισαγωγής στην Ελλάδα δεν υποστηρίζεται από χορηγό. Τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρίες με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 1 δις δρχ. (οι οποίες έχουν πάρει την άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να προσφέρουν υπηρεσίες Αναδοχής) αναλαμβάνουν με τις εκδότριες εταιρείες

συνυπευθυνότητα για την έκδοση και την ακρίβεια των δεδομένων στο Ενημερωτικό Δελτίο. Επιπλέον, με υπευθυνότητα του αναδόχου, νομικοί και χρηματοοικονομικοί έλεγχοι πρέπει να διενεργούνται, όπως προβλέπει ο Νόμος 2324/1995.

Τα Ενημερωτικά Δελτία συντάσσονται σε συνεργασία με το αρμόδιο τμήμα του Χ.Α.Α., το οποίο είναι υπεύθυνο για την εναρμόνιση των Ενημερωτικών Δελτίων με τους ισχύοντες κανονισμούς. Ένα τέτοιο τμήμα επιθεωρεί τα Ενημερωτικά Δελτία και ζητεί από τις εκδότριες εταιρίες επιπλέον διευκρινίσεις ή συμπληρωματικά στοιχεία, τα οποία θα διευκολύνουν την πρόοδο της εισαγωγής. Το χρονικό διάστημα που απαιτείται για τη συμπλήρωση αυτού του σταδίου εξαρτάται από τις εταιρίες και την ακρίβεια των λογαριασμών τους. Το ελάχιστο ποσό κεφαλαίου που μπορεί να αντληθεί είναι 400 εκ δρχ.

Η τιμή έκδοσης των μετοχών μπορεί να μη συμπεριληφθεί στο Ενημερωτικό Δελτίο, αλλά πρέπει να καθοριστεί πριν από τη Δημόσια Εγγραφή και να δημοσιευθεί στις εφημερίδες όπως ορίζει ο νόμος.

Όταν οι μετοχές εκδίδονται μέσα σε περίοδο 12 μηνών μετά την τελευταία δημοσίευση Ενημερωτικού Δελτίου, δεν χρειάζεται και νέο Ενημερωτικό Δελτίο. Οι εκδότριες εταιρίες πρέπει να τροποποιήσουν μόνο τις πληροφορίες που άλλαξαν κατά τη διάρκεια του διαστήματος που έχει μεσολαβήσει, αλλά πρέπει επίσης να παρέχουν στους επενδυτές πληροφόρηση σχετικά με τις ιδιαιτερότητες της προηγούμενης εισαγωγής ή ότι σχετίζεται με αυτή. Οι εταιρίες που εκδίδουν μετοχές μετά τη 12μηνη περίοδο, πρέπει να δημοσιεύσουν ένα κομμάτι στο οποίο θα αναφέρονται οι ιδιαιτερότητες που σχετίζονται με την εν λόγω έκδοση, το οποίο όμως θα είναι λιγότερο λεπτομερές απ' ότι για τις εταιρείες, οι οποίες προβαίνουν σε έκδοση για πρώτη φορά. Το προεδρικό διάταγμα 50/92 ορίζει ότι η εκδότρια εταιρία έχει το δικαίωμα να επιλέξει τη νομοθεσία σύμφωνα με την οποία θα προετοιμαστεί η παρουσίαση των ιδιαιτεροτήτων που σχετίζονται με την έκδοση. Οι ιδιαιτερότητες της έκδοσης για τις αρχικές εισαγωγές είναι γενικότερα περισσότερο λεπτομερείς απ' ότι οι αντίστοιχες για ήδη εισηγμένες εταιρίες. Όλες οι ιδιαιτερότητες της έκδοσης πρέπει να εγκριθούν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προτού δημοσιευθούν. Πρέπει τέλος να είναι διαθέσιμες 45 μέρες πριν από τη Δημόσια Εγγραφή.

Επιπλέον, οι εκδόσεις των μετατρέψιμων ομολογιών και των τίτλων παραστατικών μετοχών (warrants)³³ πρέπει να παρέχουν πληροφορίες αναφορικά με τα χρεόγραφα, τα οποία μπορούν να αποκτηθούν ανά τη μετατροπή, καθώς επίσης αναφορικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις της μετατροπής. Τα εγκεκριμένα Ενημερωτικά Δελτία δίνονται στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α., το οποίο τα εξετάζει και τα δίνει στη συνέχεια στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την επίσημη έγκριση της Δημόσιας Εγγραφής. Εάν απαιτούνται περισσότερες πληροφορίες, σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να υποβληθεί στο Δ.Σ. του Χ.Α.Α. εντός 6 μηνών. Η εισαγωγή γίνεται μέσα σε 15 μέρες από την απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α.Α. να αποδεχθεί την εισαγωγή μετοχών, εκτός και αν η εκδότρια εταιρία ζητήσει παράταση. Σε κάθε περίπτωση, οι μετοχές πρέπει να εισαχθούν εντός ενός μηνός από τη Δημόσια Εγγραφή.

1.6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΑΔΟΧΗΣ

Από το Δεκέμβριο του 1998 νέοι κανονισμοί Αναδοχής ρυθμίζουν τη συμπεριφορά όλων όσων εμπλέκονται στις αρχικές εισαγωγές στο Χ.Α.Α. Η εφαρμογή και η τήρηση των κανονισμών ελέγχεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εκτός και αν η σταθεροποίηση πραγματοποιείται από ένα πιστωτικό ίδρυμα ή μια συνδεδεμένη επιχείρηση, ή σε περίπτωση που η σταθεροποίηση έχει να κάνει με μετοχές, οι οποίες έχουν εκδοθεί από εταιρία η οποία επιτηρείται από την Τράπεζα της Ελλάδος, ή από μια συνδεδεμένη επιχείρηση. Σε αυτές τις εξαιρετικές περιπτώσεις, η τήρηση των κανονισμών Αναδοχής ελέγχεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η ελληνική επιτροπή κεφαλαιαγοράς μπορεί να ενημερώσει τους εμπλεκόμενους Αναδόχους, εάν αυτή θεωρεί ότι ορισμένες συνθήκες του κανονισμού δεν έχουν τηρηθεί. Εάν η εποπτεύουσα αρχή θεωρεί ότι ένας Ανάδοχος έχει παραβιάσει μια συνθήκη του κανονισμού και κρίνει σκόπιμο να επιβάλει κυρώσεις, τότε μπορεί να ζητήσει από τον Ανάδοχο να συμμορφωθεί με τον κανονισμό και μπορεί επιπλέον να επιβάλει στον Ανάδοχο πρόστιμο μέχρι 1 δις δρχ. Αν, εξαιτίας της συμπεριφοράς

³³ Πιστοποιητικό (που εκδίδεται μαζί με τα χρεόγραφα), με το οποίο αναγνωρίζεται το δικαίωμα ή το προνόμιο στον κομιστή να αγοράσει χρεόγραφα με ορισμένους ευνοϊκούς όρους.

