



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΩΤΗ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

ΣΥΝΤΑΚΤΗΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ:

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΦΡΑΓΚΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΜ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ

ΕΠΙΚ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διατριβής είναι, να εξετάσει πως το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και η διαφορετική κουλτούρα της κάθε χώρας, επηρεάζει τα IPOs. Εξετάσαμε ένα δείγμα ευρωπαϊκών IPOs για την περίοδο 2000 έως 2014. Για να περιγράψουμε το θεσμικό πλαίσιο και την κουλτούρα της κάθε χώρας, χρησιμοποιήσαμε τις έξι διαστάσεις μιας εθνικής κουλτούρας του Hofstede (2001). Σύμφωνα με την εμπειρική μελέτη που πραγματοποιήσαμε, παρατηρήσαμε ότι το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο, επηρεάζει την υποτιμολόγηση των μετοχών, κατά την πρώτη εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου διατριβής, η οποία υλοποιήθηκε στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους που συνέβαλλαν στη διεκπεραίωση της.

Θέλω να εκφράσω, τις θερμές μου ευχαριστίες, στον επιβλέποντα Αναπληρωτή Καθηγητή κύριο Τσιριτάκη Εμμανουήλ, ο οποίος μου προσέφερε το ενδιαφέρον θέμα και μου έδωσε την δυνατότητα να εκπονήσω την διατριβή μου. Τον ευχαριστώ για τις πολύτιμες του γνώσεις και συμβουλές που μου παρείχε καθ' όλη την διάρκεια της εργασίας.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να απευθύνω στον Ανώτερο Λέκτορα κύριο Γουνόπουλο Δημήτριο, για τις χρήσιμες συμβουλές του. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους μεταδιδακτορικούς συνεργάτες Λαμπρινουδάκη Κωνσταντίνο και Μπούρα Χρήστο. Το ενδιαφέρον τους και η προθυμία τους ήταν πολύ σημαντική για την ολοκλήρωση της εμπειρικής μελέτης.

Επίσης, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στους συναδέλφους μου Μαμάη Κωνσταντίνο και Σπυρούλια Κωνσταντίνο για την εξαιρετική συνεργασία που είχαμε.

Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, για την συμπαράσταση και την υποστήριξη της, όλα αυτά τα χρόνια.

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	1
2. Επισκόπηση Βιβλιογραφίας	2
2.1 Για ποιο λόγο οι εταιρίες θέλουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο	2
2.2 Διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο	3
2.3 Θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί για την υποτίμηση των IPOs	3
Εισαγωγή	3
Θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης	6
Η ποιότητα της εταιρίας	6
Πληροφορημένοι και μη πληροφορημένοι επενδυτές	7
Η φήμη του αναδόχου και η αβεβαιότητα των επενδυτών	8
Η διαδικασία του Book Building	9
Τιμή προσφοράς	10
Η ηλικία της εταιρίας	10
Θεωρίες που στηρίζονται στην ιδιοκτησία και στον έλεγχο της εταιρίας	11
Θεωρίες που στηρίζονται σε θεσμικούς παράγοντες	11
Συμπεριφορικές θεωρίες	12
Ροή πληροφοριών σχετικά με την αξία της εταιρίας	13
Η ψυχολογία των επενδυτών	13
Θεωρία της προοπτικής	14
Μια πιο σφαιρική προσέγγιση	14
2.4 Η αξιολόγηση της αντικειμενικής αξίας της εταιρίας	15
2.5 Τύποι εταιριών που επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο ανά χρονική περίοδο	16
2.6 Βιβλίο Προσφορών (Book Building) εναντίον Δημοπρασίας (Auction)	16
2.7 Η Μακροχρόνια απόδοση των IPOs (long-run underperformance of IPOs)	18
Εισαγωγή	18
Εταιρίες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών και η Μακροχρόνια απόδοση των IPOs	19
Μακροχρόνια απόδοση τοπικών (domestic) και παγκόσμιων (global) IPOs	20

Η σχέση μεταξύ αρχικής υποτίμησης και μακροχρόνιας απόδοσης των IPOs	21
2.8 Περίοδος κλεισίματος (lock-up period)	21
2.9 IPOs και κερδοσκοπία	22
2.10 Πως επηρεάζουν τα IPOs τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών	22
2.11 Πως το IPO underpricing έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου	23
2.12 Η Πολιτισμική διαφορετικότητα πως επηρεάζει τα Χρηματοοικονομικά	26
Η επιρροή της διαφορετικής κουλτούρας και του διαφορετικού θεσμικού πλαισίου στην άντληση κεφαλαίων	27
Πως οι κανονισμοί των κρατών μελών της Ευρωζώνης επηρεάζουν τα IPOs	27
2.13 Η θεωρία της πολιτισμικής διάστασης του Hofstede	28
Εισαγωγή	28
Ιστορία	29
Οι έξι διαστάσεις μιας εθνικής κουλτούρας του Hofstede	30
Διαφορετικές κουλτούρες και οι πολιτισμικές διαστάσεις	38
2.14 Ο Δείκτης Αντίληψης για την Διαφθορά (CPI)	40
2.15 Ο δείκτης προστασίας του επενδυτή	41
3. Εμπειρική Μελέτη	43
3.1 Υποθέσεις	43
3.2 Δεδομένα	49
4. Εμπειρική Ανάλυση	53
4.1 Μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική μελέτη	53
4.2 Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων	54
4.3 Σχολιασμός Εμπειρικών Αποτελεσμάτων	56
5. Συμπεράσματα	61
Μεταβλητές και Βάσεις Δεδομένων	63
References	64

1. Εισαγωγή

Τα IPOs προέρχονται από τα αρχικά των λέξεων Initial Public Offering και αποτελούν την πρώτη εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Τα IPOs παρουσιάζουν μεγάλο ενδιαφέρον, διότι αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κομμάτι της αγοράς κεφαλαίου. Είναι ένα πολύ σημαντικό στάδιο για κάθε επιχείρηση, που έχει σκοπό να μεγαλώσει και να αποκτήσει μια νέα δυναμική. Τα IPOs επειδή αποτελούν μια ιδιαίτερη περίπτωση στον κόσμο των επιχειρήσεων, έχουν απασχολήσει πολλούς επιστήμονες ανά τον κόσμο. Υπάρχει εκτεταμένη βιβλιογραφία, τόσο για την μακροχρόνια, όσο και για την βραχυχρόνια απόδοση των IPOs.

Το ερώτημα που εμείς θέλουμε να εξετάσουμε είναι, κατά πόσο το θεσμικό πλαίσιο επηρεάζει, την υποτίμηση των μετοχών ενός IPO. Δηλαδή, αν χώρες με διαφορετικό πλαίσιο, εμφανίζουν διαφορές στο φαινόμενο του IPO underpricing. Για να καταφέρουμε να συνδέσουμε το θεσμικό πλαίσιο με το IPO underpricing χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα 706 IPOs από 21 χώρες της Ευρώπης για το διάστημα 2000 έως 2014.

Το θεσμικό πλαίσιο και την πολιτισμική κουλτούρα της κάθε χώρας την συγκρίναμε χρησιμοποιώντας τις έξι διαστάσεις μιας εθνικής κουλτούρας του Hofstede (2001). Οι έξι διαστάσεις του Hofstede περιγράφουν την κουλτούρα μιας κοινωνίας, τις αξίες της και πως αυτά τα δύο επηρεάζουν την συμπεριφορά των μελών της. Οι διαστάσεις του Hofstede χρησιμοποιούνται ευρέως, σε διαπολιτισμικές έρευνες, που αφορούν την νοοτροπία των διαφόρων λαών και χωρών.

Επίσης χρησιμοποιήσαμε, τον δείκτη αντίληψης, την διαφθορά και τον δείκτη προστασίας των επενδυτών. Ο δείκτης διαφθοράς μετράει τον βαθμό της διαφάνειας μιας κοινωνίας. Ο δείκτης προστασίας των επενδυτών, μετράει τον βαθμό προστασίας της μειοψηφίας των επενδυτών, από συγκρούσεις συμφερόντων εντός της εταιρείας.

Τέλος, παρατηρήσαμε ότι το θεσμικό πλαίσιο επηρεάζει το IPO underpricing. Δηλαδή χώρες με διαφορετική κουλτούρα και παράδοση αντιδρούν διαφορετικά στα νέα IPOs της αγοράς.

2.Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

Η κατανομή των άρθρων θα γίνει με βάση την θεματολογία. Ο τίτλος θα αναφέρει την θεματολογία των άρθρων που ακολουθούν.

2.1 Για ποιο λόγο οι εταιρίες θέλουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο

Υπάρχουν πολλοί λόγοι που οι εταιρίες θέλουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Η πρώτη εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο ονομάζεται IPO, από τα αρχικά των λέξεων Initial Public Offering. Η εγγραφή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο έχει θετικά και αρνητικά. Μερικά από τα θετικά είναι η εύκολη πρόσβαση σε κεφάλαια, η ευκολία με την οποία οι παλιοί μέτοχοι μπορούν να ρευστοποιήσουν ένα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και η δημοσιότητα που αποκτάει η εταιρία κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Μερικά από τα αρνητικά είναι η διάσπαση της μετοχικής βάσης και ο κίνδυνος εξαγοράς της από κάποια ανταγωνίστρια εταιρία.

Πρώτος ο Zingales (1995) παρατήρησε ότι όταν μια εταιρία κάνει αρχική δημόσια εγγραφή, είναι πολύ πιο ακριβή η εξαγορά της, από κάποια άλλη εταιρία. Δηλαδή σε περίπτωση εξαγοράς της, οι παλιοί μέτοχοι θα λάβουν περισσότερα χρήματα. Ο Chemmanur και Fulghieri (1999) παρατήρησαν ότι η εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο προκαλεί διάχυση της μετοχικής βάσης, πράγμα που καθιστά πιο δύσκολη την διοίκηση της εταιρίας. Επίσης, οι Maksimovic και Pichler (2001) παρατήρησαν ότι η υψηλή χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας, μπορεί να την καταστήσει πιο ανταγωνιστική στην αγορά. Μόνο και μόνο που η εταιρία διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, προσδίδει κύρος και γόητρο στην επιχείρηση, με αποτέλεσμα οι επενδυτές, οι πελάτες και οι διάφοροι πιστωτές να την εμπιστεύονται περισσότερο.

Σημαντικό ρόλο παίζει η χρονική περίοδος που μία εταιρία επιλέγει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα, οι Lucas και McDonald (1990) παρατήρησαν ότι οι εταιρίες αναβάλλουν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, όταν η αγοραία τους αξία είναι μικρότερη από την πραγματική τους αξία. Επίσης, οι Choe, Masulis και Nanda (1993) παρατήρησαν ότι οι

εταιρίες αποφεύγουν την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, την χρονική περίοδο που άλλες ποιοτικές εταιρίες εισάγονται.

Οι θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με τα IPOs είναι δύσκολο να επαληθευτούν, διότι οι ερευνητές συνήθως ασχολούνται με εταιρίες που είναι ήδη εισηγμένες και δεν ασχολούνται με εταιρίες που μπορούν να εισαχθούν αλλά επιλέγουν να μην το κάνουν. Οι Pagana, Panetta και Zingales (1998) παρατήρησαν ότι μεγάλες επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενους κλάδους, είναι πιο πιθανό να επιλέξουν να κάνουν δημόσια εγγραφή. Συγχρόνως, παρατήρησαν ότι η δημόσια εγγραφή μιας εταιρίας μειώνει το κόστος δανεισμού της.

2.2 Διαδικασία εισαγωγής μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο

Σε ένα IPO υπάρχουν δυο σημαντικοί παράγοντες, η εταιρία που θέλει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο (issuer) και η τράπεζα-ανάδοχος που θα αναλάβει την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο (underwriter). Δηλαδή, η εταιρία υπογράφει ένα συμβόλαιο με την τράπεζα ότι θα εισάγει τις μετοχές της στο χρηματιστήριο. Έπειτα η τράπεζα προσπαθεί να βρει επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν τις νέο-εκδοθέντες μετοχές στην πρωτογενή αγορά, προτού διαπραγματευτούν στο χρηματιστήριο. Σε ένα μεγάλο IPO ο ανάδοχος μπορεί να είναι περισσότερες από μια τράπεζες, τότε η τράπεζα με την μεγαλύτερη συμμετοχή ονομάζεται lead underwriter. Το κέρδος του αναδόχου, είναι η προμήθεια που παίρνει από την πώληση των μετοχών (underwriting spread).

2.3 Θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί για την υποτίμηση των IPOs

Εισαγωγή

Η σωστή τιμολόγηση ενός IPO, είναι πολύ σημαντικό κομμάτι της διαδικασίας, τόσο για την εταιρία όσο για τους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Διότι αν ένα IPO υποτιμηθεί τότε η εταιρία θα εισπράξει λιγότερα χρήματα από αυτά αξίζουν οι μετοχές της. Σε αντίθετη περίπτωση αν ένα IPO υπερτιμηθεί

οι επενδυτές θα αγοράσουν τις μετοχές πιο ακριβά από την πραγματική τους αξία. Συνήθως την τιμολόγηση ενός IPO την αναλαμβάνει ένας αναλυτής (bookrunner). Οι δυο βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την τιμολόγηση ενός IPO είναι το fixed price method και το book building. Στην μέθοδο fixed price, η εταιρία μαζί με τον αναλυτή και τον ανάδοχο αποφασίζουν την τιμή διάθεσης της μετοχής στην πρωτογενή αγορά. Στο bookbuilding, η εταιρία μαζί με τον αναλυτή και τον ανάδοχο, χτίζουν ένα βιβλίο προσφορών, ανάλογα με τα χρήματα που είναι διατεθειμένοι να δώσουν οι επενδυτές. Έπειτα χρησιμοποιώντας αυτό το βιβλίο, αποφασίζουν την τιμή διάθεσης των μετοχών στην πρωτογενή αγορά. Τέλος μια νέα μέθοδος που χρησιμοποιείται για την πώληση των μετοχών στην πρωτογενή αγορά είναι η δημοπρασία Dutch action. Στην συγκεκριμένη μέθοδο, ο υπεύθυνος του πλειστηριασμού δηλώνει την ανώτατη τιμή και την μειώνει, έως ότου βρεθεί πλειοδότης. Συνήθως η δημοπρασία γίνεται μέσω διαδικτύου.

Όταν ολοκληρωθεί η πώληση των μετοχών στην πρωτογενή αγορά, τότε η εταιρία μπορεί, να εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές της εταιρίας αρχίζουν να διαπραγματεύονται στην δευτερογενή αγορά. Πολύ συχνά παρατηρείται το εξής φαινόμενο, η τιμή της μετοχής στο κλείσιμο της πρώτης μέρας να είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης των μετοχών. Το φαινόμενο αυτό καλείται IPO underpricing, δηλαδή υποτιμημένο IPO. Αποτέλεσμα της παραπάνω διαδικασίας, είναι η εταιρία που εισάγεται στο χρηματιστήριο, να μην εισπράττει όλα τα κεφάλαια που θα μπορούσε να εισπράξει. Τα λεφτά που χάνει η εταιρία από το IPO underpricing, ονομάζονται ως money left on the table, δηλαδή λεφτά που δεν εισέπραξε η εταιρία και έμειναν στο τραπέζι.

Ο λόγος που συμβαίνει το IPO underpricing έχει απασχολήσει πολλούς επιστήμονες. Οι θεωρίες που έχουν αναπτυχτεί μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τέσσερις κατηγορίες :

Asymmetric information theory δηλαδή θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι δεν είναι όλοι οι επενδυτές το ίδιο καλά ενημερωμένοι για την πραγματική αξία της εταιρίας που μπαίνει στο χρηματιστήριο. Δηλαδή υπάρχουν επενδυτές που έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την αξία της εταιρίας. Η θεωρία της ασύμμετρης

πληροφόρησης, είναι η πιο διαδεδομένη θεωρία για την ερμηνεία της υποτίμησης των IPOs. Συγκεκριμένα οι ασύμμετρη πληροφόρηση είναι μεταξύ τριών παικτών: α) της εταιρίας που θα εισαχθεί στο χρηματιστήριο β) της τράπεζας που έχει αναλάβει να είναι ο ανάδοχος γ) των επενδυτών που παρακολουθούν την εξέλιξη του IPO. Ο Baron (1982) υποθέτει ότι ο ανάδοχος γνωρίζει καλύτερα την πραγματική αξία της εταιρίας, διότι γνωρίζει και την εταιρία αλλά και την ζήτηση που έχουν οι μετοχές της εταιρίας. Ο Welch (1989) υποθέτει ότι η εταιρία γνωρίζει καλύτερα απ' όλους την πραγματική της αξία. Ο Rock (1986) υποθέτει ότι επενδυτές χωρίζονται στους πληροφορημένους επενδυτές που γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας και τους μη πληροφορημένους επενδυτές.

Institutional theory δηλαδή θεσμική θεωρία. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι υπάρχουν θεσμικοί λόγοι που εξηγούν το IPO underpricing. Δηλαδή, ότι οι επιχειρήσεις εσκεμμένα επιλέγουν την υποτίμηση των πρώτων μετοχών τους στο χρηματιστήριο. Αυτό το κάνουν έτσι ώστε σε περίπτωση που οι επιδόσεις των μετοχών της εταιρίας μετά την πρώτη μέρα δεν είναι οι αναμενόμενες να μην δυσαρεστηθούν οι μέτοχοι.

Ownership και control theories δηλαδή θεωρίες που στηρίζονται πάνω στη ιδιοκτησία και τον έλεγχο της εταιρίας. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι το IPO underpricing μπορεί να το επιδιώκει η ίδια η εταιρία, για να υπάρχει μεγαλύτερη συνοχή στην μετοχική της βάση. Όταν το IPO είναι υποτιμημένο οι ενδιαφερόμενοι μέτοχοι θα μπορούν να αγοράσουν περισσότερες μετοχές. Με αυτόν τον τρόπο θα υπάρχει μικρότερη διασπορά μετόχων.

Behavioral theory δηλαδή συμπεριφορική θεωρία. Αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι το IPO underpricing μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί.

Σε περιόδους που υπάρχει έντονη δραστηριότητα στη αγορά των IPOs το IPO underpricing είναι πιο έντονο, διότι οι ανάδοχοι υποστηρίζουν περισσότερες επιχειρήσεις να εισαχθούν στο χρηματιστήριο και οι προσδοκίες της αγοράς για τις νεοεισερχόμενες είναι υψηλές. Αντίθετα, σε περιόδους που η δραστηριότητα των IPOs είναι χαμηλή, οι ανάδοχοι αποθαρρύνουν τις εταιρίες να κάνουν δημόσια εγγραφή, οι προσδοκίες της αγοράς για τις νεοεισερχόμενες είναι χαμηλές με αποτέλεσμα το IPO underpricing να είναι χαμηλό.

Θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Μία από τις πιο καλά τεκμηριωμένες θεωρίες για το IPO underpricing είναι η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Σε αυτή την θεωρία δεν έχουν όλοι επενδυτές την ίδια πληροφόρηση σχετικά με την αξία της εταιρίας. Μερικοί επενδυτές είναι καλύτερα ενημερωμένοι. Ο Ibbotson (1975) είναι ένας από τους πρώτους ερευνητές που παρατήρησαν το IPO underpricing και προσπάθησαν να το ερμηνεύσουν. Η ερμηνεία που έδωσε ήταν ότι το IPO underpricing συμβαίνει έτσι ώστε, οι νεοεισερχόμενες εταιρίες να αφήσουν ένα κέρδος στους επενδυτές και σε μελλοντική έκδοση νέων μετοχών (season offering) να ανακτήσουν τα χαμένα κεφάλαια.

Τα μοντέλα της ασύμμετρης πληροφόρησης υποθέτουν ότι μία ομάδα ατόμων γνωρίζει περισσότερα από μια άλλη. Το πιο γνωστό μοντέλο για τον ρόλο της ασύμμετρης πληροφόρησης στο IPO underpricing είναι του Rock (1986). Ο Rock έκανε εφαρμογή στα IPOs, το άρθρου του Akerlof (1970) με το πρόβλημα με τα λεμόνια. Συμπέρανε ότι οι μη πληροφορημένοι επενδυτές σε ένα κακό IPO, παίρνουν όσες μετοχές ζητήσουν από τον ανάδοχο. Ενώ σε ένα καλό IPO παίρνουν πολύ λίγες μετοχές, διότι οι πληροφορημένοι επενδυτές έχουν αγοράσει ένα μεγάλο μερίδιο. Αυτό το πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μη πληροφορημένοι επενδυτές αναφέρεται στην βιβλιογραφία ως η << κατάρα του νικητή >> (winner's curse).

Η ποιότητα της εταιρίας

Το IPO underpricing ως ένδειξη της ποιότητας της εταιρίας. Αν μία εταιρία γνωρίζει καλύτερα από τους επενδυτές την πραγματική της αξία τότε το IPO underpricing μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ένδειξη της πραγματικής της αξίας. Για μία εταιρία αυτή η μέθοδος είναι ακριβή, αλλά αν πράγματι η εταιρία πείσει τους επενδυτές τότε στο μέλλον η έκδοση νέων μετοχών (Seasoned Equity Offering) θα τις αποφέρει μεγάλα κεφάλαια.

Οι Benveniste και Spindt (1989) παρατήρησαν ότι η βασική δυσκολία που αντιμετωπίζει ο ανάδοχος και ο αναλυτής κατά την σύνταξη του βιβλίου προσφορών είναι ότι οι επενδυτές δεν θέλουν να δείξουν πόσο πραγματικά

είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για μία μετοχή. Δηλαδή οι επενδυτές δεν θέλουν να δώσουν ένα θετικό μήνυμα για την πραγματική αξία της εταιρίας πριν αγοράσουν μετοχές. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το IPO underpricing είναι φυσιολογικό να συμβαίνει καθόσον λειτουργεί σαν αποζημίωση για τους καλά πληροφορημένους επενδυτές. Επίσης, συμπέραναν ότι ο underwriter και ο bookrunner μπορούν να περιορίσουν το IPO underpricing συνυπολογίζοντας τις μελλοντικές ροές της εταιρίας.

