



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)

ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΚΑΙ Η ΠΡΩΤΗ
ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΙΩΑΝΝΗΣ Π. ΒΑΛΑΒΑΝΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2015

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (E-MBA)**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη: E-MBA» με τίτλο ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ
... ΚΑΙ Η ΠΡΩΤΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....

Έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού φοιτητή/τριας Βαλαβάνης

Όνοματεπώνυμο Ιωάννης Βαλαβάνης

Ημερομηνία 24/11/2015

ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΚΑΙ Η ΠΡΩΤΗ ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΙΩΑΝΝΗΣ Π. ΒΑΛΑΒΑΝΗΣ

Σημαντικοί όροι: Χρηματιστήριο, Ανώνυμες Εταιρείες, Δημόσιες Εγγραφές,

Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε παγκόσμιο επίπεδο αλλά και στην Ελλάδα, παρουσιάζεται εκτενώς η εξέλιξη των πολυμετοχικών ανωνύμων εταιρειών καθώς και η προσπάθειά διασποράς και μεταβίβασης των τίτλων αυτών μέσα σε θεσμικά πλαίσια που θα διευκολύνουν την κίνησή τους ανάμεσα στους υφιστάμενους αλλά και υποψήφιους μετόχους.

Η δημιουργία και ανάπτυξη του θεσμού των χρηματιστηρίων βοήθησε σημαντικά την εξέλιξη των ανωνύμων εταιρειών μέσα από τη συνεχή προσέλκυση αυξανόμενου αριθμού επενδυτών. Η σημαντικότερη ίσως διαδικασία η οποία αναπτύχθηκε μέσα στα χρηματιστήρια ήταν αυτή της δημόσιας εγγραφής μιας εταιρείας προς διαπραγμάτευση.

Τη δημόσια εγγραφή συνήθως σε μεταγενέστερο χρόνο ακολουθούσε μια ή και περισσότερες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με αντικειμενικό σκοπό την διεύρυνση της ρευστότητας της εκάστοτε εταιρείας. Έτσι έχουν ξεκινήσει προσπάθειες αξιολόγησης των διαδικασιών αυτών, μέσα από τη μέτρηση και ανάλυση φαινομένων που παρουσιάζονται να παρακολουθούν συστηματικά αυτές, με γνώμονα πάντοτε την ανάλυση ανθρωπίνων συμπεριφορών.

Κύριος στόχος της εργασίας αυτής είναι, ο προσδιορισμός της διαδικασίας Δημόσιας Εγγραφής μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η αναγνώριση των φαινομένων που επηρεάζουν την ποιότητα της διαδικασίας της Δημόσιας Εγγραφής και η χρονική σύνδεση των επερχόμενων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με την χρηματιστηριακή εξέλιξη της μετοχικής τιμής των εταιρειών.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικά στοιχεία που μπορούν να συνδέσουν την επιλογή μιας ευρύτερης χρονικής περιόδου αύξησης μετοχικού κεφαλαίου από μια εταιρεία με ένα συγκεκριμένο είδος αυξήσεως καθώς και με τη χρηματιστηριακή απόδοση της τιμής της συγκεκριμένης εταιρείας από την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών.

Επιβεβαιώνεται, με τη χρήση οικονομετρικού υποδείγματος το οποίο υπόκειται σε στατιστικούς ελέγχους, η αρχική υπόθεση ότι οι εταιρείες με τις μεγαλύτερες βραχυχρόνιες αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά του χρηματιστηρίου επιλέγουν να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο με καταβολή μετρητών από τους υφιστάμενους αλλά και υποψήφιους μετόχους σε συντομότερο χρονικό διάστημα από ότι θα επέλεγαν για άλλου είδους αυξήσεων.

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ τον καθηγητή Νικόλαο Τσαγκαράκη.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	Σελίδες 1-4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Αναδρομή στις Δημόσιες Εγγραφές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.	Σελίδες 5-12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Θεσμικό πλαίσιο των Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου.	Σελίδες 13-26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.	Σελίδες 27-40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Περιγραφή του δείγματος.	Σελίδες 41-58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Μεθοδολογία και έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας αποδόσεων.	Σελίδες 59-68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 Μεθοδολογία και έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος μελέτης των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ).	Σελίδες 69-81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 Σύνοψη και Συμπεράσματα.	Σελίδες 82-84
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	Σελίδες 85-91
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	Σελίδες 92-96

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Χρονοδιάγραμμα εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ.	Σελίδα 19
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Το Ενημερωτικό Δελτίο Περιλαμβάνει.	Σελίδες 20-21
ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Σύνοψη αποτελεσμάτων διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης στις δημόσιες εγγραφές.	Σελίδες 38-39
ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Δημόσιες εγγραφές στο ΧΑΑ από το 2000 μέχρι το 2011.	Σελίδα 42
ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Αντληθέντα κεφάλαια από εταιρείες στο ΧΑΑ.	Σελίδα 45
ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Συσχέτιση μεγέθους Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας	Σελίδα 52
ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Εταιρείες που συμμετέχουν στο δείγμα.	Σελίδα 53
ΠΙΝΑΚΑΣ 8 Χρηματιστηριακές αποδόσεις (με βάση την Τιμή Εισαγωγής) από εισαγωγές εταιρειών στο ΧΑΑ (2000 – 2011).	Σελίδα 64
ΠΙΝΑΚΑΣ 9 Χρηματιστηριακές αποδόσεις στο ΧΑΑ (2000 – 2011) με διαχωρισμό του είδους της πρώτης ΑΜΚ.	Σελίδα 66
ΠΙΝΑΚΑΣ 10 Μέσες τιμές των μεταβλητών για $t=21$ ημέρες.	Σελίδα 74
ΠΙΝΑΚΑΣ 11 Συσχέτιση των μεταβλητών για $t=21$ ημέρες.	Σελίδα 75
ΠΙΝΑΚΑΣ 12 Αποτελέσματα_διαδικασίας STEPWISE για $t=21$ ημέρες.	Σελίδα 76
ΠΙΝΑΚΑΣ 13 Πρόβλεψη για τιμές 0 και 1 της πρώτης ΑΜΚ.	Σελίδα 76
ΠΙΝΑΚΑΣ 14 Συσχέτιση των μη σημαντικών μεταβλητών με τη σημαντική μεταβλητή.	Σελίδα 77

ΠΙΝΑΚΑΣ 15 Μέσες τιμές των μεταβλητών για $t=126$ ημέρες.	Σελίδα 78
ΠΙΝΑΚΑΣ 16 Συσχέτιση των μεταβλητών για $t=126$ ημέρες.	Σελίδα 78
ΠΙΝΑΚΑΣ 17 Αποτελέσματα_διαδικασίας STEPWISE για $t=126$ ημέρες.	Σελίδα 79
ΠΙΝΑΚΑΣ 18 Πρόβλεψη για τυχαίες τιμές των στατιστικά σημαντικών μεταβλητών.	Σελίδα 80
ΠΙΝΑΚΑΣ 19 Μέσες τιμές των μεταβλητών για $t=250$ ημέρες.	Σελίδα 81
ΠΙΝΑΚΑΣ 20 Συσχέτιση των μεταβλητών για $t=250$ ημέρες.	Σελίδα 81
ΠΙΝΑΚΑΣ 21 Οι πρώτες Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου	Σελίδες 85-91

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Κεφαλαιοποίηση ΧΑΑ ανά έτος.	Σελίδα 44
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Απορρόφηση κεφαλαίων στο ΧΑΑ από Εισηγμένες και Νέες Εταιρείες.	Σελίδα 47
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.	Σελίδα 48
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Εξέλιξη αντληθέντων κεφαλαίων στο ΧΑΑ.	Σελίδα 51
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Κατανομή των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.	Σελίδα 58
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Διαδικασία STEPWISE	Σελίδα 72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το χρηματοδοτικό μας σύστημα αποτελείται από ένα σύνθετο κανονιστικό περιβάλλον που εξυπηρετεί την μεταβίβαση οικονομικών πόρων μεταξύ των μονάδων των αγορών, και συγκεκριμένα μια συνεχή ροή από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές. Η ροή αυτή των οικονομικών πόρων αφορά και την καθημερινή διακίνηση τίτλων μέσα στο σύστημα, οι οποίοι διακρίνονται από τη χρονική τους διάρκεια και ορίζουν τις αγορές χρήματος και τις αγορές κεφαλαίου.

Στην αγορά χρήματος διακινούνται χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας κάτω του ενός έτους τα οποία χαρακτηρίζονται και από υψηλή ρευστότητα.

Από την άλλη η αγορά κεφαλαίου διακινεί τα αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας δηλαδή με λήξεις άνω του ενός έτους. Οι πλεονασματικοί πόροι που μεταφέρονται στις αγορές αυτές από τους ιδιώτες ή και θεσμικούς επενδυτές ανταλλάσσονται με τη συμμετοχή στην κερδοφορία των επιχειρήσεων (ελλειμματικών μονάδων).

Κατά τον τρόπο αυτό οι ανώνυμες εταιρείες διαιρούν το μετοχικό τους κεφάλαιο σε ισόποσα μερίδια που ονομάζονται μετοχές. Τους δίδεται με την τμηματοποίηση αυτή η δυνατότητα να αυξάνουν τον αριθμό των συμμετεχόντων στο μετοχικό τους κεφάλαιο, αναλαμβάνοντας συγχρόνως την υποχρέωση για ανάλογη συμμετοχή στα μελλοντικά τους κέρδη. Συγχρόνως μέσω των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων δίνεται και η δυνατότητα συμμετοχής στις αποφάσεις μιας εταιρείας, εξασκώντας το δικαίωμα ψήφου. Η ελλειμματική

μονάδα με τον τρόπο αυτό μπορεί και αντλεί από τη κεφαλαιαγορά μεγάλα χρηματικά ποσά.

Οι λειτουργίες αυτές του χρηματοδοτικού μας συστήματος διενεργούνται μέσω του χρηματιστηρίου το οποίο δίνει την δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με την έκδοση νέων τίτλων στην πρωτογενή αγορά. Επιπλέον, επιτρέπουν τη διαπραγμάτευση των τίτλων αυτών σε οργανωμένη αγορά (δευτερογενή αγορά).

Οι τίτλοι των ανωνύμων εταιρειών αποτιμώνται στη χρηματιστηριακή τους τιμή. Η συνολική αξία της επιχείρησης προκύπτει από το γινόμενο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία πολλαπλασιαζόμενο με την τιμή κλεισίματος της μετοχής (ονομάζεται κεφαλαιοποίηση).

Οι μετοχές των ανωνύμων εταιρειών έχουν και την ονομαστική τους αξία, η οποία αναγράφεται στον τίτλο της μετοχής και ορίζεται κατά την έκδοση των μετοχών. Το γινόμενο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία πολλαπλασιαζόμενο με την ονομαστική τιμή της μετοχής αποτελεί το μετοχικό κεφάλαιο.

Οι Γενικές Συνελεύσεις αποφασίζουν τελικώς για τις παρακάτω πολιτικές:

1. Μερισματική πολιτική.
2. Αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών, κερδών καθώς και με μετρητά.
3. Δωρεάν διανομή μετοχών.
4. Δικαιώματα προτίμησης.
5. Διάσπαση ή αντίστροφη διάσπαση της μετοχής (split, reverse split).

Οι εισαγωγές των εταιρειών στο χρηματιστήριο χρίζουν σοβαρής μελέτης και προεργασίας τόσο από τους ιδιοκτήτες μετόχους που αποφασίζουν για την άντληση κεφαλαίων από την πώληση εταιρικών μεριδίων, όσο και από τους νέους επενδυτές που επενδύουν σε νεοεισηγμένους τίτλους, αφού τα οικονομικά συμφέροντα των πρώτων δεν συμπίπτουν πάντοτε με αυτά των δεύτερων. Ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής της μετοχής μιας εταιρείας σε επίπεδα που δεν αντιπροσωπεύει την πραγματική αξία της εταιρείας οδηγεί σε μετατόπιση πλούτου από τους παλαιούς μετόχους προς τους νεωτέρους όταν η τιμή αυτή καθορίζεται κάτω από την πραγματική αξία. Ακολούθως οι νέοι επενδυτές επιθυμούν να αγοράσουν σε επίπεδα που η τιμή εισαγωγής θα είναι χαμηλότερη της πραγματικής αξίας για να κεφαλαιοποιήσουν τα κέρδη τους στη δευτερογενή αγορά.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας μετά την πρώτη Δημόσια Εγγραφή (ΔΕ) ενδέχεται να μεταβληθεί από την αρχική μέσω της άντλησης επιπλέον κεφαλαίων στη πρωτογενή αγορά και μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους (δημόσια εγγραφή, δικαιώματα προτίμησης).

Μεγάλο ενδιαφέρον για την παρούσα μελέτη παρουσιάζει το διάστημα κατά το οποίο οι περισσότερες εταιρείες επιλέγουν να κάνουν μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ). Ερωτήματα που παρουσιάζουν ενδιαφέρον, είναι: Γιατί οι εταιρείες σπεύδουν σε σύντομο χρονικό διάστημα, πολλές φορές και μικρότερο του εξαμήνου, μετά τη Δημόσια Εγγραφή τους να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο; Ποιους τρόπους επιλέγουν για να πετύχουν τις αυξήσεις αυτές; Σχετίζεται ο χρόνος και ο τρόπος (ΑΜΚ) με τη βραχυχρόνια απόδοση τις τιμής της μετοχής αμέσως μετά τη δημόσια εγγραφή (ΔΕ).

Συγχρόνως αναφέρονται τα κίνητρα που οδηγούν τους διαχειριστές μιας εταιρείας να πάρουν την απόφαση για μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (ΑΜΚ) αμέσως μετά τη (ΔΕ). Ποιοι είναι οι παράγοντες που προσδιορίζουν ίσως την επιλογή της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής και οδηγούν μια εταιρεία να αναζητήσει νέα κεφάλαια στην αγορά του Χρηματιστηρίου γρηγορότερα από μια άλλη;

Οι απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα σίγουρα δεν είναι μονοδιάστατες αφού οι αποφάσεις μεγάλων οργανισμών όπως οι ανώνυμες εταιρείες περνούν αρκετά στάδια εγκρίσεων όπως θα δούμε στη συνέχεια με αποτέλεσμα να συνεκτιμάται ένα ευρύτερο φάσμα μικροοικονομικών και μακροοικονομικών παραγόντων για την ανάπτυξη των στρατηγικών τους αποφάσεων. Οι αποφάσεις που μεταβάλουν το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας και ο τρόπος και χρόνος που επιλέγεται να γίνει αυτό έχει βαρύνουσα σημασία για τη συγκεκριμένη μελέτη αφού μεταβάλλει τη αρχική μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές μετά την εισαγωγή της στη χρηματιστηριακή αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΙΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

2.1 Τα πρώτα χρόνια των αγορών κεφαλαίου

Τα χρηματιστήρια ως θεσμός, εμφανίστηκαν στις βιομηχανικές χώρες της Δύσης, από τα τέλη του 18^{ου} αιώνα. Η ίδρυση των χρηματιστηρίων ήρθε να καλύψει την ανάγκη εύρεσης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των πάγιων επενδύσεων στον τομέα της βιομηχανίας και των υποδομών.

Στα τέλη του 19^{ου} αιώνα εμφανίζεται και στην Ελλάδα η εταιρική μορφή των ανωνύμων εταιρειών, από Κωνσταντινοπολίτες και κεντροευρωπαίους Έλληνες ομογενείς. Συγχρόνως, δημιουργείται και η ανάγκη διαπραγμάτευσης των μετοχικών τίτλων (αγορά - πώληση) που σπεύδουν να την καλύψουν ανεπίσημα οι λέσχες και τα καφενεία. Πάνω από το καφενείο “Η Ωραία Ελλάς”, στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου, βρισκόταν η “Λέσχη των Εμπόρων Αθηνών” που από το 1870 αποτέλεσε τόπο συναντήσεως των επαγγελματιών που πραγματοποιούσαν συναλλαγές ομολογιών των Ελληνικών εθνικών δανείων. Σταδιακά διαδόθηκαν και οι μετοχικοί τίτλοι, δημιουργώντας τη διάθεση για συστηματικές συναλλαγές.

Οι πρώτες μετοχές της εποχής που διαπραγματεύονταν ήταν της Εθνικής Τράπεζας, της Εθνικής Ατμοπλοΐας Ελλάδας και αργότερα της Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργιών του Λαυρίου και της ασφαλιστικής εταιρίας Φοίνιξ.

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η πρώτη δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ίσως είναι αυτή της Εθνικής Τράπεζας με έτος ίδρυσης το 1841 και αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 δραχμές. Αναφορικά το μετοχικό κεφάλαιο της τραπεζής κατά τα πρώτα χρόνια εργασιών της εξελίχθηκε ως εξής:

Έτος	Αρ. Μετοχών που εκδόθηκαν	Τιμή διάθεσης (δρχ. ανά μετοχή)
1843	5.000	1.000
1847	1.000	1.025
1861	2.000	1.300
1863	2.000	1.350
1864	2.500	1.370
1866	2.500	1.525
1870	1.000	2.050
1876	2.000	3.000
Σύνολο	18.000	12.620

Τον Απρίλιο του 1873 είχε ολοκληρωθεί και η Δημόσια Εγγραφή των μετοχών της Μεταλλευτικής Εταιρίας Λαυρίου με τιμή διάθεσης 50 δρχ. και μία εντυπωσιακή υπερκάλυψη. Η συγκεκριμένη εταιρεία προσέλκυσε κερδοσκόπους της εποχής με σκοπό την προσπάθεια χειραγώγησης της τιμής της μετοχής και αναδείχτηκε σε μεγάλο χρηματιστηριακό σκάνδαλο. Το γεγονός αυτό έδωσε το έναυσμα για την λήψη της απόφασης σύστασης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στις 30 Σεπτεμβρίου του 1876, με ημερομηνία ενάρξεως εργασιών την 2^α Μαΐου 1880, και ωράριο εργασιών από της 4μ.μ. έως τις 5μ.μ.

Κατά τη διετία 1881 έως 1883 παρατηρείται αθρόα εγγραφή νέων μελών στο χρηματιστήριο. Στις εφημερίδες της εποχής δίνονται οι τιμές 32 τίτλων (over

the counter market) ενώ επίσημα διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο μόνον 18 (το νέο διευρυμένο ωράριο αρχίζει από τις πρωινές ώρες). Στην ελεύθερη αγορά διαπραγματεύονται και μετοχές μη εισηγμένων εταιριών. Παρατηρούνται ακόμα και φαινόμενα κερδοσκοπικών τάσεων στις τιμές των μετοχών με επίκεντρο συγκεκριμένες εταιρείες, όπως η Εταιρεία Λαυρίου και η Πιστωτική Τράπεζα, οι οποίες αποτελούσαν και το βαρόμετρο της αγοράς. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την επέκταση της διενέργειας συναλλαγών εκτός Χρηματιστηρίου, ακολουθώντας το παράδειγμά της Ευρώπης και της Αμερικής με σκοπό να απορροφηθεί το μεγάλο ενδιαφέρον των επενδυτών της εποχής.

Η ξέφρενη αυτή πορεία διεκόπη απότομα ως αποτέλεσμα της πιστωτικής πολιτικής που επέβαλε η Εθνική Τράπεζα την χρονιά που ακολούθησε με αναγκαστική άρση της κυκλοφορίας των χαρτονομισμάτων. Η ρευστότητα της αγοράς εξαφανίστηκε, η εικόνα των συναλλαγών έγινε καχεκτική και οι τιμές άρχισαν να καταρρέουν. Το Ελληνικό κράτος αδυνατούσε για την αποπληρωμή του Δημοσίου χρέους καθώς και της κάλυψης των τεραστίων ελλειμμάτων της εποχής, και οδηγήθηκε τελικά στην πτώχευση. Συνέπεια όλων αυτών, το Ελληνικό χρηματιστήριο προς τα τέλη του 19^{ου} αιώνα οδεύει εξασθενημένο και υποτονικό.

2.2 Το πρώτο μισό του 20^{ου} αιώνα

Η πρώτη δεκαετία του νέου αιώνα που ακολούθησε παρουσίασε ένα νέο κύκλο ορμητικής ανόδου για το Χρηματιστήριο Αθηνών, αφού από τις αρχές του 1898 πραγματοποιήθηκε ουσιαστικά ο διακανονισμός του εθνικού χρέους. Στις αρχές του 1902 διαπραγματεύονταν οι τίτλοι 21 εταιρειών και δανείων, με

σταθεροποιημένες τιμές αλλά και κάμψη των συναλλαγών.

Εισερχόμενοι στην εποχή των Βαλκανικών πολέμων, αποφασίστηκε η αναστολή της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών μέχρι τα μέσα του Νοεμβρίου 1912. Η επαναλειτουργία του συνοδεύτηκε από ανοδικές τάσεις που ακολούθησαν την απελευθέρωση της Θεσσαλονίκης και μεγάλου μέρους της Μακεδονίας. Με την έναρξη του 1^{ου} Παγκόσμιου πολέμου τα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια και το Χρηματιστήριο Αθηνών έκλεισαν, και επαναλειτούργησαν στα τέλη του 1914.

Το τέλος του 1^{ου} Παγκοσμίου Πολέμου ώθησε ανοδικά τις συναλλαγές με εισροή πολλών νέων εταιρειών καθώς και αρκετών νέων επενδυτών μεταξύ αυτών και αρκετών γυναικών. Μεγάλο ενδιαφέρον υπήρχε από τους επενδυτές για τις μετοχές των ακτοπλοϊκών εταιρειών καθώς και για τη μετοχή της τράπεζας Αθηνών. Οι τιμές ακολουθούσαν έντονα την τιμή της χρυσής λίρας και του συναλλάγματος, εξηγώντας ίσως και το παράδοξο της συνεχόμενης ανόδου τους, ακόμα και κατά την περίοδο της Μικρασιατικής τραγωδίας.

Χαρακτηριστικές μετοχές που διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο Αθηνών κατά το πρώτο τέταρτο του 20^{ου} αιώνα ήταν:

- Τράπεζες: Εθνική Τράπεζα Ελλάδος, Τράπεζα Κρήτης, Ιονική Τράπεζα, Λαϊκή Τράπεζα, Τράπεζα Αθηνών, Τράπεζα Ανατολής, Εμπορική Τράπεζα.
- Σιδηρόδρομοι: Αθηνών Πειραιώς, Θεσσαλίας, Πελοποννήσου, Αττικής.
- Οδικοί Άξονες: Αθηνών Πειραιώς και Περιχώρων.
- Άλλες Εταιρείες: Πανελλήνιος Ατμοπλοΐα, Εθνική Ατμοπλοΐα Ελλάδος, Αχαϊκή Ατμοπλοΐα, Διώρυγος Κορίνθου, Διαχείρισης Υπεγγύων Προσόδων, Ναυτική και Εμπορική Εταιρεία Μιχαληνός, Ενιαία Προνομιούχος Εταιρεία, Πυριτιδοποιείου και Καλυκοποιείου, Οίνων και Οινοπνευμάτων, Οινελαιουργική και Εφοπλιστική Εταιρεία, Χημικών

Προϊόντων και Λιπασμάτων, Τσιμέντων Τιτάν, Μεταλλουργείων Λαυρίου, Μεταλλευτική Εταιρεία Λοκρίς, Ηλεκτρική Εταιρεία, Οικονομίδης και Σια Χρωματοουργία Πειραιώς, Ανώνυμος Εταιρεία επιχειρήσεων εν Ελλάδα, Εταιρεία Ηλεκτροφωτισμού Τριπόλεως.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών εργαζόταν κάθε μέρα πλην Κυριακών με ώρες εργασίας από τις 9:30 -11:45 και 3:00 -5:30. Οι πράξεις πραγματοποιούνταν είτε τοις μετρητοίς και εκκαθαρίζονταν την επόμενη ημέρα είτε επί προθεσμία με εκκαθάριση μία φορά το μήνα.