του Αναδόχου, η ομαλή λειτουργία της αγοράς έχει ή μπορεί να διαταραχθεί ή εάν η προστασία των επενδυτών το απαιτεί, η εποπτεύουσα αρχή μπορεί να αναβάλλει ή να ακυρώσει τη διαδικασία Αναδοχής οποιαδήποτε στιγμή και υπό οποιεσδήποτε προϋποθέσεις το κρίνει αυτή.

Οι κατευθυντήριες γραμμές του κανονισμού Αναδοχής και τα βασικότερα σημεία των πιο σημαντικών θεμάτων παρουσιάζονται παρακάτω:

Περίληψη των υποχρεώσεων των Αναδόχων και των Συμβούλων έκδοσης:

- 1) Οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης πρέπει να αποφεύγουν ενέργειες και δραστηριότητες, οι οποίες είναι σε αντίθεση με το πνεύμα των σχετικών νόμων που αφορούν στην έκδοση και στην εισαγωγή των χρεογράφων.
- 2) Ο Ανάδοχος πρέπει σε περίπτωση οποιασδήποτε αίτησης για εισαγωγή, η οποία απαιτεί την παραγωγή ιδιαιτεροτήτων που σχετίζονται με την έκδοση να διασφαλίσει –όσο μπορεί– έχοντας κάνει προσεκτική μελέτη της εκδότριας εταιρίας και των συμβούλων, ότι η εκδότρια εταιρία ικανοποιεί όλες τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εισαγωγή και τις άλλες σχετικές απαιτήσεις του κανονισμού. Οι Ανάδοχοι πρέπει επίσης να διασφαλίσουν ότι οι ιδιαιτερότητες της έκδοσης ή τα Ενημερωτικά Δελτία είναι διαθέσιμα στο κοινό τουλάχιστον 3 μέρες πριν από την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής ή της εισαγωγής στο Χ.Α.Α.
- 3) Οι Ανάδοχοι πρέπει να διασφαλίσουν ότι η μέθοδος υπολογισμού της τιμής έκδοσης αντανακλά την πραγματική αξία των χρεογράφων.
- 4) Όταν προβλέψεις και εκτιμήσεις εμφανίζονται στα Ενημερωτικά Δελτία και ιδιαιτερότητες αναφορικά με την αρχική εισαγωγή, τότε οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης πρέπει να παίρνουν όλα τα αναγκαία εκείνα μέτρα ώστε να διασφαλίζουν ότι αυτές οι προβλέψεις και εκτιμήσεις επαληθεύονται.
- 5) Οι Σύμβουλοι έκδοσης πρέπει να καθοδηγούν σωστά την εκδότρια εταιρία και να παρέχουν στους Αναδόχους όλα τα έγγραφα και τις πληροφορίες, οι οποίες είναι απαραίτητες για την τήρηση των σχετικών νόμων.

- 6) Οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης πρέπει να φροντίζουν ώστε όλες οι μορφές διαφήμισης που χρησιμοποιούνται από την εκδότρια εταιρία να πληρούν τις προϋποθέσεις που ορίζει ο κανονισμός. Σε γενικές γραμμές, ο σκοπός και στόχος της διαφήμισης πρέπει να είναι ξεκάθαρος. Δεν πρέπει να περιλαμβάνει λανθασμένες ή παραπλανητικές ενδείξεις ή γεγονότα, και οποιαδήποτε εκτίμηση ή υπόσχεση που περιλαμβάνεται στη διαφήμιση πρέπει να αναφέρει τις υποθέσεις πάγω στις οποίες αυτές είναι βασισμένες. Συνεπώς δεν πρέπει να παραπλανεί τον αδαή επενδυτή. Τέλος, κατά την περίοδο, η οποία αρχίζει 4 μέρες πριν την έναρξη της Δημόσιας Εγγραφής ή της εισαγωγής στο Χρηματιστήριο και τελειώνει με τη συμπλήρωση της Δημόσιας Εγγραφής ή την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, οποιαδήποτε διαφήμιση απαγορεύεται, με εξαίρεση τις ανακοινώσεις, οι οποίες περιορίζονται στην παροχή πληροφοριών στο κοινό με βάση τους όρους της συμμετοχής στην έκδοση.
- 7) Οι Ανάδοχοι πρέπει να σέβονται την αρχή της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών και να διασφαλίζουν ότι σωστές διαδικασίες πληρωμής υπάρχουν κατά τη διάρκεια της περιόδου της Δημόσιας Εγγραφής. Οι Ανάδοχοι πρέπει επίσης να δέχονται αιτήσεις και μετρητά υπό συγκεκριμένους κανονισμούς, όπως ορίζει ο νόμος. Με τον ίδιο τρόπο, οι Ανάδοχοι πρέπει να κατανέμουν τους τίτλους σύμφωνα με τους κανονισμούς και να ενημερώνουν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την τελική κατανομή των τίτλων καθώς και να της παρέχουν σχετικές πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτές που συμμετείχαν στην προσφορά. Μέριμνα πρέπει να λαμβάνεται για την αποφυγή «ξεπλύματος» χρημάτων, μέσω του ελέγχου της πηγής των κεφαλαίων των επενδυτών. Τέλος, οι Ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να παραδίδουν τους τίτλους στους επενδυτές 24 ώρες πριν από την έναρξη των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο.
- 8) Οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης πρέπει να διασφαλίζουν ότι υπάρχουν αποτελεσματικοί μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου για ενέργειες ατόμων που ανήκουν στο προσωπικό τους. Αυτοί οι άνθρωποι πρέπει να είναι αξιόπιστοι και ακέραιοι και να πληρούν τις νόμιμες και απαραίτητες προϋποθέσεις για ολόκληρη την έκδοση και τη διαδικασία εισαγωγής. Ο

στόχος των παραπάνω είναι η διαφύλαξη του απορρήτου όλων των αδημοσίευστων πληροφοριών για την εν λόγω έκδοση και η αποφυγή πιθανών διαρροών σε μη εξουσιοδοτημένα πρόσωπα ή τμήματα εντός των οργανισμών αυτών. Ο κανονισμός καθορίζει τις διαδικασίες και τις υποχρεώσεις για τους Αναδόχους και τους Συμβούλους Έκδοσης, έτσι ώστε να αποφύγουν οποιαδήποτε λανθασμένη χρήση πληροφοριών και σύγκρουση συμφερόντων μέσα στις εταιρίες τους.