Οι Allen και Faulhaber (1989), Welch (1989) υπέθεσαν ότι η ίδια η επιχείρηση γνωρίζει καλύτερα από όλους την πραγματική της αξία. Σε μερικές περιπτώσεις οι καλές εταιρίες θέλουν να δώσουν σήμα στους επενδυτές για τις καλές προοπτικές που έχουν, το IPO underpricing είναι ένας τρόπος για να περάσουν αυτό το μήνυμα. Το κέρδος για την εταιρία είναι ότι σε μελλοντική έκδοση μετοχών θα αντλήσουν μεγαλύτερα κεφάλαια. Την παραπάνω στρατηγική μπορούν να την ακολουθήσουν μόνο καλές εταιρίες διότι μόνο αυτές θα μπορέσουν να ισοφαρίσουν την προσωρινή ζημιά από το IPO underpricing με μελλοντική έκδοση νέων μετοχών. Σύμφωνα με τα παραπάνω το IPO underpricing μπορεί να διαχωρίσει τις καλές από τις κακές εταιρίες. Διότι οι ιδιοκτήτες των κακών εταιριών γνωρίζουν ότι την ζημιά από ένα IPO underpricing δεν θα μπορέσουν να την ισοφαρίσουν με μελλοντική έκδοση νέων μετοχών. Άρα το IPO underpricing μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μία καλή εταιρία ως μέσο για να δείξει τις καλές προοπτικές που έχει.

Πληροφορημένοι και μη πληροφορημένοι επενδυτές

Ο Rock (1986) έδειξε ότι η γνώμη των επενδυτών, σχετικά με την νεοεισερχόμενη εταιρία, παίζει μεγάλο ρόλο στο φαινόμενο του IPO underpricing. Εισήγαγε την έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ διαφορετικών ομάδων επενδυτών. Συγκεκριμένα, η μία ομάδα είναι οι πληροφορημένοι επενδυτές που γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας. Η άλλη ομάδα είναι οι μη πληροφορημένοι επενδυτές που επενδύουν σε ένα IPO χωρίς να γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας. Σε αντίθεση με τους μη πληροφορημένους επενδυτές, οι πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν τότε ένα IPO είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο. Το αποτέλεσμα είναι ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές επενδύουν μόνο σε υποτιμημένα IPOs

και το IPO underpricing λειτουργεί ως κέρδος για την πληροφόρηση που έχουν. Σε ένα καλό IPO ο ανάδοχος προσφέρει πρώτα τις μετοχές στους πληροφορημένους επενδυτές, έπειτα οι μετοχές που δεν έχουν πουληθεί τις προσφέρει στους μη πληροφορημένους επενδυτές. Η σειρά με την οποία ο ανάδοχος καλύπτει την ζήτηση των χρεογράφων ονομάζεται rationing. Το πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μη πληροφορημένοι επενδυτές είναι ότι κατά μέσον όρο βγαίνουν χαμένοι από τις επενδύσεις στα IPOs.

Η φήμη του αναδόχου και η αβεβαιότητα των επενδυτών

Ο Ritter και ο Beatty (1985), προχωρούν την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης ένα βήμα παραπέρα, χρησιμοποιώντας δύο βασικούς δείκτες α) την αβεβαιότητα των επενδυτών β) την φήμη του αναδόχου. Στην πραγματικότητα δεν είναι όλα τα IPOs επιτυχημένα, άλλα έχουν μια απότομη άνοδο της τιμής την πρώτη μέρα και άλλα έχουν πτώση της τιμής. Αυτό προκαλεί αβεβαιότητα τόσο στους επενδυτές, που αναρωτιούνται αν θα πρέπει να πάρουν θέση σε ένα IPO, όσο και στον ανάδοχο που πρέπει να καθορίσει την τιμή της μετοχής στην πρωτογενή αγορά. Οι συγγραφείς πήραν δεδομένα για τα IPOs για την περίοδο 1960-1982 και χρησιμοποιώντας ένα εμπειρικό μοντέλο κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα για την πορεία της μετοχής στο χρηματιστήριο τόσο πιο έντονο είναι το IPO underpricing. Η αβεβαιότητα της αγοράς για την πραγματική αξία της εταιρίας ευνοεί τους καλά πληροφορημένους επενδυτές, διότι γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας με αποτέλεσμα να ξέρουν πότε πρέπει να λάβουν συμμετοχή σε ένα νέο IPO. Επίσης, εξέτασαν κατά πόσον το IPO underpricing επηρεάζει την φήμη του αναδόχου. Οι επενδυτές εμπιστεύονται τους αναδόχους με καλή φήμη. Αυτό συνεπάγεται ότι όταν ένας ανάδοχος με καλή φήμη κάνει ένα IPO, λόγω της μεγάλης ζήτησης των νεοκδοθέντων μετοχών, από την επενδυτική κοινότητα, η τιμή προσφοράς αυξάνεται, με αποτέλεσμα το IPO underpricing να είναι λιγότερο. Αν η τιμολόγηση ενός IPO δεν γίνει σωστά, αυτό ενέχει κινδύνους, τόσο για τον ανάδοχο όσο και για την εταιρία. Συγκεκριμένα, αν ένα IPO υποτιμηθεί πολύ, θα μείνουν πολλά λεφτά στο τραπέζι με αποτέλεσμα η εταιρία να βγει χαμένη. Αν πάλι ένα IPO υπερτιμηθεί πολύ, τότε οι επενδυτές δεν θα ενδιαφερθούν να επενδύσουν σε

αυτό το IPO, καθώς θα χάσουν χρήματα. Η καλή φήμη του αναδόχου στηρίζεται τόσο στην αξιοπιστία της επενδυτικής κοινότητας όσο και στην εμπιστοσύνη που εμπνέει στις νεοεισερχόμενες εταιρίες. Σε περίπτωση μεγάλης υποτίμησης ή μεγάλης υπερτίμησης του IPO, η φήμη του αναδόχου θα επηρεαστεί αρνητικά. Σύμφωνα με τα παραπάνω ο Ritter και ο Beatty κατέληξαν στο συμπέρασμα, ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του IPO underpricing και της φήμης του αναδόχου. Δηλαδή όσο πιο καλή φήμη έχει ο ανάδοχος τόσο πιο ασθενές είναι το IPO underpricing.

Ο Ritter (1984,2003) εξέτασε την σχέση μεταξύ του κινδύνου της εταιρίας και του IPO underpricing. Παρατήρησε ότι όσο πιο επικίνδυνη είναι η εταιρία τόσο μεγαλύτερο είναι το IPO underpricing. Αυτό είναι λογικό διότι μια εταιρία που αναλαμβάνει μεγάλο ρίσκο, θα έχει μεγάλα σκαμπανεβάσματα. Οι επενδυτές αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο όταν επενδύουν σε μια εταιρία με αβέβαιο μέλλον, γι' αυτό τον λόγο ζητούν μεγαλύτερο κέρδος.

Ωστόσο ο Loughran και ο Ritter (2002) σε αντίθεση με τα παραπάνω παρατήρησαν θετική σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και του IPO underpricing. Συγκεκριμένα, οι ανάδοχοι με καλή φήμη είναι πιο πιθανό να υποτιμήσουν ένα IPO για να μπορέσουν να καλύψουν τα υψηλά έξοδα του καλού αναλυτή (bookrunner).

Η διαδικασία του Book Building

Πολύ σημαντικός παράγοντας για την τιμολόγηση ενός IPO είναι η διαδικασία χτισίματος του βιβλίου προσφορών (book building). Το book building κατατάσσεται, ως κομμάτι της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ο ανάδοχος χρησιμοποιεί τις πληροφορίες που έχει στην διάθεσή του για την σωστή τιμολόγηση του IPO. Από την μία πλευρά, γνωρίζει την πραγματική αξία της εταιρίας, από την άλλη πλευρά γνωρίζει πόσο είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την αγορά μετοχών. Οι Cornelli και Goldreich (2001) συσχέτισαν τις προσφορές που λαμβάνει ο ανάδοχος από την επενδυτική κοινότητα με την τελική τιμολόγηση του IPO. Παρατήρησαν ότι ο ανάδοχος ζητά από τους επενδυτές να του δώσουν την μεγαλύτερη τιμή που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για την αγορά μιας μετοχής. Έχοντας συλλέξει αυτά τα στοιχεία ο ανάδοχος μπορεί και κατασκευάζει μια κλίμακα

που δείχνει την τιμή προσφοράς και την ζήτηση στην συγκεκριμένη τιμή. Με αυτόν τον τρόπο είναι φανερό πως οι μεταβολές στην τιμή προσφοράς επηρεάζουν την ζήτηση για το IPO. Επιπλέον, παρατήρησαν ότι οι ανάδοχοι ανταμείβουν με μεγαλύτερη συμμετοχή σε ένα IPO τους τοπικούς και καλά πληροφορημένους επενδυτές. Αυτό συμβαίνει διότι οι τοπικοί και καλά πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν πολύ καλύτερα την πραγματική αξία της εταιρίας από τους διεθνείς και απληροφόρητους επενδυτές, με αποτέλεσμα, οι προσφορές που δίνουν για την αγορά μετοχών στην πρωτογενή αγορά να είναι πού πιο κοντά στην πραγματική αξία της εταιρίας. Για τις χρήσιμες πληροφορίες που προσφέρουν οι ανάδοχοι τους ανταμείβουν δίνοντας την δυνατότητα να κάνουν μια μεγάλη τοποθέτηση σε ένα IPO.

Τιμή προσφοράς

Ο καθορισμός της τιμής προσφοράς στην πρωτογενή αγορά ενός IPO επηρεάζει άμεσα το φαινόμενο της υποτίμησης του IPO. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή προσφοράς ενός IPO τόσο μικρότερη είναι η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της εταιρίας για μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο. Οι Benveniste και Spindt (1989) παρατήρησαν ότι όσο υψηλότερη είναι η τιμή προσφοράς τόσο περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν στην εταιρία. Θεσμικοί επενδυτές είναι οργανισμοί που διαχειρίζονται χρήματα για λογαριασμό τρίτων. Δηλαδή, οι θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποιούν τα χρήματα που έχουν μαζέψει από διάφορες πηγές και τα τοποθετούν σε διάφορες επενδύσεις. Το πλεονέκτημα των θεσμικών επενδυτών είναι ότι διαχειρίζονται μεγάλα ποσά με αποτέλεσμα να μπορούν να κατασκευάζουν καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Θεσμικοί επενδυτές συνήθως είναι τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η ηλικία της εταιρίας

Η ηλικία της εταιρίας συνδέεται αρνητικά με το IPO underpricing. Αυτό σημαίνει ότι όσο πιο παλιά είναι η εταιρία τόσο πιο ασθενές είναι το IPO underpricing και το αντίθετο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μια παλιά εταιρία

έχει μεγάλο ιστορικό, με αποτέλεσμα η αβεβαιότητα σχετικά με την μελλοντική της εξέλιξη να είναι μικρή. Σε αντίθεση, μια νέα εταιρία έχει αβέβαιες προοπτικές, οι επενδυτές που επιχειρούν να συμμετάσχουν σε αυτό το IPO ζητούν μεγαλύτερη απόδοση για το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Γι' αυτό τον λόγο σε νέες εταιρίες το IPO underpricing είναι πιο έντονο. Πρώτος που έκανε την παραπάνω παρατήρηση είναι ο Ritter (1984) όταν εξέτασε την σχέση μεταξύ του ρίσκου μιας εταιρίας, με το IPO underpricing.

Θεωρίες που στηρίζονται πάνω στην ιδιοκτησία και στον έλεγχο της εταιρίας

Οι Brennan και Frank (1997) παρατήρησαν ότι η υποτίμηση ενός IPO επιτρέπει την συσπείρωση της μετοχικής βάσης. Μια συγκροτημένη μετοχική βάση είναι πολύ σημαντική διότι δεν επιτρέπει σε τρίτους να ασκούν έλεγχο στην εταιρία. Γι' αυτό τον λόγο ο διευθυντής μιας εταιρίας μπορεί να χρησιμοποιήσει το IPO underpricing για να διατηρήσει τον έλεγχο της διοίκησης.

Οι Benveniste και Spindt (1989) παρατήρησαν ότι οι ανάδοχοι συνήθως κατανέμουν τις μετοχές μεταξύ μεγάλων και πληροφορημένων επενδυτών έτσι ώστε να μειώσουν την υποτίμηση του IPO καθώς και την διάχυση της διοίκησης. Επίσης παρατήρησαν ότι όσο αυξάνεται ο αριθμός των μεγάλων επενδυτών τόσο μειώνεται το φαινόμενο του IPO underpricing.

Θεωρίες που στηρίζονται σε θεσμικούς παράγοντες

Υπάρχουν τρεις βασικές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με τους θεσμικούς παράγοντες που συνδέονται με την υποτίμηση ενός IPO. Πρώτη θεωρία είναι ότι οι εταιρίες εσκεμμένα κάνουν υποτίμηση των μετοχών τους, έτσι ώστε σε περίπτωση που μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, η τιμή της μετοχής δεν εκπληρώσει τις αναμενόμενες προσδοκίες, να μην δέχονται μηνύσεις από τους επενδυτές που επένδυσαν στο IPO. Δηλαδή, η πτωτική πορεία της χρηματιστηριακή αξίας της εταιρίας, θα έχει ως αποτέλεσμα, να δυσανεμιστούν οι επενδυτές, που είχαν επενδύσει στο IPO στην πρωτογενή αγορά και να διεκδικήσουν αποζημιώσεις

δικαστικά. Αυτό συμβαίνει κυρίως στις ΗΠΑ όπου υπάρχουν αυστηρές νομοθεσίες που προστατεύουν τους επενδυτές. Οι πρώτοι που έκαναν αυτήν την παρατήρηση, ήταν ο Logue (1973) και ο Ibbotson (1975). Σε χώρες εκτός τις ΗΠΑ, όμως σπάνια καταφεύγουν οι επενδυτές στα δικαστήρια για τέτοιου είδους υποθέσεις. Σε χώρες όπως η Αυστραλία, Φιλανδία, Γερμανία, Ιαπωνία, Σουηδία, Ελβετία και Ηνωμένο Βασίλειο παρόλο που υπάρχει το φαινόμενο της υπερτίμησης των IPOs, οι επενδυτές σπάνια καταφεύγουν στα δικαστήρια για να αποζημιωθούν.

Δεύτερη θεωρία είναι ότι οι εταιρίες μέσω τις υποτίμησης των μετοχών τους, επιδιώκουν την σταθεροποίηση της τιμής της μετοχής τους, για ένα χρονικό διάστημα μερικών ημερών ή ακόμα και εβδομάδων, μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Δηλαδή η υποτίμηση των μετοχών, αντισταθμίζει σε ένα βαθμό, την πιθανότητα μιας απότομης πτώσης της μετοχής της εταιρίας, κατά την εισαγωγή της στην δευτερογενή αγορά. Κατά ένα τρόπο το IPO underpricing, λειτουργεί σαν μέσο χειραγώγησης της τιμής μετοχής, για να μην πέσει κάτω από ένα όριο.

Τρίτη θεωρία είναι ότι μπορεί να υπάρχουν φορολογικά πλεονεκτήματα, μέσω της υποτίμησης ενός IPO. Δηλαδή το κόστος ενός IPO underpricing, να αντισταθμίζεται από φορολογικές ελαφρύνσεις που συνδέονται με αυτό. Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση της εταιρίας, οι διευθυντές μπορούν να επιδιώκουν μικρή ή μεγάλη υποτίμηση των νέων μετοχών.

Συμπεριφορικές θεωρίες

Οι συμπεριφορικές θεωρίες στηρίζονται σε δύο διαφορετικές υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση είναι ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί. Δηλαδή οι προσφορές που κάνουν οι επενδυτές για την αγορά μετοχών στην πρωτογενή αγορά, απέχουν από την πραγματική αξία της εταιρίας. Οι εταιρίες που εισάγονται στο χρηματιστήριο, είναι συνήθως νέες εταιρίες που έχουν μικρό ιστορικό. Με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολος ο προσδιορισμός της αξίας της εταιρίας με αντικειμενικό τρόπο. Γι' αυτό τον λόγο, οι γνώμες των επενδυτών σχετικά με την πραγματική αξία της εταιρίας μπορεί να αποκλίνουν πολύ. Η δεύτερη υπόθεση είναι ότι οι εταιρίες, που επιδιώκουν την εισαγωγή

τους στο χρηματιστήριο, επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες, με αποτέλεσμα να μην καταφέρνουν να ασκήσουν αρκετή πίεση στον ανάδοχο, για να περιοριστεί η υποτίμηση των μετοχών τους.

Ροή πληροφοριών σχετικά με την αξία της εταιρίας

Ο Welch (1992) παρατήρησε ότι σε ένα IPO, μπορεί κάποιος να αντλήσει πληθώρα πληροφοριών, σχετικά με την πραγματική αξία της εταιρίας μόνο και μόνο από τις προσφορές που δίνουν οι επενδυτές, για να αγοράσουν τις μετοχές. Δηλαδή, η εκτίμηση ενός επενδυτή για την αξία της εταιρίας, μπορεί να επηρεαστεί άμεσα από τις τιμές προσφοράς, που δίνουν οι υπόλοιποι επενδυτές για την αγορά των μετοχών. Όταν σε ένα IPO υπάρχει μεγάλη ζήτηση από την πλευρά των επενδυτών αυτό μπορεί να σημάνει σε έναν επενδυτή ότι το IPO είναι καλό. Ισχύει βέβαια και το αντίθετο, ένα IPO με μικρή ζήτηση μάλλον είναι κακό IPO. Κατά την διαδικασία του book building, το παραπάνω φαινόμενο δεν μπορεί να συμβεί διότι ο ανάδοχος κρατάει μυστικό το βιβλίο προσφορών, με αποτέλεσμα να μην μπορεί κάποιος να δει τις προσφορές που έχουν δώσει οι υπόλοιποι επενδυτές. Επίσης, το book building επιτρέπει στον ανάδοχο σε περίπτωση που υπάρχει μεγάλη ζήτηση για ένα IPO να μεγαλώσει το IPO. Δηλαδή, να εκδώσει παραπάνω νέες μετοχές από αυτές που είχαν αρχικά προγραμματιστεί.

Η ψυχολογία των επενδυτών

Η συμπεριφορική θεωρία ασχολείται, με το πώς επιδρά η ψυχολογία των επενδυτών στις τιμές των μετοχών. Επειδή αρχική δημόσια εγγραφή κάνουν συνήθως νέες εταιρίες με μικρό ιστορικό, ο προσδιορισμός της αντικειμενικής αξίας της εταιρίας είναι δύσκολος. Γι' αυτό τον λόγο σημαντικό κομμάτι για την τιμολόγηση ενός IPO είναι το τι πιστεύει η αγορά ότι αξίζει η εταιρία. Εδώ είναι που η συμπεριφορική θεωρία προσπαθεί να εξηγήσει με ποιόν ακριβώς τρόπο η ψυχολογία της αγοράς επηρεάζει την τελική τιμολόγηση ενός IPO. Συγκεκριμένα, οι Ljungqvist, Nanda, Singh (2004) υποθέτουν ότι μερικοί επενδυτές, είναι αισιόδοξοι για την μελλοντική εξέλιξη της νεοεισερχόμενης εταιρίας. Η εταιρία από την άλλη πλευρά προσπαθεί

όσο μπορεί να καλλιεργήσει αυτές τις πεποιθήσεις, έτσι ώστε η αξία που πιστεύουν οι επενδυτές για την εταιρία της εταιρίας να είναι μεγαλύτερη από την πραγματική της αξία. Αν η εταιρία τροφοδοτήσει την αγορά με πολλές μετοχές η τιμή της μετοχής θα πέσει. Γι' αυτό τον λόγο η εταιρία θα εκδώσει αρκετές μετοχές, έτσι ώστε να συγκεντρώσει τα κεφάλαια που χρειάζεται αλλά όχι τόσες πολλές, που να υποτιμηθούν οι μετοχές τις.

Θεωρία της προοπτικής

Οι Loughran και Ritter (2002) ανέπτυξαν μια νέα θεωρία στο πάζλ της συμπεριφορικής θεωρίας. Η θεωρία αυτή ονομάζεται θεωρία προοπτικής. Η διαφορά της με την προηγούμενη θεωρία, είναι ότι αντί να εξετάσει την ψυχολογία των επενδυτών, εξετάζει την ψυχολογία των μετόχων της εταιρίας. Σύμφωνα με την νέα θεωρία, οι μέτοχοι της εταιρίας θεωρούν ένα IPO καλό ή κακό, όχι απαραίτητα από το πόσα χρήματα άντλησε η εταιρία από την πρωτογενή αγορά, αλλά από το πώς μεταβλήθηκε η προσωπική τους περιουσία. Δηλαδή, στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής στο κλείσιμο της πρώτης μέρα είναι υψηλότερη από την τιμή προσφοράς στην πρωτογενή αγορά, η εταιρία μπορεί να μην έχει αντλήσει όλα τα κεφάλαια που θα μπορούσε και να έχουν μείνει λεφτά στο τραπέζι, αλλά οι μέτοχοι της εταιρίας έχουν βγει κερδισμένοι διότι έχει αυξηθεί η αξία του χαρτοφυλακίου τους.

Μια πιο σφαιρική προσέγγιση

Συμφώνα με πολλούς ερευνητές το φαινόμενο του IPO underpricing δεν οφείλεται σε έναν και μόνο παράγοντα. Γι' αυτόν λόγο δεν μπορεί να υπάρξει μια θεωρία που να ταιριάζει σε όλες τις περιπτώσεις. Ακόμα και η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης που είναι η πιο διαδεδομένη ανάμεσα στους ακαδημαϊκούς κύκλους έχει τις αδυναμίες τις. Σε μερικές περιπτώσεις η υποτίμηση ενός IPO μπορεί να οφείλεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης, σε άλλες περιπτώσεις μπορεί να οφείλεται σε θεσμικούς παράγοντες κτλ. Υπάρχουν περιπτώσεις που η υποτίμηση ενός IPO μπορεί να εμπλέκει παραπάνω από μία θεωρίες. Άρα όταν εξετάζουμε ένα IPO πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη πολλούς παράγοντες, για να καταλήξουμε, για

ποιο λόγο υποτιμήθηκαν οι μετοχές της εκδότριας εταιρίες και ποια από τις θεωρίες εξηγεί καλύτερα την συγκεκριμένη περίπτωση. Γενικά τις θεωρίες που αναπτύξαμε παραπάνω πρέπει να τις χρησιμοποιούμε ως κατευθυντήριες γραμμές για να μας βοηθούν να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα αλλά η κάθε περίπτωση έχει τα δικά της μοναδικά χαρακτηριστικά.