Ακολούθησε η εποχή του μεσοπολέμου με έντονους ρυθμούς ανάπτυξης για την Ελληνική Βιομηχανία και κατά συνέπεια την διεύρυνση του κύκλου εργασιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1920 άρχισε να παρατηρείται έντονα το φαινόμενο, αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου εισηγμένων εταιρειών, καθώς και νέες δημόσιες εγγραφές ανεβάζοντας σε 46 τις μετοχές που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Δημιουργήθηκαν έντονα κάποιοι φόβοι πτώσης τιμών από τη συνεχόμενη έκδοση νέων τίτλων με αποτέλεσμα η Επιτροπή ελέγχου του Χρηματιστηρίου να ανακόψει με υπόμνημα της τις νέες εκδόσεις.

Το ξέσπασμα του 2^{ου} Παγκοσμίου Πολέμου προκάλεσε μεγάλη αναστάτωση και δραματικές μεταβολές στις διεθνείς οικονομικές σχέσεις και ακολούθησε κατάρρευση τιμών, σε όλα τα χρηματιστήρια της Ευρώπης. Η μεταπολεμική περίοδος βρήκε την Ελληνική οικονομία σε μια κατάσταση αποσύνθεσης, και ακολούθησε μια περίοδος αποκατάστασης των υποδομών και τεχνολογικού εκσυγχρονισμού. Η οικονομία αντιμετώπιζε έντονα το πρόβλημα της νομισματικής αστάθειας και της χρυσοφιλίας. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την εποχή αυτή παρατηρείται μειωμένη εμπορευσιμότητα της

πλειοψηφίας των μετοχών, λόγω του οικογενειακού χαρακτήρα των περισσότερων εισηγμένων εταιρειών, καθώς και η κατοχή της πλειοψηφίας των μετοχών από τους βασικούς μετόχους. Το φαινόμενο αυτό διατηρήθηκε έντονο έως και τα τέλη της δεκαετίας του 1960.

2.3 Το δεύτερο μισό του 20^{ου} αιώνα

Η περίοδος από το τέλος της δεκαετίας του 1950 έως τα μέσα της δεκαετίας του 1960 γίνεται μια έντονη προσπάθεια θεσμικής αναδιοργάνωσης της κεφαλαιαγοράς, με σκοπό την προσπάθεια διεύρυνσης του επενδυτικού κοινού. Η προσπάθειες αυτές σε συνδυασμό με την επικρατούσα νομισματική σταθερότητα και τη θετική πορεία της οικονομίας είχε θετικό αποτέλεσμα στην αύξηση της αξίας συναλλαγών στο Χρηματιστήριο. Οι εκδόσεις χρηματιστηριακών τίτλων της εποχής προήλθαν κατά μεγάλο μέρος από εκδόσεις του Δημοσίου (39,2%) και της Δημόσιας επιχείρησης Ηλεκτρισμού (46,3%). Οι ιδιωτικές επιχειρηματικές μονάδες δεν κατάφεραν να απορροφήσουν με εκδόσεις και εισαγωγές στο χρηματιστήριο μέρος της ρευστότητας της αγοράς, παρ' όλη τη βελτίωση του επιπέδου συναλλαγών.

Από το 1964 υπολογίζεται ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το 1967 επιτρέπεται στις Ανώνυμες Εταιρείες να αναπροσαρμόζουν τις αξίες των παγίων στοιχείων τους, και να κεφαλαιοποιούν την υπεραξία τους με την έκδοση νέων δωρεάν μετοχών προς τους παλαιούς μετόχους. Επίσης ψηφίζονται διατάξεις που αφορούν την υποχρεωτική καταβολή μερίσματος των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και το δικαίωμα έκδοσης προνομιούχων μετοχών, χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Το 1972 λειτουργεί για πρώτη χρονιά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, και την ίδια χρονιά παρατηρείται αλματώδης άνοδος των τιμών τροφοδοτούμενη από μεγάλη ρευστότητα στην οικονομία. Οι ευνοϊκές νομοθετικές παρεμβάσεις αύξησαν σημαντικά την προσφορά τίτλων νέων εταιρειών, που οι ιδιοκτήτες τους έσπευσαν να εκμεταλλευτούν και να αποκομίσουν υπεραξίες ανάλογες με αυτές που απολάμβαναν οι είδη εισηγμένες. Ο αριθμός των εισηγμένων αυξάνεται από 76 το έτος 1966 σε 124 στα τέλη του έτους 1974. Εισέρχεται το Χρηματιστήριο Αξιών στην εποχή της φρενίτιδας για την απόκτηση μετοχών νεοεισερχόμενων εταιρειών και οι Δημόσιες Εγγραφές πραγματοποιούνται κατά προτεραιότητα. Οι εκδόσεις καλύπτονται στις Τράπεζες κατά σειρά προτεραιότητας. Εισερχόμαστε σε μια πολύ σημαντική περίοδο όπου το Χρηματιστήριο Αθηνών γίνεται αντικείμενο προσοχής όλο και μεγαλύτερου τμήματος του πληθυσμού και όχι πια αποκλειστικό προνόμιο των χρηματιστών και των τραπεζιτών.

Το τέλος της δεκαετίας του 1970 και η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίζονται από το φαινόμενο του πληθωρισμού και τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση που οδήγησε σε διεθνή οικονομική ύφεση, που επηρέασε αρνητικά και την Ελληνική οικονομία και κατά συνέπεια και το Χρηματιστήριο Αθηνών το οποίο χάνει μεγάλο μέρος της αξίας του με το δείκτη να παρουσιάζει απώλειες της τάξης του 56% από το 1978 έως τις αρχές του 1984. Η άντληση κεφαλαίων στην πρωτογενή αγορά κατά την ίδια περίοδο ήταν ισχνή με μόλις 6 νέες Δημόσιες Εγγραφές και πολύ χαμηλό ενδιαφέρον από το επενδυτικό κοινό.

Τα μέτρα σταθεροποίησης της οικονομίας μετά το 1985 οδήγησαν σε μια ξέφρενη πορεία του δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών μετά το 1985, και το

1987 παρουσίασε αύξηση 162,34%, αποζημιώνοντας τους υπομονετικούς επενδυτές. Σημειώνουμε ότι ο δείκτης παρουσίαζε άνοδο 399,32% μέχρι και τα τέλη Οκτωβρίου του έτους και διόρθωσε τους τελευταίους 2 μήνες.

Η περίοδος μετά τις εκλογές του 1990 χαρακτηρίστηκε από μια αισιοδοξία του επενδυτικού κοινού και την περίοδο 1991-1992 πραγματοποιήθηκαν με επιτυχία 19 νέες δημόσιες εγγραφές. Την περίοδο 1993-1994 εισήλθαν 56 εταιρείες ανεβάζοντας το συνολικό αριθμό εταιρειών στις 196.

2.4 Ο 21^{ος} αιώνας

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 η Ελληνική οικονομία προσπαθεί να εκσυγχρονιστεί, και να γίνει πιο ανταγωνιστική, με σκοπό την σύγκλιση με τις οικονομίες της υπόλοιπης Ευρώπης. Η τριετία 1997-1999 χαρακτηρίστηκε από τη μεγαλύτερη ανάπτυξη στην ιστορία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς με κεφαλαιοποιήσεις που έφτασαν στο 120% του ΑΕΠ στο τέλος του 1999. Μετά την οικονομική ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τη θέσπιση του ενιαίου νομίσματος το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατέχει μια σημαντική θέση στην ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας καθώς και της ευρύτερης περιοχής της Νοτιανατολικής Ευρώπης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

3.1 Κανόνες Εισαγωγής στις Αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

- Κατηγορίες Διαπραγμάτευσης

Οι κατηγορίες διαπραγμάτευσης κινητών αξιών όπως ορίζονται από τον κανονισμό λειτουργίας της αγοράς αξιών είναι οι ακόλουθες:

A. Η γενική κατηγορία ή Κύρια Αγορά.

B. Η κατηγορία διαπραγμάτευσης τίτλων σταθερού εισοδήματος.

Γ. Η κατηγορία διαπραγμάτευσης σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Δ. Η κατηγορία διαπραγμάτευσης διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων.

E. Οι ειδικές κατηγορίες επιτήρησης όπως:

i. Χαμηλής διασποράς.

ii. Προς διαγραφή.

- Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών και ένταξης σε κατηγορίες.

Για την πρώτη εισαγωγή κινητών αξιών στην αγορά αξιών, καθώς και για την ένταξη εταιρειών στις προαναφερθείσες κατηγορίες, απαιτείται απόφαση του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η αξιολόγηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την πρωτογενή εισαγωγή μετοχών στην αγορά αξιών και την ένταξή τους στη γενική κατηγορία, η οποία είναι και το αντικείμενο της παρούσης μελέτης προϋποθέτει από τον εκδότη τα

ακόλουθα:

- i. Τα ίδια κεφάλαια του εκδότη πρέπει να είναι κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής τουλάχιστον τρία εκατομμύρια (3.000.000) ευρώ, σε ενοποιημένη ή και ατομική βάση.
- ii. Ο εκδότης πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή καταθέσει προς δημοσίευση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του για τρεις τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής.
- iii. Όλες οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό λογιστή και να συμφωνούν με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.
- iv. Δύναται εκδότες που έχουν δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες των τριών οικονομικών χρήσεων να εισάγονται κατ' εξαίρεση με την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- v. Ο εκδότης πρέπει να εμφανίζει κατ' ελάχιστον κέρδη προ φόρων τριετίας ύψους δύο εκατομμυρίων (2.000.000) ευρώ και κερδοφορία προ φόρων για τις δύο τελευταίες χρήσεις, ή κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων (EBITDA) τουλάχιστον μίας τριετίας ύψους τριών εκατομμυρίων (3.000.000) ευρώ, καθώς και θετικό EBITDA για τις δύο τελευταίες χρήσεις, σε ενοποιημένη ή ατομική βάση.
Εξαιρούνται οι εκδότες με κεφαλαιοποίηση άνω των τριακοσίων εκατομμυρίων (300.000.000) ευρώ.
- vi. Ο εκδότης πρέπει να έχει επαρκή διασπορά των μετοχών του στο

κοινό ως ορίζεται κάτωθι:

- (i) Οι μετοχές που πρόκειται να εισαχθούν να είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας και ειδικότερα κατανέμονται σε δύο χιλιάδες (2.000) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του δύο τοις εκατό (2%) του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή.
- (ii) Οι εκδότες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη των επτακοσίων εκατομμυρίων (700.000.000) ευρώ, να κατανέμουν τις μετοχές τους κατά ποσοστό τουλάχιστον (15%) του συνόλου, σε επτά χιλιάδες (7.000) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του δύο τοις εκατό (2%) του συνόλου των μετοχών προς εισαγωγή.
- (iii) Εφόσον οι μετοχές του εκδότη τυγχάνουν διαπραγμάτευσης ήδη σε άλλες οργανωμένες αγορές κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ή τρίτων χωρών, ή πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση παράλληλα και σε άλλες τέτοιες αγορές, λαμβάνεται υπ' όψιν και η υφιστάμενη διασπορά στις σχετικές αγορές για την πλήρωση του κριτηρίου επαρκούς διασποράς.

Πρέπει ωστόσο να κατανεμηθεί εντός της Ελληνικής επικράτειας ποσοστό τουλάχιστον του πέντε τοις εκατό (5%) του συνόλου, σε εκατό (100) πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν πρέπει να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του δύο τοις εκατό (2%) του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται έγκριση προς εισαγωγή.

- vii. Ο εκδότης πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά, για όλα τα φορολογικά αντικείμενα, για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις πλην της τελευταίας του χρόνου υποβολής της αίτησης.
- viii. Οι μέτοχοι των εταιρειών με εκτιμώμενη κεφαλαιοποίηση μικρότερη των εκατό εκατομμυρίων (100.000.000) ευρώ, οι οποίοι κατά το χρόνο έγκρισης της εισαγωγής των μετοχών στην αγορά αξιών συμμετέχουν με ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) στο μετοχικό κεφάλαιο του εκδότη επιτρέπεται να μεταβιβάσουν κατά το πρώτο (1^ο) έτος μετά την εισαγωγή μετοχές που αντιστοιχούν κατά ανώτατο όριο σε ποσοστό είκοσι πέντε (25%) τοις εκατό του συνόλου των μετοχών τους. Εξαιρούνται οι περιπτώσεις μεταβιβάσεων πακέτου μετοχών σε στρατηγικό επενδυτή, ο οποίος αναλαμβάνει την υποχρέωση αυτός να μην μεταβιβάσει μετοχές καθ' υπέρβαση των ποσοστών που αναφέραμε προηγουμένως.
- ix. Το Χρηματιστήριο Αθηνών για την έγκριση εισαγωγής μπορεί να ζητά και να αξιολογεί την καταλληλότητα του εκδότη με το έντυπο ερωτηματολόγιο εταιρικού προφίλ.

- χ. Σε περίπτωση Δημόσιας Προσφοράς η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο εκατομμύρια (2.000.000) ευρώ.

Ορίζονται προσθέτως από το κανονισμό λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών και ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών με βάση τον κλάδο που δραστηριοποιούνται όπως ασφαλιστικές εταιρείες, κατασκευαστικές εταιρείες και εταιρείες εμπορίας αυτοκινήτων.

3.2 Διαδικασία Εισαγωγής

Διαδικασία πρωτογενούς εισαγωγής μετοχών με ή χωρίς Δημόσια προσφορά.

- Αξιολόγηση αίτησης εισαγωγής από το Χρηματιστήριο Αθηνών.
 - i. Ο εκδότης υποβάλλει από κοινού με τον σύμβουλο ή τον κύριο ανάδοχο αίτηση εισαγωγής των μετοχών του στο Χρηματιστήριο Αθηνών.
 - ii. Ελέγχεται ο φάκελος από το Χρηματιστήριο Αθηνών και εκτιμώνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής και αξιολόγησης της καταλληλότητας του εκδότη.
 - iii. Υποβάλλεται αίτηση του εκδότη προς την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου και την παροχή άδειας Δημόσιας Προσφοράς.

- Έγκριση και εισαγωγή.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών αποφαινεται επί της εισαγωγής αφού εξετάσει τα κατατεθειμένα από τον εκδότη δικαιολογητικά εντός πέντε (5) ημερών μετά το πέρας της Δημόσιας προσφοράς.

- Έναρξη διαπραγμάτευσης.

Η διαπραγμάτευση των μετοχών του εκδότη αρχίζει εντός δεκαπέντε (15) ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία έγκρισης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της εισαγωγής των μετοχών. Για την έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών του εκδότη στο Χρηματιστήριο Αθηνών πρέπει πρώτα να έχει διασφαλιστεί σύμφωνα με τη σχετική νομοθεσία η εκκαθάριση των μετοχών και να έχουν καταβληθεί οι συνδρομές που ορίζει το Χρηματιστήριο Αθηνών για τις περιπτώσεις νέων εισαγωγών.

- Χρονοδιάγραμμα

Το αναμενόμενο χρονοδιάγραμμα της συνδυασμένης προσφοράς και της εισαγωγής των μετοχών μιας εταιρείας στην αγορά αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών παρουσιάζεται ενδεικτικά στον ακόλουθο πίνακα 1:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
Αναμενόμενο χρονοδιάγραμμα εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α.

Ημερομηνία	Γεγονός
T	Έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου από το Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
T+8	Δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου.
T+8	Δημοσίευση στον ημερήσιο τύπο, και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών του τρόπου διάθεσης του Ενημερωτικού Δελτίου μέσω της ανακοίνωσης πρόσκλησης στο επενδυτικό κοινό.
T+20	Ανακοίνωση δεσμευτικού εύρους τιμών για τη συνδυασμένη προσφορά μέσω της ανακοίνωσης πρόσκλησης στο επενδυτικό κοινό.
T+21	Έναρξη της Δημόσιας προσφοράς.
T+23	Λήξη της Δημόσιας προσφοράς.
T+ 26	Ανακοίνωση τιμής διάθεσης , οριστικοποίηση μεγέθους επιμέρους προσφορών και κατανομή προσφερόμενων μετοχών.
T+28	Αποδέσμευση κεφαλαίων και καταβολή αντιτίμου των κατανεμηθεισών μετοχών από τους επενδυτές.
T+29	Έγκριση από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών της διασποράς και της εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας στο Χ.Α.
T+33	Πίστωση των μετοχών στους λογαριασμούς αξιών των επενδυτών.
T+35	Έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας στο Χ.Α. στην ορισθείσα κατηγορία.

Σημειώνεται ότι το ως άνω χρονοδιάγραμμα εξαρτάται από αρκετούς αστάθμητους παράγοντες και ενδέχεται να διαφοροποιείται κατά περίπτωση.

3.3 Το Ενημερωτικό Δελτίο

Το ενημερωτικό δελτίο περιέχει όλες τις πληροφορίες οι οποίες, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που αποτελούν το αντικείμενο της εισαγωγής για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, είναι απαραίτητες προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν με

εμπεριστατωμένο τρόπο να αξιολογούν τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις, την οικονομική κατάσταση, και τις προοπτικές του εκδότη. Συνοπτικά στον πίνακα 2 παραθέτουμε τα περιεχόμενα ενός ενημερωτικού δελτίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
Το Ενημερωτικό Δελτίο Περιλαμβάνει

1. Περιληπτικό σημείωμα	Συνοπτικές πληροφορίες για την εταιρεία <ul style="list-style-type: none">• Σύντομο ιστορικό• Επιχειρηματική Δραστηριότητα• Επιχειρηματικοί στόχοι και στρατηγική• Επιχειρηματικά πλεονεκτήματα Διοικητικό Συμβούλιο Χρηματοοικονομικές Πληροφορίες Συνοπτικά στοιχεία προσφοράς Χρήση εσόδων Χρονοδιάγραμμα Μετοχική σύνθεση Μετοχικό κεφάλαιο Καταστατικό
2. Παράγοντες Κινδύνου	Επιχειρηματικοί Κίνδυνοι <ul style="list-style-type: none">• Σχετιζόμενοι με τη δραστηριότητα της εταιρείας• Σχετιζόμενοι με τις μετοχές της εταιρείας

<p>3. Έγγραφο Αναφοράς</p>	<p>Χρηματοοικονομικές πληροφορίες βάσει διεθνών προτύπων Πληροφορίες για τους ελεγκτές της εταιρείας Επισκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας της εταιρείας</p> <ul style="list-style-type: none"> • Αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρείας • Δομή και κόστος λειτουργίας της εταιρείας • Επιχειρηματικοί στόχοι και στρατηγική • Επιχειρηματικά πλεονεκτήματα • Επισκόπηση του κλάδου δραστηριότητας <p>Σημαντικές Συμβάσεις Πάγια περιουσιακά στοιχεία / εγκαταστάσεις / εξοπλισμός Δικαστικές και διαιτητικές διαδικασίες Οργανωτική διάρθρωση Πληροφορίες για τα κεφάλαια της εταιρείας Μερισματική πολιτική Διοικητικά, διαχειριστικά εποπτικά όργανα και ανώτατα διοικητικά στελέχη Αμοιβές και οφέλη Τρόπος λειτουργίας του Διοικητικού Συμβουλίου Οργανόγραμμα Προσωπικό Μετοχικό κεφάλαιο Μέτοχοι Καταστατικό Θεσμικό πλαίσιο του κλάδου</p>
<p>4. Σημείωμα μετοχικού τίτλου</p>	<p>Βασικές πληροφορίες προσφοράς Πληροφορίες κινητών αξιών που εισάγονται για διαπραγμάτευση</p> <ul style="list-style-type: none"> • Τιμή διάθεσης • Διαδικασία διάθεσης των προσφερομένων μετοχών • Κατανομή των προσφερομένων μετοχών • Χρονοδιάγραμμα <p>Ανάδοχοι και δαπάνες προσφοράς Διασπορά μετοχών Πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές της εταιρείας</p> <ul style="list-style-type: none"> • Δικαιώματα μετόχων • Εκδόσεις νέων μετοχών • Δικαιώματα ψήφου • Προτάσεις εξαγοράς • Φορολογία μερισμάτων
<p>5. Ερμηνεία όρων κλάδου</p>	
<p>6. Παραρτήματα</p>	<p>Ετήσιες Οικονομικές καταστάσεις</p>

Στο ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνεται και το περιληπτικό σημείωμα το οποίο περιέχει συνοπτικά τις σημαντικότερες πληροφορίες του ενημερωτικού δελτίου όπως τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τους βασικούς μετόχους, ουσιώδη χρηματοοικονομικά στοιχεία του εκδότη, στατιστικές και ιστορικές πληροφορίες καθώς και στοιχεία για την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση.

Στο ενημερωτικό δελτίο αναγράφονται επίσης η τελική τιμή διάθεσης και ο αριθμός των κινητών αξιών που θα διατεθούν, από τον εκδότη. Καθορίζεται ο τρόπος κατανομής των κινητών αξιών στους επενδυτές, οι τρόποι προσδιορισμού της τελικής τιμής διάθεσης, περιλαμβανομένου του βιβλίου προσφορών (Book Building). Ακολούθως αναφέρονται, το τυχόν ανώτατο ποσοστό κατά το οποίο η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη, οι κατηγορίες επενδυτών που μπορούν να συμμετέχουν στη διαδικασία διαμόρφωσης της τιμής διάθεσης και κάθε άλλο σχετικό θέμα.

Η τελική τιμή διάθεσης καθώς και ο αριθμός των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό δεν μπορούν να περιληφθούν στο ενημερωτικό δελτίο αφού προσδιορίζονται σε μεταγενέστερο χρόνο και για το λόγο αυτό αναγράφονται τα κριτήρια και οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες θα καθοριστούν τα στοιχεία αυτά, όπως αναφορικά με την τιμή διάθεσης αναφέρεται το ανώτατο όριο.

Δύναται ο εκδότης να μην συμπεριλάβει τις παραπάνω πληροφορίες στο ενημερωτικό του δελτίο, αλλά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την προστασία του επενδυτικού κοινού αφήνει ελεύθερο το δικαίωμα απόσυρσης της αίτησης

συμμετοχής του επενδυτή στη συγκεκριμένη έκδοση.

3.4 Προσδιορισμός τιμής διάθεσης και τιμής εισαγωγής μετοχών

Ο προσδιορισμός της τελικής τιμής διάθεσης μετοχών γίνεται από τον ανάδοχο ή τον εκδότη στις περιπτώσεις που δεν υφίσταται. Στην πρώτη περίπτωση, κατά την περίοδο που προηγείται της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών (pre marketing period), ο ανάδοχος της έκδοσης ζητά και λαμβάνει ενδεικτικές προσφορές από αριθμό θεσμικών και άλλων επενδυτών που αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μερίδιο της αγοράς, ώστε να προσδιορίσει με επαγγελματικά κριτήρια την καταλληλότερη τιμή που θα ανταποκρίνεται στις συνθήκες αγοράς και ζήτησης. Η τιμή διάθεσης θα προσδιοριστεί με βάση τις προσφορές που θα υποβάλλουν οι ειδικοί επενδυτές στο βιβλίο προσφορών. Η διαδικασία υποβολής προσφορών θα ακολουθηθεί για το μέρος της προσφοράς που αφορά στους ειδικούς επενδυτές και πραγματοποιείται ταυτόχρονα με τις εγγραφές των μη ειδικών επενδυτών.