- 9) Κατά τη διάρκεια μιας περιόδου, η οποία χαρακτηρίζεται ως ευαίσθητη, οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης απαγορεύεται να συνάψουν οποιαδήποτε συμφωνία αγοράς για τις συγκεκριμένες μετοχές. Σαν ευαίσθητη περίοδο ο κανονισμός ορίζει την περίοδο, η οποία αρχίζει από την ημερομηνία που ολοκληρώνεται η συμφωνία Αναδοχής ανάμεσα στην εκδότρια εταιρία και τους Αναδόχους ή από την ημερομηνία που το Ενημερωτικό Δελτίο υποβάλλεται για έγκριση στη σχετική αρχή και τελειώνει 3 μήνες μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης της εισηγμένης μετοχής στο Χ.Α.Α. Ο νόμος ορίζει δύο είδη συναλλαγών, στις οποίες οι Ανάδοχοι και οι Σύμβουλοι έκδοσης δεν επιτρέπεται να προβούν σε: i) σταθεροποίηση της τιμής και ii) συναλλαγές, οι οποίες σχετίζονται με εκτέλεση εντολών πελατών της εταιρίας.
- 10) Η σταθεροποίηση της τιμής μπορεί να συμβεί μόνο σε περίπτωση που αναφέρεται ξεκάθαρα στις ιδιαιτερότητες που σχετίζονται με την έκδοση ή στα Ενημερωτικά Δελτία ότι οι Ανάδοχοι μπορούν να προβούν σε τέτοια ενέργεια. Ο κανονισμός ορίζει τη σταθεροποίηση τιμής μιας μετοχής στο Χρηματιστήριο σαν μία αγορά μετοχών από τους Αναδόχους που εξυπηρετεί αυτόν τον σκοπό σε περιπτώσεις που είναι βέβαιο ότι η χρηματιστηριακή τιμή είναι σημαντικά χαμηλότερη απ' ότι η τιμή που ανταποκρίνεται στη χρηματοοικονομική κατάσταση και τις προοπτικές της εταιρίας. Σε κάθε περίπτωση η τιμή που θα προκύψει από την προσπάθεια σταθεροποίησης δεν πρέπει να ξεπερνά την τιμή προσφοράς. Κάθε σταθεροποιητική ενέργεια καταγράφεται σε συγκεκριμένο αρχείο, που υπάρχει για αυτόν τον σκοπό. Κάθε Ανάδοχος, ο οποίος σχεδιάζει να πραγματοποιήσει μία πράξη σταθεροποίησης πρέπει να ενημερώσει τις αρχές τουλάχιστον μία εργάσιμη μέρα πριν τη συναλλαγή και πρέπει

επίσης να αναφέρει το μέγιστο αριθμό μετοχών που θα αγοραστούν και τα ανώτατα και κατώτατα όρια τιμών, στα οποία ο ανάδοχος σκοπεύει να αγοράσει μετοχές. Το αρχείο το οποίο αναφέρει λεπτομερώς όλες τις σταθεροποιητικές συναλλαγές παραμένει στη διάθεση των εποπτικών αρχών για μία 2ετή περίοδο μετά το τέλος της σταθεροποιητικής περιόδου. Οι Ανάδοχοι παρέχουν επίσης λεπτομερείς πληροφορίες στις εποπτικές αρχές σε ημερήσια βάση και συνολική πληροφόρηση κάθε 10 μέρες στο Χρηματιστήριο. Οι κανόνες της σταθεροποίησης παραμένουν οι ίδιοι και σε περίπτωση που οι Ανάδοχοι προβαίνουν σε τέτοιες ενέργειες σε ξένες αγορές όταν οι μετοχές είναι εισηγμένες και σε άλλα χρηματιστήρια, με την προϋπόθεση ότι τέτοιου είδους μετοχές είναι εισηγμένες και στο Χ.Α.Α. Η πιθανότητα για σταθεροποίηση τιμής υπάρχει μόνο εάν η συνολική αξία των μετοχών προς προσφορά ή εισαγωγή ξεπερνά τα 10 δις. Δρχ.

1.7 ΤΟ ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

Το Ενημερωτικό Δελτίο, περιγράφει ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία, που αφορούν την εταιρία έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να σχηματίσουν σαφή γνώμη για την αξία της μετοχής της. Η διανομή του ενημερωτικού δελτίου εισήχθη με την Υπουργική Απόφαση του 1981 και μετά σύμφωνα με το Προεδρικό Διάταγμα 348/1985 εναρμονίστηκαν οι απαιτήσεις και οι κανονισμοί με τις Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότερα το Διάταγμα επιβάλλει διαφοροποιημένες απαιτήσεις για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών για διαφορετικούς τύπους αξιόγραφων και χρήσεις των κεφαλαίων που αντλούνται από την έκδοση. Προβλέπει εξαιρέσεις για ορισμένες εκδόσεις από τη χρήση του Ενημερωτικού Δελτίου. Επίσης επιβάλλει την προηγούμενη έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και απαιτεί την κυκλοφορία του πριν από την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Απαιτεί επίσης την ενσωμάτωση τυχόν ενδιάμεσων εταιρικών εξελίξεων και πληροφοριών στο Ενημερωτικό Δελτίο και τελικά επιβάλλει την εμπιστευτικότητα του περιεχομένου του Ενημερωτικού Δελτίου. Παραρτήματα

του Διατάγματος περιγράφουν το είδος των πληροφοριών που προβλέπονται στις περιπτώσεις αντίστοιχα μετοχών, ομολογιών και τίτλων παραστατικών μετοχών (warrants).