2.4 Η αξιολόγηση της αντικειμενικής αξίας της εταιρίας

Μια ερώτηση που προκύπτει από τις παραπάνω θεωρίες είναι πως πρέπει να γίνεται η σωστή αξιολόγηση ενός IPO τόσο από την πλευρά του αναδόχου όσο και από την πλευρά των επενδυτών. Μία μέθοδος είναι η ανάλυση του κλάδου που ανήκει η εταιρία. Συγκεκριμένα, η σύγκριση της εκδότριας εταιρίας με εταιρίες του ίδιου κλάδου που εμφανίζουν κοινά χαρακτηριστικά. Όμως εδώ υπάρχει μια παγίδα διότι σε μερικές εταιρίες η λογιστική αξία υπολογίζεται με βάση την αρχή του ιστορικού κόστους, σε άλλες εταιρίες η λογιστική αξία αποτιμάται με βάση την τρέχουσα αξία του ενεργητικού της εταιρίας. Επίσης, μία άλλη μέθοδος είναι να δίνει κανείς προτεραιότητα περισσότερο στις προοπτικές που έχει η εταιρία και όχι τόσο πολύ στα λογιστικά της στοιχεία. Αυτή η μέθοδος έχει το μειονέκτημα ότι οι περισσότερες εταιρίες που σκοπεύουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο είναι συνήθως νέες εταιρίες, με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολο να γίνει μια πρόβλεψη για της μελλοντικής τους εξέλιξη. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα στις εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους υψηλής τεχνολογίας. Επειδή η τεχνολογία εξελίσσεται με ραγδαία ταχύτητα είναι πολύ δύσκολο κανείς να προβλέψει τις μελλοντικές ροές μίας εταιρίας υψηλής τεχνολογίας.

Η πιο διαδομένη μέθοδος είναι η ανεύρεση εταιριών αντιστοίχου κλάδου και κοινών χαρακτηριστικών με την εκδότρια εταιρία που να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Δηλαδή, τόσο ο ανάδοχος όσο και η επενδυτική κοινότητα παρατηρούν τις τιμές που διαπραγματεύονται αντίστοιχες εταιρίες και χρησιμοποιούν αυτό σαν οδηγό για την αξιολόγηση της τιμής προσφοράς ενός IPO.

2.5 Τύποι εταιριών που επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο ανά χρονική περίοδο

Έχει παρατηρηθεί ότι ανάλογα με την χρονική περίοδο, διαφορετικοί τύποι εταιριών επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Την δεκαετία του 80 οι εταιρίες υψηλής τεχνολογίας που επέλεξαν να κάνουν αρχική δημόσια εγγραφή ήταν περίπου στο 25% των συνολικών δημόσιων εγγραφών. Από την δεκαετία του 90 και μετά υπήρξε μια έκρηξη στην εισαγωγή εταιριών υψηλής τεχνολογίας στο χρηματιστήριο. Λίγο πριν σκάσει η φούσκα του dot com το 2001, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των εταιριών υψηλής τεχνολογίας έφθασε το 72% των συνολικών IPOs.

Άλλη μια αξιοσημείωτη διαφορά είναι ότι την δεκαετία του 80 μόνο το 19% των εταιριών, είχαν εμφανίσει ζημιές στους ισολογισμούς τους τελευταίους δώδεκα μήνες, πριν την δημόσια εγγραφή τους. Αυτό το ποσοστό άρχισε σταδιακά να αυξάνεται, την περίοδο 1995 – 1998 ήταν στο 37% και λίγο πριν να σκάσει η φούσκα του dot com το 2001 έφτασε στο πολύ υψηλό ποσοστό 79%. Από τα παραπάνω παρατηρούμε ότι σε περίοδο που αγορά βρίσκεται σε φούσκα, οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιριών με πολύ αβέβαιο μέλλον. Όπως είναι λογικό υπάρχει πολύ δυνατή θετική σχέση μεταξύ της υποτίμησης ενός IPO και των ζημιών της εκδότριας εταιρίας σε προηγούμενες χρήσεις. Ένας από τους λόγους που η υποτίμηση των IPOs είναι πιο έντονη σε περιόδους φούσκας είναι αυτός, ότι δηλαδή οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν την εισαγωγή «επικίνδυνων» εταιριών στο χρηματιστήριο που σε περίοδο οικονομικής σταθερότητας δεν θα αναλάμβαναν.

2.6 Βιβλίο Προσφορών (Book Building) εναντίον Δημοπρασίας (Auction)

Σε αυτό το κεφάλαιο θα συγκρίνουμε τις δύο μεθόδους της Δημοπρασίας και του Βιβλίου Προσφορών. Οι Kanedo και Pettway (2007) ερεύνησαν τις μεθόδους τιμολόγησης και την αποτελεσματικότητά τους στα Γιαπωνέζικα IPOs. Στην Ιαπωνία για την περίοδο 1993-1997 η μέθοδος που χρησιμοποιούταν για την τιμολόγηση και την διάθεση των IPOs στην

πρωτογενή αγορά ήταν η δημοπρασία. Από τον Σεπτέμβριο του 1997 και μετά καθιερώθηκε και η μέθοδος του Book building. Οι Kenado και Pettway πήραν ένα δείγμα εταιριών που έκαναν IPOs για την περίοδο 1997 έως 2001, επέλεξαν την συγκεκριμένη περίοδο διότι και οι δύο μέθοδοι τιμολόγησης λειτουργούσαν συγχρόνως, έτσι ώστε να μπορούν να συγκρίνουν ποια από τις δύο μεθόδους υποτιμολογούσε λιγότερο τα IPOs. Στα IPOs που είχε χρησιμοποιηθεί η μέθοδος του Bookbuilding, η υποτιμολόγηση ήταν μεγαλύτερη. Αυτό φαινόταν πιο έντονα τις περιόδους που η αγορά βρισκόταν σε έξαρση (hot issue period). Αυτό συμβαίνει διότι ο ανάδοχος, ειδικά τις περιόδους που υπάρχει μεγάλη ζήτηση για IPOs, ευνοεί περισσότερο τους επενδυτές από την εκδότρια εταιρία, δηλαδή υποτιμολογεί εσκεμμένα τα IPOs. Για ένα δείγμα 481 εταιριών που επέλεξαν την μέθοδο της δημοπρασίας η υποτιμολόγηση ήταν κατά μέσο όρο 11,4%. Ενώ η υποτιμολόγηση με την μέθοδο του book building ήταν κατά μέσο όρο 48%. Παρά ταύτα, οι περισσότερες εταιρίες στην Ιαπωνία επιλέγουν την μέθοδο του book building για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Το συμπέρασμα από την ερευνά στα Γιαπωνέζικα IPOs για την περίοδο 1997 έως 2001 είναι ότι η δημοπρασία (auction), ήταν πιο αποτελεσματική για τις εταιρίες, διότι τους επέτρεπε να αντλήσουν μεγαλύτερα κεφάλαια από την πρωτογενή αγορά.

Οι Derrien και Womack (2003) έκαναν έρευνα για τα Γαλλικά IPOs της περιόδου 1992-1998. Την περίοδο εκείνη οι Γαλλικές αρχές επέτρεπαν και τις τρεις μεθόδους τιμολόγησης (fixed price, book building, auctions). Διαπίστωσαν ότι με την μέθοδο της δημοπρασίας το IPO underpricing ήταν αισθητά λιγότερο σε σύγκριση με το book building και το fixed price. Ωστόσο η πλειοψηφία των Γαλλικών εταιριών επιλέγουν την μέθοδο του book building.

Οι περισσότερες εταιρίες επιλέγουν την μέθοδο του book building αντί της δημοπρασίας. Το ερώτημα που προκύπτει είναι για ποιο λόγο η πλειοψηφία των εταιριών ανά τον κόσμο επιλέγουν την μέθοδο του book building και όχι της δημοπρασίας, ενώ γνωρίζουν ότι μέσω της δημοπρασίας, θα αντλήσουν μεγαλύτερα κεφάλαια από την πρωτογενή αγορά. Για αυτό το αίνιγμα οι ερευνητές δεν έχουν βρει μια πειστική εξήγηση.

2.7 Η Μακροχρόνια απόδοση των IPOs (long-run underperformance of IPOs)

Εισαγωγή

Ο Ritter (1991) παρατήρησε ότι τα IPOs τείνουν να υπολείπονται σε απόδοση σε σχέση με τον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου για τα πρώτα 1 έως 5 έτη, μετά την αρχική δημόσια εγγραφή. Ο Ritter πήρε ένα δείγμα 1.526 Αμερικάνικων IPOs για την χρονική περίοδο 1975 – 1984 και παρατήρησε ότι αποδίδουν σημαντικά λιγότερο σε σχέση με τις αντίστοιχες εισηγμένες εταιρίες του ίδιου κλάδου και μεγέθους. Συγκεκριμένα, η συνολική απόδοση 1.526 Αμερικάνικων IPOs 3 χρόνια μετά το κλείσιμο της πρώτης μέρας είναι 34,47%. Ενώ η συνολική απόδοση 1.526 εισηγμένων εταιριών αντίστοιχου κλάδου και μεγέθους είναι 61,86%. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι, για κάθε δολάριο επένδυσης σε ένα χαρτοφυλάκιο με IPOs που διαπραγματεύονται μετά το κλείσιμο της πρώτης μέρας, ο μέτοχος θα εισέπραττε τρία χρόνια μετά 1,3447 δολάρια. Ενώ για κάθε δολάριο επένδυσης, σε ένα χαρτοφυλάκιο εισηγμένων επιχειρήσεων θα εισέπραττε 1,6186 δολάρια. Το παραπάνω αίνιγμα έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές.

Συμφώνα με τον Miller (1977) τα IPO υπό-αποδίδουν διότι υπάρχει μεγάλη απόκλιση μεταξύ των προσδοκιών των επενδυτών. Από την μια πλευρά έχουμε τους αισιόδοξους επενδυτές, οι οποίοι θέλουν να αγοράσουν μετοχές των IPOs γιατί πιστεύουν στις καλές προοπτικές της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά έχουμε τους επενδυτές που θέλουν να επωφεληθούν από τον ενθουσιασμό που επικρατεί στην αγορά για τα νέα IPOs, γι' αυτό τον λόγο πουλάνε την συμμετοχή τους στα IPOs σε υψηλή τιμή λόγω της μεγάλης ζήτησης. Κάποια στιγμή όμως ο ενθουσιασμός για τα νέα IPOs εξασθενεί με αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών τους να πέφτουν.

Σύμφωνα με τον Schultz (2003) όταν η αγορά βρίσκεται σε τροχιά με πολλά επιτυχημένα IPOs, θα θέλουν και άλλες εταιρίες να κάνουν αρχική δημόσια εγγραφή. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αυξάνεται ο αριθμός των IPOs. Θα φτάσει όμως στο σημείο όπου η προσφορά των IPOs να είναι μεγαλύτερη από την ζήτηση των επενδυτών. Ο κορεσμός αυτός θα οδηγήσει

τα νέα IPOs που εκδίδονται να υπό-αποδίδουν, επηρεάζοντας έτσι αρνητικά την συνολική μακροχρόνια απόδοση του δείγματος των IPOs.

Οι Ljungqvist, Nanda και Singh (2006) προσπάθησαν να συνδέσουν τρία πράγματα μαζί α) την περίοδο που επιλέγει η εταιρία κάνει ένα IPO (ανάλογα με το πλήθος των IPOs την στιγμή της εισαγωγής) β) την ψυχολογία των επενδυτών και κατά πόσο οι επενδυτές είναι ορθολογικοί ή όχι γ) την τιμολόγηση ενός IPO. Ο στόχος της εκδότριας εταιρίας σε ένα IPO είναι να αντλήσει όσο γίνεται περισσότερα κεφάλαια. Για να το πετύχει χρειάζεται να πείσει τους επενδυτές για τις καλές προοπτικές που έχει. Οι εταιρίες που επιλέγουν να κάνουν IPO όταν η αγορά βρίσκεται σε έξαρση (hot market) είναι περισσότερο εκτεθειμένες τόσο στο IPO underpricing όσο και στο IPO long-run underperform. Το να υπό-αποδίδει η μετοχή σε σχέση με την τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρα είναι λογικό με βάση την θεωρία του Miller (1977) διότι ο ενθουσιασμός των επενδυτών εξασθενεί. Αυτό που παρατήρησαν όμως είναι ότι όσο περνάει ο καιρός η τιμή της μετοχής πλησιάζει ή ακόμα και πέφτει κάτω από την τιμή προσφοράς του IPO στην πρωτογενή αγορά. Αν θεωρήσουμε ότι η τιμή της μετοχής που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο δείχνει την πραγματική αξία της εταιρίας τότε η τιμή προσφοράς του IPO είναι μεγαλύτερη από την πραγματική αξία της εταιρίας. Άρα οι επενδυτές αγόρασαν ακριβά την μετοχή στην πρωτογενή αγορά. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί. Ο τρόπος με τον οποίο αξιολογούν τις υποψήφιες επενδύσεις και λαμβάνουν τις τελικές αποφάσεις, επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Ένας από τους παράγοντες είναι το κλίμα και η τάση που επικρατεί στην αγορά.

Εταιρίες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) και η Μακροχρόνια απόδοση των IPOs

Οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture Capital) είναι οργανισμοί που συγκεντρώνουν κεφάλαια από διάφορους επενδυτές με σκοπό την επένδυση τους σε νέες ελπιδοφόρες επιχειρήσεις. Η επένδυση έχει την μορφή, είτε αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, είτε την μορφή δανείου το οποίο στην συνέχεια μπορεί να μετατραπεί σε μετοχικό κεφάλαιο. Οι εταιρίες που καταφεύγουν στα venture capitals είναι συνήθως

νέες εταιρίες, με μεγάλο κίνδυνο και αβέβαιες προοπτικές. Με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολη η χρηματοδότηση τους μέσα από το τραπεζικό σύστημα. Συνήθως εταιρίες υψηλής τεχνολογίας με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης αλλά και μεγάλο ρίσκο αναζητούν χρηματοδότηση από τις ΕΚΕΣ. Οι Brav και Gompers (1997) παρατήρησαν ότι στις επιχειρήσεις που είχαν επενδύσει κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital), είχαν καλύτερη χρηματιστηριακή απόδοση, τα πέντε πρώτα χρόνια μετά την αρχική εγγραφή δημόσια εγγραφή τους, από τις επιχειρήσεις που οι μέτοχοι αποτελούνταν από μικρούς και μεμονωμένους επενδυτές. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι μικροεπενδυτές δεν έχουν ούτε σωστή γνώση ούτε καλή ενημέρωση σχετικά με τις εταιρίες που επιλέγουν να επενδύσουν. Με αποτέλεσμα στο άκουσμα μιας κακής είδησης, αποσύρουν γρήγορα την συμμετοχή τους στην εταιρία, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να πέφτει κατακόρυφα. Σε αντίθεση, οι ΕΚΕΣ έχουν πολύ γνώση τόσο της αγοράς όσο και της εταιρίας. Γι' αυτό τον λόγο δεν επηρεάζονται τόσο εύκολα από τα σκαμπανεβάσματα της αγοράς. Με αποτέλεσμα στις εταιρίες που έχουν επενδύσει τα ΕΚΕΣ, να έχουν μια πιο ομαλή πορεία στο χρηματιστήριο.

Μακροχρόνια απόδοση των τοπικών (domestic) και των παγκόσμιων (global) IPOs

Τοπικό IPO είναι όταν η επιχείρηση εισάγεται στο χρηματιστήριο μίας χώρας. Παγκόσμιο IPO είναι όταν η επιχείρηση εισάγεται συγχρόνως σε πολλά χρηματιστήρια ανά τον κόσμο. Οι Wu και Kwok (2006) παρατήρησαν ότι υπάρχει διαφορά της μακροχρόνιας απόδοσης μεταξύ των τοπικών και των παγκόσμιων IPOs. Συγκεκριμένα παρατήρησαν ότι τα παγκόσμια IPOs υπό-αποδίδουν όχι μόνο ως προς τις εισηγμένες εταιρίες του αντίστοιχου κλάδου αλλά και ως προς τις εταιρίες που επέλεξαν να εισαχθούν μόνο σε ένα χρηματιστήριο (τοπικά IPOs). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές, είναι ιδιαίτερα υπεραισιόδοξοι για την πορεία των εταιριών που κάνουν ένα παγκόσμιο IPO, με αποτέλεσμα η θεωρία του Miller (1977) που αναφέραμε παραπάνω να κάνει έντονα την εμφάνιση της. Δηλαδή, όταν ο ενθουσιασμός της αγοράς για τις εταιρίες που κάνουν παγκόσμια IPOs αρχίζει να εξασθενεί,

τότε είναι που αρχίζουν και οι μετοχές των αντίστοιχων εταιριών να υπό-αποδίδουν.

Η σχέση μεταξύ της αρχικής υποτίμησης και της μακροχρόνιας απόδοσης των IPOs

Οι Ljungqvist, Nanda και Singh (2006) είναι οι πρώτοι που παρατήρησαν ότι υπάρχει μια δυνατή σχέση ανάμεσα στην αρχική υποτίμηση των IPOs (IPO underpricing) και στην υπό-αποδοτικότητα των νεοεισερχόμενων εταιριών (long-run underperformance of IPOs). Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο σε περιόδους όπου το φαινόμενο του IPO underpricing είναι χαμηλό, δεν υπό-αποδίδουν οι μετοχές τους για το διάστημα 1 έως 5 χρόνια, από την αρχική δημόσια εγγραφή τους. Σε αντίθεση, εταιρίες που επιλέγουν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο σε περιόδους όπου το IPO underpricing είναι έντονο, οι μετοχές τους υπό-αποδίδουν σημαντικά έναντι του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Αυτό σημαίνει ότι σε περιόδους που το IPO underpricing είναι έντονο, στην πραγματικότητα τα IPOs όχι μόνο δεν είναι υποτιμημένα, αλλά είναι υπερτιμημένα. Δηλαδή, η αγορά αξιολογεί την αξία των νέων IPOs πάνω από την πραγματική τους αξία των εταιριών. Όταν όμως η αγορά ανακαλύπτει την πραγματική αξία των εταιριών, αρχίζει το επενδυτικό ενδιαφέρον να μειώνεται, με αποτέλεσμα και οι τιμές των μετοχών να πέφτουν. Επίσης σε περιόδους που το IPO underpricing είναι υψηλό, η αισιοδοξία των επενδυτών, για τις καλές προοπτικές των νέων IPOs, είναι μεγάλη. Γι' αυτό τον λόγο όταν η αγορά βρίσκεται σε φούσκα πολλές εταιρίες με χαμηλή ποιότητα και αβέβαιο μέλλον κάνουν IPOs για να εκμεταλλευτούν την υπεραισιοδοξία που επικρατεί στην επενδυτική κοινότητα. Άρα μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι σε περιόδους που το IPO underpricing είναι έντονο και το long-run underperformance των IPOs είναι έντονο και το αντίθετο.

2.8 Περίοδος κλεισίματος (lock-up period)

Μέχρι στιγμής ασχοληθήκαμε με την βραχυχρόνια και την μακροχρόνια απόδοση των IPOs. Τώρα θα ασχοληθούμε με το πώς μεταπωλούνται οι

μετοχές ενός IPO στην δευτερογενή αγορά και τον ρόλο που αναλαμβάνει ο ανάδοχος για να προστατέψει την τιμή της μετοχής του IPO. Όταν μια εταιρία εισάγεται στο χρηματιστήριο, ο ανάδοχος υπογράφει μια συμφωνία με τους μετόχους που έχουν συμμετάσχει στο IPO, ότι δεν θα πουλήσουν τις μετοχές τους για ένα ορισμένο διάστημα. Αυτό το διάστημα ονομάζεται και κλειστή περίοδος (lock-up period). Η κλειστή περίοδος ανάλογα με την συμφωνία μπορεί να διαρκεί από 3 έως 24 μήνες μετά την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Αυτό το κάνει ο ανάδοχος έτσι ώστε το νέο IPO να προσελκύσει επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα και όχι κερδοσκόπους. Με αυτόν τον τρόπο προστατεύεται και η εκδότρια εταιρία διότι η τιμή της μετοχής έχει μια σταθερή πορεία. Βέβαια, έχει παρατηρηθεί ότι όταν λήξει η περίοδος κλεισίματος (lock-up period), επειδή πολλοί επενδυτές ρευστοποιούν την συμμετοχή τους στο IPO, η τιμή της μετοχής συνήθως πέφτει.

2.9 IPOs και κερδοσκοπία

Όταν ένας επενδυτής που συμμετέχει σε ένα IPO, πουλήσει την συμμετοχή του λίγες μέρες μετά την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο, αυτό ονομάζεται flipping. Σκοπό έχει το άμεσο κέρδος, διότι η τιμή της μετοχής στην δευτερογενή αγορά διαπραγματεύεται σε υψηλότερη τιμή από την τιμή που αγοράστηκε στην πρωτογενή αγορά. Δεν υπάρχει τρόπος ο ανάδοχος να κάνει μήνυση στον επενδυτή επειδή παραβίασε την υπόσχεση του να μην πουλήσει τις μετοχές του για μία προκαθορισμένη περίοδο (lock-up period). Αυτό όμως που μπορεί να κάνει ο ανάδοχος να αποκλείσει την συμμετοχή του συγκεκριμένου επενδυτή σε μελλοντικά IPOs. Πολλές φορές όταν σε ένα IPO πολλοί επενδυτές κάνουν flipping, ο ανάδοχος αγοράζει μετοχές της εταιρίας στο χρηματιστήριο έτσι ώστε να αποφύγει την απότομη πτώση της τιμή της μετοχής.