Αρχικά προσδιορίζεται το εύρος τιμής διάθεσης των μετοχών πριν από την έναρξη της δημόσιας προσφοράς και αναγράφει στο ενημερωτικό δελτίο. Η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη κατά ποσοστό μεγαλύτερο του είκοσι τοις εκατό 20%. Ακολούθως ο ανάδοχος ή ο εκδότης, καθορίζουν και την τελική τιμή διάθεσης εντός πάντα του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και την δημοσιεύει μέχρι την επόμενη εργάσιμη της ολοκλήρωσης της δημόσιας προσφοράς. Η τιμή διάθεσης πριν από τη δημοσίευση, γνωστοποιείται και στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας προσφοράς. Η τιμή διάθεσης θα είναι κοινή για

όλους τους επενδυτές ειδικούς και μη ειδικούς που θα συμμετάσχουν στην προσφορά με εξαίρεση συμμετέχοντες σε παράλληλες διαθέσεις μετοχών όπως είναι οι εργαζόμενοι σε διάφορες περιπτώσεις. Η τελική τιμή διάθεσης σε κάθε περίπτωση θα καθοριστεί εντός του δεσμευτικού εύρους τιμών και θα πρέπει να καλύπτει πλήρως και την προσφορά, εκτός και εάν πρόκειται για την κατώτατη τιμή του εύρους που ορίστηκε αρχικά. Εφόσον ακολουθείται η διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building), η τιμή διάθεσης δεν μπορεί να υπερβαίνει την ανακοινωθείσα τελική τιμή διάθεσης, για τους συμμετέχοντες στη διαδικασία του βιβλίου προσφορών.

Η αρχική τιμή διαπραγμάτευσης η οποία ορίζεται και ως τιμή εισαγωγής ή έκδοσης της κινητής αξίας, ανακοινώνεται από τον ανάδοχο και προσδιορίζεται με την υπηρεσία του ηλεκτρονικού βιβλίου προσφορών. Το ηλεκτρονικό βιβλίο προσφορών καθορίζει ουσιαστικά την τιμή διάθεσης τίτλων κατά την πρώτη εισαγωγή κινητών αξιών. Με την υπηρεσία αυτή προσδιορίζεται η βέλτιστη τιμή μέσα σε ένα συγκεκριμένο εύρος τιμών το οποίο ορίζει ο ανάδοχος, ή ο εκδότης. Σύμφωνα με τις σχετικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της επιτροπής κεφαλαιαγοράς οι επενδυτές οι οποίοι έχουν ήδη συμφωνήσει να αγοράσουν τις κινητές αξίες ή έχουν εγγραφεί για την αγορά κινητών αξιών, έχουν δικαίωμα να αποσύρουν την αίτηση συμμετοχής τους το αργότερο μέσα σε δύο εργάσιμες ημέρες μετά τη δημοσίευση του δεσμευτικού εύρους τιμής διάθεσης των μετοχών.

3.5 Βιβλίο προσφορών και κατανομή μετοχών

Η κατανομή των μετοχών γίνεται από τον Ανάδοχο της εκάστοτε έκδοσης

αλλά μπορεί να γίνει και από τον ίδιο τον εκδότη ή τον προσφέρων μέτοχο. Στις περιπτώσεις διαμεσολάβησης αναδόχου που είναι και οι συνηθέστερες, ακολουθείται η διαδικασία του βιβλίου προσφορών (book building), οριζόμενη από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Όταν αναλόγως η διαδικασία κατανομής γίνεται από τον ίδιο τον εκδότη ακολουθείται το σύστημα αναλογικής κατανομής (pro rata). Το χρηματιστήριο Αθηνών μέσω του αναβαθμισμένου συστήματος συναλλαγών που διαθέτει παρέχει την υπηρεσία του Ηλεκτρονικού Βιβλίου Προσφορών (ΗΒΙΠ).

Οι ενδιαφερόμενοι μη ειδικοί επενδυτές εγγράφονται μέσω των δικτύων καταστημάτων του σχήματος αναδόχων, για μία τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης (1 μετοχή) με ανώτατο όριο εγγραφής για κάθε επενδυτή του συνόλου της προσφοράς, από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της δημόσιας προσφοράς ώστε να επιτευχθεί η επιθυμητή, ευρεία διασπορά των μετοχών. Οι επενδυτές που επιθυμούν να συμμετάσχουν θα πρέπει να τηρούν ενεργό μερίδα και ανάλογο λογαριασμό αξιών στο σύστημα άυλων τίτλων προκειμένου να καταχωρηθούν οι μετοχές που θα αποκτηθούν. Οι αιτήσεις συμμετοχής συνοδεύονται από την καταβολή και δέσμευση του ισόποσου της συμμετοχής σε τραπεζικό λογαριασμό ή σε λογαριασμούς των άυλων τίτλων ομολόγων ή εντόκων γραμματίων. Αμέσως μετά την οριστικοποίηση του αριθμού των προσφερομένων μετοχών που δικαιούται να αποκτήσει κάθε επενδυτής και της τιμής διάθεσης, αποδίδεται στο δικαιούχο το τυχόν καταβληθέν επιπλέον ποσό. Οι ειδικοί επενδυτές αναλόγως υποβάλουν τις προσφορές τους με τον αριθμό των μετοχών που επιθυμούν να αποκτήσουν και την τιμή που επιθυμούν να καταβάλουν μέχρι την τελευταία μέρα της

δημόσιας προσφοράς. Οι προσφορές τους συγκεντρώνονται στο βιβλίο προσφορών που διαχειρίζονται οι κύριοι ανάδοχοι για το σκοπό του προσδιορισμού της ζητούμενης ποσότητας σε εναλλακτικές τιμές, καθώς και του συνολικού αριθμού των ζητούμενων μετοχών. Το βιβλίο προσφορών κλείνει την τελευταία ημέρα της περιόδου της δημόσιας προσφοράς οριστικοποιώντας όλες τις προσφορές μέχρι εκείνη τη στιγμή.

Εφόσον βάσει των οριστικών στοιχείων κατανομής δεν ικανοποιείται το κριτήριο της επαρκούς διασποράς, οι ανάδοχοι ενεργούν σύμφωνα με την έκδοση οριστικής απόφασης περί της εισαγωγής από το Δ.Σ. του Χ.Α. Σε περίπτωση που λάβουν αρνητική απόφαση αποδεσμεύουν και αποδίδουν τα κεφάλαια των επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η απόφαση μιας εταιρείας να προσελκύσει επενδυτές στην ελεύθερη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προϋποθέτοντας ένα κανονιστικό πλαίσιο που ήδη περιγράψαμε και ακολουθώντας μια διαδικασία εισαγωγής αρκετά δαπανηρή, δεν είναι πάντοτε η ευκολότερη των αποφάσεων που καλούνται να πάρουν οι αρχικοί μέτοχοι αποδεχόμενοι σε κάθε περίπτωση σημαντική απώλεια της κυριαρχίας τους σε αντάλλαγμα της πρόσβασης σε φθηνότερες και αποδοτικότερες πηγές κεφαλαίων.

Η υποψήφια εταιρεία αναγνωρίζει συνήθως την ύπαρξη υπεραξίας όταν αποφασίζει να εκδώσει μετοχές με σκοπό την κεφαλαιοποίηση αυτής στις χρηματαγορές. Οι Myers και Majluf (1984) διατύπωσαν το επιχείρημα ότι οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις αποκαλύπτουν πληροφορίες στην αγορά, και έχουν ως αποτέλεσμα την πιθανότητα εμφάνισης αρνητικών (βραχυχρόνιων) αποτιμήσεων την ημέρα της ανακοίνωσης.

Η παρατήρηση των αγορών οδήγησε τους επενδυτές στο αντίθετο συμπέρασμα με αποτέλεσμα οι δημόσιες εγγραφές να αποτελούν πόλο έλξης των καιροσκόπων που αποζητούν τη γρήγορη κερδοφορία.

Τρία είναι τα επικρατέστερα φαινόμενα τα οποία έχουν παρατηρηθεί εμπειρικά και έχουν μελετηθεί αναλυτικά στη βιβλιογραφία:

1. Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, Ibbotson (1988)
2. Το φαινόμενο των “ Hot Issue markets”, Ritter (1984)

Κατά την περίοδο αυτή οι τιμές των μετοχών και ο αριθμός των Δημοσίων εγγραφών αυξάνουν αναλογικά με γρήγορους ρυθμούς.

3. Το φαινόμενο των Μακροχρόνιων υποαποδόσεων, Ritter (1991).

Υποτιμολόγηση

Έχουμε ήδη περιγράψει τον τρόπο με τον οποίο οι ανάδοχοι των δημοσίων εγγραφών αποτιμούν μια εταιρεία και τιμολογούν την μετοχή της αναλόγως, ώστε να διαπραγματευτεί στην χρηματαγορά. Τι μεσολαβεί κατά την περίοδο ορισμού εύρους τιμής προς δημόσια προσφορά και οι εταιρείες παρατηρούν ότι η τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο είναι υποτιμημένη σε σχέση πάντοτε με την τιμή που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι δυνητικοί επενδυτές.

Το φαινόμενο αυτό ορίζεται στη βιβλιογραφία ως υποτιμολόγηση ή υποτίμηση της δημόσιας εγγραφής. Οι όροι αυτοί ουσιαστικά υποδηλώνουν το πρόσθετο κόστος που επιβαρύνει μια επιχείρηση όταν εκπληρώνει την επιθυμία της για εισροή κεφαλαίων από μια καινούρια αγορά και το οποίο δεν αντιστοιχεί σε πραγματικό έξοδο, λογιστικό, νόμιμο ή και αναδόχου αλλά εκφράζει την απώλεια διαθέσιμων κεφαλαίων που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη των μελλοντικών της στόχων. Τα κεφάλαια αυτά θα γίνουν προϊόν διαπραγμάτευσης στη δευτερογενή αγορά του χρηματιστηρίου προσφέροντας τις περισσότερες φορές υπερκέρδη στους μετόχους που πήραν μέρος στη δημόσια εγγραφή.

Μπορούμε να υπολογίσουμε ποσοτικά την απώλεια αυτή μετρώντας τη

διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της μετοχής κατά τις πρώτες συνεδριάσεις που ακολούθησαν την τιμή εισαγωγής προς διαπραγμάτευση.

Μπορούμε να ορίσουμε λοιπόν την υποτιμολόγηση σαν το κλάσμα:

Υποτίμηση του IPO(x) =

$$\frac{\text{Τιμή Κλεισίματος 1η Ημέρα (χ)} - \text{Τιμή Προσφοράς}}{\text{Τιμή Προσφοράς}} * 100$$

Η τελική τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης αντιπροσωπεύει την τιμή που οι επενδυτές θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να την αποκτήσουν στην πρωτογενή αγορά αλλά δεν τα κατάφεραν δημιουργώντας μια ουσιαστική εκροή για το εταιρικό κεφάλαιο:

Απώλεια Εταιρικού Κεφαλαίου=

(Τιμή Κλεισίματος 1^η Ημέρα (χ) – Τιμή Προσφοράς) * Αριθμός Μετοχών

Η βιβλιογραφία μας δείχνει ότι το ερώτημα της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών έχει απασχολήσει αρκετά και προσπαθώντας να το εξηγήσει έχει φέρει στην επιφάνεια μερικές πολύ σημαντικές ανακαλύψεις για τις συμπεριφορές των επενδυτών.

- Ασυμμετρία πληροφόρησης

Μια από τις σημαντικότερες ίσως θεωρίες είναι αυτή της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Εδώ οι δημόσιες εγγραφές υποτιμολογούνται για να σηματοδοτήσουν στο επενδυτικό κοινό το επίπεδο ποιότητας μιας έκδοσης σε σχέση με κάποια άλλη, Welch (1989). Παρατηρήθηκε συνεπώς ότι εταιρείες οικονομικά αδύναμες, ή λιγότερο ποιοτικές, δεν θα έχουν τη δυνατότητα να διαφημίσουν την έκδοσή τους μέσω μιας προσφοράς μετοχών σε χαμηλότερη τιμή αναδεικνύοντας έτσι τις υποτιθέμενα καλύτερες δημόσιες εγγραφές.

Σύμφωνα με τους Benveniste και Spindt (1989), η μέθοδος της υποτιμολόγησης χρησιμοποιείται και ως κίνητρο από τους αναδόχους για να αποσπάσουν πληροφορίες από τους επενδυτές οι οποίες θα αποτελέσουν τη βάση δεδομένων για τη δημιουργία του βιβλίου προσφορών. Σε αντάλλαγμα ο ανάδοχος κατανέμει τους υποτιμημένους τίτλους προς εκείνους τους επενδυτές που τον βοήθησαν.

Στις περιπτώσεις όπου οι ανάδοχοι δεν έχουν τη δυνατότητα να κατανείμουν τους τίτλους κατά βούληση η υποτιμολόγηση που παρατηρείται είναι μεγαλύτερη, Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995), αφού δεν υπάρχει υπηρεσία που να ανταμείβεται με αποτέλεσμα να οδηγείται σε μεγαλύτερη έκπτωση συνολικά η έκδοση μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο συμμετοχής σε θεσμικούς και μη επενδυτές.

- Δυσμενείς επιλογές

Η θεωρία των Δυσμενών επιλογών (adverse selection) μας οδηγεί σε ένα δεύτερο συμπέρασμα με την υπόθεση ότι οι λιγότερο ενημερωμένοι επενδυτές θα κατανείμουν την επιλογή τους στατιστικά σε ένα μεγαλύτερο φάσμα

υπερτιμημένων μετοχών και λογικά θα σταματήσουν να συμμετέχουν σε Δημόσιες εγγραφές εφόσον ο μέσος όρος αυτών δεν είναι υποτιμημένος, ανταμείβοντας τον κίνδυνο που ανέλαβαν, Rock (1986). Η μειωμένη τιμή της μετοχής σε προσφορά στους επενδυτές που είχαν λιγότερη πληροφόρηση τους επιτρέπει να απολαμβάνουν μέσες αποδόσεις ίσες ή και μεγαλύτερες του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου (risk free rate). Νεώτερες μελέτες όπως αυτή των Abdul-Rahim, Che Embi και Yong το 2012 επαληθεύουν χρησιμοποιώντας δείγμα δημοσίων εγγραφών από το χρηματιστήριο της Μαλαισίας, την υπόθεση της κακής τιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών από λιγότερο ενημερωμένους επενδυτές.

- Ο ρόλος των αναδόχων

Ακόμη μια σημαντική παρατήρηση αφορά και το ρόλο των αναδόχων σε μια έκδοση. Οι ανάδοχοι οι οποίοι κατά κύριο λόγο είναι επενδυτικές τράπεζες υπερασπιζόμενοι τη φήμη τους και επιδιώκοντας να κρατήσουν χαμηλά τα έξοδα μιας έκδοσης προσπαθούν να έχουν ένα αρκετά υψηλό ποσοστό επιτυχημένων προσφορών προς την αγορά. Για να πετύχει το εγχείρημα τους προσφέρουν στους επενδυτές χαμηλές τιμές για τις νέες εκδόσεις μειώνοντας με τον τρόπο αυτό και την πιθανότητα μεγάλης πτώσης της τιμής κατά τις πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης, κάτι το οποίο θα μπορούσε να οδηγήσει ακόμη και σε νομικές περιπέτειες τον ανάδοχο, Hughes και Thakor (1992), Drake και Vetsuypens (1993). Τιμολογώντας σε χαμηλότερα επίπεδα μια αρχική δημόσια εγγραφή ο ανάδοχος χρεώνει ένα ασφάλιστρο κάλυψης από πιθανές διεκδικήσεις επενδυτών για τη συμμετοχή τους στις αρχικές δημόσιες εγγραφές, Tinic, (1988).

Οι επενδυτικές τράπεζες προωθώντας σε καλούς πελάτες (θεσμικούς και μη επενδυτές) τις μετοχές εταιρειών που θα αρχίσουν να διαπραγματεύονται υποτιμολογημένες, προσφέρουν ουσιαστικά σίγουρα κέρδη ως αντάλλαγμα για την προτίμησή τους, Ibbotson (1975). Συγχρόνως αυξάνεται και η κινητικότητα σε όγκο μετοχών αποκομίζοντας ακόμη μεγαλύτερα κέρδη στη δευτερογενή αγορά από προμήθειες συναλλαγών.

Ο ρόλος του αναδόχου στην εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι σημαντικότερος αφού αναλαμβάνει την υποχρέωση να ασκήσει την οφειλόμενη επιμέλεια (due diligence) με την εξέταση των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης για τον καθορισμό μιας αντικειμενικής τιμής εισαγωγής που θα προστατεύει τους μελλοντικούς επενδυτές, Beatty & Ritter 1(986). Είναι πιθανόν βέβαια οι επιχειρήσεις να προσπαθούν να προσαρμόσουν τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις πριν από την επικείμενη εισαγωγή των τίτλων τους στο χρηματιστήριο με σκοπό την απόκρυψη στοιχείων που θα οδηγούσαν σε χαμηλότερη τιμή εισαγωγής και απώλειας αξίας των αρχικών μετόχων ιδιοκτητών. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς με τον ρόλο της εποπτικής αρχής εξετάζει την ικανότητα των αναδόχων να καθορίζουν την αντικειμενική τιμή εισαγωγής.

Μελέτες βέβαια όπως αυτή των Su & Fleisher (1999) εντείνουν την προσοχή μας και στα φαινόμενα παραβίασης των κανόνων της επιτροπής κεφαλαιαγοράς από τα εμπλεκόμενα μέρη στις αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιρειών που παρουσίασαν ασυνήθεις αποδόσεις κατά τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης.

- Ο ρόλος του εκδότη

Οι Ljungqvist & Wilhelm (2003) παρατηρούν ακόμη ότι η υποτιμολόγηση των Δημόσιων Εγγραφών δεν εξηγείται μόνο από την πλευρά της ζήτησης των επενδυτών για αγορά κινδύνου, αλλά και από την αξιολόγηση της υπόθεσης των χαμηλών κινήτρων των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων να διεκδικήσουν μια υψηλή τιμή διάθεσης της μετοχής από τους αναδόχους. Η εταιρείες για να ανταπεξέλθουν στον κίνδυνο αυτό πολλές φορές προσφέρουν μετοχές ή και δικαιώματα στα υψηλόβαθμα στελέχη τους, τα οποία καλούνται να συμμετάσχουν με την ιδιότητα του μετόχου στην διαδικασία εισαγωγής της εταιρείας τους στο χρηματιστήριο.

Μπορούμε ακόμη να παρατηρήσουμε μέσα από την προσπάθεια ολοκλήρωσης μιας επιτυχημένης δημόσιας εγγραφής ο εκδότης να υποχρεώνεται προς εκπλήρωση των προϋποθέσεων εισαγωγής του χρηματιστηρίου να τιμολογεί χαμηλότερα την μετοχή του ώστε να έχει την κατάλληλη διασπορά στους επενδυτές. Σε αγορές που παρουσιάζουν προβλήματα πρόσβασης και βάθους επενδυτών, με συνέπεια υψηλό δείκτη επενδυτικού κινδύνου, οι ανάδοχοι οδηγούνται σε χαμηλότερες τιμές εισαγωγής εταιρειών με σκοπό την συνολική επιτυχία της έκδοσης, Mauer & Senbet (1992).

Η εισαγωγή των εταιρειών στο χρηματιστήριο συνεπάγεται και την αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς με πιθανές σημαντικές διοικητικές και οργανωτικές μεταβολές, Jensen & Meckling (1976). Η μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης μιας εταιρείας μετά από την απόκτηση ποσοστού των εταιρικών τίτλων από νέους μετόχους που δεν έχουν άμεση σχέση με τους αρχικούς

ιδιοκτήτες έχει οδηγήσει στο φαινόμενο σύγκρουσης μεταξύ διαφόρων κατηγοριών μετόχων που στη βιβλιογραφία ορίζεται με τον όρο πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem). Τα υψηλόβαθμα διοικητικά στελέχη που κατέχουν συνήθως και μεγάλα ποσοστά στη μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας, δικαιολογούν τις περισσότερες φορές υψηλές διοικητικές δαπάνες (perks) ως αμοιβές για τις θέσεις που κατέχουν με αποτέλεσμα να επιβαρύνουν τους μικρομετόχους οι οποίοι δεν μπορούν να έχουν ανάλογα ωφέληματα, Τραυλός (1995).

Σύμφωνα με τον Ritter (1984), οι πιο ριψοκίνδυνες Δημόσιες Εγγραφές τιμολογούνται χαμηλότερα από αυτές που παρουσιάζουν μικρότερη επικινδυνότητα. Με τη χρήση μαθηματικών μοντέλων αποδείχτηκε ότι για να επέλθει μια κατάσταση ισορροπίας Ritter (2011), θα έπρεπε να παρακινηθούν οι επενδυτές με απώτερο σκοπό το κέρδος ώστε να συμμετάσχουν σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Επίσης οι εταιρείες των οποίων οι αξίες είναι δυσκολότερο να αποτιμηθούν, τείνουν να παρουσιάζουν υψηλότερες αρχικές αποδόσεις, ανταμείβοντας ουσιαστικά τους επενδυτές για την καλύτερη πληροφόρηση τους. Σε σχετική μελέτη ο Friedlan (1994) παρουσιάζει στοιχεία σύμφωνα με τα οποία οι εταιρείες που παρουσίασαν πληρέστερο ενημερωτικό δελτίο στους επενδυτές εμφάνιζαν μικρότερες αποκλίσεις κατά την είσοδό τους στις αγορές από την αρχική τιμή εισαγωγής, αφού τα στοιχεία του ενεργητικού τους και τα κέρδη τους ήταν μεγαλύτερα.

Αξιοποιώντας και τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, όπως περιγράφεται από τους Huang & Levich (2003), είναι λογικό να περιμένουμε ότι θα πρέπει να είναι μικρότερη η αβεβαιότητα για μεγαλύτερες και πιο ώριμες

επιχειρήσεις, που λειτουργούν σε σταθερές βιομηχανίες, καθώς είναι πιθανό οι αναλυτές να τις παρακολουθούν στενότερα, να παράγουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητές τους, και ενδεχομένως να έχουν μεγαλύτερες περιόδους λειτουργίας σε σχέση με τις πιο μικρές και νέες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο τους. Με δεδομένο ότι πιθανότατα οι ιδιωτικές εταιρείες οι οποίες εισέρχονται σε δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο Αθηνών έχουν συνήθως μικρότερο χρόνο ζωής και δραστηριοποιούνται σε κλάδους με μεγάλη δυναμική, οι εταιρείες που ελέγχονται από το Ελληνικό Δημόσιο θα έπρεπε να είναι υποτιμημένες σε μικρότερο βαθμό και αναλογικά να αποφέρουν λιγότερα κεφαλαιακά κέρδη στους επενδυτές τους κατά τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης.

Η ποσότητα και η ποιότητα βέβαια της πληροφόρησης σχετικά με την αληθινή αξία μιας εταιρείας που πραγματοποιεί την είσοδο της στην κεφαλαιαγορά διαφέρει σημαντικά ανάμεσα στην εκδότρια εταιρεία, τον ανάδοχο και τον επενδυτή. Οι ανάδοχοι προσπαθώντας να γεφυρώσουν το χάσμα της πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές και τις εταιρείες προς εισαγωγή, χρησιμοποιούν τη φήμη τους και την αναγνωσιμότητα τους για να προωθήσουν την ποιότητα μιας έκδοσης σε αντάλλαγμα πάντα με την έκπτωση της τιμής διάθεσης, Beatty & Ritter (1986).

Σύμφωνα και με τον Hoberg (2003) όσο μεγαλύτερη είναι η δύναμη που έχουν στην αγορά η ανάδοχοι τόσο μεγαλώνει και η τάση για υποτιμολογήσεις των Δημόσιων εγγραφών που αναλαμβάνουν οι συγκεκριμένοι ανάδοχοι. Αξιολογώντας αυτή την υπόθεση οι Loughran & Ritter (2004) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η επιθυμία των εταιρειών να προσλάβουν αναδόχους με

μεγάλη επιρροή και φήμη στην αγορά μειώνει συγχρόνως και τη ρευστότητα την οποία θα καταφέρει να αντλήσει από την πρωτογενή αγορά η ενδιαφερόμενη επιχείρηση.