Επιπλέον, το Ενημερωτικό Δελτίο περιλαμβάνει και ένα ειδικό τμήμα όπου αναφέρονται όλοι οι κίνδυνοι τους οποίους μπορεί να αντιμετωπίσει η εταιρία, σε σχέση τόσο με τις δραστηριότητές της όσο και σε σχέση με την εν λόγω έκδοση. Τέλος, στο Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να περιέχεται δήλωση - δέσμευση των κύριων μετόχων ότι δε θα πουλήσουν το ποσοστό συμμετοχής τους για μια εξαμήνη περίοδο μετά την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α.

1.8 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ο αριθμός των μετοχών που διατίθενται με δημόσια εγγραφή χωρίζεται σε δύο τμήματα, ίσα προς το 70% και το 30% του συνόλου. Το πρώτο τμήμα (70%) διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών φυσικών και νομικών προσώπων, εκτός των Θεσμικών επενδυτών. Το δεύτερο τμήμα (30%) διατίθεται για την ικανοποίηση των εγγραφών ημεδαπών και αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι εγγράφονται για ίδιο λογαριασμό.

Η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι ενιαία και για τα δύο τμήματα της προηγούμενης παραγράφου. Εάν η ζήτηση σε μία από τις δύο κατηγορίες επενδυτών (Θεσμικών επενδυτών-φυσικών και λοιπών νομικών προσώπων) υπολείπεται της αντίστοιχης προσφοράς και δεν έχει ικανοποιηθεί πλήρως η ζήτηση στην άλλη κατηγορία, οι πλεονάζουσες μετοχές μεταφέρονται στην κατηγορία με την ανικανοποίητη ζήτηση. Η κατανομή των μετοχών μεταξύ των επενδυτών της κατηγορίας αυτής πραγματοποιείται σύμφωνα με τους όρους που προβλέπονται για κάθε κατηγορία επενδυτών. Σε περίπτωση που δεν καλυφθεί πλήρως ο αριθμός των μετοχών της έκδοσης που προσφέρονται με δημόσια εγγραφή, οι Ανάδοχοι υποχρεούνται να αγοράσουν τις αδιάθετες μετοχές στην τιμή διάθεσης.

Η «παράδοση» των μετοχών συντελείται με την οριστική καταχώρησή τους στο Λογαριασμό Αξιών των δικαιούχων. Η καταχώρηση των μετοχών στους Λογαριασμούς Αξιών των δικαιούχων γίνεται αμέσως μετά την

ολοκλήρωση των σχετικών διαδικασιών και ανακοινώνεται έγκαιρα με δημοσιεύσεις στον Τύπο. Ο αριθμός μετοχών που κατανέμεται σε κάθε επενδυτή αντιστοιχεί σε ακέραιο αριθμό μονάδων διαπραγμάτευσης. Λοιπές τυχόν λεπτομέρειες της διαδικασίας εγγραφής περιλαμβάνονται σε ανακοίνωση μέσω του Τύπου.

1.8.1 ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ³⁴

Κατά την κατανομή των μετοχών στα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που δεν είναι θεσμικοί επενδυτές, δίνεται προτεραιότητα σε όλες τις αιτήσεις εγγραφής για το τμήμα τους που αφορά μέχρι του συνολικού αριθμού των μετοχών προς έκδοση.

Αν οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν για την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα όλων των αιτήσεων εγγραφής σύμφωνα με τα παραπάνω, η ικανοποίηση των αιτήσεων εγγραφής μέχρι το όριο του συνολικού αριθμού των μετοχών προς έκδοση γίνεται αναλογικά με βάση το συντελεστή ικανοποίησης για ακέραιες μονάδες διαπραγμάτευσης, παραλειπομένου του τυχόν κλάσματος μονάδας διαπραγμάτευσης. Ο συντελεστής ικανοποίησης υπολογίζεται με βάση τη ζήτηση που προκύπτει μετά τον περιορισμό των αιτήσεων εγγραφής στο κατά προτεραιότητα όριο ικανοποίησης του συνολικού αριθμού των μετοχών προς έκδοση. Στην περίπτωση που μετά την πρώτη, κατά τα προαναφερθέντα, κατανομή απομείνουν αδιάθετες μετοχές, κατανέμεται μία ακέραια μονάδα διαπραγμάτευσης στους επενδυτές που είχαν τα μεγαλύτερα παραληφθέντα κλάσματα μονάδας διαπραγμάτευσης, αν δε οι διαθέσιμες μετοχές δεν επαρκούν

³⁴ Ο αριθμός των μετοχών που διανέμονται στους ιδιώτες επενδυτές ισούται με :

1. τον αριθμό των εκδιδόμενων μετοχών διαιρεμένο με το 2000, όταν η αναμενόμενη αξία της έκδοσης είναι μικρότερη από 5 δις δρχ.
2. τον αριθμό των εκδιδόμενων μετοχών διαιρεμένο με το 5000, όταν η αναμενόμενη αξία της έκδοσης κυμαίνεται ανάμεσα σε 5 - 20 δις δρχ.
3. τον αριθμό των εκδιδόμενων μετοχών διαιρεμένο με το 5000 ή περισσότερο (το οποίο καθορίζεται από τον ανάδοχο), όταν η αναμενόμενη αξία της έκδοσης είναι μεγαλύτερη από 20 δις δρχ.

για την ικανοποίηση όλων των αιτήσεων εγγραφής που είχαν το ίδιο κλάσμα μονάδας διαπραγμάτευσης, διενεργείται κλήρωση προκειμένου να κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτή που κληρώνεται μία ακέραια μονάδα διαπραγμάτευσης.

Αν μετά την ικανοποίηση κατά προτεραιότητα των αιτήσεων εγγραφής για το μέχρι του συνολικού αριθμού των μετοχών προς έκδοση, τμήμα τους παραμένουν αδιάθετες μετοχές, αυτές θα κατανεμηθούν στους επενδυτές που ενεγράφησαν για μεγαλύτερο αριθμό μετοχών, αναλογικά, με βάση το μη ικανοποιηθέν τμήμα κάθε αίτησης εγγραφής.

Σε περίπτωση που η έκδοση δεν καλυφθεί και δεν ικανοποιούνται οι όροι περί διασποράς, οι ενέργειες που γίνονται για την ικανοποίηση των όρων διασποράς καθορίζονται ανάλογα με το βαθμό κάλυψης της έκδοσης.

Σε περίπτωση που το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. δεν εγκρίνει την εισαγωγή των μετοχών στο Χ.Α.Α., τότε η Εκδότρια Εταιρία υποχρεούται να επιστρέψει τα χρήματα στους επενδυτές.