2.10 Πως επηρεάζουν τα IPOs τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών

Οι Braun και Larrain (2009) ερεύνησαν πως επηρεάζουν τα IPOs τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών. Αφού πήραν ένα δείγμα 254 IPOs από 22 αναδυόμενες αγορές, παρατήρησαν ότι την περίοδο που γίνονται πολλά IPOs

σε μία αγορά (hot issue period) οι τιμές των υπόλοιπων μετοχών πέφτουν. Επίσης η επίδραση είναι πιο μεγάλη όταν τα έχουμε μεγάλα IPOs και χαλαρούς κανόνες στην ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Όταν έρχονται νέα IPOs στην αγορά τότε πολλοί επενδυτές αποφασίζουν να πουλήσουν τις μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιο και να αγοράσουν μετοχές των νέο-εισερχόμενων εταιριών. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι οι τιμές των IPOs να αυξάνονται, ενώ οι τιμές των υπόλοιπων μετοχών να πέφτουν. Αυτό το φαινόμενο φαίνεται πιο καθαρά στις αναδυόμενες οικονομίες όπου ένα μεγάλο IPO ή ένα κύμα IPOs επηρεάζουν έντονα την προσφορά και την ζήτηση των μετοχών.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα για το πώς ένα IPO μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών είναι το IPO της εταιρίας Alibaba. Η εταιρία Alibaba είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες στο χώρο του διαδικτύου. Ο σκοπός της εταιρίας είναι να συνδέει τους Κινέζους παραγωγούς με τους εμπόρους διεθνώς. Το 2014 αποφάσισε να εισαχθεί στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE). Είναι το μεγαλύτερο IPO που έχει γίνει στην ιστορία, με συνολική αξία στην πρωτογενή αγορά 25 δισεκατομμύρια δολάρια. Η τιμή της μετοχής στο κλείσιμο της πρώτης μέρας ήταν κατά 38% υψηλότερη από την τιμή προσφοράς, δηλαδή από τα 68 δολάρια έφτασε στα 93,89 δολάρια ανά μετοχή. Πολλοί επενδυτές έτρεξαν να πουλήσουν τις μετοχές που είχαν σε άλλες εταιρίες, για να αγοράσουν μετοχές της εταιρίας Alibaba. Ο δείκτης του NASDAQ που συμπεριλαμβάνει κυρίως εταιρίες υψηλής τεχνολογίας παρουσίασε πτώση 1,6%. Επίσης γνωστές πολυεθνικές εταιρίες είχαν μείωση των τιμών των μετοχών τους στο χρηματιστήριο. Όπως για παράδειγμα η τιμή της μετοχής του Facebook μειώθηκε κατά 4,3% , του Google κατά 1,4% και της Amazon κατά 2%. Από το παραπάνω παράδειγμα μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ακόμα και σε ανεπτυγμένες οικονομίες ένα μεγάλο IPO ή πολλά IPOs μαζί, μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των υπόλοιπων μετοχών.

2.11 Πως το IPO underpricing έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου

Οι Champers και Dimson (2009) πήραν δείγματα Βρετανικών εταιριών για μία περίοδο 90 ετών από το 1917 έως το 2007. Ερεύνησαν το φαινόμενο

του IPO underpricing για όλο αυτό το διάστημα και κατέληξαν σε πολύ ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Καταρχάς η περίοδος 1917 έως 2007 μπορεί να χωριστεί σε τρεις βασικές υπο-περιόδους α) 1917 έως 1945 Πρώτος και Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος β) 1946 έως 1986 η εποχή μετά τον Πόλεμο γ) 1987 έως 2007 η σύγχρονη εποχή, αρχή της οποίας αποτελούν οι μεταρρυθμίσεις της Θάτσερ στο χρηματοπιστωτικό σύστημα του Ηνωμένου Βασιλείου. Στην περίοδο 1917 έως 1945 η υποτίμηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών στο City του Λονδίνου ανέρχεται κατά μέσο όρο στο 3,8% ενώ για την περίοδο 1946 έως 1986 φτάνει στο 9,15%. Τελικά για την περίοδο 1987 έως 2007 παρουσιάζει ραγδαία αύξηση και φτάνει στο πολύ ψηλό 19%. Το 1900 το χρηματιστήριο του Λονδίνου ήταν πόλος έλξης για πολλούς επενδυτές, καθώς ήταν παγκόσμιο χρηματοοικονομικό κέντρο. Σε αντίθεση με το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης όπου τα IPOs γίνονταν με την μέθοδο του Book Building, στο χρηματιστήριο του Λονδίνου τα IPOs γίνονταν με την μέθοδο fixed price. Αυτό ίσχυε έως το 1986 όπου με τις μεταρρυθμίσεις της Θάτσερ επιτράπηκε και η μέθοδος του Book Building. Ένα παράδοξο που βρήκαν οι συγγραφείς, είναι ότι παρόλο που το θεσμικό πλαίσιο έχει βελτιωθεί σε σύγκριση με το παρελθόν όσον αναφορά α) τους κανόνες για την προστασία των επενδυτών β) την αξιοπιστία της πληροφόρησης σχετικά με την αξία της εταιρίας γ) τον έλεγχο των λογιστικών καταστάσεων, το IPO underpricing έχει παρουσιάσει μια ανοδική πορεία. Μια λογική εξήγηση είναι ότι όλα τα παραπάνω πλεονεκτήματα έχουν υπερκεραστεί από την μεγάλη ανάπτυξη που είχε η αγορά των IPOs. Σε αυτό συνέβαλλε σημαντικά η βελτίωση της αξιοπιστίας μεταξύ των τριών σημαντικών παικτών των επενδυτών, της εκδότριας εταιρίας και της ανάδοχης τράπεζας.

Οι Loughran και Ritter (2004) ερεύνησαν πως το IPO underpricing έχει αλλάξει στις Αμερικάνικες εταιρίες. Για την περίοδο 1980 έως 1989 στην Αμερικάνικη αγορά το IPO underpricing ήταν στο 7% κατά μέσο όρο. Για την περίοδο 1990 έως 1998, πριν τη φούσκα dot com ήταν στο 12%. Την περίοδο 1999 έως το 2000 όπου η αγορά βρισκόταν στην φούσκα των εταιριών υψηλής τεχνολογίας (dot com bubble) το IPO underpricing έφτασε στο πολύ ψηλό ποσοστό 65% κατά μέσο όρο. Την περίοδο μετά την φούσκα 2001 έως 2003 μειώθηκε το ποσοστό φτάνοντας στο 12%. Οι Loughran και Ritter

εξετάζουν τις παρακάτω τρεις υποθέσεις κατά πόσο ευθύνονται για τις μεγάλες διακυμάνσεις του IPO underpricing.

Πρώτη υπόθεση, όσο πιο επικίνδυνο είναι ένα IPO τόσο πιο μεγάλο θα είναι η αναμενόμενη υποτίμηση του IPO. Το πόσο επικίνδυνη είναι μια επιχείρηση έχει να κάνει με τον κλάδο που ανήκει ή με το πόσο εύκολα μπορεί να εκτιμηθεί η πραγματική της αξία. Οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο της υψηλής τεχνολογίας έχουν πιο αβέβαιο μέλλον διότι τεχνολογία αλλάζει διαρκώς. Επίσης στις νέες εταιρίες, είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί η πραγματική τους αξία, διότι έχουν σύντομο ιστορικό. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι παρόλο που τα χαρακτηριστικά των εταιριών που κάνουν IPOs αλλάζουν ανά χρονική περίοδο, οι αλλαγές αυτές είναι πολύ μικρές για να ευθύνονται για τις τόσο μεγάλες μεταβολές του IPO underpricing ανά χρονική περίοδο. Για να ισχύει αυτό παίρνουμε ως δεδομένο ότι η σχέση μεταξύ του ρίσκου που αναλαμβάνει ο επενδυτής και της αναμενόμενης απόδοσης που απαιτεί από την επένδυση είναι σταθερή για όλες τις περιόδους.

Δεύτερη υπόθεση, κατά πόσο έχει αλλάξει η πίεση που ασκεί η εκδότρια εταιρία στον ανάδοχο για μην υποτιμηθούν οι μετοχές της. Οι Ljungqvist και Wilhem (2003) παρατήρησαν ότι την εποχή της φούσκας (1999-2000) πολλοί διευθυντές των εταιριών που έκαναν IPOs εσκεμμένα υποτιμούσαν τις μετοχές. Το έκαναν αυτό διότι έδιναν μετοχές των νέων IPOs σε φίλους και συγγενείς. Όσο πιο μεγάλο ήταν το IPO underpricing τόσο μεγαλύτερο ήταν το περιθώριο κέρδους μεταξύ της τιμής προσφοράς και της τιμής κλεισίματος την πρώτη μέρα της εισαγωγής. Αυτή η αλλαγή είχε ως αποτέλεσμα οι εταιρίες που έκαναν IPOs να μην μπαίνουν στην διαδικασία της διαπραγμάτευσης με τον ανάδοχο για να αποφύγουν την υποτίμηση των μετοχών τους. Μετά από την έρευνα που έκαναν οι Loughran και Ritter παρατήρησαν ότι αυτή η υπόθεση μικρό ρόλο έπαιξε για τις μεταβολές του IPO underpricing ανά χρονική περίοδο.

Τρίτη υπόθεση, ότι οι επιχειρήσεις επιλέγουν να χάσουν λεφτά σε ένα IPO για να μην αλλάξει η διοίκηση της εταιρίας. Αυτό συμβαίνει για δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι η εκδότρια εταιρία ενδιαφέρεται περισσότερο να βρει έναν ανάδοχο με καλή φήμη, παρόλο που με αυτόν τον ανάδοχο το IPO underpricing θα είναι πιο μεγάλο για την εταιρία. Ωστόσο ο

στόχος της εταιρίας είναι να τραβήξει μεγάλους θεσμικούς επενδυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές ενδιαφέρονται μόνο για IPOs που αναλαμβάνουν μεγάλες τράπεζες και γνωστοί αναλυτές (book runners). Γι' αυτό τον λόγο η εταιρία συμβιβάζεται με το IPO underpricing και σε αντάλλαγμα βρίσκει θεσμικούς επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε αυτήν. Ο δεύτερος λόγος που οι εταιρίες είναι διατεθειμένες να αφήσουν λεφτά στο τραπέζι είναι λόγω του IPO spinning. Το IPO spinning είναι μια πρακτική που ήδη από τις αρχές του 1990 πολλοί ανάδοχοι εξασκούσαν. Δηλαδή ο ανάδοχος για να πείσει μια εταιρία να αναλάβει την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο έδινε κρυφά μετοχές της του IPO στον ίδιο το διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρίας. Αποτέλεσμα ήταν ότι όσο μεγαλύτερο ήταν το IPO underpricing τόσο μεγαλύτερο ήταν το κέρδος για τον διευθύνοντα σύμβουλο. Πολλές εταιρίες αντί να επιλέγουν αναδόχους που κατά μέσο όρο έκαναν μικρό IPO underpricing, επέλεξαν αναδόχους που είχαν φήμη ότι έκαναν μεγάλο IPO underpricing. Επίσης, πολλοί ανάδοχοι υπό-τιμολογούσαν τα IPOs και μοίραζαν τις μετοχές σε διάφορες χρηματιστηριακές εταιρίες. Αυτές με την σειρά τους προωθούσαν τις νέες μετοχές στους πελάτες τους (αφότου η εταιρία εισαγόταν στο χρηματιστήριο), όσο μεγαλύτερο ήταν το IPO underpricing τόσο μεγαλύτερο ήταν το κέρδος που έμενε στις χρηματιστηριακές. Το IPO spinning γινόταν από τις αρχές του 1990 έως και το 2000 όπου έσκασε η φούσκα του dot com. Από το 2001 και μετά θεσμοθετήθηκαν αυστηρότεροι περιορισμοί με αποτέλεσμα το IPO spinning να περιοριστεί σοβαρά. Αυτός ήταν και ένας από τους λόγους το IPO underpricing έφτασε στο 12% την μετά την φούσκα περίοδο. Ο περιορισμός του IPO spinning έκανε τις εκδότριες εταιρίες να μην επιλέγουν αναδόχους που κάνουν μεγάλη υπό-τιμολόγηση των μετοχών. Γι' αυτό τον λόγο οι ανάδοχοι τράπεζες συμμορφώθηκαν και έπαψαν να κάνουν ακραίες υπό-τιμολογήσεις των IPOs.

Οι Loughran και Ritter κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες και απότομες μεταβολές του IPO underpricing για την περίοδο 1990 έως 2003 οφείλονται σε μεγάλο βαθμό λόγω της πρακτικής του IPO spinning.

2.12 Η Πολιτισμική Διαφορετικότητα πώς επηρεάζει τα Χρηματοοικονομικά

Σε αυτήν την ενότητα θα εξετάσουμε διάφορες μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με το πώς το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και η διαφορετική κουλτούρα τις κάθε χώρας επηρεάζει τα χρηματοοικονομικά μεγέθη.

Η επιρροή της διαφορετικής κουλτούρας και του διαφορετικού θεσμικού πλαισίου στην άντληση κεφαλαίων

Οι Aggarwal και Gooddell (2013) ερεύνησαν το πώς ο τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων των διαφόρων χωρών, επηρεάζεται από την κουλτούρα και το θεσμικό πλαίσιο της κάθε χώρας. Σε αυτό το άρθρο χρησιμοποιήθηκαν δείγματα από 80 χώρες και εξετάστηκαν τέσσερις βασικοί παράγοντες α) η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια β) η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια γ) η χρηματοδότηση μέσω εταιριών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ) δ) η συνολική πρόσβαση σε κεφάλαια. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η περιορισμένη χρηματοδότηση συνδέεται θετικά με την αβεβαιότητα που επικρατεί στην χώρα. Ενώ η εύκολη πρόσβαση σε κεφάλαια συνδέεται θετικά με τον πλούτο της χώρας, το αποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο που προστατεύει τους επενδυτές και την ευνοϊκή μεταχείριση που έχει το κράτος απέναντι σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις λόγω της επιρροής που ασκούν.

Πως οι κανονισμοί των κρατών μελών της Ευρωζώνης επηρεάζουν τα IPOs

Οι Akyol, Cooper, Meoli και Vismara (2013) πήραν ένα δείγμα 3677 Ευρωπαϊκών IPOs για την περίοδο 1998 έως 2012 και εξέτασαν πως η εταιρική διακυβέρνηση κάθε χώρας επηρεάζει το IPO underpricing. Οι ΗΠΑ το 2002 επέβαλλαν ένα σύνολο νέων κανόνων για την ρύθμιση της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι νέοι κανονισμοί οι οποίοι ονομάζονται SOX (Sarbanes-Oxley Act) αφορούν όλες τις ανώνυμες εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Αμερικάνικο Χρηματιστήριο. Παρόλο που οι κανονισμοί του SOX λειτούργησαν σαν πρότυπο για τις Ευρωπαϊκές χώρες, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης διάλεξαν πιο ελαστικούς κανονισμούς για την εταιρική διακυβέρνηση των ανωνύμων εισηγμένων εταιριών. Σε αντίθεση με τους

κανονισμούς του SOX που απαιτούν πλήρη συμμόρφωση των σχετικών εταιριών, οι κανονισμοί των κρατών μελών έχουν έναν πιο ήπιο χαρακτήρα. Επίσης, τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιτρέπουν στις εταιρίες που θέλουν να αποφύγουν ένα μέρος των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης να εισαχθούν σε παράλληλες αγορές όπως η AIM (Alternative Investment Market). Οι συγγραφείς ερεύνησαν το IPO underpricing για τις Χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης τόσο για τις κύριες αγορές όπου οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να ακολουθούν τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, όσο και για τις παράλληλες αγορές όπου οι εταιρίες δεν είναι υποχρεωμένες να τους ακολουθούν. Το IPO underpricing έχει μειωθεί στις κύριες αγορές, μετά τους κανονισμούς που επέβαλε η Ευρωπαϊκή Ένωση για την εταιρική διακυβέρνηση και την διαφάνεια. Σε αντίθεση στις παράλληλες αγορές όπου δεν επιβλήθηκαν οι νέοι κανόνες το IPO underpricing παρέμεινε σταθερό και δεν μειώθηκε. Σε αντίστοιχα συμπεράσματα κατέληξαν και οι Johnston και Madura (2009) που εξέτασαν το IPO underpricing για τις ΗΠΑ. Δηλαδή παρατήρησαν ότι με τους νέους κανονισμούς του SOX το IPO underpricing μειώθηκε σημαντικά. Επίσης, οι Ekkayokkaya και Pengnity (2012) παρατήρησαν ότι οι νέοι κανονισμοί για την εταιρική διακυβέρνηση που προώθησε η Ταϊλάνδη, μια διαδικασία που ξεκίνησε από το 1999 και διήρκησε έως το τέλος του 2002, μείωσε το IPO underpricing δραστικά. Οι Akyol, Cooper, Meoli και Vismara κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διαφάνεια και οι αυστηροί κανόνες στην εταιρική διακυβέρνηση μειώνουν την ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ των πληροφορημένων και των μη πληροφορημένων επενδυτών. Η μείωση της ασυμμετρίας της πληροφόρησης έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του IPO underpricing. Γι' αυτό τον λόγο οι νέοι κανονισμοί για την εταιρική διακυβέρνηση που προώθησαν τα Κράτη Μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μείωσε και το φαινόμενο του IPO underpricing στις κύριες αγορές.

2.13 Η θεωρία της πολιτισμικής διάστασης του Hofstede

Εισαγωγή

Η θεωρία της πολιτισμικής διάστασης του Geert Hofstede, εξετάζει πως η κουλτούρα μιας κοινωνίας, επηρεάζει την συμπεριφορά των μελών της. Συγκεκριμένα, περιγράφει πως η κουλτούρα μιας κοινωνίας, θεμελιώνει τις αξίες που έχουν τα μέλη της. Στη συνέχεια, πως οι αξίες που διέπουν τα μέλη μιας κοινωνίας, επηρεάζουν άμεσα την συμπεριφορά τους. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι, υπάρχει μια άμεση σύνδεση μεταξύ της κουλτούρας, των αξιών και της συμπεριφοράς των μελών μιας κοινωνίας.

Ο Hofstede ανέπτυξε την θεωρία της πολιτισμικής διάστασης, όταν ανέλυσε τα δεδομένα μίας έρευνας, που διεξήχθη σε υπαλλήλους της IBM παγκοσμίως. Στην θεωρία του, ανέπτυξε έξι πολιτισμικές διαστάσεις: α) ατομικισμός-κολεκτιβισμός (individualism-collectivism) β) αποστροφή αβεβαιότητας (uncertainty avoidance) γ) δύναμη της κοινωνικής ιεραρχίας (power distance) δ) ανδρικότητα-θηλυκότητα (masculinity-femininity) ανάλογα με τα πρότυπα και τις αξίες που προβάλλει η κοινωνία ε) μακροχρόνιος προσανατολισμός (long term orientation) στ) επιείκεια-αυτοσυγκράτηση (indulgence versus self-restraint). Η εργασία του Hofstede χρησιμοποιείται ευρέως σε διαπολιτισμικές έρευνες, που λαμβάνουν υπόψη την ψυχοσύνθεση των διάφορων λαών και χωρών. Τέτοιες έρευνες συχνά αφορούν κομμάτια, όπως η διεθνής επιχειρηματικότητα και επικοινωνία σε διαπολιτισμικό επίπεδο.

Ιστορία

Το 1965 ο Hofstede, ίδρυσε ένα ερευνητικό κέντρο στην IBM της Ευρώπης. Στο διάστημα 1967 έως 1973, έκανε μία μεγάλη έρευνα, για να παρατηρήσει τις διαφορετικές αξίες που έχουν οι υπάλληλοι της IBM σε όλο τον κόσμο, ανάλογα με την γεωγραφική θέση. Για να το πετύχει αυτό σύγκρινε, τις απαντήσεις ενός ερωτηματολογίου που είχε διανεμηθεί σε 117.000 υπαλλήλους της IBM, από διαφορετικές χώρες. Αρχικά εστίασε την έρευνα του στις πρώτες 40 μεγαλύτερες χώρες, αλλά στην συνέχεια την προέκτεινε σε 50 χώρες. Ο Hofstede συμπεριέλαβε τις πολιτισμικές διαφορές σε τέσσερις μεταβλητές α) ατομικισμός-κολεκτιβισμός (individualism-collectivism) β) αποφυγή αβεβαιότητας (uncertainty avoidance) γ) απόσταση εξουσίας (power distance) που δείχνει την δύναμη της κοινωνικής ιεραρχίας δ)

ανδρικότητα-θηλυκότητα (masculinity-femininity) ανάλογα με τά πρότυπα και τις αξίες που προβάλλει η κοινωνία. Οι παραπάνω μεταβλητές, περιγράφουν τέσσερα ανθρωπολογικά προβλήματα ,όπου διαφορετικές κοινωνίες τα αντιμετωπίζουν με διαφορετικό τρόπο. Ο τρόπος με τον οποίο μια κοινωνία αντιμετωπίζει: α) την ανισότητα β) την αβεβαιότητα γ) τη σχέση του ατόμου με το στενό του περιβάλλον δ) τις συναισθηματικές επιπτώσεις ανάλογα με το φύλο του ατόμου. Το 1991 ο Michael Harris Bond σε συνεργασία με τον Hofstede, πρόσθεσε ακόμα μια διάσταση στην θεωρία του, τον μακροχρόνιο προσανατολισμό (long term orientation). Τέλος, το 2010 ο Michael Minkov πρόσθεσε μια επιπλέον διάσταση στην θεωρία του Hofstede, τον δείκτη επιείκειας - αυτοσυγκράτησης (indulgence versus self-restraint).

Οι έξη διαστάσεις μιας εθνικής κουλτούρας του Hofstede

- ❖ Απόσταση Εξουσίας (Power Distance Index – PDI): Ο δείκτης αυτός μας δείχνει, σε ποιο βαθμό τα λιγότερα δυνατά μέλη μιας κοινωνίας, αποδέχονται το γεγονός, ότι η δύναμη κατανέμεται άνισα σε μια χώρα. Μια υψηλή τιμή του δείκτη, δείχνει ότι η κοινωνική ιεραρχία είναι ισχυρή και αποδεκτή σε μια κοινωνία, χωρίς καμία αμφισβήτηση. Μια χαμηλή τιμή του δείκτη δείχνει, ότι οι πολίτες αμφισβητούν την εξουσία και προσπαθούν να μειώσουν τις ανισότητες.

Δέκα διαφορές μεταξύ μικρών και μεγάλων απόστασης εξουσίας κοινωνιών	
Μικρή απόσταση εξουσίας	Μεγάλη απόσταση εξουσίας
➤ Η χρήση της δύναμης πρέπει να γίνεται με θεμιτό τρόπο και υπόκειται σε κριτική αναφορικά με την σωστή ή λάθος χρήση της.	➤ Η χρήση της δύναμης είναι ρυθμιστικός παράγοντας της κοινωνίας και δεν αμφισβητείται από κανέναν.
➤ Οι γονείς μεταχειρίζονται τα παιδιά τους ως ίσα.	➤ Οι γονείς μαθαίνουν στα παιδιά τους να υπακούουν.
➤ Οι ηλικιωμένοι δεν αντιμετωπίζονται ούτε με σεβασμό ούτε με φόβο.	➤ Οι ηλικιωμένοι αντιμετωπίζονται με σεβασμό και με φόβο.
➤ Η εκπαίδευση έχει ως κέντρο τον μαθητή (μαθητοκεντρική).	➤ Η εκπαίδευση έχει ως κέντρο τον δάσκαλο (δασκαλοκεντρική).

➤ Η ιεραρχία σημαίνει διαφορετικοί ρόλοι, θεσμοθετημένη για την εύρυθμη λειτουργία.	➤ Η ιεραρχία σημαίνει αποδοχή της ανισότητας.
➤ Οι υφιστάμενοι αναμένεται να δέχονται συμβουλές.	➤ Οι υφιστάμενοι αναμένεται να δέχονται οδηγίες για το τι πρέπει να κάνουν
➤ Οι κυβερνήσεις εκλέγονται μέσα από γενική ψηφοφορία και αλλάζουν ειρηνικά.	➤ Οι κυβερνήσεις εκλέγονται αυτόματα με εσωκομματικές διαδικασίες και αλλάζουν μόνο με την επανάσταση.
➤ Η διαφθορά είναι μικρή. Τα σκάνδαλα τερματίζουν την σταδιοδρομία ενός πολιτικού.	➤ Η διαφθορά είναι μεγάλη και συγκαλύπτεται.
➤ Η κατανομή του εισοδήματος γίνεται αξιοκρατικά.	➤ Η κατανομή του εισοδήματος δεν γίνεται αξιοκρατικά.
➤ Οι θρησκείες τονίζουν την ισότητα των πιστών.	➤ Οι θρησκείες έχουν ιεραρχική δομή.

- ❖ Ατομικισμός – Κολεκτιβισμός (Individualism vs Collectivism – IDV): ο δείκτης αυτός μας δείχνει, σε ποιο βαθμό τα μέλη μιας κοινωνίας, διατηρούν σχέσεις αλληλεξάρτησης μεταξύ τους. Δίνει έμφαση στον τρόπο με τον οποίο τα άτομα μιας κοινωνίας βλέπουν τον εαυτό τους ως μια μεμονωμένη μονάδα, ή ως μέλος μιας ομάδας. Σε μια ατομικιστική κοινωνία τα μέλη έχουν στενές σχέσεις αλληλεξάρτησης μόνο με την οικογένεια τους και δίνεται μεγαλύτερη έμφαση, στα προσωπικά επιτεύγματα και δικαιώματα. Σε μια κολεκτιβιστική κοινωνία υπάρχουν στενές σχέσεις αλληλεξάρτησης των μελών της, τα άτομα βλέπουν τους εαυτό τους μέσα από τα επιτεύγματα της ομάδας στην οποία ανήκουν (οικογένεια, φίλοι, σύλλογοι). Στις κολεκτιβιστικές κοινωνίες, μια συνεκτική και ισχυρή ομάδα προστατεύει τα μέλη της με αντάλλαγμα την αφοσίωση τους. Στον επιχειρηματικό κόσμο αυτό μεταφράζεται ως η δημιουργία μακροχρόνιων και αξιόπιστων σχέσεων. Χώρες με υψηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται ατομικιστικές, ενώ χώρες με χαμηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται κολεκτιβιστικές.

Δέκα Διαφορές μεταξύ Ατομικιστικών και Κολεκτιβιστικών Κοινωνιών	
Ατομικισμός	Κολεκτιβισμός
➤ Ο καθένας αναμένεται να φροντίζει μόνος του τον εαυτό του και την οικογένεια του.	➤ Οι άνθρωποι γεννιούνται σε διευρυμένες οικογένειες ή φυλές, οι οποίες τους προστατεύουν, σε αντάλλαγμα όμως απαιτούν πίστη και αφοσίωση.
➤ Το άτομο δίνει έμφαση στα προσωπικά του επιτεύγματα.	➤ Το άτομο βλέπει τον εαυτό του στα επιτεύγματα της ομάδας στην οποία ανήκει.
➤ Κατοχυρωμένα δικαιώματα περί ατομικής ιδιοκτησίας.	➤ Δίνεται έμφαση στην κοινοκτημοσύνη.
➤ Υπάρχει ελευθερία λόγου και έκφρασης.	➤ Η σύμπνοια και ομοιογένεια μεταξύ των μελών της ομάδας πρέπει να διατηρείται.
➤ Τα άτομα θεωρούνται ως ξεχωριστές οντότητες.	➤ Τα άτομα θεωρούνται ως μέλη διάφορων ομάδων.
➤ Το κάθε άτομο έχει την δική του άποψη.	➤ Οι γνώμες και οι απόψεις διαμορφώνονται μέσα στην ομάδα και εκφράζονται από την ομάδα.
➤ Η παράβαση των κανόνων δημιουργεί ένοχές.	➤ Η παράβαση των κανόνων θεωρείται ντροπή.
➤ Η γλώσσα είναι δομημένη με τρόπο ώστε η λέξη <<εγώ>> να είναι απαραίτητη στην επικοινωνία.	➤ Η γλώσσα είναι δομημένη με τρόπο ώστε η λέξη <<εγώ>> να αποφεύγεται στην επικοινωνία.
➤ Ο σκοπός της εκπαίδευσης είναι, ο μαθητής να μαθαίνει πώς να μαθαίνει.	➤ Ο σκοπός της εκπαίδευσης είναι, ο μαθητής να μαθαίνει πώς να εφαρμόζει αυτά που μαθαίνει.
➤ Το καθήκον υπερισχύει έναντι της σχέσης ή της συγγένειας.	➤ Η σχέση ή η συγγένεια υπερισχύουν έναντι του καθήκοντος.

- ❖ Αποφυγή Αβεβαιότητας (Uncertainty Avoidance index – UAI): ο δείκτης αυτός μας δείχνει τον βαθμό στον οποίο η κοινωνία έχει ανοχή απέναντι στην αβεβαιότητα και την ασάφεια. Επίσης, δι' αυτού του

δείκτη παρατηρούμε το κατά πόσο η κοινωνία αποδέχεται ή απορρίπτει νεωτερισμούς, ή αντίθετα κατά πόσο είναι προσκολλημένη στην υπάρχουσα παγιωμένη κατάσταση (status quo). Κοινωνίες με υψηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη στηρίζονται ιδιαίτερα στους κώδικες, στους κανόνες, στους νόμους και είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικές σε νεωτερισμούς. Τέτοιοι κανόνες είναι οι κώδικες συμπεριφοράς, οι κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την λειτουργία των κοινωνικών δομών και η μεγάλη λεπτομέρεια στους νόμους για την διευθέτηση κάθε πιθανής περίπτωσης. Κοινωνίες με χαμηλό σκορ δείχνουν μεγαλύτερη ανοχή στην αποδοχή νέων κανόνων, διαφορετικών ιδεών και νεωτερισμών. Οι κοινωνίες αυτές τείνουν να έχουν λιγότερους κανονισμούς και μεγαλύτερη ελευθερία απόψεων.

Δέκα Διαφορές μεταξύ κοινωνιών με μικρή ανοχή στην αβεβαιότητα και με μεγάλη ανοχή στην αβεβαιότητα	
Αδύναμη αποφυγή Αβεβαιότητας	Ισχυρή αποφυγή Αβεβαιότητας
➤ Η αβεβαιότητα θεωρείται δεδομένη στην ζωή για αυτό και γίνεται εύκολα αποδεκτή.	➤ Η αβεβαιότητα αντιμετωπίζεται ως μια συνεχής απειλή, η οποία πρέπει να αντιμετωπιστεί εγκαίρως.
➤ Περισσότερη ησυχία, λιγότερο στρες, μεγαλύτερος αυτοέλεγχος, λιγότερο άγχος.	➤ Μεγαλύτερο στρες, συναισθηματική φόρτιση και άγχος.
➤ Υψηλότερη βαθμολογία στο επίπεδο της σχετιζόμενης με την υγεία ποιότητα ζωής.	➤ Χαμηλότερη βαθμολογία στο επίπεδο σχετιζόμενης με την υγεία ποιότητα ζωής.
➤ Ανοχή απέναντι σε ανθρώπους με διαφορετικό τρόπο ζωής και με διαφορετικό τρόπο σκέψης.	➤ Ο διαφορετικός τρόπος ζωής ή ο διαφορετικός τρόπος σκέψης δεν είναι κοινωνικά αποδεκτός.
➤ Καλύτερη προσαρμογή σε μια αβέβαιη και χαώδη κατάσταση.	➤ Ανάγκη για σαφήνεια.
➤ Ο δάσκαλος μπορεί να χρησιμοποιήσει την έκφραση «δεν γνωρίζω».	➤ Ο δάσκαλος θεωρείται έχει απάντηση για όλες τις πιθανές ερωτήσεις.
➤ Η αλλαγή δουλειάς και εργασιακού περιβάλλοντος είναι φυσιολογική.	➤ Η αλλαγή δουλειάς και εργασιακού περιβάλλοντος, είναι σπάνια και αποφεύγεται.

➤ Αντιπάθεια για γραπτούς και άγραφους κανόνες.	➤ Ανάγκη για κανόνες και οδηγίες.
➤ Στην πολιτική, η κοινή γνώμη της κοινωνίας μετράει και επηρεάζει σημαντικά τις πολιτικές αποφάσεις.	➤ Στην πολιτική, η κοινή γνώμη της κοινωνίας δεν μετράει πολύ, με αποτέλεσμα να μην λαμβάνεται υπόψη από τις αρχές και να μην επηρεάζει τις πολιτικές αποφάσεις.
➤ Στην θρησκεία, στην φιλοσοφία και στην επιστήμη επικρατεί η πεποίθηση ότι δεν υπάρχει μια απόλυτη αλήθεια που να εξηγεί τα πάντα.	➤ Στην θρησκεία, στην φιλοσοφία και στην επιστήμη επικρατεί η πεποίθηση ότι υπάρχει μια απόλυτη αλήθεια και θεωρίες που δίνουν απαντήσεις σε μεγάλο εύρος ερωτήσεων.

- ❖ Ανδρικότητα - Θηλυκότητα (Masculinity vs Femininity - MAS): ο δείκτης αυτός εστιάζει στην δυναμική, που έχει μια κοινωνία. Δηλαδή, σε μια κοινωνία που επικρατεί η ανδρικότητα, οι δυνάμεις που χαρακτηρίζουν την κοινωνία, είναι ο ανταγωνισμός, η αυτοπεποίθηση και η υλική επιβράβευση για την επιτυχία. Αντίθετα, σε μια κοινωνία που επικρατεί η θηλυκότητα, οι κατευθυντήριες δυνάμεις που χαρακτηρίζουν την κοινωνία, είναι διάθεση για συνεργασία, η σεμνότητα, η φροντίδα για τους αδύναμους και η καλή ποιότητα ζωής. Οι γυναίκες ανάλογα με την κοινωνία στην οποία ανήκουν, έχουν διαφορετικές αξίες. Σε μια θηλυκή κοινωνία οι γυναίκες συμμαρύνονται σχεδόν τις ίδιες απόψεις με τους άνδρες, με αποτέλεσμα η απόσταση μεταξύ των δυο φύλων να είναι μικρότερη. Αντίθετα σε μια αρσενική κοινωνία, οι γυναίκες είναι πιο ανταγωνιστικές αλλά πολύ λιγότερο από ότι είναι οι άνδρες με αποτέλεσμα η απόσταση των δυο φύλων να είναι μεγαλύτερη. Χώρες με υψηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται αρσενικές, ενώ χώρες με χαμηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται θηλυκές.

Δέκα Διαφορές μεταξύ αρσενικών και θηλυκών κοινωνιών	
Θηλυκές	Αρσενικές
➤ Η απόσταση μεταξύ των δυο φύλων είναι μικρή. Ο ρόλος που αναλαμβάνει το άτομο στην κοινωνία δεν εξαρτάται από το φύλο του.	➤ Η απόσταση μεταξύ των δυο φύλων είναι μεγάλη. Το φύλο καθορίζει σε μεγάλο βαθμό το ρόλο του ατόμου στην κοινωνία.

➤ Οι άνδρες και οι γυναίκες πρέπει να είναι σεμνοί και στοργικοί.	➤ Οι άνδρες πρέπει να είναι φιλόδοξοι και δραστήριοι. Οι γυναίκες μπορεί και να είναι αλλά μπορεί και να μην είναι ανταγωνιστικές.
➤ Ισορροπία μεταξύ της επαγγελματικής και της οικογενειακής ζωής.	➤ Σε ιεραρχική σειρά πρώτα έρχεται η επαγγελματική σταδιοδρομία και μετά η οικογένεια.
➤ Συμπόνια για τους αδύναμους.	➤ Θαυμασμός για τους δυνατούς.
➤ Ο πατέρας και η μητέρα μαζί παίρνουν αποφάσεις που αφορούν την οικογένεια	➤ Ο πατέρας παίρνει τις αποφάσεις που αφορούν την οικογενειακή ζωή
➤ Τα αγόρια και τα κορίτσια είναι φυσιολογικό να βάλουν τα κλάματα. Αλλά δεν πρέπει να καυγαδίζουν.	➤ Τα κορίτσια είναι φυσιολογικό να βάλουν τα κλάματα, τα αγόρια ποτέ. Τα αγόρια πρέπει να καυγαδίζουν. Τα κορίτσια δεν πρέπει ποτέ να καυγαδίζουν.
➤ Οι μητέρες αποφασίζουν για τον αριθμό των παιδιών.	➤ Οι πατεράδες αποφασίζουν για το μέγεθος της οικογένειας.
➤ Πολλές γυναίκες κατέχουν δημόσια αξιώματα και εκλεγμένες θέσεις.	➤ Λίγες γυναίκες κατέχουν δημόσια αξιώματα και εκλεγμένες θέσεις.
➤ Η θρησκεία εστιάζει στον άνθρωπο και στην αλληλεγγύη.	➤ Η θρησκεία εστιάζει σε έναν ή πολλούς Θεούς
➤ Η στάση της κοινωνίας απέναντι στο άτομο δεν εξαρτάται από το φύλο του.	➤ Η στάση της κοινωνίας απέναντι στο άτομο εξαρτάται από το φύλο του.

- ❖ Μακροχρόνιος Προσανατολισμός (Long Term Orientation - LTO): ο δείκτης αυτός μας δείχνει κατά πόσο μια κοινωνία κρατάει στοιχεία του παρελθόντος της. Μια κοινωνία με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό, σημαίνει ότι κρατάει τις παραδόσεις της και έχει σταθερές απόψεις, με αποτέλεσμα να είναι εύκολο να προσαρμοστεί στην νέα εποχή. Μια κοινωνία με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό, σημαίνει ότι μπορεί και εξελίσσεται πιο εύκολα με τα νέα δεδομένα της εποχής, δηλαδή να υιοθετεί νέους κανόνες και αποτελεσματικότερες λύσεις, πράγμα που την καθιστά πιο καλά προσαρμοσμένη στις προκλήσεις του μέλλοντος.

Φτωχές χώρες με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό, συνήθως έχουν πολύ μικρό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Ενώ φτωχές χώρες με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό, συνήθως έχουν μεγάλο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Χώρες με υψηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται ότι έχουν μακροχρόνιο προσανατολισμό (καθώς προσαρμόζονται καλύτερα στις νέες συνθήκες), ενώ χώρες με χαμηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται ότι έχουν βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό.

Δέκα διαφορές μεταξύ κοινωνιών με μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό	
Βραχυπρόθεσμος Προσανατολισμός	Μακροπρόθεσμος Προσανατολισμός
➤ Τα πιο σημαντικά γεγονότα της ζωής έχουν συμβεί στο παρελθόν ή διαδραματίζονται στο παρόν.	➤ Τα πιο σημαντικά γεγονότα της ζωής έχουν να συμβούν στο μέλλον.
➤ Ο χαρακτήρας του ανθρώπου θεωρείται, ότι παραμένει σταθερός και δεν αλλάζει με τον χρόνο. Ένας καλός άνθρωπος παραμένει πάντα καλός.	➤ Ο χαρακτήρας του ανθρώπου θεωρείται ότι προσαρμόζεται ανάλογα με το περιβάλλον. Ένας καλός άνθρωπος ξέρει να προσαρμόζεται ανάλογα με τις περιστάσεις.
➤ Το τι είναι καλό και τι είναι κακό είναι μια παγκόσμια αλήθεια που ισχύει πάντα ανεξάρτητα των περιστάσεων.	➤ Το καλό και το κακό εξαρτάται από τις περιπτώσεις. Δεν υπάρχει μια καθολική αλήθεια, η κάθε περίπτωση πρέπει να εξετάζεται ξεχωριστά.
➤ Οι παραδόσεις είναι ιερές.	➤ Οι παραδόσεις προσαρμόζονται ανάλογα με την εποχή.
➤ Η οικογενειακή ζωή έχει κατευθυντήριες γραμμές για το τι θα κάνει το κάθε μέλος της οικογένειας.	➤ Η οικογενειακή ζωή προσαρμόζεται ανάλογα με τις ανάγκες του κάθε μέλους της οικογένειας.
➤ Οι πολίτες είναι πολύ υπερήφανοι για την χώρα τους.	➤ Οι πολίτες προσπαθούν να μάθουν από τα παραδείγματα άλλων χωρών.

➤ Η κοινωνική συνεισφορά θεωρείται πολύ σημαντική.	➤ Η εγκράτεια και η αποταμίευση θεωρούνται σημαντικοί στόχοι.
➤ Οι μαθητές αποδίδουν την επιτυχία και την αποτυχία στον παράγοντα τύχη.	➤ Οι μαθητές αποδίδουν την επιτυχία στην προσπάθεια και την επιμονή, την αποτυχία την αποδίδουν στην έλλειψη προσπάθειας.
➤ Μικρός βαθμός οικονομικής ανάπτυξης ιδιαίτερα στις φτωχές χώρες.	➤ Μεγάλος βαθμός οικονομικής ανάπτυξης και οικονομική ευημερία.

❖ Επιείκεια-Αυτοσυγκράτηση (indulgence versus self-restraint - IND):

αυτός ο δείκτης μετράει τον βαθμό που τα μέλη της κοινωνίας ελέγχουν τις επιθυμίες και τις παρορμήσεις τους. Επιεικής κοινωνία θεωρείται, μια κοινωνία που αφήνει να ικανοποιούνται βασικές και ανθρώπινες επιθυμίες, που συνδέονται με την απόλαυση της ζωής και τον βαθμό ελευθερίας του ατόμου. Αντίθετα, συγκρατημένη κοινωνία θεωρείται μια κοινωνία, που ελέγχει τον βαθμό ικανοποίησης των μελών της, μέσω αυστηρών κοινωνικών κανόνων. Στις επιεικείς κοινωνίες θεωρείται ότι το άτομο από μόνο του ελέγχει την δική του ζωή και τα συναισθήματα του. Ενώ στις συγκρατημένες κοινωνίες θεωρείται ότι άλλοι παράγοντες καθοδηγούν και επηρεάζουν την ζωή και τα συναισθήματα του ατόμου. Ο δείκτης αυτός συνδέεται με τον βαθμό ευτυχίας των μελών μιας κοινωνίας. Με τις επιεικείς κοινωνίες να θεωρούνται ότι έχουν πιο ευτυχισμένους πολίτες, από τις συγκρατημένες κοινωνίες. Χώρες με υψηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται επιεικείς, ενώ χώρες με χαμηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη θεωρούνται συγκρατημένες.

Δέκα διαφορές μεταξύ επιεικών και συγκρατημένων κοινωνιών	
Επιεικείς	Συγκρατημένες
➤ Υψηλότερο ποσοστό ανθρώπων δηλώνουν ευτυχισμένοι.	➤ Μικρότερο ποσοστό ανθρώπων δηλώνουν ευτυχισμένοι.
➤ Επικρατεί η άποψη ότι το άτομο είναι κύριος του εαυτού του και ελέγχει την ζωή του.	➤ Επικρατεί η άποψη ότι το άτομο δεν είναι υπεύθυνο αποκλειστικά, για το ότι συμβαίνει στην ζωή του.
➤ Η ελευθερία του λόγου θεωρείται σημαντική.	➤ Η ελευθερία του λόγου θεωρείται δευτερεύον.

➤ Ο ελεύθερος χρόνος θεωρείται πολύ σημαντικός.	➤ Ο ελεύθερος χρόνος δεν θεωρείται σημαντικός.
➤ Οι άνθρωποι έχουν πολλές όμορφες αναμνήσεις από την ζωή τους.	➤ Οι άνθρωποι έχουν λίγες όμορφες αναμνήσεις από την ζωή τους.
➤ Σε χώρες με υψηλό μορφωτικό επίπεδο το ποσοστό γεννήσεων είναι υψηλότερο.	➤ Σε χώρες με υψηλό μορφωτικό επίπεδο το ποσοστό γεννήσεων είναι χαμηλότερο.
➤ Μεγαλύτερο ποσοστό ανθρώπων ασχολούνται με τον αθλητισμό.	➤ Μικρότερο ποσοστό ανθρώπων ασχολούνται με τον αθλητισμό.
➤ Στις πλούσιες χώρες είναι υψηλότερο το ποσοστό των παχύσαρκων.	➤ Στις πλούσιες χώρες είναι χαμηλότερο το ποσοστό των παχύσαρκων.
➤ Στις πλούσιες χώρες υπάρχει μεγαλύτερη ελευθερία σχετικά με την σεξουαλική ζωή.	➤ Στις πλούσιες χώρες υπάρχει μικρότερη ελευθερία σχετικά με την σεξουαλική ζωή.
➤ Η δημόσια τάξη και ασφάλεια δεν είναι πρώτη προτεραιότητα.	➤ Η δημόσια τάξη και ασφάλεια είναι πρώτη προτεραιότητα.

Διαφορετικές κουλτούρες και οι πολιτισμικές διαστάσεις

Χώρες με κοινή κουλτούρα και παράδοση παρουσιάζουν ομοιότητες με βάση την μέτρηση του Hofstede σε αρκετές πολιτισμικές διαστάσεις. Παίρνοντας ένα σύνολο χωρών με κοινό πολιτισμικό πλαίσιο και συγκρίνοντας το με ένα άλλο σύνολο χωρών με διαφορετικό πολιτισμικό πλαίσιο, μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα. Η κλίμακα του Hofstede είναι από το 0 έως το 100, με το 50 να θεωρείται, ως η μέση κατάσταση. Δηλαδή μια χώρα που σκοράρει χαμηλότερα από τις 50 μονάδες, θεωρείται χαμηλό (LOW) στην κλίμακα μέτρησης, ενώ μια χώρα που σκοράρει πάνω από τις 50 μονάδες θεωρείται υψηλό (HIGH), στην κλίμακα μέτρησης. Παρακάτω έχουμε μερικά παραδείγματα για τον κάθε ένα δείκτη ξεχωριστά.