Ο ανάδοχος χτίζει τη φήμη του σε επιτυχημένες δημόσιες εγγραφές οι οποίες λειτουργούν ως διαφήμιση για την προώθηση και των μελλοντικών εταιρειών που θα αναλάβει όπως αναφέρεται σε νεότερη μελέτη των Bahadir, DeKinder, και Kohli (2015). Η φήμη και το κύρος του αναδόχου επηρεάζει και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των τιμών μετοχών των εταιρειών που προώθησε την εισαγωγή τους υποδεικνύοντας με τον τρόπο αυτό ποιοτικότερες δημόσιες εγγραφές σε σχέση με τους ανταγωνιστές του σύμφωνα με τους Carter, Dark και Singh (1998).

Σε σχετική μελέτη σχεδόν δέκα χρόνια νωρίτερα από τους παραπάνω ο Welch (1989), υποστήριξε ότι ο μελλοντικές εκδόσεις μετοχών έχουν και αυτές θετική συσχέτιση με το μέγεθος της υποτιμολόγησης της αρχικής δημόσιας εγγραφής αφού είναι ελκυστικότερες στους επενδυτές και για τις μελλοντικές τους αυξήσεις, οι εκδόσεις που απέδωσαν μεγαλύτερα κέρδη αμέσως μετά την είσοδό τους στη δευτερογενή αγορά.

Με πιο πρόσφατη έρευνα ο Leite (2000) υποστήριξε ότι ο μέσος όρος των τιμών διάθεσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών μπορεί να βρίσκεται σε συνθήκες ισορροπίας αφού στις αγορές υπάρχουν μετοχές οι οποίες μπορεί να είναι εξίσου υπερτιμολογημένες όσο και άλλες υποτιμολογημένες. Κατά τον Leite, ο δυνητικός επενδυτής κάθε δημόσιας προσφοράς κρατάει την δικαίωμα αποχώρησης από την επένδυση σε περιπτώσεις όπου πληροφορίες της

έκδοσης δεν του είναι αρεστές . Η αξία του δικαιώματος αυτού θα είναι πάντοτε προστιθέμενη στην τιμή διάθεσης από τον ανάδοχο, η οποία απορρέει από την θεωρία των δυσμενών επιλογών όπως έχουμε ήδη αναφέρει, δημιουργώντας έτσι μια καινούρια θέση ισορροπίας σε σημείο που η έκδοση ίσως να θεωρείται υπερτιμημένη.

Σε μια προσπάθεια να συνοψίσουμε τα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης που παρατηρείται στις δημόσιες εγγραφές παραθέτω τον Πίνακα 3 που μας δίνει τη μέση αρχική απόδοση εταιρειών που μπήκαν στη διαδικασία εύρεσης κεφαλαίων στις ανά τον κόσμο χρηματιστηριακές αγορές και είχαν σημαντικές βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες αποδόσεις. Οι διαφορές στη μέση αρχική απόδοση αναλύονται σχετικά με το νομοθετικό πλαίσιο των διαφόρων χωρών, των συμβατικών μηχανισμών, καθώς και των χαρακτηριστικών των εκάστοτε επιχειρήσεων που διεξήγαγαν τις δημόσιες εγγραφές. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται αποδεικνύουν ότι οι εταιρείες με επιτυχία εκμεταλλεύονται το χρόνο όταν οι αποτιμήσεις είναι υψηλές, με τους επενδυτές να λαμβάνουν χαμηλές αποδόσεις σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
Σύνοψη αποτελεσμάτων διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με το φαινόμενο της υποτιμολόγησης στις δημόσιες εγγραφές.

	Χώρα	Συγγραφείς	Δείγμα	Περίοδος	Μέση αρχική απόδοση
1	Αίγυπτος	Omran	53	1990-2000	8,4%
2	Αργεντινή	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4,4%
3	Αυστραλία	Lee,Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1.462	1976-2010	22,8%
4	Αυστρία	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6,3%
5	Βέλγιο	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13,5%
6	Βουλγαρία	Nikolov	9	2004-2007	36,5%
7	Βραζιλία	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33,1%
8	Γαλλία	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack;Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10,5%
9	Γερμανία	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	721	1978-2010	24,7%
10	Δανία	Jakobsen & Sorensen; Ritter	145	1984-2006	8,1%
11	Ελλάδα	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50,8%
12	Ελβετία	Kunz,Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28%
13	Ενωμένο Βασίλειο	Dimson; Levis	4.267	1959-2010	16,2%
14	Η.Π.Α.	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12.246	1960-2011	16,8%
15	Ιαπωνία	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3.100	1970-2010	40,4%
16	Ινδία	Marisetty and Subrahmanyam	2.811	1990-2007	92,7%
17	Ινδονησία	Suherman	361	1990-2010	26,3%
18	Ιορδανία	Marmar	53	1999-2008	149%
19	Ιράν	Bagherzadeh	279	1991-2004	22,4%
20	Ιρλανδία	Ritter	31	1999-2006	23,7%
21	Ισπανία	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10,9%
22	Ισραήλ	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13,8%
23	Ιταλία	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16,4%
24	Καναδάς	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6,7%
25	Κίνα	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2.102	1990-2010	137,4%
26	Κορέα	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1.593	1980-2010	61,6%
27	Κύπρος	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	51	1999-2002	23,7%
28	Μαλαισία	Isa; Isa & Yong; Yong	350	1980-2006	69,6%
29	Μεξικό	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15,9%
30	Νέα Ζηλανδία	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20,3%
31	Νιγηρία	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12,7%

32	Νορβηγία	Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9,6%
33	Νότιος Αφρική	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18%
34	Ολλανδία	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10,2%
35	Πολωνία	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22,9%
36	Πορτογαλία	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11,6%
37	Ρωσία	Ritter	40	1999-2006	4,2%
38	Σαουδική Αραβία	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264,5%
39	Σιγκαπούρη	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	519	1973-2008	27,4%
40	Σουηδία	Rydqvist; Schuster; Simonov; Ritter	406	1980-2006	27,3%
41	Σρι Λάνκα	Samarakoon	105	1987-2008	33,5%
42	Φιλανδία	Keloharju	162	1971-2006	17,2%
43	Φιλιππίνες	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21,2%
44	Χιλή	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8,4%
45	Χονγκ Κονγκ	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1.259	1980-2010	15,4%
46	Ταϊβάν	Chen	1.312	1980-2006	37,2%
47	Ταϊλάνδη	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36,6%
48	Τουρκία	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	315	1990-2008	10,6%

Αναφορικά με τις βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις, οι σχετικές μελέτες δείχνουν πως οι μετοχές των εισηγμένων εταιρειών κερδίζουν στατιστικά σημαντικές αρχικές αποδόσεις δηλώνοντας πως οι αρχικοί ιδιοκτήτες των εταιρειών δεν εισπράττουν την πραγματική αξία των τίτλων που πωλούν στους νέους μετόχους. Οι αποδόσεις έχουν ορισθεί ως την ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της μετοχής από την τιμή εισαγωγής και τη χρηματιστηριακή τιμή όπως καθορίζεται από την προφορά και ζήτηση κατά τις μέρες διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Ακολούθως έχουμε και νεότερες μελέτες σχετικά με τις αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών κατά τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης όπως των Loughran & McDonald (2013) ή και των Leitterstorf & Rau (2014), όπου αναφέρονται στην υποτιμολόγηση των οικογενειακών επιχειρήσεων. Επίσης οι Ivanov και Xie (2010), μελέτησαν τη συμπεριφορά των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου κατά την αξιολόγηση νέων και δυναμικά αναπτυσσόμενων εταιρειών όπου φαίνεται να αποδίδουν πρόσθετη αξία στις δημόσιες εγγραφές αυτών που έχουν επενδύσει.

Τέλος αναφέρονται σχετικές μελέτες από την Ελλάδα με στατιστικά σημαντικά ευρήματα θετικών αρχικών αποδόσεων από την τιμή εισαγωγής στο χρηματιστήριο όπως αυτές των, Παπαϊωάννου και Τραυλού (1995), Καζαντζή και Levis (1995), Παπαχρήστου και Πανάγου (1995) και Τσετσέκου (1995).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το δείγμα της έρευνας αριθμεί τις αρχικές δημόσιες εγγραφές που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μεταξύ των ετών 2000 και 2011. Τα στοιχεία των Δημόσιων Εγγραφών έχουν ληφθεί από την ιστοσελίδα και τα στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και από τις ετήσιες εκθέσεις της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Παρουσιάζεται το σύνολο των εταιρειών που εισήχθησαν στην κύρια και την παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου Αθηνών μεταξύ των ετών 2000 και 2005 καθώς και το σύνολο των εταιρειών στις αγορές μεγάλης και μεσαίας/ μικρής κεφαλαιοποίησης από το τέλος του 2005 μέχρι και το τέλος του 2011. Οι εταιρείες που εισήχθησαν κάτω από τη νέα χρηματιστηριακή αγορά ή την Ελληνική αγορά αναδυόμενων κεφαλαιαγορών εξαιρούνται από την παρούσα μελέτη.

Το δείγμα αναλύεται κατ' έτος στον πίνακα 4. Στην προτελευταία στήλη παρουσιάζεται ο συνολικός αριθμός των κεφαλαίων, σε εκατομμύρια ευρώ, που κατάφεραν να αντλήσουν οι εταιρείες από το επενδυτικό κοινό στην κύρια και παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου. Η τελευταία στήλη παρακολουθεί το επίπεδο του Γενικού Δείκτη (υπολογίζεται ο μέσος όρος τιμών του έτους) του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο που πραγματοποιούνται οι Δημόσιες εγγραφές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4
Δημόσιες εγγραφές στο ΧΑΑ από το 2000 μέχρι το 2011.

Αγορά Έτος	Κύρια	Παράλληλη	Σύνολο Δημοσίων Εγγραφών	Αντληθέντα Κεφάλαια ¹	Γενικός Δείκτης ΧΑΑ
2000	18	35	53	2064,10	4287
2001	12	8	20	1491,85	2820
2002	7	10	17	81,21	2156
2003	1	12	13	112,55	1915
2004	4	4	8	91,74	2438
2005	3	2	5	60,96	3156
	Μεγάλη Κεφαλαιο ποίηση	Μέση/Μικρή Κεφαλαιο ποίηση			
2005	-	1	1	17,50	3156
2006	2	-	2	725,31	3989
2007	3	1	4	477,4	4870
2008	0	1	1	23,34	3407
2009	-	1	1	10	2187
2010	-	-	0	-	1705
2011	-	-	0	-	1163
ΣΥΝΟΛΟ	50	75	125	4060,61	

1. Τα ποσά που αναγράφονται στη στήλη είναι σε εκατομμύρια ευρώ.

Το έτος 2005 σύμφωνα με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς οι κατηγορίες διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου Αθηνών διαφοροποιούνται, με την κύρια και παράλληλη αγορά να αναφέρονται σαν κατηγορίες εταιρειών μεγάλης ή μέσης και μικρής κεφαλαιοποίησης αντίστοιχα.

Η παρατήρηση του παρόντος δείγματος παρουσιάζει εξαιρετικό ενδιαφέρον αφού παρουσιάζει την εικόνα του Ελληνικού χρηματιστηρίου και κατ' επέκταση της Ελληνικής οικονομίας την τελευταία δωδεκαετία. Ο αριθμός των εισαγωγών που λαμβάνουν χώρα το 2000 είναι εμφανώς ο μεγαλύτερος των τελευταίων ετών αντανακλώντας την επιτυχημένη πορεία προς την Ευρωπαϊκή Ένωση και καθώς πλησιάζουμε το σήμερα βρισκόμαστε αντιμέτωποι με τη ζοφερή κατάσταση της Ελληνικής οικονομίας των ατελείωτων ελλειμμάτων και του υπέρογκου κρατικού χρέους που εξαφανίζουν οποιαδήποτε επιχειρηματική λογική επενδύσεων, υπό τη σκέπη της συνεχόμενης ύφεσης των τελευταίων ετών.

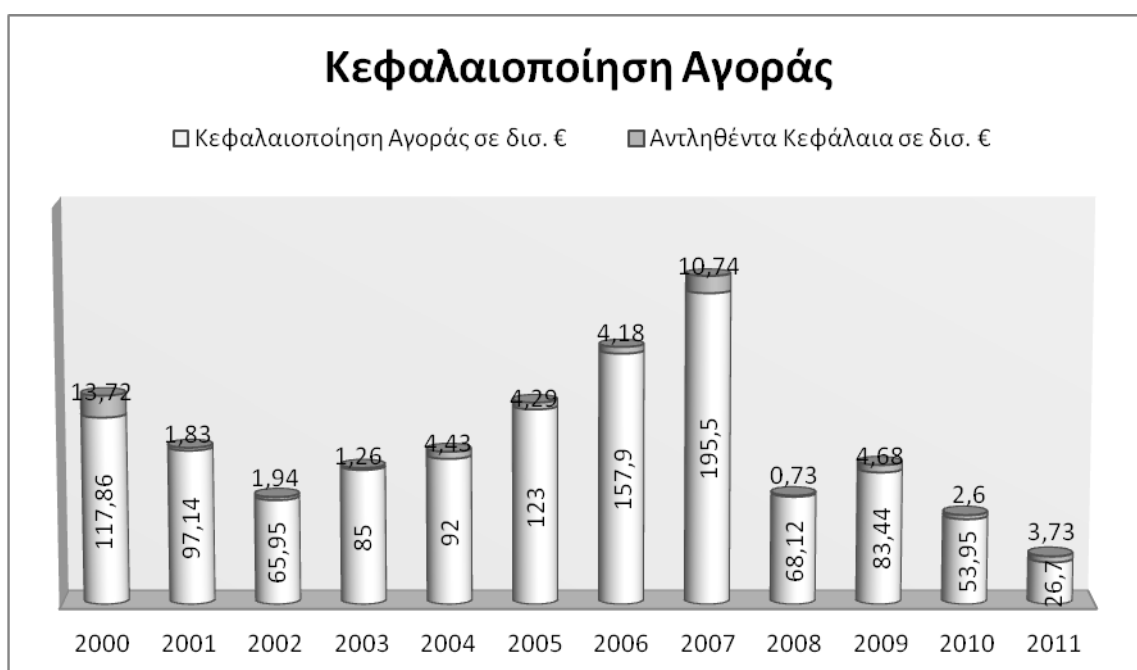
Το έτος 2003 παρουσιάζεται αύξηση στα αντληθέντα κεφάλαια από τις αρχικές δημόσιες εγγραφές του χρηματιστηρίου Αθηνών και το νούμερο αυτό οφείλεται στον Οργανισμό Λιμένος Πειραιώς που άρχισε να διαπραγματεύεται στην κύρια αγορά τον Αύγουστο του 2003 και άντλησε 54 εκατομμύρια ευρώ από τη διάθεση 6 εκατομμυρίων μετοχών σε δημόσια προσφορά.

Το έτος 2006 έχουμε την εισαγωγή του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου που άντλησε από την αγορά 611 εκατομμύρια ευρώ από διάθεση υφισταμένων μετοχών καθώς και της Eurobank properties που κατάφερε να αυξήσει τα κεφάλαια της κατά 113 εκατομμύρια ευρώ με τη διάθεση 5,5 εκ. μετοχών με δημόσια εγγραφή.

Η κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο 2000-2011 παρουσιάζεται στο διάγραμμα 1 που ακολουθεί. Αναπαριστάται η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς η οποία ακολουθεί μια ανοδική πορεία από το 2002 μέχρι το 2007 και ακολούθως περνάει σε πτωτική φάση, με τη

μεγάλη κρίση στις χρηματαγορές σε Αμερική και Ευρώπη. Τα ποσά παρουσιάζονται σε δισεκατομμύρια ευρώ και αντιπαραβάλλονται με τα σύνολο των νέων κεφαλαίων που κατάφεραν να αντλήσουν οι εταιρείες του χρηματιστηρίου από νέες εισαγωγές καθώς και αυξήσεις από ήδη εισηγμένες εταιρείες εντός κάθε ημερολογιακού έτους.

Διάγραμμα 1
Κεφαλαιοποίηση ΧΑΑ ανά έτος.



Ο διαχωρισμός των αντληθέντων κεφάλαια από τις εισηγμένες και τις νέες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών συμπεριλαμβανομένης και της νέας χρηματιστηριακής αγοράς, αναφέρονται στον Πίνακα 5, με τα ποσά να αναγράφονται σε εκατομμύρια ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
Αντληθέντα κεφάλαια από εταιρείες στο ΧΑΑ

Έτος	Από Εισηγμένες Εταιρείες	Από Νέες Εταιρείες	Σύνολο
2000	10880,66	2842,88	13723,54
2001	329,43	1497,05	1826,48
2002	1837,46	101,41	1938,86
2003	1140,05	121,33	1261,38
2004	338,93	104,57	443,50
2005	4206,11	81,86	4287,97
2006	4206,11	725,31	4287,97
2006	3454,46	477,40	4179,77
2007	10259,57	23,34	10736,97
2008	706,76	10	730,10
2009	4670,41	-	4680,41
2010	2596,56	-	2596,56
2011	3728,12	-	3728,12

Τα ποσά αναγράφονται σε εκατομμύρια ευρώ.

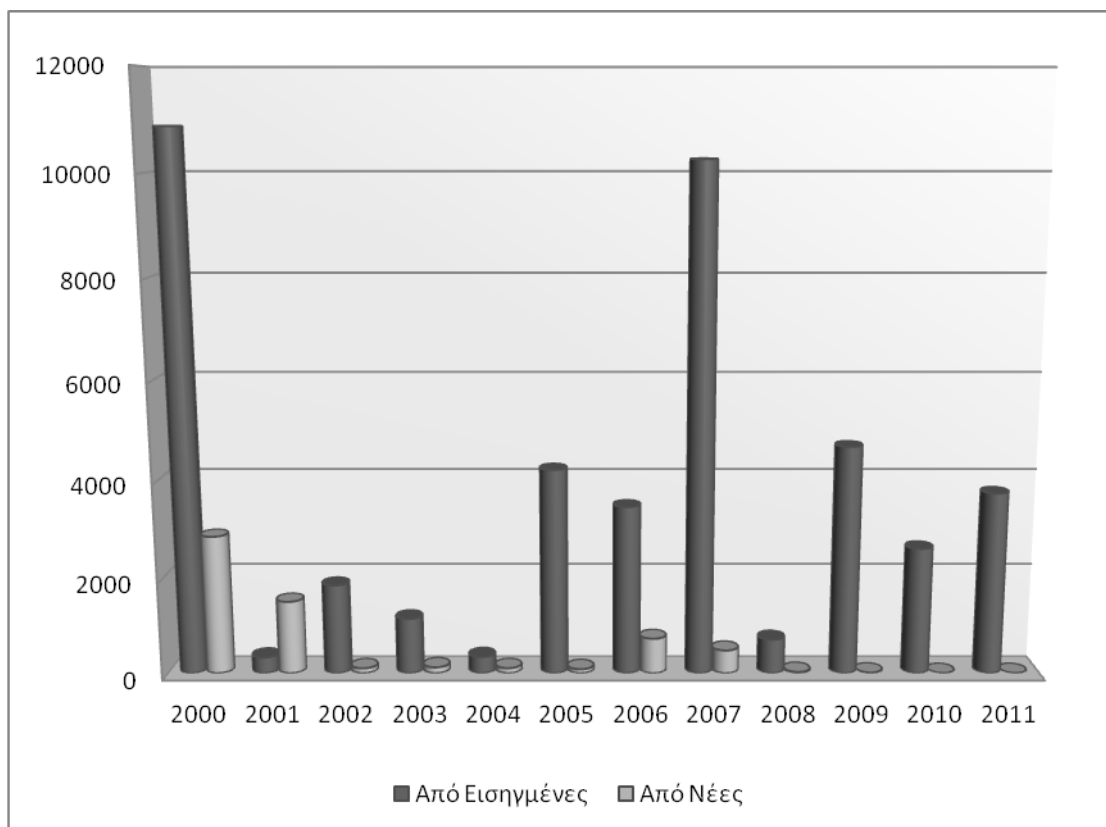
Η εισροή κεφαλαίων το έτος 2000 είναι η μεγαλύτερη για το χρηματιστήριο Αθηνών, ενισχύοντας με μεγάλη ρευστότητα τις ήδη εισηγμένες εταιρείες καθώς και δημιουργώντας ένα θετικό κλίμα για εταιρείες που δεν δραστηριοποιούνταν μέχρι τότε στις κεφαλαιαγορές. Η επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα φαίνεται να εκσυγχρονίζεται και να γίνεται ολοένα και πιο ανταγωνιστική στον τομέα της εξυπηρέτησης των εταιρικών κεφαλαιακών αναγκών, που μέχρι τότε πλην ελαχίστων εξαιρέσεων ο τραπεζικός δανεισμός και η ρευστότητα των εταίρων ήταν η κύρια πηγή χρηματοδότησης. Η διογκούμενη ρευστότητα από την έλευση νέων επενδυτικών κεφαλαίων στην κεφαλαιαγορά διευκολύνθηκε στην διοχέτευσή της σε επενδύσεις κινητών αξιών και μέσω των αμοιβαίων

κεφαλαίων. Είναι εμφανές ότι με την είσοδο στη νέα χιλιετία η αποταμιευτική συμπεριφορά των ελληνικών νοικοκυριών μεταβάλλεται διαρκώς και καθοδηγείται σημαντικά από τις χρηματιστηριακές εξελίξεις που λαμβάνουν χώρα κατά την περίοδο αυτή. Αυξάνεται έτσι σημαντικά η προσφορά κεφαλαίων που αποδέχονται την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου με σκοπό πάντα την επίτευξη μιας υψηλότερης απόδοσης, αλλά από την άλλη πλευρά επιδεικνύεται και μια σημαντικότερη ευαισθησία στις χρηματιστηριακές εξελίξεις που αποκαλύπτουν σε μεγάλο βαθμό τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του επενδυτικού κοινού.

Η προσφορά βέβαια φθηνής χρηματοδότησης μέσω της κεφαλαιαγοράς, παρά τη σταθερή μείωση των επιτοκίων προτρέπει και ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να προβούν σε νέες επενδύσεις. Δημιουργούνται σταθερά θετικές προσδοκίες στο επενδυτικό κοινό προσελκύοντας ολοένα και περισσότερους νέους υποψηφίους στην κεφαλαιαγορά, κατά τα έτη 2000 και 2001. Το θετικό κλίμα συνοδεύεται από ένα σημαντικό εκσυγχρονισμό στους θεσμούς με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση της πρωτογενούς αγοράς μετοχικών τίτλων.

Στο διάγραμμα 2 έχουμε τη γραφική αναπαράσταση της απορρόφησης των κεφαλαίων που εισήχθησαν στην αγορά του χρηματιστηρίου Αθηνών από τις είδη εισηγμένες εταιρείες σε σύγκριση με τα κεφάλαια από τις νέες δημόσιες εγγραφές. Με βάση τις εγχώριες και διεθνείς εκτιμήσεις, τα εύρωστα θεμελιώδη μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας προδίκάζαν τη μακροπρόθεσμη πορεία οικονομικής μεγέθυνσης της, όπως αποτυπώνεται στο διάγραμμα 2 με την απορρόφηση κεφαλαίων στο χρηματιστήριο Αθηνών το έτος 2000.

Διάγραμμα 2
Απορρόφηση κεφαλαίων στο ΧΑΑ από Εισηγμένες και Νέες Εταιρείες.



Το έτος 2001 παρατηρείται μια μεγαλύτερη απορρόφηση των διαθέσιμων κεφαλαίων του επενδυτικού κοινού, που ανήλθαν σε 1,8 δισεκατομμύρια ευρώ, από την πρωτογενή αγορά μετοχικών τίτλων που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο Αθηνών. Παρ' όλα αυτά οι νέες εγγραφές σημείωσαν συνολική ετήσια μείωση 62,8%. Η συμμετοχή της Ελλάδος προς την Ευρωπαϊκή οικονομική και νομισματική ένωση είχε ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση του κατάλληλου μακροοικονομικού περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων και περιορισμένου συναλλαγματικού κινδύνου με αποτέλεσμα ο ρυθμός ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας να διατηρηθεί υψηλότερος από το μέσο όρο των χωρών της ευρωζώνης. Οι επενδυτικές δαπάνες του δημοσίου και ιδιωτικού

τομέα κατά τα έτη 2000 και 2001 αυξήθηκαν σημαντικά συμβάλλοντας και στην αύξηση του ΑΕΠ. Παρ' όλες τις θετικές εξελίξεις η χρηματιστηριακή κάμψη ήταν εμφανής στην ελληνική κεφαλαιαγορά όπως και στις περισσότερες αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές.

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζεται από το τέλος του 1999 μια σημαντική διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών καθώς και μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο χρηματιστήριο Αθηνών, με τον γενικό δείκτη τιμών (ΓΔΤ) του ΧΑΑ να παρουσιάζει στο τέλος του 2001 συνολική μείωση 23,5% σε σχέση με την ανάλογη περίοδο του 2000 και την ημερήσια αξία συναλλαγών να έχει πτώση 63,2%.

Διάγραμμα 3
Γενικός Δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών



Το μέτρια ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον την τριετία 2001 – 2004 επηρέασε και την συναλλακτική δραστηριότητα του χρηματιστηρίου Αθηνών με πτώση του γενικού δείκτη τιμών και κάθετη μείωση της δυνατότητας άντλησης κεφαλαίων όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα 4. Ο αριθμός των εταιρειών που προέβησαν για πρώτη φορά σε προσφορά με δημόσια εγγραφή μετοχικών τίτλων μειώνεται σταθερά διαγράφοντας μια συνεχιζόμενη πτωτική πορεία. Το 2004 τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ανήλθαν σε 443,5 εκατομμύρια ευρώ σημειώνοντας περεταίρω υποχώρηση καταγράφοντας τη χαμηλότερη τιμή της περιόδου 2000 -2011.

Κατά τη διάρκεια του 2007 οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κλονίζονται από την αναταραχή που προκλήθηκε στις Η.Π.Α. λόγω της επιδείνωσης της αγοράς τιτλοποιημένων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Τα σημάδια είχαν ήδη γίνει εμφανή στις αυξανόμενες προβλέψεις των τραπεζικών ισολογισμών του 2006. Σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως οι τίτλοι τιτλοποιημένων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (CDOs), δημιούργησαν ένα φαινόμενο χιονοστιβάδας που πέρασε το Ατλαντικό. Οι διεθνείς εξελίξεις επηρέασαν την πορεία της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2007 χαρακτηρίστηκε από άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών και αυξημένη απορρόφηση κεφαλαίων από τις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών χωρίς όμως την ανάλογη δραστηριότητα στην έκδοση νέων τίτλων. Η έκδοση μετοχών στην κεφαλαιαγορά από εισηγμένες και νέες εταιρείες παρ' όλα αυτά σημείωσε αύξηση σε σχέση με την περίοδο 2002-2006 που ήταν πτωτική. Η ποσοστιαία

συμμετοχή της αξίας των αρχικών εκδόσεων τίτλων με δημόσια προσφορά στη συνολική χρηματιστηριακή αξία του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2007 μειώθηκε σε 0,25% έναντι 0,46% το 2006. Η μείωση αυτή οφείλεται στα αυξημένα κεφάλαια που αντλήθηκαν το 2006 από τη διάθεση υφιστάμενων μετοχών της εταιρείας < Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ΑΕ> επηρεάζοντας τον αριθμητή του κλάσματος, που αυξάνεται με την άντληση κεφαλαίων στην πρωτογενή αγορά. Ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών παραμένει σχετικά μικρός αντικατοπτρίζοντας την περιορισμένη ελκυστικότητα της κεφαλαιαγοράς ως πηγή επιχειρηματικής χρηματοδότησης σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων.

Προς το τέλος του 2008, εμφανίζονται σοβαρές ενδείξεις μιας βαθύτερης κρίσης και μιας ευρύτερης ύφεσης της ευρωζώνης. Από το 2010 οι αρχικές δημόσιες εγγραφές αποτελούν παρελθόν για το Χρηματιστήριο Αθηνών καθώς και το σύνολο των κεφαλαίων που αντλήθηκαν κατά την περίοδο μετά το 2009 περιγράφουν μια εποχή δύσκολη για την ελληνική οικονομία και κοινωνία. Οι προσπάθειες δημοσιονομικής προσαρμογής είναι σημαντικές και έχουν ως στόχο τη σταθεροποίηση και ανόρθωση της ελληνικής οικονομίας. Οι επιπτώσεις της συνεχιζόμενης ύφεσης είναι βέβαια προφανείς και αποτυπώνονται πλήρως στα διαγράμματα 3 και 4 παρουσιάζοντας τη δυσκολία εξεύρεσης κεφαλαίων στην πρωτογενή αγορά και τη σημαντική υποχώρηση της συναλλακτικής και εκδοτικής δραστηριότητας. Η επιφυλακτικότητα με την οποία αντιμετωπίζουν οι διεθνείς αγορές την ικανότητα χωρών όπως η Ελλάδα να σταθεροποιήσουν το δημόσιο χρέος τους, επηρεάζει τις χρηματοδοτικές ροές στην οικονομία επιδεινώνοντας την επενδυτική δραστηριότητα. Η επενδυτική συρρίκνωση δεν τροφοδοτεί την πραγματική οικονομία και η διαχείριση του

δημόσιου χρέους γίνεται ολοένα και πιο δύσκολη.

Διάγραμμα 4
Εξέλιξη αντληθέντων κεφαλαίων στο ΧΑΑ (εκ. Ευρώ).



Στο τέλος του 2011 η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετοχών (Πίνακας 6) συμπεριλαμβανομένων και των αμοιβαίων κεφαλαίων έφτασε στο απογοητευτικό νούμερο των 26,7 δισεκατομμυρίων ευρώ, σημειώνοντας κατακόρυφη πτώση για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά. Η κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών του χρηματιστηρίου Αθηνών που συμμετέχουν στο γενικό δείκτη τιμών ήταν 21,9 εκατομμύρια Ευρώ. Ο πίνακας 6 μας οδηγεί σε κάποια χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με τη σημαντικότητα και το μέγεθος της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς αντιπαραβαλλόμενης της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας. Υπολογίζοντας για την περίοδο 1999-2011 το δείκτη κεφαλαιοποίησης του χρηματιστηρίου προς το Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, θα αναδείξουμε κατά

αναλογία το μέγεθος της αγοράς σε σχέση με το μέγεθος της χώρας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6
Συσχέτιση μεγέθους Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας.

ΕΤΟΣ	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Κεφαλαιοποίηση (ΧΑ)	197,35	117,86	97,14	65,95	85	92	123	157,9	195,5	68,12	83,44	53,95	26,7
ΑΕΠ	114,90	123,60	133,40	143,50	153	164	199	214	229	245	231,64	227,3	211,6
Κεφαλαιοποίηση/ΑΕΠ	171,8%	95,4%	72,8%	46,0%	55,6%	56,1%	61,8%	73,8%	85,6%	27,3%	36%	23,7%	12,6%

Τα ποσά αναγράφονται σε δισεκατομμύρια ευρώ.

Η παρατήρηση μας δίνει ενδιαφέροντα συμπεράσματα από την αρχή της νέας χιλιετίας όπου η υπερτίμηση της αγοράς σε σχέση με την πραγματική οικονομία της χώρας το 1999 είναι ενδεικτική της απότομης διόρθωσης της αγοράς τους μήνες που ακολούθησαν το πρώτο εξάμηνο του 2000. Από την άλλη πλευρά το έτος 2002 αναδεικνύεται η αρνητική ψυχολογία του επενδυτικού κοινού που υποτιμά σημαντικά τις αξίες του χρηματιστηρίου Αθηνών σε σχέση πάντα με την δυναμική της Ελληνικής οικονομίας όπως διαγράφεται από την εξέλιξη του ΑΕΠ. Τα τελευταία τέσσερα χρόνια μετά την κατάρρευση του Αμερικάνικου κολοσσού Lehmann Brothers παρατηρούμε την εξέλιξη την μεγαλύτερης κρίσης των τελευταίων δεκαετιών για το Ελληνικό Χρηματιστήριο με πλήρη κατάρρευση των αξιών και μηδενική εισροή κεφαλαίων από νέες δημόσιες εγγραφές.

Όπως αναφέραμε στην αρχή την παρούσης ενότητας ο συνολικός αριθμός των εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο Αθηνών μεταξύ των

ετών 2000 και 2011 έφτασε τον αριθμό των 125 εγγραφών σε κύρια και παράλληλη αγορά. Οι εταιρείες BANK OF CYPRUS LTD και MARFIN POPULAR BANK δεν ακολουθούν το δείγμα αφού παρουσιάζουν πληθώρα χρηματιστηριακών κινήσεων μετά τη δημόσια εγγραφή τους στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, δυσανάλογη των υπολοίπων εταιρειών, και αποτελούν αλλοδαπές εταιρείες με χρηματιστηριακή εμπειρία στην αγορά της Κύπρου.

Ο πίνακας 7 μας παρουσιάζει ανά κατηγορία τον αριθμό των εταιρειών που συμμετέχουν στο δείγμα μας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7
Εταιρείες που συμμετέχουν στο δείγμα.

	ΑΜΚ	ΚΕΦΑ/ΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜ/ΚΩΝ	ΚΕΦΑ/ΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	ΜΕΤΡΗΤΑ	SPLIT	ΛΟΙΠΕΣ ΑΜΚ
ΣΥΝΟΛΟ	76	40	4	12	18	2

Η παρατήρηση μας ακολουθεί μόνο τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου οι οποίες έχουν μεταβάλει τον αρχικό αριθμό μετοχών τον οποίο η εκάστοτε εταιρεία κατέγραψε στο ενημερωτικό της δελτίο προς έγκρισή για εισαγωγή σε οποιαδήποτε από τις κατηγορίες του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Οι κατηγορίες αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που παρατηρήθηκαν ήταν οι κεφαλαιοποιήσεις αποθεματικών ή κερδών οι αυξήσεις με μετρητά καθώς και αύξηση του συνολικού αριθμού μετοχών με ταυτόχρονη αντιστρόφως ανάλογη μεταβολή της αξίας της μετοχής (stock split). Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που ακολούθησαν τη δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο Αθηνών και δεν οδήγησαν σε έκδοση νέων μετοχών δεν συμπεριλαμβάνονται στη μελέτη καθώς μεταβάλουν μόνο την ονομαστική αξία της μετοχής.

Όταν μια επιχείρηση προχωρεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής της εταιρείας, ο αριθμός μετοχών που έχει ο μέτοχος στην κατοχή του και η χρηματιστηριακή αξία τους δεν μεταβάλλονται στην πράξη καθώς δεν αλλάζει η λογιστική αξία μιας επιχείρησης αφού τα ίδια κεφάλαιά της παραμένουν ίδια. Η μεταβολή που επέρχεται στην αγοραία τιμή μιας μετοχής, ως αποτέλεσμα της συγκεκριμένης εταιρικής πράξης, είναι συνήθως ελάχιστη ή και μηδενική. Με απλά λόγια, η κίνηση αυτή δεν αλλάζει τη χρηματιστηριακή ελκυστικότητα μιας εταιρείας. Η πραγματοποίηση μιας ανάλογης πράξης έχει ως εξής: έστω ότι μια επιχείρηση έχει μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατομμύρια ευρώ το οποίο αναλύεται σε 100.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 1 ευρώ η καθεμιά. Η ίδια επιχείρηση διαθέτει επίσης και παρουσιάζει στο παθητικό του ισολογισμού της αποθεματικά ύψους 200 εκατομμύρια ευρώ. Άρα η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει ίδια κεφάλαια 300 εκατομμύρια ευρώ. Αν αποφασίσει να κεφαλαιοποιήσει αποθεματικά αξίας 100 εκατομμύρια ευρώ, τότε θα προχωρήσει σε αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής κατά 1 ευρώ. Έτσι το μετοχικό κεφάλαιό της θα διαμορφωθεί σε 200 εκατομμύρια ευρώ και θα απαρτίζεται από 100.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 2 ευρώ. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της δεν αλλάζει (200 εκατομμύρια ευρώ μετοχικό και 100 εκατομμύρια ευρώ αποθεματικά), όπως και ο αριθμός των μετοχών της. Η επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι πρακτικά μηδενική. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις προχώρησαν σε πληθώρα ανάλογων κινήσεων με σκοπό τη λογιστική προσαρμογή των ονομαστικών αξιών των μετοχών μετά την μετατροπή του εγχώριου νομίσματος από τις δραχμές σε ευρώ κατά τη

νομισματική ενοποίηση της Ελλάδος με την ευρωζώνη.

Αναλόγως οι εταιρείες που προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση συγκεκριμένου αριθμού μετοχών λόγω ασκήσεως δικαιωμάτων προαίρεσης από μέλη Διοικητικών Συμβουλίων ή και στελεχών της εκάστοτε εταιρείας, δεν παρέχουν σημαντική ποσοστιαία μεταβολή του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας με αποτέλεσμα να μην μεταβάλουν σημαντικά τη θέση του συνόλου των μετόχων μιας εταιρείας.

Οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών που είχαν στόχο επακόλουθες συγχωνεύσεις, απορροφήσεις, εξαγορές και συνοδεύονται από έκδοση μετοχών, δεν ακολουθούν τη λογική των υπολοίπων μεταβολών αλλά τις περισσότερες φορές είναι αποτύπωση εταιρικών συμφωνιών οι οποίες εμπεριέχουν συγκεκριμένες συνέργειες και στρατηγικές με αποτέλεσμα να μην έχουν πρακτικό αντίκρυσμα στο συγκεκριμένη μελέτη.

Η χρηματιστηριακή συμπεριφορά μιας μετοχής διαφοροποιείται αρκετά όταν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών συνοδεύεται και από διανομή δωρεάν μετοχών. Παρατηρούμε ότι στην περίπτωση αυτή η λογιστική αξία μιας επιχείρησης δεν μεταβάλλεται, άρα πρακτικά δεν θα περίμενε κανείς αλλαγή και στη χρηματιστηριακή συμπεριφορά. Η πρακτική όμως αποδεικνύει ότι η διανομή δωρεάν μετοχών είναι μία από τις πλέον ελκυστικές χρηματιστηριακά κινήσεις για μια επιχείρηση, χωρίς ουσιαστικό κόστος. Ο μηχανισμός των μεταβολών που γίνονται στη περίπτωση αυτή έχει ως εξής: αν η επιχείρηση με 100.000.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 1 ευρώ και μετοχικό κεφάλαιο 100 εκατομμύρια ευρώ επιθυμεί να κεφαλαιοποιήσει 50 εκατομμύρια ευρώ και να προχωρήσει σε

διανομή δωρεάν μετοχών, θα εκδώσει 50.000.000 νέες μετοχές τις οποίες θα διανείμει στους μετόχους της σε αναλογία 5 νέες ανά 10 παλαιές. Τα κεφάλαια που κεφαλαιοποιούνται προέρχονται από τα αποθεματικά της, προστίθενται στο μετοχικό κεφάλαιο και δεν αυξάνουν τα συνολικά ίδια κεφάλαια. Ο νέος αριθμός των μετοχών της εταιρείας θα ανέλθει έτσι σε 150.000.000. Εφόσον η αξία της επιχείρησης δεν αλλάζει η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν μπορεί να παραμείνει η ίδια. Αν γινόταν διαφορετικά, οι εισηγμένες εταιρείες θα προχωρούσαν σε συνεχείς εκδόσεις νέων μετοχών για να αυξάνουν συνεχώς την αξία τους. Αν λοιπόν η τιμή της μετοχής της επιχείρησης του παραδείγματος έχει αγοραία αξία 10 ευρώ, θα πρέπει να προσαρμοσθεί. Η προσαρμογή αυτή γίνεται με βάση τη σχέση ότι ο παλαιός αριθμός των μετοχών επί τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής πρέπει να ισούται με τον νέο αριθμό των μετοχών επί τη νέα αξία της μετοχής.

Εφόσον γνωρίζουμε τον νέο αριθμό των μετοχών, μπορούμε να υπολογίσουμε ότι η νέα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα ισούται με $(100.000.000 \times 10) / 150.000.000$, δηλαδή με 6,66 ευρώ. Ο μέτοχος της εταιρείας δεν χάνει από αυτή τη μείωση. Αν ήταν κάτοχος 1.000 μετοχών πριν από τη διανομή των δωρεάν, η αξία των μετοχών του ήταν 10.000 ευρώ. Μετά τη διανομή των δωρεάν μετοχών, η αξία των μετοχών που έχει (1.500 μετοχές επί την προσαρμοσμένη τιμή των 6,66) θα είναι και πάλι 10.000 ευρώ. Κρατώντας βέβαια τώρα πια μεγαλύτερο αριθμό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του με χαμηλότερη τιμή αλλά ίση συνολική αξία βλέπει την προοπτική να επανέλθει η τιμή στην αρχική της αξία και να αυξάνεται σημαντικά η συνολική του θέση. Ανάλογη με τη διαδικασία αυτή είναι και η τεχνική της διαίρεσης των μετοχών

(stock split) που μειώνει την ονομαστική αξία της μετοχής διανέμοντας δωρεάν μετοχές. Η επίδραση της πράξης αυτής στη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής έχει αποδειχθεί ότι είναι αναλόγως θετική. Σε περιόδους μεγάλης ανόδου των τιμών στο Χρημαστήριο είχε παρατηρηθεί ότι πολλές μετοχές μετά τη διανομή των νέων μετοχών και την προσαρμογή προς τα κάτω της τιμής κινούνταν ταχύτατα ανοδικά και επανέρχονταν σύντομα στην αρχική τους τιμή.

Οι εταιρείες που προχώρησαν σε ανάλογες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου έχουν μεγάλη σημασία για τη συγκεκριμένη μελέτη αφού δίνουν στην συνολική θέση του παλαιού μετόχου μεγαλύτερη αξία για το λόγο αυτό και παρουσιάζονται στο δείγμα μαζί με τις αυξήσεις με καταβολή μετρητών, όπου τόσο το μετοχικό όσο και τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αυξάνονται ανάλογα με τα μετρητά που θα καταθέσουν οι μέτοχοι καθώς επίσης αυξάνεται και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία.

Ακολουθώντας στον πίνακα 21 του παραρτήματος παρουσιάζονται αναλυτικά οι κινήσεις αυξήσεως του αριθμού των μετοχών που προέβησαν οι εβδομήντα έξι εταιρείες του δείγματος που αναλύουμε, κατά την ημερομηνία της αυξήσεως, καθώς και ο ακριβής αριθμός μετοχών που εξέδωσαν μετά από έγκριση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Τέλος στο Διάγραμμα 5 δίδεται γραφικά η κατανομή των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου που έλαβαν χώρα στο χρημαστήριο Αθηνών την χρονική περίοδο που μελετάμε και παρουσιάζονται ανάλογα με το είδος της αύξησης. Παρατηρούνται συγχρόνως την περίοδο 2000-2011 και άλλες κινήσεις των νεοεισηγμένων εταιρειών οποίες βέβαια δεν είχαν σαν αποτέλεσμα την έκδοση νέου αριθμού μετοχών, όπως οι αυξήσεις της ονομαστικής αξίας των μετοχών

τους που ήταν μια συνήθης πρακτική στο χρηματιστήριο Αθηνών, οι οποίες δεν ενδιαφέρουν την συγκεκριμένη μελέτη.

Διάγραμμα 5
Κατανομή των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων των αποδόσεων των μετοχών.

Η παρούσα μελέτη παίρνοντας ως δείγμα τις εισαγωγές εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2000 μέχρι και το τέλος του 2011, εξετάζει κατά πόσο οι εταιρείες με τη μεγαλύτερη υποτίμηση τιμής σε χρονικά διαστήματα που ορίζονται από ένα μήνα διαπραγμάτευσης έως και ένα χρόνο μετά τη δημόσια εγγραφή τους εκμεταλλεύονται τάχιστα το δικαίωμά τους για μεταγενέστερες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, με κεφαλαιοποιήσεις αποθεματικών, κερδών ή και με καταβολές μετρητών, όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές.

Υποθέτω ότι οι εταιρείες που εμφανίζονται να έχουν τη μεγαλύτερη αύξηση στην τιμή της μετοχής τους μέσα στα διαστήματα ενός μήνα, έξι μηνών και ενός χρόνου διαπραγμάτευσης μετά τη δημόσια εγγραφή επιστρέφουν γρηγορότερα σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου θεωρώντας ότι ασυμμετρία πληροφοριών τις οδήγησε να υποτιμήσουν την τιμή διάθεσης και επομένως είχαν μικρότερη αρχική άντληση κεφαλαίων.

Η εμπειρική διερεύνηση της υπό εξέτασης υπόθεσης αυτής της μελέτης καθιστά αναγκαία την ανάλυση των χρηματιστηριακών αποδόσεων των μετοχών των νεοεισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών.

Ο υπολογισμός των χρηματιστηριακών αποδόσεων έγινε με βάση τις τιμές των μετοχών που αναγράφονται στο δελτίο του χρηματιστηρίου, προσαρμοσμένες πάντοτε στις εκάστοτε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσω δικαιωμάτων προτίμησης, διασπάσεων μετοχών (splits/ reverse splits), καθώς και διανομής δωρεάν μετοχών. Όλες οι μεταβολές του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών του δείγματος με την προσαρμογή της αρχικής τιμής καθιστούν τα αποτελέσματα ανεξάρτητα και συγκρίσιμα σε όλες τις χρονικές περιόδους της εμπειρικής διερεύνησης.

Η μέθοδος μέτρησης των χρηματιστηριακών αποδόσεων καταγράφει τις απλές καθώς και τις επιπλέον αποδόσεις. Με τον όρο απλές αποδόσεις αναφέρομαι στη σύγκριση της τιμής μιας μετοχής σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή οριζόμενη με το λατινικό γράμμα P_0 η οποία είναι και η αρχική τιμή εισαγωγής του τίτλου στο χρηματιστήριο, με μια μεταγενέστερη τιμή της ίδιας μετοχής σε χρονική στιγμή που ακολουθεί την αρχική και ορίζεται ως P_t με το λατινικό γράμμα t να καταγράφει τον αριθμό των ημερών διαπραγμάτευσης από την πρώτη ημέρα.

α) Υπολογισμός απλών αποδόσεων (Raw Returns) με βάση την τιμή εισαγωγής και σημεία αναφοράς:

- i. Ένας μήνας με καταγραφή της τιμής της μετοχής κατά την 21^η ημέρα διαπραγμάτευσης.
- ii. Έξι μηνών με καταγραφή της τιμής της μετοχής κατά την 126^η ημέρα διαπραγμάτευσης.

- iii. Δώδεκα μηνών με καταγραφή της τιμής της μετοχής κατά την 250^η ημέρα διαπραγμάτευσης.

Υπολογίζονται με τη μέθοδο αυτή οι απλές αποδόσεις του πρώτου μήνα από την εισαγωγή, εξαμήνου και δωδεκαμήνου. Ο υπολογισμός γίνεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$IR_j = \frac{(P_t - P_0)}{P_0} * 100$$

Όπου

IR_j : απλή απόδοση

P_t : τιμή κλεισίματος κατά την ημέρα διαπραγμάτευσης t

P_0 : τιμή εισαγωγής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης

Άρα η απλή απόδοση IR_t σε ορισμένο διάστημα t είναι ίση με

$$\frac{(\text{Τιμή μετοχής την ημέρα διαπραγμάτευσης } t) - (\text{Τιμή εισαγωγής της μετοχής})}{\text{Τιμή εισαγωγής της μετοχής}} * 100$$

αντικαθιστώντας το t με τις ανάλογες τιμές των πρώτων 21 ημερών, 126 ημερών, 250 ημερών.

Στη συνέχεια υπολογίζεται η μέση αρχική απόδοση όλων των εταιρειών που λαμβάνουν μέρος στο δείγμα κατά την περίοδο μελέτης από το έτος 2000 μέχρι το τέλος του 2011 για τις μεταβλητές t=21, t=126 και t=250.

Ο υπολογισμός γίνεται με τον ακόλουθο τύπο:

$$\mathbf{AIR}_j = \frac{\sum_{j=1}^n \mathbf{IR}_j}{n}$$

Όπου

AIR_j: μέση απόδοση

j: 1,2,...,n

n: ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών του δείγματος.

Επιπλέον θα γίνει έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αρχικών αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών, ώστε να διαπιστωθεί σε ορισμένο επίπεδο σημαντικότητας αν οι αποδόσεις αυτές είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Το επίπεδο εμπιστοσύνης το οποίο ορίσαμε για την συγκεκριμένη μελέτη και θα μας οδηγήσει στην αποδοχή ή απόρριψη της υπόθεσης του μηδενικού μέσου όρου των αρχικών αποδόσεων, αναλόγως των ευρημάτων, είναι το 5%. Η υπόθεση μας διαμορφώνεται ως εξής:

H₀: AIR=0 Η μέση αρχική απόδοση ισούται με το μηδέν.

H₁: AIR≠0 Η μέση αρχική απόδοση είναι διάφορη του μηδενός.

Ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας γίνεται με τον τύπο υπολογισμού:

$$\mathbf{t_stat} = \frac{\mathbf{AIR} * \sqrt{n}}{\sigma}$$

Όπου

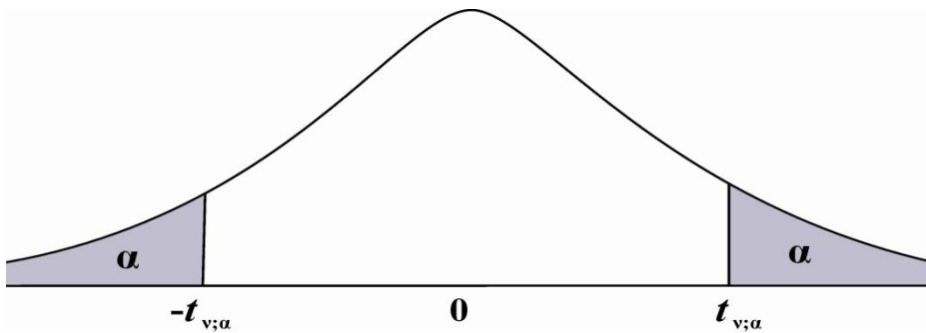
AIR: η μέση αρχική απόδοση

σ: η τυπική απόκλιση του δείγματος

n: ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών του δείγματος.

Η έρευνα σημαντικότητας ακολουθώντας κανονική κατανομή, απορρίπτει τη μηδενική υπόθεση σε τιμές του **t - stat**.

Τιμές $t_{v;a}$ της t_v κατανομής ώστε $\mathbf{P}(\mathbf{T}_v > t_{v;a}) = \mathbf{P}(\mathbf{T}_v \geq t_{v;a}) = \mathbf{a}$.



t - stat < - 1,960 ή **t - stat** > 1,960 εξέταση του επιπέδου σημαντικότητας 5%

και $\alpha = 0.025$

t - stat < - 1,645 ή **t - stat** > 1,645 εξέταση του επιπέδου σημαντικότητας 10%

και $\alpha = 0.05$

t - stat < - 1,282 ή **t - stat** > 1,282 εξέταση του επιπέδου σημαντικότητας 20%

και $\alpha = 0.10$

β) Υπολογισμός επιπλέον αποδόσεων (Excess Returns) αφαιρώντας από την απλή απόδοση τη χρηματιστηριακή απόδοση της ανάλογης χρονικής περιόδου υπολογισμού. Η χρηματιστηριακή απόδοση ορίζεται από την ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και υπολογίζεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{\Gamma\Delta\chi \text{ την ημέρα διαπραγματέως } t - \Gamma\Delta\chi_0}{\Gamma\Delta\chi_0} * 100$$

Με τον τρόπο αυτό θα υπολογιστεί η επιπλέον απόδοση της κάθε δημόσιας εγγραφής για το ανάλογο χρονικό διάστημα διαπραγμάτευσης t , και θα είναι η διαφορά της αρχικής απόδοσης και της χρηματιστηριακής απόδοσης που ορίσαμε προηγουμένως.

$$ER_j = IR_j - \Gamma\Delta$$

Όπου

ER_j : η επιπλέον απόδοση

IR_j : απλή απόδοση

$\Gamma\Delta$: η απόδοση του δείκτη κατά την ανάλογη περίοδο.

Ακολούθως θα υπολογιστεί και η μέση επιπλέον απόδοση και θα γίνει και ο ανάλογος στατιστικός έλεγχος σημαντικότητας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8
Χρηματιστηριακές αποδόσεις (με βάση την Τιμή Εισαγωγής)
από εισαγωγές εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
(2000 – 2011)

		Απλές Αποδόσεις			Επιπλέον Αποδόσεις		
Μέρες μετά την εισαγωγή	Αριθμός Εταιρειών	Απόδοση	Στατιστικός Συντελεστής	P (%)	Απόδοση	Στατιστικός Συντελεστής	P (%)
21	76	4,75%	1,0298	15,32	6,10%	1,376	17,3
126	76	-6,60%	-1,1324	13,06	3,80%	0,6938	49,4
250	76	-9,89%	-1,2848	10,14	6,11%	0,849	39,9

Ο πίνακας 8 παρουσιάζει τις απλές και τις επιπλέον αποδόσεις με τιμή βάσης την τιμή εισαγωγής της εταιρείας στο Ελληνικό χρηματιστήριο

καλύπτοντας περιόδους ενός μηνός, έξι μηνών και ενός χρόνου από την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Παρατηρούμε ότι η απλές και οι επιπλέον αποδόσεις των 76 εταιρειών είναι θετικές για το διάστημα του ενός μήνα από την περίοδο εγγραφής αλλά οι αποδόσεις αυτές δεν είναι στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο που έχουμε ορίσει.

Ανάλογη είναι και η εικόνα για τις αποδόσεις των 6 μηνών αλλά και 12 μηνών μετά την εισαγωγή. Οι απλές αποδόσεις των εταιρειών που εξετάζουμε για το διάστημα των έξι μηνών από την ημέρα εισαγωγής παρουσιάζονται αρνητικές και μη σημαντικές στατιστικά όπως και οι ανάλογες του ενός έτους. Παράλληλα όλες οι επιπλέον αποδόσεις σε διαστήματα έξι μηνών και ενός έτους από την εισαγωγή δεν είναι σημαντικές σε κανένα επίπεδο.

Η μελέτη στο επίπεδο αυτό δε μπορεί να εξαγάγει ασφαλή συμπεράσματα για την υποτιμολόγηση ή μη των 76 εταιρειών του δείγματος οι οποίες προχώρησαν σε αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου μετά την εισαγωγή τους στο Ελληνικό χρηματιστήριο. Οι θετικές ή αρνητικές απλές αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές με αποτέλεσμα να μην απορρίπτουμε ουσιαστικά σε κανένα επίπεδο με ασφάλεια την αρχική υπόθεση για μηδενικές μέσες αποδόσεις. Ανάλογα είναι τα συμπεράσματα μας και για τις επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών του δείγματος στα διαστήματα του ενός μήνα, έξι μηνών και δώδεκα μηνών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9
Χρηματιστηριακές αποδόσεις στο ΧΑΑ (2000 – 2011)
με διαχωρισμό του είδους της πρώτης ΑΜΚ.

Μέρες μετά την εισαγωγή	ΑΜΚ	Αριθμός Εταιρειών	Απλές Αποδόσεις			Επιπλέον Αποδόσεις		
			Απόδοση	Στατιστικός Συντελεστής	P(%)	Απόδοση	Στατιστικός Συντελεστής	P(%)
21	1	12	-5,63%	-1,4267	7,89	-6,59%	-1,5541	6,22
	0	64	6,69%	1,2398	10,95	8,48%	1,6439	5,22
126	1	12	-21,59%	-2,2477	1,38	-16,62%	-1,8566	3,37
	0	64	-3,79%	-0,5702	28,51	7,62%	1,2330	11,07
250	1	12	-20,74%	-1,7977	3,82	-14,87%	-1,8604	3,34
	0	64	-7,85%	-0,8837	18,99	10,04%	1,2042	11,62

ΑΜΚ 1 συμβολίζει τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.

ΑΜΚ 0 συμβολίζει τις λογιστικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου

Ο πίνακας 9 παρουσιάζει τις απλές και επιπλέον αποδόσεις του αρχικού μας δείγματος των 76 εταιρειών που εισήχθησαν στο Ελληνικό χρηματιστήριο από το 2000, με τη διαφορά ότι εδώ οι εταιρείες χωρίζονται ανάλογα με την επακόλουθη πρώτη αύξηση στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Ο διαχωρισμός γίνεται στο σημείο αυτό για να γίνει μια πιο ενδελεχής μελέτη σε δύο μεγάλες ομάδες εταιρειών, όπως αυτές ορίζονται από το είδος της πρώτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προχώρησαν. Οι εταιρείες οι οποίες ακολούθησαν μετά από κάποιο χρονικό διάστημα με αυξήσεις κεφαλαίου οι οποίες είχαν καταβολή μετρητών από τους επενδυτές που έλαβαν μέρος σε αυτές, καθώς και αυξήσεις κεφαλαίου οι οποίες ενώ μετέβαλαν τον συνολικό αριθμό μετοχών των εταιρειών δεν ζητήθηκε από τους επενδυτές να καταβάλουν μετρητά για την ανάληψη του νέου αριθμού μετοχών, όπως οι κεφαλαιοποιήσεις αποθεματικών ή κερδών, οι διασπάσεις μετοχών και οι εισφορές σε είδος .

Ο πίνακας 9 παρουσιάζει αξιόλογα αναφοράς ευρήματα, τα οποία βέβαια

χρίζουν και περαιτέρω διερεύνησης. Αρχικά τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης που ακολούθησε την εισαγωγή, παρατηρούμε αρνητικές απλές και επιπλέον αποδόσεις για τις δώδεκα εταιρείες οι οποίες προχώρησαν στη συνέχεια σε αυξήσεις κεφαλαίων με καταβολή μετρητών. Τα αποτελέσματά μας εδώ δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Αντίθετα οι υπόλοιπες εταιρείες οι οποίες δεν προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών παρουσίασαν θετικές αποδόσεις των πρώτο μήνα της εισαγωγής τους με τις επιπλέον αποδόσεις να είναι σημαντικές στατιστικά οριακά σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Προχωρώντας σε μεγαλύτερα διαστήματα έξι και δώδεκα μήνες μετά την εισαγωγή των εταιρειών, παρατηρούμε πάλι τις δώδεκα εταιρείες που έκαναν εκ' των υστέρων αυξήσεις με καταβολή μετρητών από τους μετόχους να παρουσιάζουν σημαντικές απώλειες στις απλές αλλά και τις επιπλέον αποδόσεις τους οι οποίες είναι μάλιστα και στατιστικά σημαντικές να απορρίπτουμε την υπόθεση των μέσων μηδενικών αποδόσεων.

Αντίθετα η δεύτερη ομάδα των εταιρειών που δεν προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολές μετρητών παρουσίασε θετικές και αρνητικές αποδόσεις στα διαστήματα έξι και δώδεκα μηνών μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο οι οποίες όμως δεν μπορούν να χαρακτηριστούν στατιστικά σημαντικές σε κανένα επίπεδο σημαντικότητας με αποτέλεσμα να χρίζει ανάγκης περεταίρω διερεύνησης η πιθανότητα μεγαλύτερων ή μικρότερων του μηδενός μέσων αποδόσεων.

Η παρατήρηση των αποτελεσμάτων στο σημείο αυτό καταλήγει στο

συμπέρασμα ότι οι εταιρείες που ζήτησαν από τους υφιστάμενους μετόχους να καταβάλουν παραπάνω χρήματα για να διατηρήσουν τα ποσοστά τους στο μετοχικό κεφάλαιο καθώς και από τους επενδυτές να συμμετάσχουν με μετρητά σε αυτό, είχαν στην πραγματικότητα αρνητικές αποδόσεις σε μετρήσιμα διαστήματα χρόνου έως και ένα έτος μετά τη δημόσια εγγραφή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΤΩΝ ΑΥΞΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε αν το χρονικό σημείο της πρώτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών από το 2000 είναι συνάρτηση κάποιων ανεξάρτητων μεταβλητών.

Αρχικά διαμορφώνοντας το οικονομετρικό υπόδειγμα για την πολυμεταβλητή παλινδρόμηση θεωρούμε μεταβλητή Y ως συνάρτηση k - ερμηνευτικών μεταβλητών $X_j, j=1, \dots, k$. Τότε το οικονομετρικό υπόδειγμα βασιζόμενο σε δείγμα n -παρατηρήσεων είναι η γραμμική συναρτησιακή σχέση $Y_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_{1,i} + \dots + \beta_k \cdot X_{k,i} + \varepsilon_i$ όπου $Y_i, i=1, \dots, n$ είναι η i -παρατήρηση της εξαρτημένης μεταβλητής και $X_{j,i}, j=1, \dots, k$ είναι η i -παρατήρηση της j -ερμηνευτικής μεταβλητής (μη στοχαστική) η οποία επιδρά στην εξαρτημένη με κλίση β_j , (β_0 είναι ο σταθερός όρος).

Στη συγκεκριμένη μελέτη το υπόδειγμα που θα χρησιμοποιήσουμε παίρνει τη γενική μορφή:

$$\log AMK = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 Y + \beta_3 Z + \beta_4 W + \beta_5 V + \varepsilon$$

Οι επιμέρους μεταβλητές του υποδείγματος ορίζονται ως εξής:

Ανεξάρτητες Μεταβλητές:

X = Σχέση Νέων μετοχών προς Παλαιές (αριθμός νέων /παλαιές).

Y = Ο λόγος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν προς την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας πριν κάνει την εισαγωγή στο χρηματιστήριο (αντληθέντα κεφάλαια/ κεφαλαιοποίηση εταιρείας).

Z = Επιπλέον αποδόσεις (Excess Returns) n ημερών.

W = Υπερκάλυψη Δημόσιας Εγγραφής.

V = Πρώτη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας μετά την εισαγωγή. Η κίνηση αυτή παίρνει τιμές (0) αν ήταν μόνο λογιστική και (1) με καταβολή νέων μετρητών.

ε = άλλοι παράγοντες

Στην γραμμική συναρτησιακή σχέση θεωρούμε την ύπαρξη διαταρακτικού παράγοντα ε_i , $i=1, \dots, n$, ο οποίος αναφέρεται συνήθως ως τυχαίο σφάλμα και περιλαμβάνει όλες τις υπόλοιπες ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες δεν εμφανίζονται στο υπόδειγμα. Οι βασικές υποθέσεις που συνιστούν το ανωτέρω γραμμικό υπόδειγμα είναι:

$$E(\varepsilon_i) = 0, E(\varepsilon_i^2) = \text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma^2, E(\varepsilon_i \cdot \varepsilon_j) = 0, i \neq j, \quad \text{κανονικότητα τυχαίων}$$

σφαλμάτων, δεν υπάρχουν υψηλές συσχετίσεις (>0.7) μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών και ο αριθμός των παρατηρήσεων του δείγματος είναι μεγαλύτερος από τον αριθμό των ερμηνευτικών μεταβλητών ($n > k + 1$).

Η μέθοδος εκτίμησης των συντελεστών $\beta_j, j=0, \dots, k$ του υποδείγματος είναι η OLS (ordinary least squares) και δοθέντος της ισχύος των υποθέσεων του τυχαίου σφάλματος, οι εκτιμήσεις είναι άριστες: γραμμικές, αμερόληπτες και

ελάχιστης διασποράς (BLUE, σύμφωνα με το θεώρημα Gauss-Markov). Ως εκ τούτου, δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στις ανωτέρω υποθέσεις ώστε τα τελικά αποτελέσματα-εκτιμήσεις να χαρακτηρίζονται από αξιοπιστία, Αγιακλόγλου & Μπένος (2003); Αγιακλόγλου & Οικονόμου (2004).

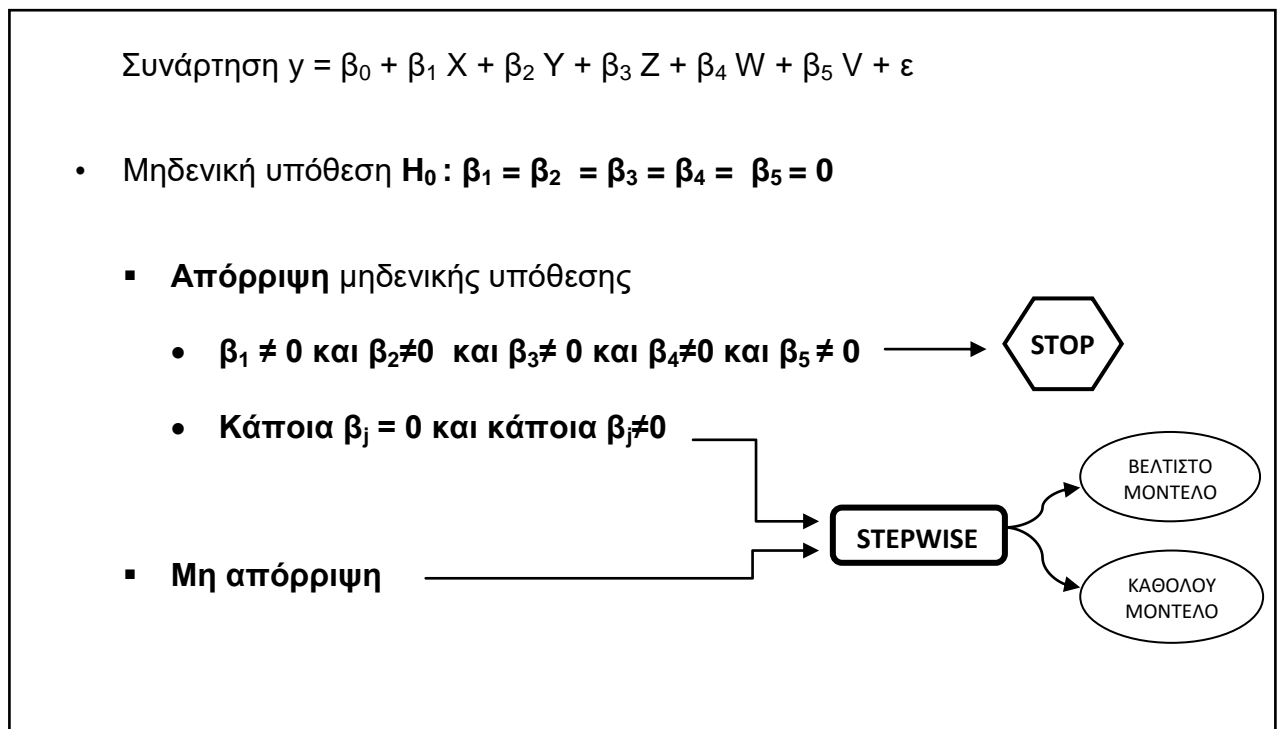
Είναι επίσης χρήσιμο να επισημάνουμε τη διαφορά μεταξύ ανεξαρτήτων μεταβλητών και μεταβλητών παλινδρόμησης. Είναι προφανές, ότι από μια ανεξάρτητη μεταβλητή μπορεί να προκύψουν πολλές μεταβλητές παλινδρόμησης και ότι μερικές μεταβλητές παλινδρόμησης μπορεί να είναι συναρτήσεις περισσότερων από μιας ανεξαρτήτων μεταβλητών.

Η εξαρτημένη μεταβλητή που ενδιαφερόμαστε να μελετήσουμε είναι ο αριθμός των ημερών που χρειάστηκαν μέχρι την πρώτη αύξηση του αριθμού των μετοχών με έκδοση καινούριων μετοχών. (Η αύξηση των κεφαλαίων της εταιρείας από την κίνηση αυτή μπορεί να ήταν λογιστική ή και με μετρητά.) Η εξαρτημένη μεταβλητή έχει υποστεί την απαραίτητη μετατροπή για την ορθότερη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων. Ο αριθμός των ημερών μέχρι την πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εκάστοτε εταιρείας ομαλοποιείται στο σύνολο του δείγματος με τη χρήση λογαρίθμου. Με τον ίδιο τρόπο αντιμετωπίζουμε και την ανεξάρτητη μεταβλητή W που καταγράφει την υπερκάλυψη της δημόσιας εγγραφής για την εισαγωγή της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Λόγω της ύπαρξης αρχικά υψηλού αριθμού ερμηνευτικών μεταβλητών (k) η διαμόρφωση της τελικής συνάρτησης ενδέχεται να είναι πολύπλοκη και ακόμη να περιέχει μεταβλητές οι οποίες είναι μη στατιστικά σημαντικές

(μηδενική υπόθεση: $\beta_j = 0$). Για το λόγο αυτό εφαρμόζεται η διαδικασία STEPWISE σύμφωνα με την οποία επιλέγεται η βέλτιστη συνάρτηση, δηλαδή αυτή η οποία περιέχει μόνο τις στατιστικά σημαντικές μεταβλητές οι οποίες και επεξηγούν όσο γίνεται περισσότερο την συμπεριφορά της εξαρτημένης μεταβλητής, Wooldridge (2012). Στο διάγραμμα 6 παρουσιάζεται η διαδικασία STEPWISE αναλυτικά.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Διαδικασία STEPWISE



Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι δείκτης προσαρμογής της συνάρτησης στα δεδομένα, κυμαίνεται από 0 έως 1, και όσο μεγαλύτερη τιμή τόσο καλύτερη προσαρμογή ή ισχύς ερμηνείας του υποδείγματος. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού $R^2(\text{adj})$ είναι διόρθωση του συντελεστή προσδιορισμού λόγω της αύξησης του αριθμού ανεξάρτητων

μεταβλητών.

Η στατιστική συνάρτηση F αναφέρεται στο πολλαπλό υπόδειγμα και είναι αποτέλεσμα του ελέγχου συνολικής σημαντικότητας του υποδείγματος με μηδενική υπόθεση $H_0: \beta_j = 0, j=1, \dots, k$.

Το τυπικό σφάλμα παλινδρόμησης s είναι η τετραγωνική ρίζα του μέσου αθροίσματος τετραγώνων των σφαλμάτων προσαρμοσμένα στους βαθμούς ελευθερίας $n-k-1$.

Η στατιστική ανάλυση έγινε με το στατιστικό πρόγραμμα SPSS. Τα συμπεράσματα στηρίζονται σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ως πιθανότητα σφάλματος απόρριψης της μηδενικής υπόθεσης αν είναι ορθή. Στις περιπτώσεις όπου τα ευρήματα είναι στατιστικά σημαντικά η τιμή p (η μέγιστη τιμή που μπορεί να έχει το επίπεδο σημαντικότητας ώστε να μην απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση) είναι μικρότερη του 5%. Όπου η τιμή p προκύπτει 0.000 λόγω έλλειψης ακρίβειας του στατιστικού προγράμματος, θεωρούμε ότι $p < 0,01$.

Ο έλεγχος **Student-t** είναι παραμετρικός και ελέγχει το μέσο όρο τυχαίου δείγματος με τιμή του ερευνητή (μηδενική υπόθεση) όταν αυτές προέρχονται από κανονική κατανομή. Επίσης συγκρίνει μέσους όρους από τυχαία δείγματα ανεξάρτητα μεταξύ τους (κάθε ένα προερχόμενα από κανονική κατανομή). Ο έλεγχος μέσων όρων συνοδεύεται από τον έλεγχο ομοσκεδαστικότητας (ισότητα διασπορών) του **Levene-F** και τροποποιείται κατάλληλα. Επίσης χρησιμοποιείται στην ανάλυση παλινδρόμησης για ατομικό έλεγχο του σταθερού όρου ή συντελεστή κλίσης ανεξάρτητης μεταβλητής στην εξαρτημένη.

Ακολούθως με τον μη παραμετρικό έλεγχο **Kolmogorov-Smirnov** θα ελεγχτούν αν τα δεδομένα προέρχονται από κανονική κατανομή (μηδενική υπόθεση). Ο έλεγχος αυτός δύναται να παρακαμφθεί σε περιπτώσεις που το τυχαίο δείγμα τιμών είναι μεγάλο σε μέγεθος, οπότε υποθέτουμε κανονικότητα (Κεντρικό Οριακό Θεώρημα).

Τέλος χρησιμοποιείται και ο μη παραμετρικός έλεγχος Mann – Whitney ο οποίος διερευνά (μηδενική υπόθεση) την ισότητα διαμέσων σε δύο ανεξάρτητα δείγματα δεδομένων προερχόμενα από μη κανονικές μεταβλητές. Η στατιστική συνάρτηση συμβολίζεται ως z .

Για $t=21$ ημέρες το δείγμα μας περιλαμβάνει 76 εταιρείες. Ο πίνακας 10 παρουσιάζει τις μέσες τιμές των μεταβλητών όπως αυτές διαμορφώνονται για τις επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών τον πρώτο μήνα διαπραγμάτευσης μετά την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθώς και τις ελάχιστες - μέγιστες τιμές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10
Μέσες τιμές των μεταβλητών για $t=21$ ημέρες.

N=76	X	Y	Z	logW	logAMK
M	0,200	0,168	0,061	3,005	6,367
Σ	0,081	0,057	0,386	1,792	1,086
Ελάχιστη	0,000	0,000	-0,505	-0,699	3,400
Μέγιστη	0,376	0,273	2,386	6,620	8,240

Αρχικά υποθέτουμε ότι οι σχέσεις των ανεξαρτήτων μεταβλητών είναι προσθετικές δηλαδή ότι η επιμέρους επίδραση κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής

είναι η ίδια, ανεξάρτητα από τη συγκεκριμένη τιμή στην οποία η άλλη ανεξάρτητη μεταβλητή διατηρείται σταθερή. Επίσης, κάνουμε τις συνήθεις υποθέσεις της γραμμικής παλινδρόμησης ότι δηλαδή τα λάθη είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους και κατανέμονται κανονικά με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση.

Η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών X, Y, Z, W, V παρατίθεται στον ακόλουθο Πίνακα 11.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11
Συσχέτιση των μεταβλητών για t=21 ημέρες.

logAMK = 6.584 + 12.74 X - 16.3 Y - 0.16 Z - 0.07 logW + 0.661 V
Se (0.673) (12.742) (28.62) (0.324) (0.083) (0.385)
P <0.001 0.538 0.571 0.619 0.387 0.09

$R^2 = 0.368$,
 $R^2(\text{adj}) = 0.135$,
 $s = 1.046$,
 $F = 2.186$,
 $p = 0.065 > 5\%$

Το υπόδειγμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό λόγω της ύπαρξης ανεξάρτητων μεταβλητών μη στατιστικά σημαντικών, πρόκειται για όλες εκτός της μεταβλητής V που έχει οριστεί ως το είδος της πρώτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στην οποία προχώρησε η εταιρεία μετά την είσοδο της στο χρηματιστήριο Αθηνών.

Η αδυναμία της συνάρτησης του υποδείγματος μας οδηγεί στο να εφαρμόσουμε τη μέθοδο STEPWISE στην διαδικασία να κρατήσουμε μόνο τις ανεξάρτητες μεταβλητές που δεν αλληλεπιδρούν, της οποίας τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 12.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12
Αποτελέσματα διαδικασίας STEPWISE για t=21 ημέρες.

logAMK =	6.222	+	0.916 V
Se	(0.130)		(0.327)
P	<0.001		0.007

$$\begin{aligned}R^2 &= 0.096, \\R^2(\text{adj}) &= 0.083, \\s &= 1.04, \\F &= 7.825, \\p &= 0.007\end{aligned}$$

Το υπόδειγμα με τη νέα του μορφή εμφανίζεται πιο ενισχυμένο και στατιστικά σημαντικό. Ο αριθμός των ημερών μέχρι την πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου φαίνεται να διπλασιάζεται σχεδόν όταν η αύξηση εμπεριέχει την καταβολή μετρητών από τους μετόχους.

Ερμηνεύοντας το υπόδειγμα παραθέτω τον πίνακα 13 με πρόβλεψη για τιμές $V=0$ και $V=1$, όπου η τιμή 1 δίδεται όταν η πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έγινε με μετρητά και η τιμή 0 για τις υπόλοιπες περιπτώσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13
Πρόβλεψη για τιμές 0 και 1 της 1^{ης} AMK.

$\log\text{AMK} (V=0) = 6.222$
$\log\text{AMK} (V=1) = 6.222 + 0.916$

Χωρίς την καταβολή μετρητών ($V=0$), προβλέπεται ότι η πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα γίνει σε $e^{6.222} = 503.7 \cong 504$ ημέρες.

Με καταβολή μετρητών ($V=1$), προβλέπεται 91.6% (μεταβλητή ελαστικότητας) αύξηση του αριθμού των ημερών για την πρώτη αύξηση

μετοχικού κεφαλαίου μετά τη δημόσια εγγραφή, δηλαδή σε $e^{7.138} = 1258.9 \cong 1259$ ημέρες.

Ακολουθώντας στον πίνακα 14 παρουσιάζεται μελέτη των μη σημαντικών μεταβλητών W, Y, X, Z σε σχέση με τη σημαντική μεταβλητή V. Η μόνη μεταβλητή που φαίνεται να παρουσιάζει στατιστικά σημαντική διαφορά σε σχέση με τη μεταβλητή V είναι η W, η οποία ορίζει την υπερκάλυψη της δημόσιας εγγραφής. Δίνοντας τιμές V=0 και V=1 αντίστοιχα η υπερκάλυψη της δημόσιας εγγραφής είναι (κατά μέσους όρους) $e^{3.2} = 24.53$ έναντι $e^{1.8} = 6.05$. Προσπαθώντας να ερμηνεύσουμε τα αποτελέσματα παρατηρούμε ότι οι εταιρείες που προτίμησαν να κάνουν την πρώτη αύξηση μετοχικού χωρίς καταβολή μετρητών, η δημόσια εγγραφή τους ήταν επιτυχημένη με τη μεγαλύτερη ζήτηση από το επενδυτικό κοινό με μέσο όρο υπερκάλυψης 24,53 έναντι 6,05 αυτών που ζήτησαν μετρητά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14
Συσχέτιση των μη σημαντικών μεταβλητών με τη σημαντική μεταβλητή.

Μεταβλητή	Στατιστικό μέτρο	V=0	V=1	Στατιστικός Έλεγχος
logW*	μ ± σ	3.2 ± 1.8	1.8 ± 1.2	t = 3.45, p = 0.013
Y*		0.17 ± 0.05	0.17 ± 0.1	t = 0.06, p = 0.953
X	Mean Rank	37.58	43.42	Z = -0.841, p = 0.401
Z		39.91	31	Z = -1.282, p = 0.2

t = στατιστική συνάρτηση (Student) ελέγχου ισότητας αριθμητικών μέσων (μηδενική υπόθεση)

Z = στατιστική συνάρτηση (Mann-Whitney) ελέγχου ισότητας διαμέσων (μηδενική υπόθεση)

*, κανονικότητα μεταβλητής (KS, μηδενική υπόθεση), p < 0.05

Ο έλεγχος κανονικότητας του δέγματος μπορεί να γίνει γραφικά αλλά και με στατιστικά κριτήρια. Στη συγκεκριμένη περίπτωση χρησιμοποιήθηκαν τα στατιστικά τεστ των Kolmogorov-Smirnov και οι μεταβλητές που βρέθηκαν

κανονικές συμβολίζονται με * στον πίνακα 14 και είναι οι μεταβλητές logW και Y.

Για t=126 ημέρες το δείγμα μας περιλαμβάνει 68 εταιρείες. Οι υπόλοιπες εταιρείες που προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσα στο χρονικό ορίζοντα των έξι μηνών που καταγράψαμε τιμές με τις επιπλέον αποδόσεις αφαιρούνται από το αρχικό δείγμα. Ο πίνακας 15 παρουσιάζει τις μέσες τιμές των μεταβλητών όπως αυτές διαμορφώνονται για τις επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης μετά την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Z), καθώς και τις ελάχιστες - μέγιστες τιμές αυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15
Μέσες τιμές των μεταβλητών για t=126 ημέρες.

N=68	X	Y	Z	logW	logAMK
M	0,211	0,170	0,020	2.900	6,603
Σ	0,084	0,059	0,462	1,767	0.870
Ελάχιστη	0,000	0,000	-0,870	-0,690	4.840
Μέγιστη	0,376	0,273	1.460	6,62	8,240

Η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών X, Y, Z, W, V, όπως αυτές ορίζονται στο αρχικό υπόδειγμα, παρατίθεται στον Πίνακα 16.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16
Συσχέτιση των μεταβλητών για t=126 ημέρες.

logAMK =	6.744	-	2.886 X	+	3.94 Y	-	0.56 Z	-	0.09 logW	+	0.432 V
Se	(0.533)		(16.324)		(22.687)		(0.23)		(0.07)		(0.307)
P	<0.001		0.860		0.863		0.018		0.19		0.164

R² = 0.174,
 R²(adj) = 0.107,
 s = 0.822,
 F = 2.609,
 p = 0.033 < 5%

Η συνάρτηση του υποδείγματος στην περίπτωση αυτή είναι στατιστικά

σημαντική, αλλά λόγω της ύπαρξης ανεξάρτητων μεταβλητών μη στατιστικά σημαντικών, εφαρμόζουμε όπως και προηγουμένως τη μέθοδο STEPWISE, της οποίας τα αποτελέσματα παρουσιάζονται ακολούθως στον πίνακα 17.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17
Αποτελέσματα_διαδικασίας STEPWISE για t=126 ημέρες.

logAMK =	6.518	-	0.486 Z	+	0.539 V
Se	(0.130)		(0.219)		(0.264)
P	<0.001		0.03		0.045

$R^2 = 0.146,$
 $R^2(\text{adj}) = 0.12,$
 $s = 0.816,$
 $F = 5.575,$
 $p = 0.006$

Μετά την απάλειψη των στατιστικά μη σημαντικών ανεξάρτητων μεταβλητών καταλήγει η σχέση της πρώτης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου (AMK) με δύο ανεξάρτητες μεταβλητές Z και V, όπου Z ορίστηκε στην περίπτωση αυτή η επιπλέον απόδοση των εταιρειών για t=126 και V παράμετρος για την αύξηση με καταβολή μετρητών ή μη. Αρχικά παρατηρούμε ότι η σχέση είναι αντιστρόφως ανάλογη ως προς την απόδοση της μετοχής το πρώτο εξάμηνο, δηλαδή όσο οι αποδόσεις αυξάνουν ο χρόνος που θα οδηγήσει την εταιρεία σε αύξηση του αριθμού των μετοχών μειώνεται επιβεβαιώνοντας και την αρχική υπόθεση. Η σχέση αυτή δεν διαταράσσεται με την προσθήκη της στατιστικά σημαντικής μεταβλητής V για το είδος της αύξησης. Ο ακόλουθος πίνακας 18 παρουσιάζει τη σχέση με πρόβλεψη τιμών για Z και V.

ΠΙΝΑΚΑΣ 18

Πρόβλεψη για τυχαίες τιμές των στατιστικά σημαντικών μεταβλητών.

V	Z	logAMK	Ημερες
0	-1	7.004	1101
0	-0.5	6.761	863,51
0	0	6.518	677,22
0	0.5	6.275	531,13
0	1	6.032	416,55
0	1.5	5.789	326,69
1	-1	7.543	1887,5
1	-0.5	7.3	1480,3
1	0	7.057	1161
1	0.5	6.814	910,51
1	1	6.571	714,08
1	1.5	6.328	560,04

Ερμηνεύοντας τη σχέση μόνο από την πλευρά της μεταβλητής V, προβλέπεται ότι ενδεχόμενη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών (V=1) από τους μετόχους, θα γίνει με αύξηση $e^{0,539} \cong 171.4\%$ (μεταβλητή ελαστικότητας) του αριθμού των ημερών σε σχέση με ανάλογες λογιστικές αυξήσεις (V=0) χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η απόδοση. Παρατηρείται και στις τιμές του πίνακα 18 ότι οι αυξήσεις με μετρητά για τιμές Z=0 είναι πάνω από ένα χρόνο πιο καθυστερημένες σε σχέση με αυτές που ήταν απλά λογιστικές.

Για $t=250$ ημέρες το δείγμα μας περιλαμβάνει 59 εταιρείες. Οι εταιρείες που προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσα στο χρονικό ορίζοντα που μετρήσαμε τις επιπλέον αποδόσεις αφαιρούνται από το αρχικό δείγμα, όπως και προηγουμένως. Ο πίνακας 19 παρουσιάζει τις μέσες τιμές των μεταβλητών όπως αυτές διαμορφώνονται για τις επιπλέον αποδόσεις των εταιρειών το πρώτο εξάμηνο διαπραγμάτευσης μετά την εισαγωγή στο

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (μεταβλητή Z), καθώς και τις ελάχιστες - μέγιστες τιμές αυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19
Μέσες τιμές των μεταβλητών για t=250 ημέρες.

N=59	X	Y	Z	logW	logAMK
μ	0,217	0,174	-0,035	2.839	6.817
σ	0,084	0,061	0,606	1,700	0.717
Ελάχιστη	0,000	0,000	-0,828	-0,690	5.550
Μέγιστη	0,376	0,273	3.763	6,62	8,240

Η συσχέτιση μεταξύ όλων των μεταβλητών (X, Y, Z, W, V) του αρχικού υποδείγματος για χρονικό διάστημα ενός έτους μετά τη δημόσια εγγραφή παρατίθεται στον Πίνακα 20.

ΠΙΝΑΚΑΣ 20
Συσχέτιση των μεταβλητών για t=250 ημέρες.

logAMK =	6.937	-	6.645 X	+	8.19 Y	-	0.11 Z	-	0.06 logW	+	0.362 V
Se	(0.491)		(15.479)		(21.581)		(0.162)		(0.07)		(0.271)
P	<0.001		0.669		0.706		0.515		0.162		0.188

$R^2 = 0.076,$
 $R^2(\text{adj}) = -0.011,$
 $s = 0.721,$
 $F = 0.872,$
 $p = 0.506 > 5\%$

Το υπόδειγμα όπως βλέπουμε για την περίπτωση αυτή δε αποδεικνύεται στατιστικά σημαντικό, αλλά λόγω της ύπαρξης ανεξάρτητων μεταβλητών μη στατιστικά σημαντικών, προχωράμε στην εφαρμογή της μεθόδου STEPWISE, η οποία δεν εξάγει βέλτιστο σημαντικό αποτέλεσμα. Παρατηρείται ότι οι αποδόσεις των εταιρειών όσο απομακρυνόμαστε από την αρχική δημόσια εγγραφή δεν φαίνεται να επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των διοικητικών συμβουλίων για επερχόμενες αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων για τις εταιρείες του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών στα έτη 2000 -2011.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο

ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αυτή η μελέτη εξετάζει το φαινόμενο της υποτίμησης της αξίας των νεοεισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών σε σχέση με το χρόνο των επερχόμενων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου κατά την περίοδο 2000 -2011. Η σχετική ανάλυση τεκμηριώνει στατιστικά σημαντικότερα ευρήματα αναφορικά με αρκετές θεωρητικές υποθέσεις σχετιζόμενες με τις δημόσιες εγγραφές των εταιρειών προς διαπραγμάτευση στις χρηματιστηριακές αγορές. Η συγκεκριμένη μελέτη διαφοροποιείται από την ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία εισάγοντας το συσχετισμό της υποτιμολόγησης με το χρόνο επιλογής αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας.

Οι χρηματιστηριακές αποτιμήσεις των εταιρειών που συμμετείχαν στη μελέτη με κριτήριο την επιλογή να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο μέσα στα έτη που ακολούθησαν τη δημόσια εγγραφή τους δεν παρουσίασαν στατιστικά σημαντικά απλές και επιπλέον αποδόσεις, σε διαστήματα ενός μήνα, έξι μηνών και ενός έτους από την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Προχωρώντας βαθύτερα στην αξιολόγηση των εταιρειών που συμμετέχουν, χωρίστηκαν σε δύο ομάδες ανάλογα με το είδος της πρώτης αυξήσεως που επέλεξαν. Ο διαχωρισμός αυτό έγινε για να ενισχυθεί ο παράγοντας της επιλογής αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών θεωρώντας ότι είναι πολύ σημαντική για τον υφιστάμενο μέτοχο και τον εν' δυνάμει επενδυτή αφού δύναται να μεταβάλλει το μετοχικό κεφάλαιο και το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας εταιρείας. Πράγματι, τα αποτελέσματα στην

περίπτωση αυτή αρχίζουν να παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές τιμές οι οποίες κρίνονται ευρήματα ιδιαίτερης σημασίας.

Οι εισηγμένες που παρουσίασαν τις μεγαλύτερες απώλειες στην χρηματιστηριακή τους αξία σε διάστημα εξαμήνου ή και χρόνου φαίνεται ότι προχώρησαν με συνέπεια σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με αναζήτηση ρευστότητας από τους επενδυτές. Η εικόνα δεν είναι η ίδια για τις υπόλοιπες εταιρείες που αναλώθηκαν απλώς σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποιήσεις αποθεματικών, κερδών και διάσπαση μετοχών. Οι εταιρείες αυτές δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές απλές ή και επιπλέον αποδόσεις.

Ακολούθως προσπαθώντας να διερευνήσουμε περαιτέρω την αρχική υπόθεση συσχέτισης του χρόνου των πρώτων αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις και το είδος της αυξήσεως μέσω της διαμόρφωσης συγκεκριμένου υποδείγματος το οποίο παρουσιάστηκε εκτενώς και αναλύθηκε με ενθαρρυντικά αποτελέσματα στατιστικών ελέγχων. Ο αριθμός των ημερών μέχρι την πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου φαίνεται να διπλασιάζεται σχεδόν όταν η αύξηση εμπεριέχει την καταβολή μετρητών από τους μετόχους, στην περίπτωση που μελετάμε τις αποδόσεις των εταιρειών στις 21 ημέρες διαπραγμάτευσης.

Ακολούθως παρατηρούμε μια σχέση χρόνου για την πρώτη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αντιστρόφως ανάλογη ως προς την απόδοση της μετοχής το πρώτο εξάμηνο, δηλαδή όσο οι αποδόσεις αυξάνουν ή και μειώνονται ο χρόνος που θα οδηγήσει την εταιρεία σε αύξηση του αριθμού των μετοχών μειώνεται και αυξάνεται αντίστοιχα επιβεβαιώνοντας την αρχική υπόθεση. Τη

σχέση αυτή επιβεβαιώνει και ενισχύει η στατιστικά σημαντική μεταβλητή που υποδηλώνει το είδος της αύξησης.

Συμπεραίνουμε από τα αποτελέσματα ότι οι νεοεισηγμένες όσο μεγαλύτερες θετικές αποδόσεις έχουν το πρώτο εξάμηνο από την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο επιδιώκουν να κεφαλαιοποιήσουν το δυνατόν νωρίτερα με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τα αποτελέσματα τους ενώ σε περιπτώσεις απωλειών στη χρηματιστηριακή τους αξία την ίδια περίοδο ο χρόνος για την αύξηση παρατείνεται.

Το διάστημα μελέτης μεγαλύτερο του εξαμήνου δεν έδωσε στατιστικά ασφαλή συμπεράσματα και πιθανότατα χρίζει περαιτέρω διερεύνησης.

Τέλος τα ευρήματα αυτής της μελέτης αποκαλύπτουν πως οι επιχειρήσεις που εισάγονται στο Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών επιλέγουν το χρόνο της πρώτης αυξήσεως του μετοχικού τους κεφαλαίου με κριτήρια που δεν λαμβάνουν υπόψη τη διατήρηση της αρχικής μετοχικής σύνθεσης των εταιρειών αλλά περισσότερο τη ρευστότητα τους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 21 Οι πρώτες Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου.

ΝΕΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ		
ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ		
1	UNISYSTEMS SA	ΑΜΚ ΔΡΧ 2.520.000.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 25.200.000 νέων κο ονομ. αξίας δρχ. 100. δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2/ 1
2	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 303.300.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 758.250 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 400(1,1739 Ευρώ). Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 10 παλαιές μετοχές.
3	GERMANOS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 12.956.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 40.487.500 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,32. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
4	AGRICULTURAL LIFE	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 32.668.300 Ευρώ με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 16.667.500 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 1,96 ΕΥΡΩ . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
5	IASO SA	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,53064 σε € 0,44 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών σε 53.155.053 (ΚΟ) μετοχές.
6	ASTIR PALACE SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 21.300.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 7.100.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 3,00. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 63.900.000 με καταβολή μετρητών με την έκδοση 21.300.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας εκάστης €3,00 και τιμή διάθεσης € 4,68. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική για κάθε 2 παλαιές κοινές ονομαστικές.
7	HELLENIC EXCHANGES SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας κατά 93.870.273,65 Ευρώ, με εισφορά σε είδος και έκδοση 18.588.173 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 5,05 Ευρώ.
8	FORTHNET SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 1.508.363,32 με καταβολή μετρητών και έκδοση 1.278.274 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 1,18 και τιμής διάθεσης μετοχής ΕΥΡΩ 5,51. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν εξ' ολοκλήρου υπέρ του στρατηγικού επενδυτή "TELECOM ITALIA INTERNATIONAL N.V."
9	DROMEAS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 5.121.200 ΕΥΡΩ με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 8.680.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,59 ΕΥΡΩ. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 10 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές μετοχές.
10	AGRICULTURAL BANK SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 706.246.663,20 με καταβολή μετρητών και έκδοση 1.177.077.772 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,60 και τιμής διάθεσης μετοχής € 1,07. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 13 νέες για κάθε 1 παλιά (ΚΟ) μετοχή.
11	THESSALONIKI WATER SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 1.650.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 1.650.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 1. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

12	INTRACOM CONSTRUCTIONS	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά € 8.749.125 με καταβολή μετρητών και έκδοση 29.163.750 νέων (ΚΟ) μετοχών ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,30 και τιμή διάθεσης μετοχής € 0,55. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 3 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 5 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
13	DIAGNOSTIC & CARING CENTRE hygiene	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 8.774.000 με καταβολή μετρητών και έκδοση 21.400.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,41 και τιμής διάθεσης μετοχής € 2,80. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 2 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
14	ALTIUS INV FUND SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 912.000,00 με κεφαλαιοποίηση: α) υπολοίπου κερδών εις νέον κατά το ποσό των Ευρώ 783.981,93 β) αποθεματικού που σχηματίστηκε από μετατροπή του Μ.Κ. σε Ευρώ κατά το ποσό των Ευρώ 22.573,73 γ) αποθεματικού του α.10 του 1969/1991 κατά το ποσό των Ευρώ 27.660,74 και δ) αποθεματικού υπεραξίας 2005 κατά το ποσό των Ευρώ 77.783,60 και έκδοση 480.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας 1,90 Ευρώ. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
15	SPRIDER S.A.	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,60 σε € 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών σε 52.525.320 (ΚΟ) μετοχές.
16	ELINOIL S.A.	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 1,00 σε € 0,50 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών σε 18.800.000 (ΚΟ) μετοχές.
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 3.290.000 με καταβολή μετρητών με την έκδοση 6.580.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,50 και τιμή διάθεσης € 2,00, εκάστης. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων σε αναλογία 7 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 20 παλαιές κοινές ονομαστικές μετοχές. Τελικά η αύξηση καλύφθηκε κατά 76,40% και εκδόθηκαν 5.028.130 νέες (ΚΟ) μετοχές.
17	PIRAEUS REAL ESTATE INV. CO.	Αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 1,00 σε € 1,13 και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά €12.125.311,20 με αποτέλεσμα την έκδοση 4.989.840 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας € 1,13. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
18	EUROBANK PROPERTIES REIC	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά € 77.958.000 με καταβολή μετρητών και έκδοση 36.600.000 νέων (ΚΟ) μετοχών ονομαστικής αξίας μετοχής € 2,13 και τιμή διάθεσης μετοχής € 9,00. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 3 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 2 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
19	GREEK POSTAL BANK	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 526.262.033,4 με καταβολή μετρητών με την έκδοση 142.232.982 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας και τιμή διάθεσης € 3,70 εκάστης. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 1 παλαιά κοινή ονομαστική μετοχή.
20	KORRES NATURAL PRODUCTS	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 1.155.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.850.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,30 ΕΥΡΩ . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 2 παλαιές μετοχές.
ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ		
1	RADIO KORASIDIS telecom SA	Μείωση ονομ. αξία μετοχής από δρχ. 150 σε δρχ. 100 με παράλληλη αύξηση από 4.215.000 κοινές ανώνυμες σε 6.322.500 κοινές ανώνυμες (ΣΠΛΙΤ)
2	KTIMA LAZARIDIS SA	Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από Ευρώ 0,60 σε Ευρώ 0,30 με παράλληλη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 7.184.000 (ΚΑ) μετοχές σε 14.368.000 (ΚΑ) μετοχές (SPLIT).
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 431.040 με καταβολή μετρητών και έκδοση 1.436.800 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής ΕΥΡΩ 0,30 και τιμής διάθεσης μετοχής ΕΥΡΩ 2,40. Οι νέες μετοχές διατίθενται κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους της εταιρίας, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

3	LIBERIS publications SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 2.552.800.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 12.764.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 200. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
4	TECHNICAL PUBLICATIONS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 2.380.856,5 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.245.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,73371ευρω. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
5	INFORMATICS SA	Αύξηση του μκ δρχ. 399.740.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.997.400 νέων κο μετοχών ονομ. αξίας δρχ. 100. Δωρεάν Διάθεση 1/1
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 1.232.460 με καταβολή μετρητών και έκδοση 4.108.200 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,30, και τιμής διάθεσης μετοχής ΕΥΡΩ 2,30. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν υπέρ των παλαιών μετόχων της εταιρίας σε αναλογία 2 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
6	DOMIKI KRITIS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 2.604.625,44 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 5.426.303 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας Ευρώ 0,48. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα μετοχή για κάθε 2 παλαιές μετοχές.
7	BYTE COMPUTER SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.054.400.600 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 10.544.006 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 100. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
8	IKTINOS HELLAS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 700.500.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.502.500 νέων κοινών ανωνύμων μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 200. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ανώνυμη μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
9	MATHIOS SA	1) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 11.572,29 Ευρώ με κεφαλαιοποίηση αφορολόγητων αποθεματικών και αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής από 0,5869 Ευρώ σε 0,59 Ευρώ.2) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 446.335 με κεφαλαιοποίηση α) αποθεματικών Ν. 2065/92 ποσού 322.893,17 Ευρώ και β) τμήματος αποθεματικών εκ της διαφοράς από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο ποσού 123.441,83 Ευρώ. Από την ΑΜΚ προέκυψαν 756.500 νέες κοινές ανώνυμες μετοχές, οι οποίες δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες (ΚΑ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΑ) μετοχές.
10	IMAKO SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 37.123.013 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από δρχ. 100/0,2935 ευρώ σε δρχ. 102,225/0,30 ευρώ. ονομαστικής αξίας δρχ. 250. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
11	KRETA FARM SA	Μείωση ονομ αξίας της μετοχής από δρχ. 500 σε δρχ.250, με παράλληλη αύξηση αριθμού των μετοχών από 6.700.000 κο σε13.400.000 ΚΟ(ΣΠΛΙΤ)
12	PC SYSTEMS SA	Μείωση ονομ αξίας της μετοχής από δρχ. 250 σε δρχ.125, με παράλληλη αύξηση αριθμού των μετοχών από 2.321.200 κο σε 4.642.400 ΚΟ
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 4.699.769,60 με καταβολή μετρητών και έκδοση 12.702.080 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,37 και τιμής διάθεσης μετοχής € 0,50. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
13	N. VARVERIS-MODA BAGNO SA	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 1,20 σε € 0,40 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών σε18.810.000 (ΚΟ) μετοχές.
14	DAIOS PLASTICS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.200.000.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 12.000.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 100. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 4 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

15	KEGO SA	1) Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από 1,00 Ευρώ σε 0,50 Ευρώ με παράλληλη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 5.780.000 κοινές ονομαστικές σε 11.560.000 κοινές ονομαστικές μετοχές (SPLIT).2) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 2.890.000 ΕΥΡΩ με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 5.780.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,50 ΕΥΡΩ . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
16	INFORMER SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 3.843.645.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 15.374.580 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 250. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
17	IKONA IHOS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 1.564.500 με καταβολή μετρητών και έκδοση 5.215.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,30 και τιμής διάθεσης μετοχής € 0,30. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
18	KORDELLOS CH BROS SA	α) Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από ΕΥΡΩ 0,60 σε ΕΥΡΩ 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 5.895.650 (ΚΑ) σε 11.791.300 (ΚΑ) μετοχές. Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 1.768.695 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 5.895.650 νέων (ΚΑ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,30. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΑ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΑ) μετοχή.
19	EVROFARMA SA	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 7.127.155,50 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από δρχ. 200/0,5869 ευρώ σε δρχ. 201,0425/0,59 ευρώ β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.374.447.155,50 (4.033.594 ευρώ) με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 6.836.600 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 201,0425 (0,59 ευρώ) . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
20	GREGORYS MIKROGEVMATA SA	Μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής από 1,20 Ευρώ σε 0,80 Ευρώ, με ταυτόχρονη έκδοση και δωρεάν διανομή 3.770.290 νέων (ΚΟ) μετοχών (split).
21	SEX FORM SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.961.250.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 7.845.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 250. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 8.786.400 με καταβολή μετρητών και έκδοση 12.552.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας και τιμής διάθεσης μετοχής ΕΥΡΩ 0,70. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων σε αναλογία 4 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
22	ELTON CHEMICALS SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 2.567.640 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 4.279.400 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας Ευρώ 0,6. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
		Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά € 1.458.010,20 με την έκδοση 2.430.017 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών με καταβολή μετρητών και δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων με αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές με τιμή διάθεσης € 0,90.
23	QUALITY AND RELIABILITY SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.626.720.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 10.167.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 160. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 3 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
24	HELLENIC FISHFARMING SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ευρώ 3.140.300 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών υπέρ το άρτιο με την έκδοση 10.130.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας ευρώ 0,31 εκάστης σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά κοινή ονομαστική μετοχή.
25	EURODRIP SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 726.950.598(2.133.384 euro) με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.555.640 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 204,45 (0,60 ΕΥΡΩ) . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 5 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 10 παλαιά μετοχές .

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

		Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά € 19.712.160 με καταβολή μετρητών, με την έκδοση 32.853.600 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας εκάστης € 0,60 και τιμή διάθεσης μετοχής € 0,60. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων σε αναλογία 3 νέες(ΚΟ) μετοχές για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
26	SPACE HELLAS SA	Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από 1,20 Ευρώ σε 0,30 Ευρώ με παράλληλη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 6.581.530 κοινές ονομαστικές σε 26.326.120 κοινές ονομαστικές μετοχές (SPLIT).
27	AS COMPANY SA	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 21.876.700 (ΕΥΡΩ 64.201,6) με αύξηση ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από δρχ. 125 (ΕΥΡΩ 0,37) σε δρχ. 130 (ΕΥΡΩ 0,38).β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 2.275.176.800 (6.676.967,9 ΕΥΡΩ) με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 17.501.360 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 130 (0,38 ΕΥΡΩ) . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 40 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 10 παλαιά μετοχές .
28	PAPERPACK TSOUKARIDIS SA	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 395.309 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,80 σε € 0,90. β) Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,90 σε € 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών σε 11.859.270 (ΚΟ) μετοχές.
29	CPI COMPUTER	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 43.128,76 Ευρώ με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από δρχ. 100/0,2935 Ευρώ σε δρχ. 102,225/0,30 Ευρώ. β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 990.750 Ευρώ με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 3.302.500 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,30 ΕΥΡΩ . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 2 παλαιές μετοχές.
30	VARDAS SA	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 1.214.433.000 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 5.940.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 204,45 (0,60 ΕΥΡΩ) . Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή. β) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 26.433.000 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από δρχ. 200/0,5869 Ευρώ σε δρχ. 204,45 / 0,60 Ευρώ.
31	MLS MULTIMEDIA SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά δρχ. 958.120.000 (ΕΥΡΩ 2.811.797,50) με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και την έκδοση 9.581.200 νέων ΚΟ μετοχών ονομαστικής αξίας δρχ. 100/0,2935 ευρώ. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 4 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχές .
32	MEDICON HELLAS SA	1) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 3.798.960 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από Ευρώ 0,40 σε Ευρώ 1,50.2) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 518.040 ΕΥΡΩ με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 345.360 νέων (ΚΑ) μετοχών ονομαστικής αξίας 1,50 ΕΥΡΩ. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
33	BETANET SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ευρώ 2.477.318,40 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 3.870.810 νέων (ΚΟ) ονομαστικής αξίας ευρώ 0,64. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 4 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
		Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά € 5.202.368,64 με καταβολή μετρητών και έκδοση 8.128.701 νέων (ΚΟ) μετοχών ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,64 και τιμή διάθεσης μετοχής € 1,25. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 3 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 5 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
34	DOMUS CLOSED END FUND	Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από ΕΥΡΩ 2,94 σε ΕΥΡΩ 0,98, με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 3.800.000 σε 11.400.000 (ΚΟ) μετοχές (split).
35	RAINBOW COMPUTERS SA	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,60 σε € 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας από 1.875.000 σε 3.750.000 (ΚΟ) μετοχές.
36	PROMOTA HELLAS	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 5.040.600 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 16.260.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας Ευρώ 0,31. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

37	DIAS AQUA CULTURE SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 3.048.890 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 6.487.000 νέων κοινών ανωνύμων μετοχών, ονομαστικής αξίας Ευρώ 0,47. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ανώνυμες μετοχές για κάθε 1 παλαιά.
38	GALAXIDI FISH FARMING	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 3.096.799,20 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 9.384.240 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,33. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 1 παλιά (ΚΟ) μετοχή.
39	STELIOS KANAKIS	Αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,30 σε € 0,51 και αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 1.950.000,00 με αποτέλεσμα την έκδοση 1.250.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,51. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
40	ZENON SA	Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά € 945.749,10 με καταβολή μετρητών, με την έκδοση 1.854.410 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας εκάστης € 0,51 και τιμή διάθεσης μετοχής € 3,74. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων σε αναλογία 2 νέες(ΚΟ) μετοχές για κάθε 5 παλαιές(ΚΟ) μετοχές
41	LIVANIS SA	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,90 σε € 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας από 7.031.250 σε 21.093.750 (ΚΟ) μετοχές.
42	DESPEC MULTIMEDIA SYSTEMS	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 67.835 Ευρώ με αύξηση της ονομαστικής αξίας μετοχής από 0,88Ευρώ σε 0,90 Ευρώ .β) Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από 0,90 Ευρώ σε 0,30 Ευρώ με παράλληλη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 3.391.750 κοινές ονομαστικές σε 10.175.250 κοινές ονομαστικές μετοχές (SPLIT).
43	LANTEC SA	Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από ΕΥΡΩ 1,20 σε ΕΥΡΩ 0,40 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 6.825.030 σε 20.475.090 (ΚΟ) μετοχές.
44	FASHION BOX	Μείωση της ονομαστικής αξίας κάθε μετοχής από ΕΥΡΩ 0,60 σε ΕΥΡΩ 0,30, με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 3.125.000 σε 6.250.000 (ΚΟ) μετοχές (split).Οι νέες μετοχές θα διανεμηθούν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
45	NEWSPHONE HELLAS	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ΕΥΡΩ 6.265.800 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και έκδοση 20.886.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας ΕΥΡΩ 0,30. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 3 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
46	NEOCHIMIKI SA	α) Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών κατά 1.800.000 Ευρώ με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής από 1Ευρώ σε 1,20 Ευρώ. β) Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από ΕΥΡΩ 1,20 σε ΕΥΡΩ 0,30 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 9.000.000 (ΚΟ) σε 36.000.000 (ΚΟ) μετοχές.
47	IPIROTIKI SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά Ευρώ 3.738.285 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 12.460.950 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας 0,30 Ευρώ. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα κοινή ονομαστική μετοχή για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
48	INTERFISH SA	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 2.644.760 με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών και την έκδοση 7.148.000 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας € 0,37. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 1 παλαιά μετοχή.
49	KRI KRI SA	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά €3.456.129,60 με αύξηση της ονομαστικής αξίας της μετοχής από € 1,23 σε € 2,00.β) Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 2,00 σε € 1,00 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας από 4.488.480 σε 8.976.960 (ΚΟ) μετοχές.
50	MARAC ELECTRONICS	Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά € 136.675,5 με καταβολή μετρητών και έκδοση 455.585 νέων (ΚΟ) μετοχών ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,30 και τιμή διάθεσης μετοχής € 1,20. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 20 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

51	REVOIL	α) Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αποθεματικού από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο κατά € 1.671.000,00 με αύξηση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,90 σε € 1,20.β) Μείωση ονομαστικής αξίας της μετοχής από €1,20 σε €0,30, με παράλληλη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών από 5.570.000 σε 22.280.000 (ΚΟ) μετοχές
52	KLOUKINAS-LAPPAS S.A.	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 4.125.048 με κεφαλαιοποίηση του υπολοίπου κερδών εις νέο και έκδοση 13.750.160 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,30.
		Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου κατά € 4.640.679 με καταβολή μετρητών και έκδοση 15.468.930 νέων (ΚΟ) μετοχών ονομαστικής αξίας μετοχής € 0,30 και τιμή διάθεσης μετοχής € 0,64. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 5 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 8 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
53	ALPHA GRISSIN INFOTECH S.A.	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 2.290.362,50 με έκδοση 5.586.250 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,41. Οι νέες μετοχές δόθηκαν δωρεάν στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα (ΚΟ) μετοχή για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή.
		Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 2.234.500 με καταβολή μετρητών και έκδοση 5.586.250 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας και τιμής διάθεσης μετοχής € 0,40. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 1 νέα για κάθε 2 παλιές (ΚΟ) μετοχές.
54	MOTORCYCLES ENGINE TRADE	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 3.835.000 με καταβολή μετρητών και έκδοση 6.500.000 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας € 0,59 και τιμής διάθεσης μετοχής €0,60. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους σε αναλογία 13 νέες για κάθε 10 παλαιές (ΚΟ) μετοχές.
55	EMPASIS STEMS/HITECH A.E.	Έκδοση Ανταλλάξιμου Ομολογιακού Δανείου. Οι ομολογίες που εκδίδονται είναι ανταλλάξιμες με μετοχές της εταιρίας 'HITECH SNT A.E./Μείωση ονομαστικής αξίας μετοχής από € 0,64 σε € 0,32 με ταυτόχρονη αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας από 5.319.288 σε 10.638.576 (ΚΟ) μετοχές.
56	AUDIO VISUAL ENTERPRISES	Αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά € 24.183.103 με καταβολή μετρητών και έκδοση 34.547.290 νέων (ΚΟ) μετοχών, ονομαστικής αξίας €0,70 και τιμής διάθεσης μετοχής € 0,71. Οι νέες μετοχές διατέθηκαν κατά προτίμηση των παλαιών μετόχων, σε αναλογία 2 νέες (ΚΟ) μετοχές για κάθε 1 παλαιά (ΚΟ) μετοχή. Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου καλύφθηκε κατά 71,39% και ο συνολικός αριθμός μετοχών που εκδίδεται είναι 28.183.819 (ΚΟ) μετοχές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική (Βιβλία)

- Αγιακλόγλου Χρήστος & Μπένος Θεοφάνης, “Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση”, Εκδόσεις Ε. Μπένου, 2003
- Αγιακλόγλου Χρήστος & Οικονόμου Γεώργιος, “Μέθοδοι προβλέψεων και ανάλυσης αποφάσεων”, Εκδόσεις Ε.Μπένου, 2004

Ξενόγλωσση (Βιβλία)

- Draho J., “The IPO decision: Why and How companies go public”, Edward Elgar Publishing Limited, 2004.
- Wooldridge Jeffrey, “Introductory Econometrics: A Modern Approach”, Cengage Learning, 2012

Ξενόγλωσση (Διατριβές, Μελέτες, Άρθρα)

- Abdul-Rahim, R., Che Embi, N. A. & Yong, O. (2012), “Winner's curse and IPO initial performance. New evidence from Malaysia.” International Journal of Business and Management Studies, 4(2), 151-159.
- Aggarwal R. & Rivoli P. (1990), “Fads in the initial public offering market?”, Financial Management 19, 45-57, Winter.
- Aggarwal R., Leal R. & Hernandez L. (1993), “The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America - New Issues Markets special issue”, Spring.
- Aggarwal R. & Kunz R.M. (1994), “Why initial public offerings are underpriced: Evidence from Switzerland”, Journal of banking and finance 18, pp. 705-723.
- Alvarez S. & Gonzalez V.M. (2005), “Signalling and the long-run performance of Spanish IPO's”, Journal of business, finance & accounting 32, (1) & (2).
- Bahadir S. C., DeKinder, J. S., & Kohli, A. K. (2015), “Marketing an IPO issuer in early stages of the IPO process.” Journal of the Academy of

Marketing Science, 43(1), 14-31.

- Beatty R.P. & Ritter J.R. (1986), "Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings", Journal of financial economics 12, pp. 213-232.
- Benveniste L.M. & Spindt P.A. (1989), "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", Journal of financial economics 24, pp. 343-361.
- Carter, R.B., F.H. Dark, and A.K. Singh, (1998), "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-run Performance of IPO Stocks," Journal of Finance 53, pp. 285-311.
- Drake P.D. & Vetsuypens M.R. (1993), "IPO underpricing and insurance against legal liability", Financial Management 22, pp. 64-73.
- Friedlan J. (1994), "Accounting choices by issuers of initial public offerings.", Contemporary Accounting Research.
- Hoberg, G. (2003), "Strategic Underwriting in Initial Public Offerings," Yale University Paper.
- Huang Qi & Levich Richard (2003), "Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: An International Test." International Journal of Theoretical and Applied Finance.
- Hughes P & Thakor A (1992) "Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings". Review of Financial Studies 5, pp 709-42.
- Ibbotson R.G. (1975), "Price performance of common stock new issues", Journal of financial economics 2, pp 235-272.
- Ibbotson R.G. & Jaffe J.F. (1975), "Hot issue markets", The journal of finance, No.4.
- Ibbotson, R., Sindelar, J., Ritter, J. (1988). "Initial public offerings." Journal of Applied Corporate Finance 1, pp 37-45.
- Ibbotson R.G., Ritter J.R. & Sindelar J.L. (1994), "The market's problem with

the pricing of initial public offerings”, *Journal of applied corporate finance*, Volume 7.1.

- Ivanov V. I. & Xie, F. (2010), “Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Startup Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies.” *Financial Management*, 129-152.
- Jensen Michael & Meckling William (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, V. 3, pp. 305-360.
- Kazantzis C.& Levis M. (1995), “Price support and initial public offerings: evidence from the Athens Stock Exchange”, *Research in International Business and Finance*, No. 12., JAI Press.
- Leitterstorf M. & Rau S. (2014), “Socioemotional wealth and IPO underpricing of family firms”, *Strategic Management Journal*, Vol 35, Issue 5, pp 751–760
- Levis M. (1993), “The long-run performance of initial public offerings: the UK experience 1980-1988”, *Financial Management*.
- Ljungqvist Alexander (2005), “IPO Underpricing ” Working Paper, Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance : Empirical Corporate Finance*, Chapter 12.
- Ljungqvist Alexander & Wilhelm William (2003), “IPO Pricing in the Dot-com Bubble” *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 723-752.
- Leite Tore (2000), “Overpricing (and Underpricing) in IPOs: A Model of Excess Initial Returns”, *Foundation for Research in Economics and Business Administration*.
- Loughran T. & Ritter J.R. (1995), “The new issues puzzle”, *The journal of finance* vol. L, No.1.
- Loughran T. & Ritter J.R. (2002), “Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPO’s?”, *Review of financial studies* 15, pp. 413-443.
- Loughran T. & Ritter J.R. (2004), “Why has IPO underpricing changed over time?”, *Financial management* vol.33 issue 3.

- Loughran T. & McDonald B. (2013), "IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and Form S-1 language." *Journal of Financial Economics* 109, 307-326.
- Majluf, Nicholas S. and Stewart C. Myers. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Mauer David & Senbet Lemma (1992), "The Effect of the Second Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Vol. 27, pp. 55-79.
- Nounis Christos (2006), "The underpricing of initial public offerings in the Athens stock exchange, EVIDENCE FROM THE ATHENS STOCK MARKET DURING THE PERIOD 1994-2002", *SPOUDAI*, Vol. 56, University of Piraeus, pp. 17-38.
- Papachristou G. & Panagos V. (1995), "The Greek Hot Issue market of 1990", Aristotle University.
- Papaioannou, G.I.& Travlos N. (1995), "Firms going public in the Athens Stock Exchange: theoretic and empirical analysis", I.O.B.E., Alpha Bank
- Ritter J.R. (1984), "The hot issue market of 1980", *Journal of business* 57, pp. 215-240.
- Ritter J.R. (1991), "The long-run performance of initial public offerings", *The journal of finance* vol.46, No.1, pp. 3-27.
- Ritter J.R. (1998), "Initial public offerings", *Contemporary finance digest* vol.2, No.1, pp. 5-30.
- Ritter J.R. (2011), "Equilibrium in the IPO market", *Forthcoming Annual Review of Financial Economics* Vol. 3.
- Ritter J.R. & Welch I. (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocations", *Journal of Finance* Vol 57 No 4.
- Rock K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, pp. 187-212.

- Su, D. & Fleisher, B.M. (1999), “An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs”, *Pacific-Basin Finance Journal* 7, pp. 173-202.
- Tinic S.M. (1988), “Anatomy of initial public offerings of common stock”, *The journal of finance*, vol. XLIII No.4.
- Travlos Nickolaos (1995), “Advantages and Disadvantages from Listing Firms in Stock Exchanges”, *The Greek Financial System: Trends and Prospects* by G Provopoulos (edited), I.O.B.E.
- Tsetsekos G., (1995), “Price Limits and IPO underpricing in the Greek market”, Drexel University.
- Vetsuypens M.R. (1989), “A simple test of Baron’s model of IPO underpricing”, *Journal of financial economics* 24, pp. 125-135.
- Welch I. (1989), “Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings”, *The journal of finance* vol. XLIV No.2.
- Welch I. (1992), “Sequential sales, learning and cascades”, *The journal of finance* vol. XLVII.

**ΙΩΑΝΝΗΣ Π. ΒΑΛΑΒΑΝΗΣ
ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2015**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-MBA)