1.8.2 ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Ως Θεσμικοί επενδυτές νοούνται τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, οι ΕΠΕΥ με μετοχικό κεφάλαιο άνω του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών ή του ισόποσου σε ξένο νόμισμα, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες με σύνολο ενεργητικού άνω των έξι δισεκατομμυρίων δραχμών ή του ισόποσου σε ξένο νόμισμα με βάση τον τελευταίο δημοσιευμένο Ισολογισμό και τα ασφαλιστικά ταμεία. Σε κάθε περίπτωση δεν θεωρούνται Θεσμικοί επενδυτές οι υπεράκτιες εταιρίες (offshore companies).

Οι Ανάδοχοι οφείλουν να τηρούν και να έχουν στη διάθεση των εποπτικών αρχών στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ότι οι εγγραφόμενοι ως αλλοδαποί Θεσμικοί επενδυτές, πληρούν προϋποθέσεις αντίστοιχες με αυτές που διέπουν τους ημεδαπούς Θεσμικούς επενδυτές που αναφέρονται παραπάνω και εποπτεύονται από αντίστοιχες κατά χώρα εποπτικές αρχές.

Η τιμολόγηση αποφασίζεται από το Συντονιστή Κύριο Ανάδοχο σε συνεννόηση με το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας συνεκτιμώντας διάφορους παράγοντες, οι κυριότεροι των οποίων είναι το μέγεθος της ζήτησης των μετοχών και η επιθυμία για ικανοποιητική χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της Τράπεζας στο ΧΑΑ.

Για την κατανομή των μετοχών στους Θεσμικούς επενδυτές που συμμετέχουν στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών, πραγματοποιείται αξιολόγηση των υποβληθεισών προσφορών, κατά την οποία συνεκτιμώνται τα εξής ενδεικτικά κριτήρια³⁵:

- το είδος του Θεσμικού επενδυτή
- ο χρόνος υποβολής της προσφοράς
- το μέγεθος της προσφοράς
- η προσφερόμενη τιμή και ειδικότερα η συμβολή των προσφορών ενός Θεσμικού επενδυτή στη διαμόρφωση ελκυστικής τιμής,
- η χρηματιστηριακή συμπεριφορά σε προηγούμενες περιπτώσεις διάθεσης μετοχών και η εκτιμώμενη συμπεριφορά μετά τη διάθεση.

Επισημαίνεται ότι δεν υπάρχει καμία υποχρέωση αναλογικής ή άλλου είδους ικανοποίησης των υποβληθεισών προσφορών. Από την κατανομή των μετοχών εξαιρούνται οι Ανάδοχοι, καθώς και οι συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, εξαιρουμένων των Ανώνυμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Ανώνυμων Εταιριών Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, εφόσον οι τελευταίες εγγράφονται για λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

³⁵ Ο Κύριος Ανάδοχος προκαθορίζει τα κριτήρια με βάση τα οποία θα κατανείμει τις μετοχές και τα οποία μπορεί να είναι ποσοτικού και ποιοτικού χαρακτήρα. Τα κριτήρια πρέπει να αναφέρονται συνοπτικώς στο Ενημερωτικό Δελτίο της εκδότριας εταιρίας. Ο Κύριος ανάδοχος πρέπει να είναι σε θέση να παράσχει στις εποπτικές αρχές στοιχεία από τα οποία να προκύπτει ο τρόπος με τον οποίο εφάρμοσε τα προαναγγελθέντα κριτήρια προκειμένου να κατανείμει τις μετοχές στους θεσμικούς επενδυτές.

2. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: ΔΕΙΓΜΑ

2.1 ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΣΥΜΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ).

1 ALPHA FINANCE S.A.	32 ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ. ΑΛΟΥΜ. Α.Ε.
2 ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.	33 ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ. ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ
3 ALPHA ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.	34 ΑΛΥΣΙΔΑ Α.Β.Ε.Ε.
4 ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε.	35 ΑΛΦΑ-ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
5 AUTOHELLAS Α.Ε.	36 ANEK LINES
6 CHIPITA INTERNATIONAL Α.Ε.	37 ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΓΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ
7 ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	38 ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
8 FANCO Α.Ε.	39 ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.
9 FIERATEX ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΙ ΒΡΟΣ	40 ΑΦΟΙ ΜΑΓΡΙΖΟΥ
10 FRIGOGLASS S.A.	41 ΒΑΡΒΑΡΕΣΣΟΣ Α.Ε.
11 "GOODYS" Α.Ε.	42 ΓΕΚΑΤ ΓΕΝ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Τ.Ε.
12 HELLAS CAN Α.Ε.	43 ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & Β/ΝΙΑΣ
13 ΗΥΑΤΤ Regency S.A.	44 ΓΕΝ. ΕΤ. ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
14 INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	45 ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ
15 INTERAMERICAN S.A	46 ΓΝΩΜΩΝ Α.Ε.
16 INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	47 ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ Α.Ε.
17 LAVIPHARM Α.Ε.	48 ΔΑΝΕ SEA LINES
18 MARFIN Α.Ε.Ε.Χ. (ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΗ)	49 ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ Α.Β.Ν.Ε.
19 ΝΕΧΑΝΣ ΑΛΚΑΤΕΛ Καλώδια Α.Β.Ε	50 ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
20 OLYMPIC CATERING Α.Ε.	51 ΔΕΛΤΑ ΠΡΟΤ. ΒΙΟΜ. ΓΑΛΑΚΤΟΣ
21 ΡΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.	52 ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ
22 SATO Α.Ε.	53 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.
23 TELESIS ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	54 ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.
24 UNIFON Α.Ε.	55 ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.
25 VETERIN Α.Ε.	56 ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ (πρώην ΚΕΝΤΡ. ΕΛΛΑΔΟΣ)
26 ΑΒΑΣ Α.Ε. ΕΡΓΟΛΗΠΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	57 ΕΔΡΑΣΗ-Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Ε.Τ.Ε.
27 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	58 ΕΛΒΑΛ (πρώην ΒΕΠΑΛ)
28 ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	59 ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
29 ΑΘΗΝΑ Α.Ε.Β. & Τ.Ε.	60 ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ
30 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	61 ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ
31 ΑΚΤΩΡ Α.Ε.	62 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ

63	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	94	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
64	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤ.ΜΠΙΣΚΟΤΩΝ	95	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΟΦΙΜΩΝ Α.Ε.
65	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	96	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.
66	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	97	ΜΠΗΤΡΟΣ Α.Ε.Ε.Ε.
67	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	98	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.
68	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	99	ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.
69	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	100	ΟΤΕ Α.Ε.
70	ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ.	101	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
71	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	102	ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.
72	ΕΡΓΑΣ Α.Τ.Ε	103	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
73	ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε.	104	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ Α.Ε.
74	ΕΤΒΑ LEASING Α.Ε.	105	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
75	ΕΤΕΜ	106	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ" Α.Τ.Ε.
76	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	107	ΠΡΟΟΔΟΣ Α.Ε. - ΕΛΛ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ
77	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	108	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε
78	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ" Α.Ε.	109	ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
79	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	110	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ
80	ΙΝΤΕΑΛ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	111	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (πρώην ΕΡΛΙΚΟΝ)
81	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	112	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
82	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε.	113	ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.-DELONGHI
83	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ	114	ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
84	ΚΑΛΠΙΝΗΣ-ΣΙΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	115	ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ
85	ΚΑΤΣΕΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	116	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
86	ΚΛΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Γ. ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	117	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ Α.Ε.Τ.Ε.
87	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	118	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ
88	ΜΑΞΙΜ-ΠΕΡΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	119	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.
89	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ ΑΤΕ	120	ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ Α.Ε.
90	ΜΗΧΑΝΙΚΗ" Α.Ε.	121	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
91	ΜΙΝΕΡΒΑ" Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ	122	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (πρώην ΒΕΚΤΩΡ)
92	ΜΙΝΩΪΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ		
93	ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.ΒΕ.ΕΜΕ & Ε.		

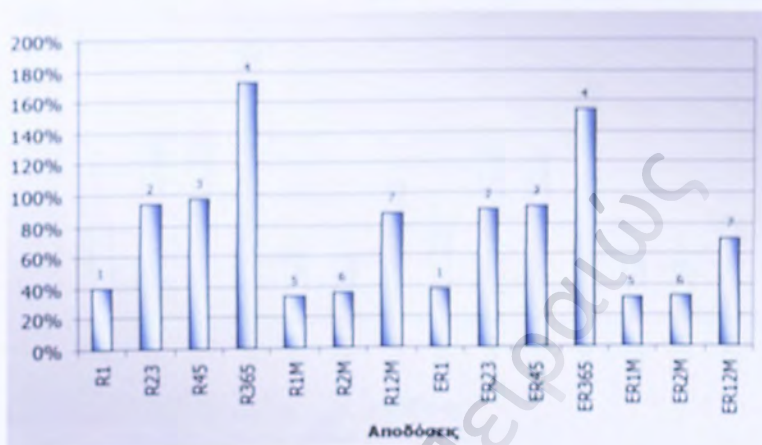
2.2 ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ).

1	ACTIVE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	42	ΕΡΙΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ "ΜΠΡΙΤΤΑΝΙΑ" Α.Ε.
2	ALTEC Α.Β.Ε.Ε.	43	ΕΤΑΝΕ-ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Ε.
3	ΑΧΟΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (πρώην EUROMEDICA Α.Ε.)	44	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
4	CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε.	45	ΗΛΕΚΤΡΑ Α.Ε.
5	DIONIC S.A.	46	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.
6	DIS Α.Ε.	47	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε.
7	EVEREST Α.Ε.	48	ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε.
8	FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.Π.	49	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε.
9	FOLLI-FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	50	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.
10	INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε.	51	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.
11	INTRALOT S.A.	52	ΚΟΥΜΠΙΑΣ-ΑΣΦ. ΣΥΜΒ. ΥΠ/ΣΙΕΣ Α.Ε.
12	JUMBO BABY LAND ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Α.Ε.	53	ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.
13	KLEEMAN HELLAS Α.Β.Ε.Ε.	54	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ Α.Ε.
14	METROLIFE ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.Α.Ε.Ζ.	55	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Α.Ε.
15	MEVACO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	56	ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.
16	MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.	57	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.
17	RIDENCO Α.Ε.Β.Ε.	58	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
18	RILKEN ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΛΥΝΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	59	ΜΕΤΑΛΛΟΠΛΑΣΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε.
19	RIOPESCA	60	ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.
20	SEAFARM ΙΟΝΙΑΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ Α.Ε.	61	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ Α.Ε.
21	SINGULAR Α.Ε.	62	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ
22	SPIDER Α.Ε.	63	ΝΕΩΡΙΟΝ ΣΥΡΟΥ Α.Ε.
23	SYSWARE Α.Ε.	64	ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.
24	UNISOFT Α.Ε.	65	ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ Α.Ε.
25	ΥΑΛCO - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	66	ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
26	"ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε."	67	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.
27	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	68	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε.-ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ
28	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	69	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING
29	ΑΤΕΡΜΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ	70	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
30	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	71	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε.
31	ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΒΕΠΕ Α.Ε.	72	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
32	ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΕΡΑΕ	73	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΓΡΑΣΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
33	ΓΕΝΕΡ Α.Ε.	74	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε.
34	ΔΑΝΙΗΛΙΔΗΣ "ΠΑΝΑΓΙΑ" Α.Ε.	75	ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜΑΚΑ-ΚΑΛΛΥΝΤΙΚΑ Α.Ε.
35	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	76	ΡΟΚΑΣ
36	Ε. ΠΑΪΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	77	ΣΙΓΑΛΑΣ Α.Τ.Ε.
37	ΕΛΒΙΕΜΕΚ Α.Ε.	78	ΣΠΟΡΤΣΜΑΝ Α.Ε.
38	ΕΛΛΑΤΕΞ ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε.	79	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
39	ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε.Β.Ε.	80	ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.
40	ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ ΑΕ	81	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. (ΗΛΙΟΦΙΝ)
41	ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ ΙΝΤΕΡΤΥΠ	82	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.

2.3 ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΗΚΑΝ ΑΠΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ (ΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ).

	<i>ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ</i>
1	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΑΤΤΙΚΗΣ
2	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
3	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ
4	ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔ. Α.Ε.Ε.Χ.
5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
6	ΦΙΛΙΠΠΟΥ ΔΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑ
	<i>ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ</i>
1	ALBIO ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε
2	COMPUTER LOGIC S.A
3	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.
4	ΕΛΒΕ-ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.
5	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ /ΚΟΡ-ΦΙΛ Α.Ε.Β.Ε.