- Ο δείκτης Απόστασης Εξουσίας (Power Distance) έχει πολύ υψηλή βαθμολογία στις χώρες Λατινικής Αμερικής, στις Ασιατικές χώρες, στην Αφρικανική ήπειρο και στον Αραβικό κόσμο. Αυτό σημαίνει ότι σε αυτές τις χώρες η κοινωνική ιεραρχία και οι ανισότητες είναι έντονες. Σε

αντίθεση, στις αγγλόφωνες και γερμανόφωνες χώρες της Ευρώπης έχουν πολύ χαμηλό σκορ σε αυτόν τον δείκτη. Στην Ευρώπη η απόσταση εξουσίας τείνει να είναι χαμηλότερη στις βόρειες χώρες και υψηλότερη στις νότιες και ανατολικές χώρες .

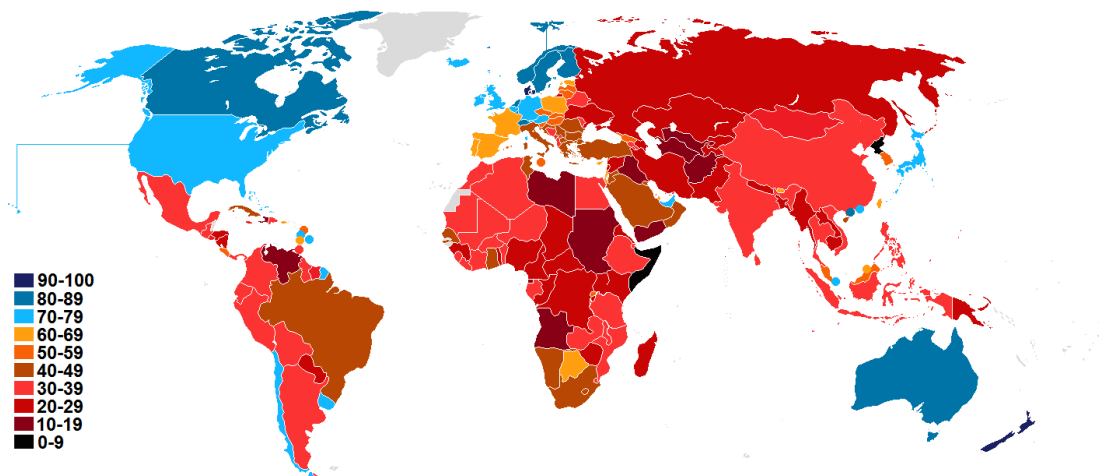
- Στόν δείκτη Ατομικισμού – Κολεκτιβισμού (IDV), υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ των χωρών της Δύσης και των χωρών Ανατολής. Η Βόρεια Αμερική και οι χώρες της Ευρώπης εξ'αιτίας των υψηλών βαθμολογιών θεωρούνται ατομικιστικές κοινωνίες. Σε αντίθεση, οι χώρες της Ασίας, της Αφρικής και της Λατινικής Αμερικής είναι κολεκτιβιστικές κοινωνίες. Η Ιαπωνία και ο Αραβικός κόσμος είναι κοντά στο μέσο του δείκτη, δηλαδή κοντά στις 50 μονάδες.
- Ο δείκτης Αποφυγή Αβεβαιότητας (Uncertainty Avoidance) παρουσιάζει υψηλές τιμές στις χώρες της Λατινικής Αμερικής, της Νότιας και Ανατολικής Ευρώπης, συμπεριλαμβανομένων των γερμανόφωνων χωρών και στην Ιαπωνία. Αυτό σημαίνει ότι αυτές οι χώρες αποφεύγουν τους νεωτερισμούς και στηρίζονται πολύ στους νόμους και τους κανόνες τους. Σε αντίθεση, οι Αγγλοσαξονικές χώρες, οι Σκανδιναβικές χώρες και η Κίνα έχουν χαμηλό σκορ σε αυτό τον δείκτη. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι ενώ η Γερμανία και το Βέλγιο έχουν πολύ υψηλό σκορ σε αυτόν το δείκτη, η Σουηδία και η Δανία που γεωγραφικά είναι πολύ κοντά, έχουν πολύ χαμηλό σκορ.
- Ο δείκτης Ανδρικότητας (Masculinity) είναι πολύ χαμηλός στις Σκανδιναβικές χώρες (θηλυκές κοινωνίες). Σε αντίθεση, αρσενικές κοινωνίες θεωρούνται η Ιαπωνία και Ευρωπαϊκές χώρες όπως η Ουγγαρία, η Αυστρία και η Ελβετία που είναι επηρεασμένες από την Γερμανική κουλτούρα. Στις Αγγλοσαξονικές χώρες ο δείκτης είναι σχετικά υψηλός.
- Ο δείκτης Μακροπρόθεσμου Προσανατολισμού (Long Term Orientation) παρουσιάζει υψηλές τιμές, στην Ανατολική Ασία με ιδιαίτερα υψηλές τιμές στην Κίνα, το Χονγκ Κονγκ και την Ιαπωνία. Αυτό σημαίνει ότι αυτές οι κοινωνίες έχουν μακροπρόθεσμο προσανατολισμό και έχουν καλύτερη προσαρμοστικότητα στις επιταγές της νέας εποχής.

- Ο δείκτης επιείκειας (Indulgence) έχει υψηλότερες βαθμολογίες στις χώρες της Λατινικής Αμερικής, στις Αγγλοσαξονικές χώρες και στις Σκανδιναβικές χώρες (επιεικής κοινωνίες). Σε αντίθεση, συγκρατημένες κοινωνίες θεωρούνται χώρες της Ανατολικής Ασίας, της Ανατολικής Ευρώπης και του Μουσουλμανικού Κόσμου.

2.14 Ο Δείκτης Αντίληψης για την Διαφθορά (CPI)

Ο Δείκτης Αντίληψης για τη Διαφθορά, ή αλλιώς δείκτης CPI, όπου προέρχεται από τα αρχικά των λέξεων Corruption Perceptions Index. Ο δείκτης CPI εκδίδεται κάθε χρόνο, από την οργανισμό Διεθνούς Διαφάνειας, από το 1995. Ο δείκτης αυτός έχει σκοπό να μετρήσει τον βαθμό διαφθοράς της χώρας. Ο CPI κατατάσσει 177 χώρες με βαθμολογία μέτρησης από το 100 (μεγάλη διαφάνεια) έως το 0 (μεγάλη διαφθορά).

Οι Shao και Ivanov (2007) και οι Podobnik και Stanley (2008) εξέτασαν ποιες είναι η επιπτώσεις της διαφθοράς στην οικονομία της χώρας. Παρατήρησαν μια θετική συσχέτιση μεταξύ της μακροχρόνιας οικονομικής ανάπτυξης και του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ με τις υψηλές τιμές του δείκτη CPI. Δηλαδή χώρες με μεγάλο βαθμό διαφάνειας έχουν πολύ καλύτερες προοπτικές για την οικονομία τους. Επίσης, υψηλότερες τιμές του δείκτη CPI, συνδέονται άμεσα με μεγάλη αξιοπιστία από τους ξένους επενδυτές, με αποτέλεσμα περισσότερες ξένες επενδύσεις στην χώρα. Σύμφωνα με τα παραπάνω παρατηρούμε την σημαντικότητα του δείκτη CPI για το μέλλον της χώρας.



Ο παραπάνω χάρτης αναφέρεται στον δείκτη CPI για το έτος 2014. Μας δείχνει το επίπεδο διαφθοράς για την κάθε χώρα. Όσο πιο υψηλή είναι η βαθμολογία CPI τόσο πιο μεγάλη διαφάνεια υπάρχει στην χώρα (μπλε). Ενώ όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης CPI τόσο μεγαλύτερη είναι η διαφθορά στην χώρα (κόκκινο). Πηγή: Transparency International.

2.15 Ο δείκτης προστασίας του επενδυτή

Ο οργανισμός Doing Business είναι ένας οργανισμός που ξεκίνησε το 2002. Σκοπός του είναι να εξετάζει πώς το θεσμικό πλαίσιο, επηρεάζει την επιχειρηματικότητα. Συγκεκριμένα, παρατηρεί την επίδραση των κανονισμών σχετικά με την λειτουργία των επιχειρήσεων της κάθε χώρας και πως επιδρά στις μικρές και μεσαίες εγχώριες επιχειρήσεις.

Συλλέγοντας στοιχεία, συγκεντρώνοντας δεδομένα και συγκρίνοντας επιχειρήσεις από οικονομίες ανά τον κόσμο, παρατηρούν και αναλύουν ποιοι θεσμικοί κανόνες είναι λειτουργικοί και ποιοι θεσμικοί κανόνες πρέπει να αλλάξουν. Γι' αυτό τον σκοπό έχουν δημιουργήσει δείκτες, οι οποίοι μετρούν διάφορους θεσμικούς παράγοντες, που επηρεάζουν την επιχειρηματικότητα σε μια χώρα. Σκοπός αυτών των δεικτών είναι χρησιμοποιούνται από ακαδημαϊκούς, ερευνητές, δημοσιογράφους και άλλους που ενδιαφέρονται έτσι ώστε, να μπορούν να εξάγουν χρήσιμα συμπεράσματα, τόσο για την οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας, όσο και για την τάση που επικρατεί σε παγκόσμια κλίμακα.

Η πρώτη δημοσίευση του Doing Business το 2003 περιλάμβανε πέντε σετ δεικτών για ένα σύνολο 133 οικονομιών. Η δημοσίευση του Doing Business το 2016 περιλαμβάνει 11 σετ δεικτών για 189 οικονομίες. Οι δείκτες του Doing Business χρησιμοποιούνται ευρέως από επιστήμονες και ερευνητές για την σύνταξη μελετών.

Ένας από τους πολλούς δείκτες του Doing Business είναι ο δείκτης προστασίας των επενδυτών (Investor Protection Index), ή αλλιώς ο δείκτης προστασίας της μειοψηφίας των επενδυτών (Protecting Minority Investors Index) και ξεκίνησε να μετριέται από το 2005. Για το διάστημα 2005 έως και το 2014 ο δείκτης ονομαζόταν (Investor Protection Index). Από το 2015 και μετά μετονομάστηκε σε δείκτη προστασίας της μειοψηφίας των επενδυτών

(Protecting Minority Investors Index). Αλλά στην πραγματικότητα παραμένει ο ίδιος δείκτης με μικρές διαφορές.

Σκοπός του δείκτη αυτού είναι να μετρήσει τον βαθμό προστασίας της μειοψηφίας των επενδυτών, από συγκρούσεις συμφερόντων εντός της εταιρείας. Ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψη την α) αξιοπιστία των διευθυντικών στελεχών β) την διαφάνεια των λογιστικών στοιχείων της εταιρείας γ) την ευκολία με την οποία οι μέτοχοι έχουν πρόσβαση στα λογιστικά στοιχεία της εταιρείας δ) τα δικαιώματα που έχουν οι μέτοχοι για την λήψη αποφάσεων ε) τους νόμους που έχει θεσπίσει το κράτος για την προστασία των επενδυτών, από μια πιθανή αδικαιολόγητη στάση της διοίκησης της εταιρείας.

Για να υπολογιστεί αυτός ο δείκτης χρησιμοποιείται ένα ερωτηματολόγιο, που συμπληρώνεται από εξειδικευμένους δικηγόρους, πάνω στους κανονισμούς περί χρεογράφων και στο εταιρικό δίκαιο καθώς επίσης λαμβάνονται υπόψη οι κώδικες πολιτικής δικονομίας. Ο δείκτης προστασίας των επενδυτών, αναφέρεται για την κάθε χώρα ξεχωριστά και δημοσιεύεται μια φορά το χρόνο από το Doing Business. Ο δείκτης προστασίας των επενδυτών παίρνει τιμές από το 0 έως το 10. Με το μηδέν να σημαίνει καμία προστασία των επενδυτών και το δέκα να σημαίνει απόλυτη προστασία των επενδυτών. Σημαντική ακαδημαϊκή έρευνα σχετικά με την σημασία της προστασίας των επενδυτών, στην εταιρική διακυβέρνηση, έχει κάνει ο Rafael La Porta (2000).

3. Εμπειρική Μελέτη

3.1 Υποθέσεις

Στην εργασία μας θέλουμε να εξετάσουμε τις εξής υποθέσεις σχετικά με το IPO underpricing.

Υπόθεση 1. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Αντίληψης για την Διαφθορά (CPI).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει πως ο δείκτης διαφθοράς επηρεάζει το IPO underpricing. Είναι λογικό να υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της διαφθοράς και του IPO underpricing. Διότι όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης διαφθοράς σε μια χώρα, τόσο πιο πιθανό είναι το IPO underpricing να είναι εσκεμμένο, είτε από την πλευρά του αναδόχου, είτε από την πλευρά των επενδυτών που θέλουν να συμμετάσχουν στο IPO, είτε από την πλευρά των παλιών μετόχων της εταιρείας. Επειδή όσο αυξάνεται ο δείκτης CPI τόσο μικρότερος είναι ο βαθμός διαφθοράς σε μια οικονομία, άρα και ο κίνδυνος της υποτίμησης ενός IPO είναι μικρότερος, αναμένουμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του CPI και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται ο δείκτης CPI τόσο μειώνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 2. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη προστασίας του επενδυτή (INV_PROTECT).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει, αν επηρεάζει ο βαθμός προστασίας του επενδυτή (Investors Protection Index) το IPO underpricing. Είναι λογικό ότι όσο μειώνεται ο βαθμός προστασίας του επενδυτή το IPO underpricing να αυξάνεται, διότι οι επενδυτές θα αισθάνονται μεγαλύτερη ανασφάλεια, σχετικά με την διοίκηση της εταιρείας και με το γεγονός ότι δεν έχουν μικρή συμμετοχή στην λήψη αποφάσεων, με αποτέλεσμα να ζητούν μεγαλύτερη απόδοση, από την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Όσο αυξάνεται ο δείκτης προστασίας του επενδυτή, τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια του επενδυτή.

Επειδή όσο αυξάνεται ο δείκτης Investors Protection Index τόσο αυξάνεται και η ασφάλεια του επενδυτή, αναμένουμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη προστασίας του επενδυτή (INV_PROTECT) και του IPO underpricing. Δηλαδή ότι όσο αυξάνεται ο δείκτης προστασίας του επενδυτή (INV_PROTECT) τόσο μειώνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 3. Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing του δείκτη Απόσταση Εξουσίας (PDI)

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει αν επηρεάζει η Απόσταση Εξουσίας (Power Distance Index) το IPO underpricing. Επειδή ο δείκτης PDI μας δείχνει κατά πόσο τα αδύναμα μέλη μιας κοινωνίας αποδέχονται την άνιση κατανομή της δύναμης. Είναι λογικό να υποθέσουμε ότι σε κοινωνίες όπου η δύναμη επιβάλλεται χωρίς να αμφισβητείται από κανέναν το IPO underpricing θα είναι πιο έντονο. Διότι τα πλούσια μέλη της κοινωνίας θα μπορούν να επηρεάζουν καταστάσεις προς το συμφέρον τους. Αυτό θα συμβαίνει και στα IPOs όπου το IPO δεν θα τιμολογείται με βάση την αντικειμενική αξία και της προοπτικές της εταιρείας, αλλά θα τιμολογείται για τα ικανοποιήσει τα συμφέροντα κάποιου μεγάλου παράγοντα είτε αυτός είναι ο ανάδοχος, είτε είναι οι παλιοί μεγαλομέτοχοι της εταιρείας, είτε είναι οι θεσμικοί επενδυτές. Επειδή όσο υψηλότερος είναι δείκτης PDI τόσο πιο έντονη είναι η ανισότητα σε μια κοινωνία, θεωρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του PDI και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται ο δείκτης PDI τόσο αυξάνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 4. Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ IPO underpricing του δείκτη Ατομικισμού (IDV).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει αν επηρεάζει ο Ατομικισμός (IDV) το IPO underpricing. Επειδή ο δείκτης IDV μετράει τον βαθμό, που τα μέλη μιας κοινωνίας διατηρούν στενές σχέση αλληλεξάρτησης μεταξύ τους, πράγμα που στον επιχειρηματικό κόσμο μεταφράζεται, ως η δημιουργία μακροχρόνιων και αξιόπιστων σχέσεων. Θεωρούμε ότι όσο πιο ατομικιστική είναι μια κοινωνία, τόσο πιο μικρή θα είναι η αλληλεξάρτηση μεταξύ ατόμων, με αποτέλεσμα να

δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στην άμεση απόκτηση κέρδους και όχι στην δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων. Αυτό σημαίνει ότι τα άτομα λαμβάνουν τις αποφάσεις τους, με μόνο κριτήριο το προσωπικό συμφέρον και όχι το καλό της ομάδας. Στο θέμα μας, οι συμμετέχοντες στο IPO θα δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στην επιδίωξη του κέρδους την στιγμή του IPO, πάρα στην διασφάλιση της καλής πορείας της εταιρείας. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι σε μια ατομικιστική κοινωνία θα υπάρχει μεγαλύτερη ασύμμετρη πληροφόρηση. Γι αυτό τον λόγο θεωρούμε, ότι όσο πιο ατομικιστική είναι μια κοινωνία τόσο πιο έντονο θα είναι το IPO underpricing. Επειδή όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης IDV, τόσο πιο ατομικιστική είναι μια κοινωνία, θεωρούμε ότι ο δείκτης Ατομικισμού συσχετίζεται θετικά με το IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται το IDV τόσο αυξάνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 5. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing του δείκτη Αποφυγή Αβεβαιότητας (UAI).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει αν επηρεάζει η Αποφυγή Αβεβαιότητας (UAI) το IPO underpricing. Επειδή ο δείκτης UAI μας δείχνει τον βαθμό στον οποίο η κοινωνία έχει ανοχή απέναντι στην αβεβαιότητα και την ασάφεια, όπως επίσης και κατά πόσο δέχεται διαφορετικές ιδέες, ή παραμένει προσκολλημένη σε μια παγιωμένη κατάσταση. Επειδή σε ένα νέο IPO παραμένει ένα μυστήριο για το ποια είναι η αντικειμενική αξία και οι προοπτικές της εταιρείας, καθώς και ποια θα είναι η πορεία της μετοχής της στο χρηματιστήριο, θεωρούμε ότι σε κοινωνίες όπου υπάρχει μεγάλη ανοχή στην αβεβαιότητα το IPO underpricing θα είναι πιο μεγάλο. Διότι κατά την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο, οι επενδυτές θα σπεύσουν να αγοράσουν τις μετοχές του IPO, παρ' όλη την αβεβαιότητα για την μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής στο κλείσιμο της πρώτης μέρας, να είναι υψηλότερη από την τιμή προσφοράς. Σε αντίθεση, σε μία κοινωνία όπου υπάρχει μικρή ανοχή στον κίνδυνο, οι επενδυτές θα περιμένουν καιρό αφότου γίνει το IPO, θα παρατηρούν την εξέλιξη της εταιρείας και μόνο αφότου διαπιστώσουν ότι έχει καλές προοπτικές θα αποφασίσουν να αγοράσουν μετοχές της εταιρείας. Ο παραπάνω συλλογισμός συνδέεται με την συμπεριφορική θεωρία, δηλαδή ότι τα IPO

στην πραγματικότητα δεν είναι υποτιμημένα. Αλλά, ο ενθουσιασμός που επικρατεί στην αγορά για το νέο IPO και τα φώτα της δημοσιότητας που είναι στραμμένα στην νεοεισερχόμενη εταιρεία, προκαλούν την εκτόξευση της μετοχής του IPO στο κλείσιμο της πρώτης μέρας. Επειδή όσο αυξάνεται ο δείκτης UAI τόσο μικρότερη ανοχή στην αβεβαιότητα έχει μια κοινωνία, γι αυτό τον λόγο θεωρούμε ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση του UAI και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται το UAI τόσο μειώνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 6. Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing του δείκτη Ανδρικότητας (MAS).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει αν επηρεάζει η Ανδρικότητα (MAS) το IPO underpricing. Ο δείκτης MAS μετράει την Ανδρικότητα της κοινωνίας, δηλαδή κατά πόσο μια κοινωνία είναι ανταγωνιστική και πόσο έντονη είναι η επιθυμία για υλική επιβράβευση και υπεροχή. Όσο πιο αρσενική είναι μια κοινωνία τόσο μεγαλύτερη είναι η επιθυμία για άμεσο κέρδος. Αυτό σημαίνει ότι το IPO μπορεί να υποτιμηθεί εσκεμμένα από κάποιον από τους τρεις μεγάλους παίκτες ενός IPO (τον ανάδοχο, τους μεγαλομετόχους και τους θεσμικούς επενδυτές Venture Capitalist), με σκοπό την άμεση απόκτηση κέρδους. Επειδή όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης MAS τόσο πιο αρσενική είναι μια κοινωνία. Θεωρούμε ότι όσο πιο ανταγωνιστική και πιο αρσενική είναι μια κοινωνία τόσο πιο έντονο είναι το IPO underpricing. Υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη MAS και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται ο δείκτης MAS τόσο αυξάνεται και το IPO underpricing.

Υπόθεση 7. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Μακροχρόνιου Προσανατολισμού (LTO).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει, αν ο Μακροχρόνιος Προσανατολισμός (LTO) επηρεάζει το IPO underpricing. Μια κοινωνία με Μακροχρόνιο Προσανατολισμό, μπορεί να προσαρμοστεί καλύτερα, στις προκλήσεις του μέλλοντος. Εμείς θεωρούμε ότι σε μια κοινωνία με Μακροχρόνιο

Προσανατολισμό, οι συμμετέχοντες στο IPO θα δώσουν έμφαση στην μακροχρόνια απόδοση των κεφαλαίων τους. Δηλαδή δεν θα επιχειρήσουν την υποτιμολόγηση των μετοχών, κατά την πρώτη εισαγωγή στο χρηματιστήριο με σκοπό το άμεσο κέρδος, αλλά θα δώσουν έμφαση, στην μακροχρόνια εξέλιξη της αξίας του χαρτοφυλακίου τους, συγκεντρώνοντας τα απαραίτητα κεφάλαια, για την διασφάλιση της καλής πορείας της εταιρείας. Σε κοινωνίες με μακροχρόνιο προσανατολισμό οι επενδυτές θα συμμετέχουν σε IPOs με σκοπό να κρατήσουν τις μετοχές για μεγάλο διάστημα. Σε αντίθεση, σε κοινωνίες με βραχυχρόνιο προσανατολισμό οι επενδυτές συμμετέχουν σε ένα IPO με σκοπό την υποτιμολόγηση των μετοχών κατά την πρώτη εισαγωγή στο χρηματιστήριο και το άμεσο κέρδος. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης LTO τόσο πιο μακροχρόνια προσανατολισμένη είναι μια κοινωνία. Γι' αυτόν λόγο θεωρούμε ότι υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του LTO και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται το LTO, τόσο μειώνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 8. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing εξαρτάται του δείκτη Επιείκειας (IVR).

Η υπόθεση αυτή έρχεται να εξετάσει αν επηρεάζει η Επιείκεια (IVR) το IPO underpricing. Μια επιεικής κοινωνία θεωρείται μια κοινωνία, που αφήνει τους πολίτες της να απολαμβάνουν την ζωή, πράγμα που συνδέεται με την δαπάνη χρημάτων. Όσο πιο επιεικής είναι μια κοινωνία, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη των μελών της να ξοδέψουν χρήματα, έτσι ώστε, να πραγματοποιήσουν τις επιθυμίες τους. Γι αυτό τον λόγο θεωρούμε ότι, η επιείκεια της κοινωνίας, επηρεάζει την προσφορά και την ζήτηση των μετοχών. Σε μια επιεική κοινωνία οι επενδυτές θα πουλήσουν τις μετοχές του IPO πιο γρήγορα από ότι σε μια συγκρατημένη κοινωνία, για να μπορούν να ρευστοποιήσουν το κέρδος τους. Άρα θα υπάρχει αρκετά μεγάλη προσφορά για να καλύψει την ζήτηση των μετοχών του IPO. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής θα παραμείνει σε κάποια πλαίσια. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης IVR, τόσο πιο Επιεικής είναι μια κοινωνία. Γι αυτό τον λόγο θεωρούμε ότι, υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IVR και του IPO underpricing. Δηλαδή όσο αυξάνεται το IVR τόσο μειώνεται το IPO underpricing.

Υπόθεση 9. Το IPO underpricing επηρεάζεται από την φήμη του αναδόχου.

Οι Beatty και Welch (1996), οι Cooney, Singh, Carter και Dark (2001) παρατήρησαν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση, μεταξύ της φήμης του αναδόχου και του IPO underpricing για την δεκαετία του 80. Δηλαδή όσο πιο καλή φήμη είχε ο ανάδοχος τόσο μικρότερο ήταν το IPO underpricing. Από την δεκαετία του 90 και μετά τα πράγματα άλλαξαν, οι Loughran και Ritter (2004) εξέτασαν τα Αμερικάνικα IPOs για την περίοδο 1999 έως το 2000, δηλαδή την περίοδο της φούσκας του dot com, παρατήρησαν ότι υπήρχε θετική σχέση μεταξύ της φήμης του αναδόχου και του IPO underpricing. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, την περίοδο της φούσκας οι ανάδοχοι με καλή φήμη, αναλάμβαναν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο ζημιολόγων νέων εταιρειών με αβέβαιο μέλλον. Εμείς θεωρούμε ότι το συμπέρασμα των Loughran και Ritter για τα Αμερικάνικα IPOs ισχύει και για τα Ευρωπαϊκά IPOs της ίδιας περιόδου. Δηλαδή ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του IPO underpricing και της καλής φήμης του αναδόχου ιδιαίτερα για την περίοδο της φούσκας 1999 έως 2000. Για να εξετάσουμε την παραπάνω υπόθεση χρησιμοποιήσαμε ένα dummy. Το Prestige_Underwriter παίρνει την τιμή 1 για αναδόχους με καλή φήμη και 0 για τους υπόλοιπους αναδόχους.

Υπόθεση 10. Το IPO underpricing επηρεάζεται από τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Η τιμολόγηση ενός IPO εξαρτάται από τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Συνήθως επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της τεχνολογίας και του ιντερνέτ, εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing. Αυτό, διότι οι επιχειρήσεις αυτές είναι συνήθως νέες επιχειρήσεις με μικρό ιστορικό, πράγμα που καθιστά πολύ δύσκολο, έως αδύνατο, την σωστή εκτίμηση της μελλοντικής τους αξίας. Επίσης, οι κλάδοι του ιντερνέτ και της τεχνολογίας, εξελίσσονται με ραγδαία ταχύτητα, με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολο, για τις επιχειρήσεις αυτές να μείνουν στο παιχνίδι για πολύ καιρό. Την ίδια υπόθεση χρησιμοποίησαν οι Loughran και Ritter (2004) για να εξετάσουν τα

Αμερικάνικα IPOs την περίοδο της φούσκας 1999 έως 2000, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική συσχέτιση, μεταξύ του IPO underpricing και των εταιρειών τεχνολογίας και ιντερνέτ. Εμείς θεωρούμε ότι το ίδιο ισχύει και για Ευρωπαϊκά IPOs. Για να εξετάσουμε αυτήν την υπόθεση χρησιμοποιήσαμε δυο dummy. Το ένα dummy είναι το Tech_Dummy όπου παίρνει την τιμή 1 για εταιρείες τεχνολογίας και την τιμή 0 για τις υπόλοιπες. Το δεύτερο dummy είναι το Internet_Dummy όπου παίρνει την τιμή 1 για εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο του ιντερνέτ και 0 για τις υπόλοιπες.

Υπόθεση 11. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του ενεργητικού της εταιρίας (Assets).

Όσο μεγαλύτερο είναι το ενεργητικό της εταιρείας, τόσο πιο εύκολη είναι η εκτίμηση της πραγματικής της αξίας. Αυτό συμβαίνει, διότι σε εταιρείες που στηρίζονται στον ενεργητικό τους είναι, πιο εύκολο να εκτιμηθεί η μελλοντική τους αξία και οι προοπτικές τους. Αντίθετα εταιρείες που στηρίζονται στο ανθρώπινο δυναμικό τους, ή στην τεχνογνωσία τους είναι πολύ πιο δύσκολο να γίνει μια σωστή εκτίμηση της πραγματικής τους αξίας, με αποτέλεσμα το IPO underpricing να είναι πιο έντονο. Τέτοιες εταιρείες είναι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο κλάδο της τεχνολογίας ή των υπηρεσιών. Οι Loughran και Ritter (2004) παρατήρησαν, για τα Αμερικάνικα IPOs ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του ενεργητικού της εταιρείας. Εμείς θεωρούμε ότι το ίδιο θα συμβαίνει και στα Ευρωπαϊκά IPOs.

3.2 Δεδομένα

Για να εξετάσουμε τις παραπάνω υποθέσεις πήραμε δεδομένα για τα IPOs για το διάστημα 1998 έως 2014. Συγκεκριμένα χρησιμοποιήσαμε ένα δείγμα 793 IPO. Οι 22 χώρες που χρησιμοποιήσαμε για να συγκρίνουμε το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο αλφαβητικά είναι: Αυστρία, Βέλγιο, Βουλγαρία, Βρετανία, Γαλλία, Γερμανία, Δανία, Ελβετία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία,

Ιταλία, Λουξεμβούργο, Νορβηγία, Ολλανδία, Πολωνία, Πορτογαλία, Ρωσία, Σλοβακία, Σουηδία, Τουρκία, Φιλανδία.

Παρακάτω ακολουθούν κάποιοι πίνακες σχετικά τις διαστάσεις του Hofstede και με τα χαρακτηριστικά του δείγματος των IPOs που χρησιμοποιήσαμε.

Πίνακας 1

	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IVR
Αυστρία	11	55	79	70	60,45	62,72
Βέλγιο	65	75	54	94	81,87	56,70
Βρετανία	35	89	66	35	51,13	69,42
Γαλλία	68	71	43	86	63,48	47,77
Γερμανία	35	67	66	65	82,87	40,40
Δανία	18	74	16	23	34,76	69,64
Ελβετία	34	68	70	58	73,55	66,07
Ελλάδα	60	35	57	100	45,34	49,55
Ιρλανδία	28	70	68	35	24,43	64,96
Ισπανία	57	51	42	86	47,61	43,53
Ιταλία	50	76	70	75	61,46	29,69
Λουξεμβούργο	40	60	50	70	63,98	56,03
Νορβηγία	31	69	8	50	34,51	55,13
Ολλανδία	38	80	14	53	67,00	68,30
Πολωνία	68	60	64	93	37,78	29,24
Πορτογαλία	63	27	31	99	28,21	33,26
Ρωσία	93	39	36	95	81,36	19,87
Σλοβακία	100	52	100	51	76,57	28,35
Σουηδία	31	71	5	29	52,90	77,68
Τουρκία	66	37	45	85	45,59	49,11
Φιλανδία	33	63	26	59	38,29	57,37

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τις έξι διαστάσεις του Hofstede για κάθε χώρα του δείγματος.

Πίνακας 2

Περιγραφικά Στατιστικά για τα IPOs του δείγματος					
	Πληθυσμός Δείγματος IPOs	Αριθμητικός Μέσος	Διάμεσος	Μέγιστος	Ελάχιστος
IPO Underpricing	706	0,0991	0.0624	4,8822	-0,0699

Πίνακας 3

	M.O. IPO Underpricing	Πλήθος από IPOs	M.O. CPI	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IVR
AUT	5,75%	6	83,67	11	55	79	70	60,45	62,72
BEL	7,36%	23	72,65	65	75	54	94	81,86	56,70
DEN	1,25%	3	94,33	18	74	16	23	34,76	69,64
FIN	5,31%	9	94,67	33	63	26	59	38,29	57,37
FRA	6,19%	132	72,17	68	71	43	86	63,48	47,77
GBR	11,99%	280	83,25	35	89	66	35	51,13	69,42
GER	4,56%	61	79,48	35	67	66	65	82,87	40,40
GRE	14,18%	3	40,67	60	35	57	100	45,34	49,55
IRE	12,56%	12	74,33	28	70	68	35	24,43	64,96
ITA	10,86%	44	49,11	50	76	70	75	61,46	29,69
LUX	4,39%	5	83,60	40	60	50	70	63,98	56,03
NET	4,85%	17	86,47	38	80	14	53	67,00	68,30
NOR	2,65%	27	87,74	31	69	8	50	34,51	55,13
POL	20,60%	21	38,95	68	60	64	93	37,78	29,24
POR	1,17%	2	64,50	63	27	31	99	28,21	33,26
RUS	1,75%	1	28,00	93	39	36	95	81,36	19,87
SLK	25,86%	1	47,00	100	52	100	51	76,57	28,35
SPA	4,60%	15	67,93	57	51	42	86	47,61	43,53
SWE	6,43%	11	92,27	31	71	5	29	52,90	77,68
SWI	10,38%	24	89,38	34	68	70	58	73,55	66,07
TUR	65,94%	9	42,33	66	37	45	85	45,59	49,11
Σύνολο		706							

Επίσης, πραγματοποιήσαμε έλεγχο πολυσυγγραμικότητας, για να δούμε σε ποια μοντέλα θα καταλήξουμε. Τα αποτελέσματα του ελέγχου πολυσυγγραμικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών, συνοψίζονται στον Πίνακα 4 για το διάστημα 2000 έως 2014 και στον Πίνακα 5, όπου έχουμε μια επιπλέον εξαρτημένη μεταβλητή το Investors Protection Index για το διάστημα 2006 έως 2014. Επειδή υπάρχει πολυσυγγραμικότητα μεταξύ των μεταβλητών CPI – IVR και των μεταβλητών PDI – UAI. Θα τρέξουμε τέσσερις διαφορετικές παλινδρομήσεις για το διάστημα 2000 έως το 2014. Επίσης υπάρχει πολυσυγγραμικότητα μεταξύ των μεταβλητών INV_PROTECT - IDV για το διάστημα 2006 έως 2014.

Πίνακας 4

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
1. LN(ASSETS)	1,000										
2. PRESTIGE UNDERWRITER DUMMY	0,448	1,000									
3. TECH DUMMY	-0,146	-0,093	1,000								
4. INTERNET DUMMY	-0,167	-0,002	-0,070	1,000							
5. CPI	-0,115	-0,034	0,037	-0,025	1,000						
6. PDI	0,004	0,082	-0,026	0,032	-0,637	1,000					
7. IDV	-0,224	-0,099	0,081	0,013	0,473	-0,460	1,000				
8. MAS	-0,138	0,002	0,056	0,016	-0,137	-0,237	0,363	1,000			
9. LTO	0,003	0,149	-0,014	0,027	-0,011	0,235	-0,157	0,151	1,000		
10. UAI	0,113	0,128	-0,074	0,023	-0,642	0,849	-0,741	-0,255	0,417	1,000	
11. IVR	-0,152	-0,070	0,060	-0,009	0,752	-0,606	0,665	0,054	-0,338	-0,813	1,000

Πίνακας 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1. LN(ASSETS)	1,000											
2. PRESTIGE UNDERWRITER DUMMY	0,415	1,000										
3. TECH DUMMY	-0,157	-0,106	1,000									
4. INTERNET DUMMY	-0,198	0,011	-0,065	1,000								
5. CPI	-0,043	-0,011	-0,045	-0,033	1,000							
6. PDI	-0,088	0,045	0,057	0,026	-0,604	1,000						
7. IDV	-0,145	-0,027	0,041	0,034	0,426	-0,422	1,000					
8. MAS	-0,132	0,048	0,095	0,050	-0,184	-0,239	0,302	1,000				
9. LTO	-0,072	0,153	0,006	0,015	0,045	0,172	-0,130	0,176	1,000			
10. UAI	-0,006	0,081	-0,012	0,010	-0,591	0,831	-0,714	-0,227	0,386	1,000		
11. IVR	-0,055	-0,023	0,017	0,009	0,699	-0,560	0,630	-0,012	-0,350	-0,784	1,000	
12. INV_PROTECT	-0,132	-0,147	0,026	0,051	0,146	-0,282	0,711	0,285	-0,545	-0,612	0,524	1,000

4. Εμπειρική Ανάλυση

Πραγματοποιήσαμε τις παρακάτω παλινδρομήσεις, για να εξετάσουμε αν ισχύουν οι υποθέσεις, που διατυπώθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Επίσης πραγματοποιήσαμε μια παλινδρόμηση για την περίοδο 2006 έως 2014, όπου έχουμε και τον δείκτη προστασίας του επενδυτή (Investors Protection Index). Οι εξισώσεις (1), (2), (3), (4) αφορούν την περίοδο 1998 έως 2014. Η εξίσωση (5) αφορά την περίοδο 2006 έως 2014.

4.1 Μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την εμπειρική μελέτη

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την εμπειρική μελέτη είναι οι παρακάτω:

- **IPO underpricing:** υπολογίζεται ως εξής

$$IPO\ Underpricing = \frac{First\ Day\ Close\ Price - Offer\ Price}{Offer\ Price}$$

Όπου

First Day Close Price = είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, στο κλείσιμο της πρώτης μέρας

Offer Price = είναι η τιμή προσφοράς της μετοχής στην πρωτογενή αγορά

- **Prestige Underwriter Dummy:** μεγάλοι ανάδοχοι με καλή φήμη παίρνουν την τιμή 1 ενώ όλοι οι υπόλοιποι ανάδοχοι παίρνουν την τιμή 0
- **Ln(Assets):** είναι ο λογάριθμος του ενεργητικού της επιχείρησης
- **Tech Dummy:** είναι ένα Dummy παίρνει την τιμή 1 όταν η επιχείρηση δραστηριοποιείται στον κλάδο της τεχνολογίας και την τιμή 0 όταν δραστηριοποιείται σε οποιονδήποτε άλλον κλάδο
- **Internet Dummy:** είναι ένα Dummy παίρνει την τιμή 1 όταν η επιχείρηση δραστηριοποιείται στον κλάδο του διαδικτύου και την τιμή 0 όταν δραστηριοποιείται σε οποιονδήποτε άλλον κλάδο
- **CPI:** είναι ο δείκτης Αντίληψης για την Διαφθορά
- **INV_PROTECT:** είναι ο δείκτης προστασίας του επενδυτή
- **PDI:** είναι ο δείκτης Απόσταση Εξουσίας (Power Distance Index)
- **IDV:** είναι ο δείκτης Ατομικισμού (Individualism Index)
- **UAI:** είναι ο δείκτης Αποφυγή της Αβεβαιότητας (Uncertainty Avoidance Index)

- **MAS**: είναι ο δείκτης Ανδρικότητας (Masculinity Index)
- **LTO**: είναι ο δείκτης Μακροχρόνιου Προσανατολισμού (Long Term Orientation Index)
- **IVR**: είναι ο δείκτης Επιείκειας (Indulgence vs Restraint Index)

4.2 Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων

IPO Underpricing

$$= a_0 + a_1 \text{Prestige Underwriter Dummy} + a_2 \ln(\text{Assets}) + a_3 \text{Tech Dummy} + a_4 \text{Internet Dummy} + a_5 \text{CPI} + a_6 \text{PDI} + a_7 \text{IDV} + a_8 \text{MAS} + a_9 \text{LTO} \quad (1)$$

IPO Underpricing

$$= a_0 + a_1 \text{Prestige Underwriter Dummy} + a_2 \ln(\text{Assets}) + a_3 \text{Tech Dummy} + a_4 \text{Internet Dummy} + a_5 \text{CPI} + a_6 \text{UAI} + a_7 \text{IDV} + a_8 \text{MAS} + a_9 \text{LTO} \quad (2)$$

IPO Underpricing

$$= a_0 + a_1 \text{Prestige Underwriter Dummy} + a_2 \ln(\text{Assets}) + a_3 \text{Tech Dummy} + a_4 \text{Internet Dummy} + a_5 \text{IVR} + a_6 \text{PDI} + a_7 \text{IDV} + a_8 \text{MAS} + a_9 \text{LTO} \quad (3)$$

IPO Underpricing

$$= a_0 + a_1 \text{Prestige Underwriter Dummy} + a_2 \ln(\text{Assets}) + a_3 \text{Tech Dummy} + a_4 \text{Internet Dummy} + a_5 \text{IVR} + a_6 \text{UAI} + a_7 \text{IDV} + a_8 \text{MAS} + a_9 \text{LTO} \quad (4)$$

IPO Underpricing

$$= a_0 + a_1 \text{Prestige Underwriter Dummy} + a_2 \ln(\text{Assets}) + a_3 \text{Tech Dummy} + a_4 \text{Internet Dummy} + a_5 \text{CPI} + a_6 \text{UAI} + a_7 \text{INV_PROTECT} + a_8 \text{MAS} + a_9 \text{LTO} \quad (5)$$

Για την κάθε μεταβλητή το Coefficient είναι στο επάνω μέρος του κελιού, ενώ το t-statistic είναι στο κάτω μέρος του κελιού μέσα στην παρένθεση. Για τις παλινδρομήσεις χρησιμοποιήθηκε το Newey-West Standard Errors & Covariance.

	2000-2014 (1)	2000-2014 (2)	2000-2014 (3)	2000-2014 (4)	2006-2014 (5)
a₀	0.5578 (1.5669)	0.9041 (1.4938)	0.2810 (1.5256)	0.3779 (1.4302)	0.9162 (1.6791)
Prestige Underwriter Dummy	0.0367 (3.0585)	0.0421 (3.2345)	0.0270 (2.0476)	0.0309 (2.5318)	0.0504 (2.6232)
Ln(Assets)	-0.0121 (-2.1404)	-0.0137 (-2.0605)	-0.0094 (-2.2325)	-0.0105 (-2.1660)	-0.0163 (-2.0773)
Tech Dummy	0.0443 (2.1374)	0.0414 (1.9206)	0.0428 (1.9118)	0.0437 (1.9785)	0.0188 (0.6018)
Internet Dummy	0.0631 (1.8363)	0.0615 (1.8140)	0.0684 (1.9305)	0.0686 (1.9358)	0.0517 (1.2674)
CPI	-0.0020 (-1.5793)	-0.0037 (-1.5514)	-	-	-0.0047 (-1.4097)
PDI	-0.0005 (-0.9543)	-	0.0013 (1.5005)	-	-
IDV	-0.0012 (-0.6550)	-0.0029 (-0.9495)	-0.0033 (-0.9931)	-0.0032 (-0.9517)	-
UAI	-	-0.0024 (-1.3389)	-	0.0002 (0.6451)	-0.0018 (-1.6692)
MAS	0.0011 (2.9426)	0.0004 (1.0553)	0.0022 (2.4739)	0.0020 (2.6444)	0.0001 (0.2389)
LTO	-0.0021 (-2.3475)	-0.0007 (-1.4408)	-0.0024 (-2.4211)	-0.0024 (-2.5033)	-0.0018 (-1.9865)
IVR	-	-	0.0020 (1.1239)	0.0014 (1.0048)	-
INV_PROTECT	-	-	-	-	-0.0139 (-1.2969)
R²	0.0591	0.0700	0.0602	0.0558	0.0637
R²_{adj}	0.0469	0.0580	0.0481	0.0436	0.0458

Μετά από διαδοχικές παλινδρομήσεις και αφαίρεση των μεταβλητών που δεν είναι στατιστικά σημαντικές καταλήξαμε στα παρακάτω αποτελέσματα.

	2000-2014 (1)	2000-2014 (2)	2000-2014 (3)	2000-2014 (4)	2006-2014 (5)
a₀	0.2370 (2.7230)	0.6492 (2.7841)	0.2370 (2.7230)	0.2370 (2.7230)	0.7730 (2.4505)
Prestige Underwriter Dummy	0.0326 (2.8289)	0.0368 (2.9893)	0.0326 (2.8289)	0.0326 (2.8289)	0.0468 (2.3708)
Ln(Assets)	-0.0089 (-2.7001)	-0.0115 (-2.8457)	-0.0089 (-2.7001)	-0.0089 (-2.7001)	-0.0158 (-2.6491)
Tech Dummy	0.0407 (1.8136)	0.0401 (1.8652)	0.0407 (1.8136)	0.0407 (1.8136)	-
Internet Dummy	0.0694 (1.9539)	0.0602 (1.7714)	0.0694 (1.9539)	0.0694 (1.9539)	-
CPI	-	-0.0043 (-2.1179)	-	-	-0.0052 (-1.8717)
PDI	-	-	-	-	-
IDV	-	-	-	-	-
UAI	-	-0.0017 (-3.9051)	-	-	-0.0018 (-3.1668)
MAS	0.0012 (4.0962)	-	0.0012 (4.0962)	0.0012 (4.0962)	-
LTO	-0.0021 (-2.9185)	-	-0.0021 (-2.9185)	-0.0021 (-2.9185)	-
IVR	-	-	-	-	-
INV_PROTECT	-	-	-	-	-
R²	0.0396	0.0576	0.0396	0.0396	0.0561
R²_{adj}	0.0313	0.0495	0.0313	0.0313	0.0482

4.3 Σχολιασμός Εμπειρικών Αποτελεσμάτων

Σύμφωνα με τα παραπάνω, παρατηρούμε ότι οι δείκτες του θεσμικού πλαισίου που σχετίζονται με το IPO underpricing είναι: CPI, UAI, MAS, LTO. Στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι το Ln(Assets), καθώς επίσης και τα διάφορα Dummy που χρησιμοποιήσαμε, το Internet Dummy, το Tech Dummy και το Prestige Underwriter Dummy. Παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές PDI, IDV, IVR, και INV_PROTECT είναι στατιστικά ασήμαντες για το IPO underpricing. Επίσης παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα των μοντέλων (1), (3), (4) καταλήγουν στα ίδια στατιστικά αποτελέσματα.

Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Αντίληψης για την Διαφθορά CPI. Επειδή όσο αυξάνεται ο δείκτης CPI τόσο μεγαλύτερη διαφάνεια υπάρχει στην χώρα. Καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι, η μεγαλύτερη διαφάνεια, συνδέεται με

μικρότερο IPO underpricing. Αυτό επαληθεύει την υπόθεση μας ότι, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της διαφθοράς σε μια χώρα, τόσο πιθανότερο είναι το IPO underpricing να είναι εσκεμμένο, είτε από την πλευρά του αναδόχου, είτε από την πλευρά των νέων επενδυτών, που θέλουν να συμμετέχουν στο IPO, είτε από την πλευρά των παλιών μετόχων της εταιρείας. Επίσης, μπορούμε να στηρίξουμε το παραπάνω αποτέλεσμα με την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ο Rock (1986) συμπέρανε ότι το IPO underpricing, οφείλεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ δύο ομάδων επενδυτών, των πληροφορημένων και των μη πληροφορημένων. Σε αντίθεση με τους απληροφόρητους επενδυτές, οι πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν την πραγματική αξία ενός IPO και επενδύουν μόνο σε υποτιμημένα IPO με αποτέλεσμα το IPO underpricing να λειτουργεί ως κέρδος, λόγω της πληροφόρησης που έχουν. Σε μια χώρα όπου ο βαθμός διαφάνειας είναι υψηλός, η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των επενδυτών τείνει να είναι μικρότερη. Γι αυτό τον λόγο το φαινόμενο του IPO underpricing, είναι χαμηλότερο σε χώρες με υψηλό δείκτη διαφάνειας και υψηλότερο σε χώρες με χαμηλό δείκτη διαφάνειας.

Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Αποφυγή της Αβεβαιότητας UAI. Όσο πιο ψηλός είναι ο δείκτης UAI τόσο μικρότερη ανοχή έχει η κοινωνία απέναντι στην αβεβαιότητα και την ασάφεια. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης, όσο μικρότερη είναι η ανοχή στην ασάφεια και στην αβεβαιότητα σε μια κοινωνία, τόσο μικρότερο είναι το IPO underpricing. Μια πιθανή εξήγηση στο φαινόμενο αυτό είναι ότι, σε χώρες όπου υπάρχει μικρή ανοχή στον κίνδυνο και στην αβεβαιότητα, οι επενδυτές θα περιμένουν καιρό, αφότου γίνει το IPO, θα παρατηρούν την εξέλιξη της εταιρείας και μόνο αφότου διαπιστώσουν ότι έχει καλές προοπτικές, θα αποφασίσουν να αγοράσουν μετοχές της εταιρείας. Σε αντίθεση σε χώρες με μεγάλη ανοχή στην αβεβαιότητα το IPO underpricing, θα είναι πιο έντονο λόγω της αυξημένης ζήτησης των μετοχών του νέου IPO στην δευτερογενή αγορά.

Παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Ανδρικότητας MAS. Όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης MAS τόσο πιο αρσενική είναι μια κοινωνία, δηλαδή τόσο πιο μεγάλος είναι ο ανταγωνισμός και η επιθυμία για υλική επιβράβευση. Καταλήξαμε στο

συμπέρασμα ότι η αρσενικότητα της κοινωνίας συνδέεται με υψηλότερο IPO underpricing. Αυτό το αποτέλεσμα επαληθεύει την υπόθεση μας ότι, σε μια αρσενική κοινωνία η πιθανότητα να υποτιμηθεί το IPO, για την άμεση πραγματοποίηση κέρδους, είναι υψηλότερη. Αυτό το φαινόμενο μπορεί να εξηγηθεί εύκολα, με την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Δηλαδή ότι μια ομάδα ατόμων γνωρίζει περισσότερα από άλλη ομάδα. Σύμφωνα με το μοντέλο του Rock (1986), υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης, μεταξύ διαφορετικών ομάδων επενδυτών. Συγκεκριμένα, η μία ομάδα είναι οι πληροφορημένοι επενδυτές, που γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας. Η άλλη ομάδα είναι οι μη πληροφορημένοι επενδυτές, που επενδύουν σε ένα IPO χωρίς να γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρίας. Σε αντίθεση με τους μη πληροφορημένους επενδυτές, οι πληροφορημένοι επενδυτές γνωρίζουν πότε ένα IPO είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο. Το αποτέλεσμα είναι ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές επενδύουν μόνο σε υποτιμημένα IPOs και το IPO underpricing λειτουργεί ως κέρδος για την πληροφόρηση που έχουν. Σε μια αρσενική κοινωνία το σχήμα απληροφόρητων και πληροφορημένων επενδυτών είναι πιο έντονο. Επίσης μπορούμε να στηρίξουμε την παραπάνω υπόθεση και με την θεωρία της προοπτικής των Loughran και Ritter (2002), σύμφωνα με την οποία οι μέτοχοι της εταιρείας θεωρούν ένα IPO καλό ή κακό, όχι απαραίτητα, από το πόσα χρήματα άντλησε η εταιρεία από την πρωτογενή αγορά, αλλά από το πώς μεταβλήθηκε η προσωπική τους περιουσία. Άρα σε μια αρσενική κοινωνία όπου το κριτήριο επιτυχίας, είναι το προσωπικό συμφέρον, είναι αναμενόμενο το IPO underpricing να είναι πιο έντονο.

Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του IPO underpricing και του δείκτη Μακροχρόνιου Προσανατολισμού (LTO). Όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης LTO τόσο πιο μακροχρόνια προσανατολισμένη είναι μια κοινωνία. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης κοινωνίες με μακροχρόνιο προσανατολισμό εμφανίζουν μικρότερο IPO underpricing. Μια πιθανή εξήγηση στο φαινόμενο αυτό είναι ότι σε κοινωνίες με μακροχρόνιο προσανατολισμό, οι επενδυτές που συμμετέχουν στα IPOs, έχουν σκοπό να κρατήσουν τις μετοχές για μεγάλο χρονικό διάστημα, να αυξήσουν δηλαδή την αξία του χαρτοφυλακίου τους μακροχρόνια, δίνοντας τα απαραίτητα κεφάλαια

στην εταιρεία. Σε αντίθεση στις βραχυχρόνια προσανατολισμένες κοινωνίες, οι επενδυτές επιδιώκουν το άμεσο κέρδος μέσω του IPO underpricing .

Παρατηρούμε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση, μεταξύ του ενεργητικού μιας επιχείρησης και του IPO underpricing. Όσο μεγαλύτερο είναι το ενεργητικό μιας επιχείρησης, τόσο πιο εύκολο είναι να εκτιμηθεί η πραγματική αξία της εταιρίας. Η σωστή εκτίμηση της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας συνεπάγεται και μικρότερο IPO underpricing. Άρα καταλήγουμε στα ίδια συμπεράσματα με τους Loughran και Ritter (2004), ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση, μεταξύ του IPO underpricing και του ενεργητικού της επιχείρησης.

Παρατηρούμε, ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του Prestige Underwriter Dummy και του IPO underpricing. Δηλαδή, εταιρείες που επιλέγουν αναδόχους με καλή φήμη εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing. Αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα των Loughran και Ritter (2004). Μια εξήγηση σε αυτό το φαινόμενο είναι ότι, από τις αρχές της δεκαετίας του 90 και μετά, οι ανάδοχοι με καλή φήμη αναλάμβαναν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο νέων εταιρειών με αβέβαιο μέλλον. Επίσης μια άλλη θεωρία για την εξήγηση του φαινομένου αυτού είναι ότι, καλές εταιρείες συνεργάζονται με καλούς αναδόχους, με αποτέλεσμα το IPO underpricing να λειτουργεί ως ένδειξη της καλής ποιότητας της εταιρείας. Μόνο καλές εταιρείες μπορούν να ακολουθήσουν αυτήν την στρατηγική, διότι μόνο αυτές θα μπορέσουν να ισοφαρίσουν την προσωρινή ζημιά από το IPO underpricing, με μελλοντική έκδοση νέων μετοχών (Additional Offerings).

Παρατηρούμε, ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση, μεταξύ του Internet Dummy και του IPO underpricing. Δηλαδή, εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο του διαδικτύου, εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing. Επαληθεύσαμε την υπόθεση των Loughran και Ritter (2004) για τα Ευρωπαϊκά IPOs ότι σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χώρο του διαδικτύου, είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί η μελλοντική τους αξία. Αυτό οφείλεται σε δύο βασικούς λόγους. Πρώτος λόγος είναι ότι ο συγκεκριμένος κλάδος μεταβάλλεται πολύ γρήγορα, με αποτέλεσμα πολλές εταιρείες, να μην μπορούν να προσαρμοστούν στις νέες συνθήκες και να κλείσουν. Δεύτερος λόγος είναι, ότι οι επιχειρήσεις αυτές, είναι συνήθως νέες επιχειρήσεις, με πολύ πρόσφατο ιστορικό. Οι λόγοι αυτοί αυξάνουν την αβεβαιότητα για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον χώρο του διαδικτύου, με αποτέλεσμα

να έχουν μεγαλύτερη υποτιμολόγηση των μετοχών τους κατά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Τέλος, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του Tech Dummy και του IPO underpricing. Δηλαδή, επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της τεχνολογίας, εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing. Αυτό συμφωνεί με τα αποτελέσματα των Loughran και Ritter (2004). Όπως αναφέραμε και παραπάνω, σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον χώρο της τεχνολογίας, είναι πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί η μελλοντική τους αξία, με αποτέλεσμα να επικρατεί αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με την μελλοντική τους πορεία. Το IPO underpricing λειτουργεί ως αποζημίωση για τους επενδυτές για το επιπλέον ρίσκο που αναλαμβάνουν.

5. Συμπεράσματα

Η έρευνα μας είχε σκοπό να συνδέσει το IPO underpricing, με το θεσμικό πλαίσιο. Για να πετύχουμε τον σκοπό μας, χρησιμοποιήσαμε μεταβλητές που χαρακτηρίζουν το θεσμικό πλαίσιο και την κουλτούρα της κάθε χώρας. Ειδικότερα χρησιμοποιήσαμε τις έξι διαστάσεις μιας εθνικής κουλτούρας του Hofstede (2001). Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής: ο δείκτης Αντίληψης της Διαφθοράς (CPI), ο δείκτης προστασίας του επενδυτή (Investors Protection Index), ο δείκτης Απόσταση Εξουσίας (PDI), ο δείκτης Ατομικισμού (IDV), ο δείκτης Αποφυγή της Αβεβαιότητας (UAI), ο δείκτης Ανδρικότητας (MAS), ο δείκτης Μακροχρόνιου Προσανατολισμού (LTO) και ο δείκτης Επιείκειας (IVR). Επίσης για να κάνουμε πιο ολοκληρωμένη την έρευνα μας, χρησιμοποιήσαμε μεταβλητές, όπως το ενεργητικό της εταιρείας και dummy για την φήμη του αναδόχου, για το αν η επιχείρηση δραστηριοποιείται στον κλάδο της τεχνολογίας και αν η επιχείρηση δραστηριοποιείται στον κλάδο του διαδικτύου.

Σύμφωνα με την εμπειρική μελέτη που κάναμε καταλήξαμε ότι, οι δείκτες Αντίληψη για την διαφθορά (CPI), Αποφυγή της Αβεβαιότητας (UAI), Ανδρικότητα (MAS), Μακροχρόνιου Προσανατολισμού (LTO) έχουν σχέση και επηρεάζουν το IPO underpricing. Τους δείκτες Αντίληψη για την Διαφθορά (CPI) και Ανδρικότητα (MAS) επιχειρήσαμε να τις στηρίξουμε με βάση την θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτό διότι η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, έχει πολύ μεγάλη εφαρμογή, σε συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διάφορων ομάδων. Τον δείκτη Αποφυγή της Αβεβαιότητας (UAI) επιχειρήσαμε να τον εξηγήσουμε με το πώς η μικρή ή η μεγάλη ανοχή στον κίνδυνο και στην αβεβαιότητα επηρεάζει την προσφορά και την ζήτηση των μετοχών ενός νέου IPO στην δευτερογενή αγορά. Επίσης, τον δείκτη Μακροχρόνιου Προσανατολισμού επιχειρήσαμε να τον εξηγήσουμε με το τι περιμένουν οι επενδυτές από την συμμετοχή τους σε ένα IPO. Δηλαδή, σε κοινωνίες με μακροχρόνιο προσανατολισμό οι επενδυτές έχουν σκοπό να κρατήσουν τις μετοχές του IPO για μεγάλο χρονικό διάστημα, αυξάνοντας την αξία του χαρτοφυλακίου τους μακροχρόνια. Σε αντίθεση, σε κοινωνίες με

βραχυχρόνιο προσανατολισμό επιδιώκουν το άμεσο κέρδος μέσω της υποτιμολόγησης των μετοχών του IPO.

Επίσης, επαληθεύσαμε τις υποθέσεις των Loughran και Ritter (2004) για τα Ευρωπαϊκά IPOs, σχετικά με το ενεργητικό της εταιρείας, της καλής φήμης του αναδόχου και του κλάδου δραστηριότητας της εταιρείας. Εταιρείες που στηρίζονται στο ενεργητικό τους είναι πιο εύκολο να εκτιμηθεί η αξία τους με αποτέλεσμα το IPO underpricing να είναι μικρότερο. Ανάδοχοι με καλή φήμη συνήθως εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing, έχουν αναπτύξει αρκετές θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν αυτό το φαινόμενο, μια από αυτές είναι καλές εταιρείες συνεργάζονται με καλούς αναδόχους με αποτέλεσμα το IPO underpricing να λειτουργεί ως ένδειξη της καλής ποιότητας της εταιρείας, μόνο καλές εταιρείες μπορούν να ακολουθήσουν αυτήν την στρατηγική, διότι μόνο αυτές θα μπορέσουν να ισοφαρίσουν την προσωρινή ζημιά από το IPO underpricing με μελλοντική έκδοση νέων μετοχών. Εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της τεχνολογίας και του ιντερνέτ εμφανίζουν υψηλότερο IPO underpricing, λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει για την μελλοντική τους πορεία.

Τα ερωτήματα που προκύπτουν από μια εργασία συνήθως, είναι περισσότερα, από τα ερωτήματα που επιχειρούνται να απαντηθούν. Αυτό ισχύει και σε αυτήν την εργασία. Μερικές χρήσιμες ιδέες για έρευνα στο μέλλον, θα είναι να μελετηθούν οι δείκτες του Hofstede όχι μόνο για χώρες της Ευρώπης, αλλά σε παγκόσμια κλίμακα. Επίσης να μελετηθούν οι δείκτες του Hofstede ανά διαφορετικές περιόδους για να εξετασθεί η υπόθεση, αν διαφορετικοί δείκτες επηρεάζουν διαφορετικά το IPO underpricing σε περιόδους φούσκας.

Μεταβλητές και Βάσεις Δεδομένων

Οι παρακάτω μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν, για την εκπόνηση της εμπειρικής μελέτης (μέσα σε παρένθεση είναι ο κωδικός της κάθε μεταβλητής).

Από την βάση δεδομένων της Bloomberg χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω μεταβλητές:

ο ανάδοχος (Bookrunner), Left Lead Bookrunner, ISIN Code.

Από την βάση δεδομένων Thomson Reuters Eikon, χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω μεταβλητές:

Price 1 Day After Offer, Offer Price, Total Assets, ISIN Code, το όνομα της χώρας (Country Name) που έγινε το κάθε IPO, την ημερομηνία που έγινε το IPO (Listing Date), Industry Sector, Industry Group.

Για τις έξι διαστάσεις της κουλτούρας του Geert Hofstede, χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω ιστοσελίδα:

<http://geerthofstede.nl/dimension-data-matrix>

Για τον δείκτη transparency CPI, χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω ιστοσελίδα:

<https://www.transparency.org/research/cpi/overview>

Για τον δείκτη Investor Protection Index, χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω ιστοσελίδα:

<http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/protecting-minority-investors>

References

Αρθρα

Aggarwal, R. and Goodell, J.W., 2014. Cross-national differences in access to finance: Influence of culture and institutional environments. *Research in International Business and Finance* 31, 193-211.

Akerlof, G., 1970. The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, 488–500.

Akyol A.C., Cooper T., Meoli M., Vismara S., 2013. Do regulatory changes affect the underpricing of European IPOs? *Journal of Banking & Finance* 45, 43-58.

Allen, Franklin and Gerald R. Faulhaber, 1989, Signaling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics* 23, 303-324.

Baron, David P., 1982, A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues, *Journal of Finance* 37, 955-976.

Beatty, R.P., and I. Welch, 1996, “Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings,” *Journal of Law and Economics* 39, 545-602.

Beatty, R.P., Ritter, J.R., 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 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, 343–361.

Braun M., Larrain B., Do IPOs Affect the Prices of Other Stocks? Evidence from Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 4 (Apr., 2009), pp. 1505-1544

Brav, A., Gompers, P.A., 1997. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non-venture capital-backed companies. *Journal of Finance* 52, 1791–1821.

Brennan, M.J., Franks, J., 1997. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. *Journal of Financial Economics* 45, 391–413.

Chambers, D., Dimson, E., 2009. IPO underpricing over the very long run. *The Journal of Finance* 64, 1407–1443.

Chemmanur, Thomas J. and Paolo Fulghieri, 1999, A theory of the going-public decision, *Review of Financial Studies* 12, 249-279.

Choe, Hyuk, Ronald Masulis, and Vikram Nanda, 1993, Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence, *Journal of Empirical Finance* 1, 3-31.

Cooney, J.W., A.K. Singh, R.B. Carter, and F.H. Dark, 2001, “IPO Initial Returns and Underwriter Reputation: Has the Inverse Relationship Flipped in the 1990s?” University of Kentucky, Case Western Reserve University, and Iowa State University Working Paper.

Derrien, F., Womack, K.L., 2002. Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. *Review of Financial Studies* 16, 31–61.

Ekkayokkaya, M., Pengniti, T., 2012. Governance reform and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance* 18, 238–253.

- Hofstede, G., & Minkov, M. (2010). Long- versus short-term orientation: New perspectives. *Asia Pacific Business Review*, 16, 493–504.
- Hofstede, G., Hofstede G. J. and Minkov M. (2010). *Cultures and organizations: software of mind: intercultural cooperation and its importance for survival*, 3rd ed., New York: McGraw Hill
- Hofstede, Geert (1984). *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values* (2nd ed.). Beverly Hills CA: SAGE Publications.
- Hofstede, Geert (1991). *Cultures and organizations : software of the mind*. London: McGraw-Hill.
- Hofstede, Geert (2001). *Culture's Consequences: comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations* (2nd ed.). Thousand Oaks,
- Hofstede, Geert. "Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context". ScholarWorks@GVSU. Online Readings in Psychology and Culture. Retrieved 6 September 2015.
- Ibbotson, R. G., 1975, Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics* 2, 235-272.
- Johnston, J., Madura, J., 2009. The pricing of IPOs post-Sarbanes–Oxley. *Financial Review* 44, 291–310.
- Kaneko T., Pettway R. H. (2003) Auctions versus book building of Japanese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 439–462
- Ljungqvist, A., Nanda, V., Singh, R., 2006. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *Journal of Business*, in press.
- Ljungqvist, A.P. and W.J. Wilhelm, 2003, "IPO Pricing in the Dot-com Bubble," *Journal of Finance* 58, 723-752.
- Logue, Dennis E., 1973, On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91-103.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15, 413–443.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 2004. Why has IPO underpricing increased over time? *Financial Management* 33, 5–37.
- Lucas, Deborah, and Robert McDonald, 1990, Equity issues and stock price dynamics, *Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- Maksimovic, Vojislav, and Pegaret Pichler, 2001, Technological innovation and initial public offerings, *Review of Financial Studies* 14, 459-494.
- Miller, E.M., 1977. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance* 32, 1151–1168.
- Minkov, Michael (2007). *What makes us different and similar: A new interpretation of the World Values Survey and other cross-cultural data*. Sofia, Bulgaria: Klasika y Stil Publishing House.
- Pagano, Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, 1998, Why do computers go public? An empirical analysis, *Journal of Finance* 53, 27-64.

Podobnik, B.; Shao, J.; Njavro, D.; Ivanov, P. C.; Stanley, H. E. (2008). "Influence of corruption on economic growth rate and foreign investment". *The European Physical Journal B* 63 (4): 547.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* Vol. 58 (2000) 3-27

Ritter J., 2003, "Differences between European and American IPO Markets", *European Financial Management*

Ritter, J.R., 1984. The hot issue market of 1980. *Journal of Business* 57, 215–240.

Ritter, J.R., 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46, 3–27.

Rock, Kevin, 1986, Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.

Schultz, P. (2003). Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs. *Journal of Finance*, 58, 3483–3587.

Shao, J.; Ivanov, P. C.; Podobnik, B.; Stanley, H. E. (2007). "Quantitative relations between corruption and economic factors". *The European Physical Journal B* 56 (2): 157.

Welch, Ivo, 1989, Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance* 44, 421-450.

Welch, Ivo, 1989, Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Finance* 44, 421-450.

Welch, Ivo, 1992, Sequential sales, learning, and cascades, *Journal of Finance* 47, 695-732.

Wilhelm, Paul G. (2002). "International Validation of the Corruption Perceptions Index: Implications for Business Ethics and Entrepreneurship Education". *Journal of Business Ethics* (Springer Netherlands) 35 (3): 177–189.

Wu C., Kwok C.Y., (2006). Long-run performance of global versus domestic initial public offerings. *Journal of Banking & Finance* 31 (2007) 609–627.

Zingales, Luigi, 1995, Insider ownership and the decision to go public, *Review of Economic Studies* 62, 425-448.

Κεφάλαια σε Τόμους

Ibbotson R.G. and Ritter J.R. (1995) "Initial Public Offerings" Chapter 30, *Handbook in OR & MS*, Vol 9, Elsevier Science B.V.

Ritter, J.R., (2003) "Investment Banking and Securities Issuance", Chapter 5, *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, (2003) Elsevier B.V.