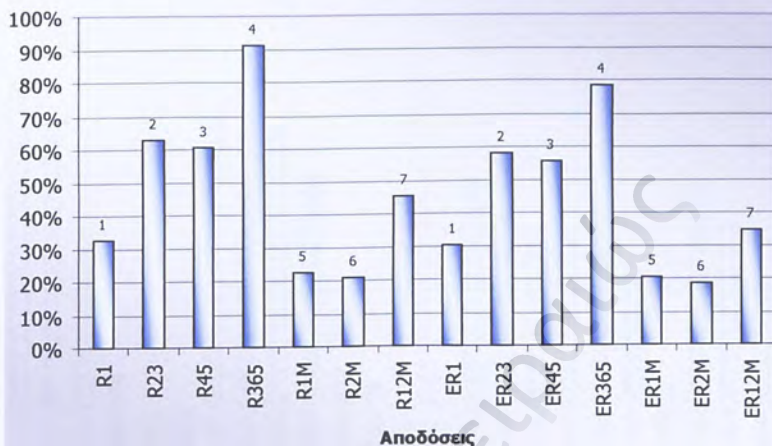
2.4 ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΥΟ ΑΓΟΡΕΣ



1. Πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Ας σημειωθεί πως οι αποδόσεις πρώτης ημέρας για τις εταιρίες που εισήχθησαν μετά το 1992 δεν ξεπερνούν το 8% λόγω του σχετικού περιορισμού ημερήσιων μεταβολής τιμών. Επομένως, η μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης δεν είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής απόδοσης.
2. Εικοστή τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
3. Τεσσαρακοστή πέμπτη ημέρα διαπραγμάτευσης.
4. Τριακόσιες εξήντα πέντε ημερολογιακές ημέρες.
5. Πρώτος μήνας διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
6. Δύο πρώτοι μήνες διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.
7. Πρώτος χρόνος διαπραγμάτευσης μετά την πρώτη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση.

Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε όλα τα επίπεδα στατιστικής (10%, 5%, 1%) σημαντικότητας, χρησιμοποιώντας διπλευρό έλεγχο υποθέσεων.

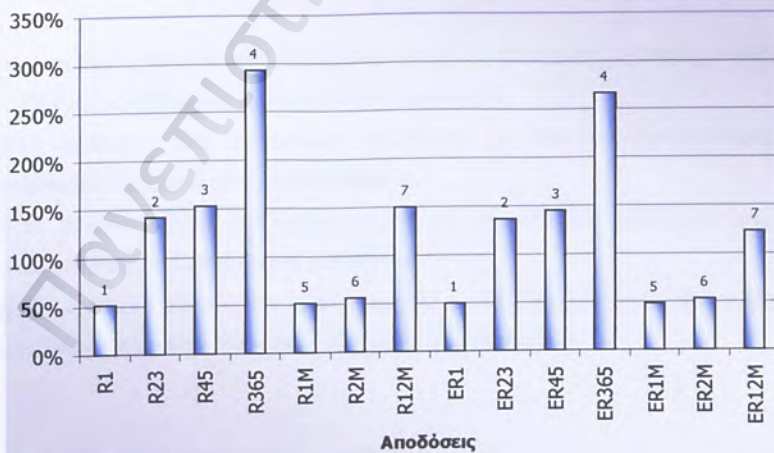
2.5 ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ



1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

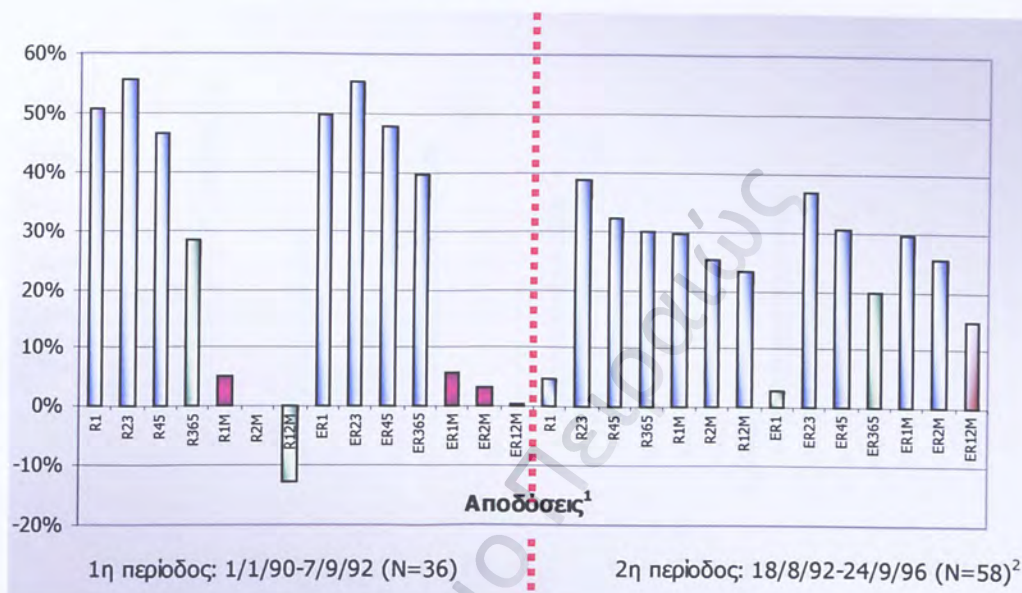
□ Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5%, 1%), χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

2.6 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΟΛΟΚΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ



1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

□ Όλες οι αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5% και 1%), χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

2.7 ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (1^η ΚΑΙ 2^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ)

1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

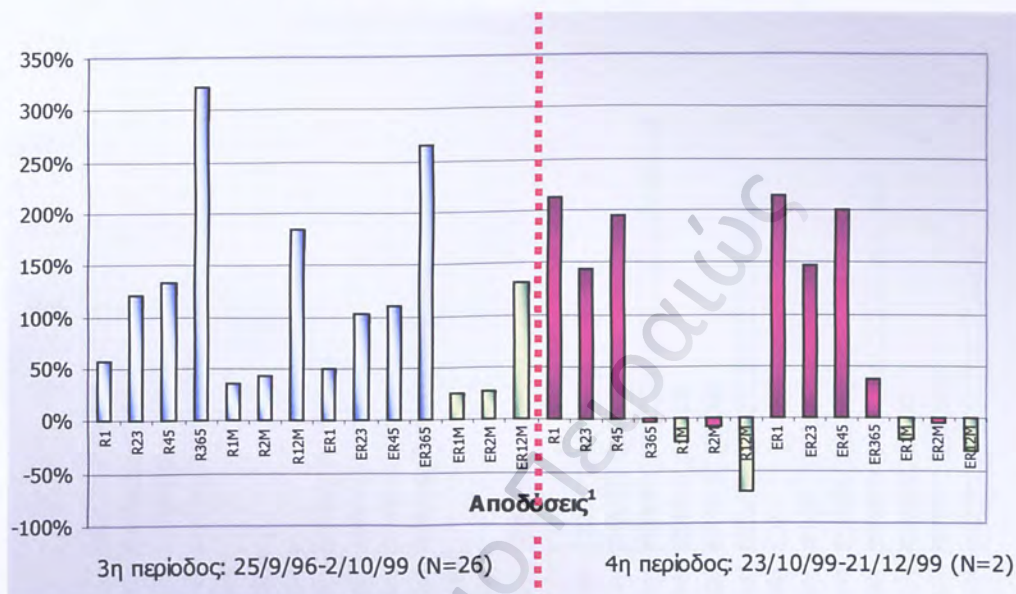
2. Υπενθύμιση: Στην περίοδο αυτή ίσχυε το όριο του 8%.

□ Η απόδοση είναι στατιστικά σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5%, 1%) χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

◻ Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

◻ Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

■ Η απόδοση είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

2.8 ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ (3^η ΚΑΙ 4^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ)

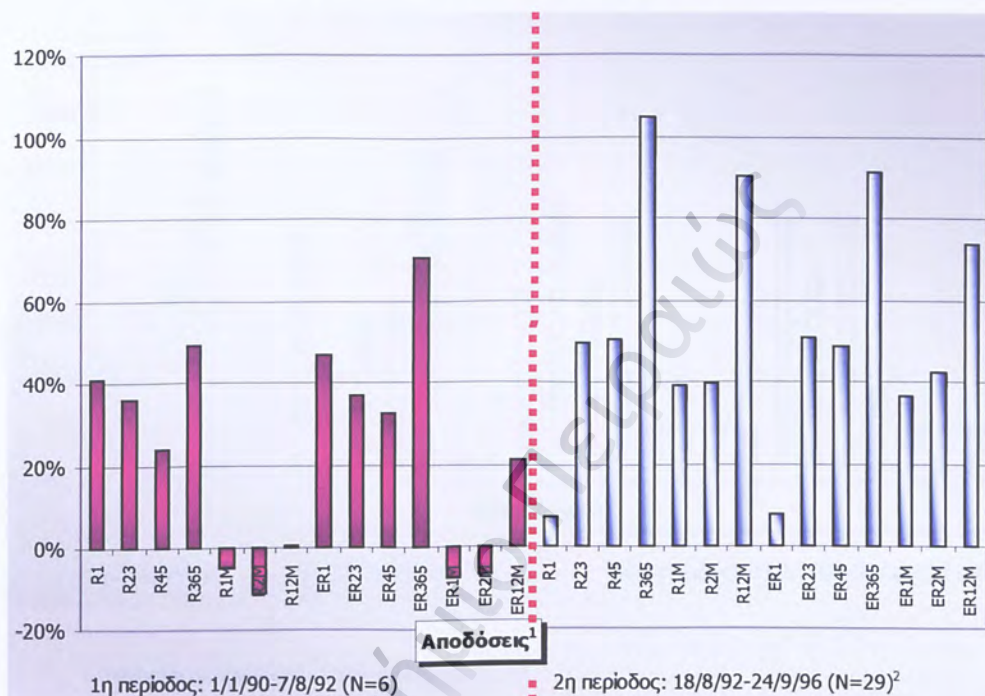
1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5%, 1%), χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

Η απόδοση είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

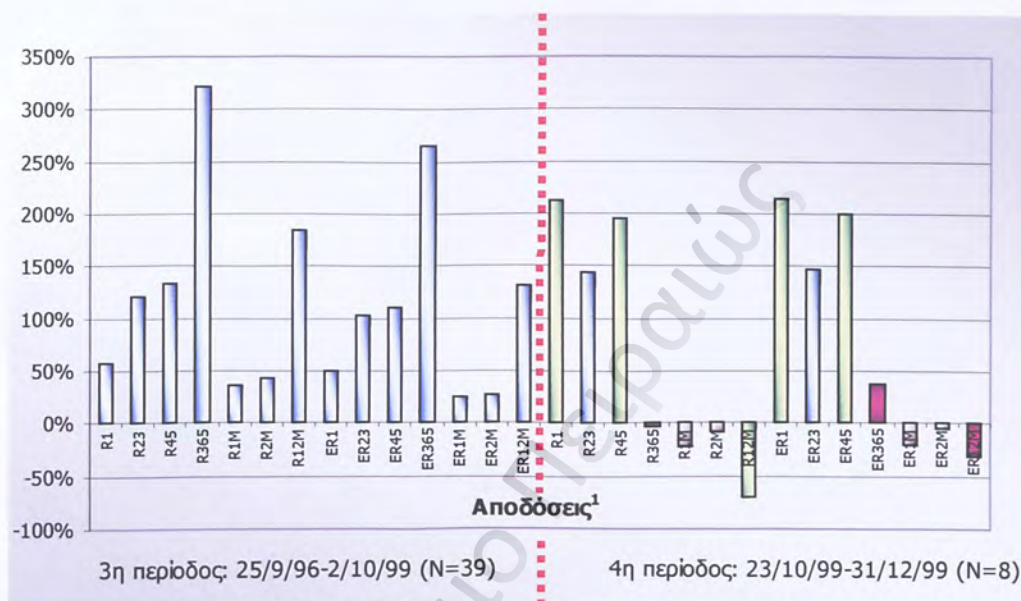
2.9 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (1^η ΚΑΙ 2^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ)

1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

2. Υπενθύμιση: Στην περίοδο αυτή ίσχυε το όριο του 8%.

□ Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5%, 1%) χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

■ Η απόδοση είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.

2.10 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ (3^η ΚΑΙ 4^η ΠΕΡΙΟΔΟΣ)

1. Ισχύουν οι ορισμοί 1-7 του γραφήματος 2.4.

- Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (10%, 5%, 1%) χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.
- Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.
- Η απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων
- Η απόδοση είναι στατιστικά ασήμαντη σε όλα τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων.