

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**«ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ»**

ΤΣΙΡΟΥ ΣΤΑΜΑΤΙΝΑ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραίτητων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



0 000000 609005

ΑΘΗΝΑ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2007



Εγκρίνουμε τη διατριβή της Τσίρου Σταματίνας:

Υπογραφή

Υπεύθυνος Καθηγητής: κ. Ν. Τσαγκαράκης
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Υπογραφή

Εξεταστής Καθηγητής: κ. Η. Τζαβαλής
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

26/01/2007





EΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν, καθένας με διαφορετικό τρόπο, στην ολοκλήρωση αυτής της εργασίας.

Κατ' αρχάς ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω προς τον Υπεύθυνο Καθηγητή κύριο Νικόλαο Τσαγκαράκη αφενός γιατί δέχτηκε την επίβλεψη της εργασίας μου δίνοντάς μου παράλληλα την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα θέμα που με ενδιέφερε και διεύρυνε τις γνώσεις μου σε ένα αντικείμενο που εξελίσσεται συνεχώς και διερευνάται εντατικά σε παγκόσμιο επίπεδο και αφετέρου για τις χρήσιμες οδηγίες και συμβουλές που μου παρείχε σε κάθε στάδιο της παρούσας εργασίας.

Επίσης, ευχαριστώ τον Εξεταστή Καθηγητή κύριο Ηλία Τζαβαλή, η βοήθεια του οποίου ήταν σημαντική καθώς με τις παρατηρήσεις και διορθώσεις του συνέβαλε ουσιαστικά στην βελτίωση της εργασίας μου.

Θα ήθελα ακόμη να ευχαριστήσω τους συμφοιτητές μου και φίλους μου για την υποστήριξη τους, τόσο την ηθική όσο και σε θέματα αναζήτησης των στοιχείων για το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας καθώς και την αδερφή μου, Νεκταρία, η οποία έχοντας κάνει σπουδές όμοιες με εμένα, με τις συμβουλές της και την γενικότερη βοήθειά της συνέβαλε ουσιαστικά να φτάσω στο σημαντικό επίπεδο σπουδών στο οποίο βρίσκομαι σήμερα.

Κλείνοντας, θα ήθελα να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στους γονείς μου, Δημήτρη και Δήμητρα, για την αμέριστη συμπαράσταση και κατανόηση και την κάθε είδους υποστήριξη που μου παρείχαν όλα αυτά τα χρόνια συμβάλλοντας με τον τρόπο αυτό στην επιτυχή ολοκλήρωση των σπουδών μου.

Τσίρου Σταματίνα,
Κορωπί, Ιανουάριος 2007.



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ένα σημαντικό ζήτημα που απασχολεί τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα όταν βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης, είναι η εξεύρεση κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων. Μεταξύ των εναλλακτικών τους λύσεων είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η ταυτόχρονη εισαγωγή των μετοχών των εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Η διαδικασία αυτή καλείται «Αρχική Δημόσια Εγγραφή» και με τον όρο αυτό εννοούμε την πρώτη πώληση μετοχών μιας εταιρείας στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Κάθε επιχείρηση από την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, απολαμβάνει πλεονεκτήματα αλλά ταυτόχρονα υφίσταται και περιορισμούς. Το βασικότερο πλεονέκτημα είναι η άντληση κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό για τα οποία δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα, όπως τόκοι, τα οποία θα επιβαρυνούταν αν κατέφευγε σε δανεισμό. Το πλεονέκτημα, δε αυτό, διατηρείται κάθε φορά που αντλούνται κεφάλαια από το Χρηματιστήριο. Επιπλέον, η είσοδος στο Χρηματιστήριο προσδίδει κύρος στις επιχειρήσεις και γίνονται γνωστές στην αγορά. Πέρα όμως από τη δημοσιότητα, σημαντικό είναι και το γεγονός ότι προσδιορίζεται και μια τιμή για τη μετοχή κάθε εισηγμένης και με τον τρόπο αυτό γίνεται ευκολότερη η αποτίμησή τους. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν περιορισμοί όπως η υποχρεωτική διανομή μερισμάτων και ο κίνδυνος απώλειας του εταιρικού ελέγχου. Ωστόσο, από την αυξανόμενη τάση που παρατηρείται διεθνώς στις νέες εισαγωγές, φαίνεται ότι τα μειονεκτήματα αυτά δεν αποτελούν σημαντικούς αποτρεπτικούς παράγοντες για τη λήψη αποφάσεων εισαγωγής από την μεριά των επιχειρήσεων.

Η εισαγωγή των επιχειρήσεων στα Χρηματιστήρια προϋποθέτει την ικανοποίηση κριτηρίων που θέτουν οι αρμόδιες αρχές. Στη χώρα μας οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν θέματα όπως η νομική κατάσταση των εταιρειών, το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων τους, τις οικονομικές τους καταστάσεις, την κερδοφορία τους, κλπ, οι οποίες εφόσον ικανοποιούνται επιτρέπουν την είσοδο των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Βασικό εποπτικό ρόλο στις διαδικασίες αυτές, παίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.



Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι στην Ελλάδα και στο εξωτερικό οι μετοχές εισάγονται υποτιμημένες. Η υποτίμηση οφείλεται στην ανεπαρκή πληροφόρηση για την μετέπειτα πορεία της μετοχής μιας νεοεισηγμένης εταιφείας. Επίσης, από πολλούς ερευνητές υποστηρίζεται ότι οι Ανάδοχοι συστηματικά διαθέτουν τις μετοχές νεοεισηγμένων εταιφειών με έκπτωση για να περιορίσουν τον κίνδυνο να αποτύχει η έκδοση και να μείνουν αδιάθετες μετοχές.

Οι ερμηνείες για την υποτίμηση μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κατηγορίες, στις θεωρίες που βασίζονται στην συμμετρική πληροφόρηση, στις θεωρίες που βασίζονται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης και τις θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο αυτό βασιζόμενες στη διασπορά της ιδιοκτησίας. Κατά κοινή ομολογία, όμως, οι υπεραποδόσεις που εμφανίζονται στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές κατά την αρχική περίοδο από την εισαγωγή, σταδιακά μειώνονται και σε αρκετές περιπτώσεις, μακροπρόθεσμα, γίνονται αρνητικές.

Στην παρούσα εργασία, εξετάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις 60 εταιφειών οι οποίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το έτος 2001 έως το 2006 για διάφορα διαστήματα κατά τον πρώτο χρόνο από την εισαγωγή τους. Πιο συγκεκριμένα εξετάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις πρώτης μέρας, πρώτου μήνα, διμήνου και έτους. Οι αποδόσεις πρώτης μέρας ανεξάρτητα από το είδος απόδοσης (απλή ή υπερβάλλουσα) είναι περίπου 21%, και οι απλές αποδόσεις για τον πρώτο μήνα, δίμηνο και έτος βρέθηκαν αντίστοιχα να είναι 20,90%, 18,90% και 10,40%. Αντίστοιχα, οι επιπλέον αποδόσεις για τα ίδια διαστήματα ήταν 23,38%, 19,63% και 9,35%. Τα ευρήματα της ανάλυσής μας συμφωνούν με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας και υποδεικνύουν ότι και στην Ελλάδα οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές είναι υποτιμημένες και συνεπώς οι επενδυτές που έγκαιρα αγοράζουν μετοχές στην Αρχική Δημόσια Εγγραφή αποκομίζουν υψηλά ποσοστά κερδών στα διαστήματα που εξετάζονται. Τέλος, οι μετοχές των ελληνικών νεοεισαγόμενων εταιφειών παρουσιάζουν παρόμοια χρηματιστηριακή συμπεριφορά με αυτή που παρατηρείται σε χώρες με ανάλογους ρυθμούς ανάπτυξης των αγορών κεφαλαίου.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	ΣΕΛΙΔΑ
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	
2.1 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	4
2.2 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΗΜΕΡΑ	6
2.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ	8
2.3.1 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΚΔΟΤΗ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ)	9
2.3.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΙΤΗΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	11
2.3.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΗΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	14
2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ	16
2.5 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	
Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	
3.1 ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ	26
3.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ	27
3.3 ΓΙΑΤΙ ΕΙΣΑΓΟΝΤΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (WHY DO FIRMS GO PUBLIC)	29
3.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	
ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΕΞΗΓΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	
4.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ	34
4.1.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΗΜΑΝΣΗΣ (SIGNALING THEORIES)	34
4.1.2 ΘΕΩΡΙΑ EX-ANTE ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ (EX ANTE UNCERTAINTY)	37
4.1.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΒΙΒΛΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ (BOOK-BUILDING THEORIES)	38
4.1.4 ΦΗΜΗ ΤΩΝ ΑΝΑΔΟΧΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	39
4.1.5 ΛΟΙΠΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	40
4.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗ ΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ	42
4.2.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΡΟΣΦΥΓΗΣ ΣΤΟ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΟ	42
4.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗ ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ	45



4.3.1 ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ, ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	45
4.3.2 ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	
6.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	56
6.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	59
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	
7.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ	63
7.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΆΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ	70
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	73
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	75



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εύρεση κεφαλαίων, είναι ένα από τα βασικότερα ζητήματα που απασχολεί τις επιχειρήσεις, ιδιαίτερα όταν αυτές βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης. Οι πηγές κεφαλαίων της επιχείρησης για να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες της είναι: ο τραπεζικός δανεισμός, η έκδοση ομολογιακού δανείου, οι εμπορικές πιστώσεις, η χρηματοδοτική μίσθωση, η αυτοχρηματοδότηση (Εταιρικά κέρδη, αποσβέσεις) και το μετοχικό κεφάλαιο.

Στην Ελλάδα, την τελευταία δεκαετία, όλο και περισσότεροι επιχειρηματίες αποφάσισαν αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και ταυτόχρονη εισαγωγή των μετοχών των εταιρειών τους στο χρηματιστήριο (Αρχική Δημόσια Εγγραφή-Initial Public Offering - IPO). Η Αρχική Δημόσια Εγγραφή είναι η πρώτη πώληση κοινών μετοχών μιας εταιρείας στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Κάθε μεταγενέστερη αύξηση γίνεται με τη διάθεση μετοχών στους υπάρχοντες μετόχους (Δικαιώματα). Οι εταιρίες οι οποίες εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, ονομάζονται με την σειρά τους νέες εισαγωγές ή νεοεισαχθείσες εταιρίες.

Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές είναι ένας τρόπος αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας και υπόκεινται σε πολλούς νομοθετικούς περιορισμούς και δεσμεύσεις. Από πολλούς ερευνητές θεωρείται και σαν ένας εναλλακτικός μηχανισμός για την επίτευξη της επιθυμητής διασποράς ιδιοκτησίας που παράλληλα διασφαλίζει τον εταιρικό έλεγχο μετά την είσοδο στο Χρηματιστήριο.

Μια εισαγωγή θεωρείται επιτυχής όταν διατεθούν όλες οι μετοχές στο επενδυτικό κοινό γεγονός που εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ένας από τους σημαντικότερους είναι ο προσδιορισμός μιας «δίκαιης» τιμής διάθεσης (Fair price) για τις νέες μετοχές. Ο καθορισμός της τιμής εισαγωγής, είναι πολύπλοκος και συνεπάγεται σημαντικούς κινδύνους, τόσο για την εκδότρια εταιρία, όσο και για τον ανάδοχο έκδοσης, ο οποίος είναι υπεύθυνος για την όλη διαδικασία εισαγωγής της επιχείρησης στο χρηματιστήριο και αναλαμβάνει την ευθύνη διάθεσης των νέων μετοχών στην αγορά. Στις περιπτώσεις όπου η τιμή εισαγωγής / διάθεσης διαμορφώνεται σε επίπεδα υψηλότερα από την τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρας



διαπραγμάτευσης, αυτή χαρακτηρίζεται υπέρ-τιμημένη (over priced), ενώ στην αντίθετη περίπτωση, υπό-τιμημένη (under priced).

Οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές παγκοσμίως είναι γενικά υποτιμημένες. Ο κυριότερος λόγος για την υποτίμηση μιας Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής είναι να δημιουργήσει σημαντικό ενδιαφέρον για τη μετοχή που για πρώτη φορά τίθεται σε δημόσια διαπραγμάτευση. Αυτό το γεγονός έχει σαν συνέπεια οι επενδυτές που συμμετέχουν στην Αρχική Δημόσια Εγγραφή να αποκομίζουν κέρδη. Ωστόσο, η πολιτική της υποτίμησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών καταλήγει στο φαινόμενο «να αφήνονται χρήματα στο τραπέζι» (“money left on the table”), δηλαδή κεφάλαια που θα μπορούσε να είχε κερδίσει η εταιρεία εάν η μετοχή είχε προσφερθεί σε υψηλότερη τιμή.

Αντιθέτως, σε περίπτωση υπερτίμησης η μετοχή προσφέρεται στο κοινό σε υψηλότερη τιμή από αυτή που η αγορά «είναι διατεθειμένη να πληρώσει» και τότε οι ανάδοχοι της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής θα έχουν πρόβλημα στη διάθεση των μετοχών καθώς κάποιος αριθμός αυτών θα μείνει αδιάθετος.

Τέσι, οι επενδυτικές τράπεζες προσέχουν ιδιαίτερα όταν τιμολογούν μια Αρχική Δημόσια Εγγραφή, και προσπαθούν να επιτύχουν μια τιμή η οποία να είναι αρκετά χαμηλή έτσι ώστε να προκαλέσει το ενδιαφέρον των επενδυτών αλλά ταυτόχρονα θα είναι και αρκετά υψηλή ώστε η εκδότρια εταιρεία να αποκομίσει ένα επαρκές ύψος κεφαλαίων από αυτή.

Στην παρούσα εργασία διερευνάται η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής και ειδικότερα το ύψος των αρχικών αποδόσεων (φαινόμενο της υποτίμησης). Στόχος της εργασίας είναι: α) η παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου που ισχύει σήμερα στην χώρα μας για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μετά και τις τελευταίες τροποποιήσεις στον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου καθώς επίσης και τις αλλαγές στη Χρηματιστηριακή νομοθεσία που επέφερε ο Νόμος 3371/2005, β) η παρουσίαση των θεωριών που έχουν αναπτυχθεί από τις τελευταίες δεκαετίες και εξηγούν την υποτιμολόγηση Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών γ) η εμπειρική διερεύνηση της υποτίμησης σε ένα δείγμα Δημόσιων Εγγραφών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2001-2006 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η προσπάθεια ερμηνείας των αποτελεσμάτων και η σύγκριση των αποτελεσμάτων των εργασιών άλλων επιστημόνων με τα αποτελέσματα της εν λόγω εργασίας.



Η παρούσα Διατριβή αποτελείται από οχτώ (8) συνολικά κεφάλαια. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο του Ελληνικού Χρηματιστηρίου και γίνεται εκτενής αναφορά στις προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί μια επιχείρηση για να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο τόσο στην κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης όσο και στην κατηγορία Μικρής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης. Επίσης περιγράφεται αναλυτικά η διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής ενώ στο τελευταίο τμήμα του κεφαλαίου παρουσιάζεται ο ρόλος και η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια σύντομη ιστορική επισκόπηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, οι διαφορές μεταξύ Ευρωπαϊκών και Αμερικανικών Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών καθώς και οι λόγοι για τους οποίους ένας επιχειρηματίας μπορεί να αποφασίσει να εισαγάγει την επιχείρησή του στο Χρηματιστήριο και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχει η απόφαση εισαγωγής.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι θεωρίες που εξηγούν το φαινόμενο της υποτίμησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Αναλύονται οι θεωρίες που βασίζονται στις υποθέσεις της ασύμμετρης και συμμετρικής πληροφόρησης, θεωρίες που βάση ανάλυσης έχουν την διασπορά της ιδιοκτησίας και λοιπές θεωρίες που δεν ομαδοποιούνται στις παραπάνω κατηγορίες.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση της βιβλιογραφίας και στο έκτο κεφάλαιο γίνεται περιγραφή του προς ανάλυση δείγματος και παρουσιάζεται η μεθοδολογία στην οποία στηρίζονται οι εκτιμήσεις των αποδόσεων. Στο έβδομο κεφάλαιο παρατίθενται τα αποτελέσματα από την ανάλυση των απλών και επιπλέον αποδόσεων των νέων εισαγωγών και γίνεται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων με αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί διεθνώς.

Τέλος στο όγδοο και τελευταίο κεφάλαιο συνοψίζονται τα συμπεράσματα της παρούσας έρευνας.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύεται εκτενώς το νομικό πλαίσιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μετά και τις πρόσφατες τροποποιήσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και της τροποποίησης του Κανονισμού του. Αναλυτικότερα, στην πρώτη ενότητα του κεφαλαίου εισάγουμε την έννοια της Κεφαλαιαγοράς, στη δεύτερη ενότητα αναλύεται η μορφή υπό την οποία λειτουργεί το Χρηματιστήριο Αθηνών Αξιών σήμερα και τις Αγορές που αυτό περιλαμβάνει, στην τρίτη ενότητα αναπτύσσονται οι προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Αγορά Αξιών του ΧΑ και στην τέταρτη ενότητα του κεφαλαίου περιγράφεται η διαδικασία που ακολουθείται για την εισαγωγή Κινητών Αξιών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, πώς διαμορφώνεται η τιμή διάθεσης και αναλύονται οι έννοιες και ο ρόλος τόσο του Ενημερωτικού Δελτίου όσο και του Αναδόχου. Στην πέμπτη και τελευταία ενότητα αναλύεται ο ρόλος και ο σκοπός ύπαρξης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

2.1 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Ο όρος «Κεφαλαιαγορά» χρησιμοποιείται για να περιγράψει τον μηχανισμό μέσω του οποίου διακινούνται χρηματικά κεφάλαια με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Ο βασικός ρόλος της Κεφαλαιαγοράς συνίσταται στη μεταφορά οικονομικών πόρων από τις πλεονασματικές προς τις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες με σκοπό τη μακροχρόνια αξιοποίησή τους από τις ελλειμματικές. Αυτές με τη σειρά τους καταβάλλουν ένα μέρος της απόδοσης αλλά και μετακυλύουν ένα μέρος του κινδύνου της αξιοποίησης των πόρων στις πλεονασματικές. Βασικό χαρακτηριστικό της Κεφαλαιαγοράς είναι ότι οι πλεονασματικές μονάδες έρχονται σε άμεση επαφή με τις ελλειμματικές μονάδες αφού οι πρώτες αγοράζουν τίτλους που εκδίδουν οι δεύτερες χωρίς να απαιτείται η διαμεσολάβηση κάποιου φορέα ή οργανισμού που να συλλέξει τους πόρους των πλεονασματικών μονάδων και να τους αναδιανείμει στις ελλειμματικές μονάδες όπως γίνεται στην αγορά χρήματος που απαιτείται η διαμεσολάβηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οργανισμών. Επίσης το χαρακτηριστικό των προϊόντων που διαπραγματεύονται στην αγορά αυτή



είναι ότι έχουν χαμηλό βαθμό ρευστοποίησης και απαιτούν ολοκληρωμένες αγορές για να μπορούν να πραγματοποιούνται. Στην πράξη, το ρόλο των πλεονασματικών μονάδων εκπληρώνουν κυρίως ιδιώτες ή θεσμικοί επενδυτές και αυτό των ελλειμματικών, οι επιχειρήσεις.

Στην Κεφαλαιαγορά διακινούνται μακροπρόθεσμα χρεόγραφα (τίτλοι χρέους), δηλαδή δανειακοί τίτλοι διάρκειας μεγαλύτερης του ενός έτους καθώς και αξιόγραφα (τίτλοι ιδιοκτησίας). Στην κατηγορία των χρεογράφων μακροπρόθεσμης διάρκειας έχουμε:

- τις ομολογίες σταθερού εισοδήματος, δηλαδή δανειακοί τίτλοι που εκδίδονται με σταθερό επιτόκιο,
- τις ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου και
- τις ομολογίες που είναι μετατρέψιμες σε μετοχές. Η τελευταία κατηγορία ομολογιών αποτελεί μια ιδιαίτερη μορφή τίτλων καθώς πρόκειται για δανειακούς τίτλους που μπορούν να μετατραπούν σε τίτλους ιδιοκτησίας (τίτλοι Baladeur). Εδώ έχουμε κεφαλαιοποίηση μακροπρόθεσμου δανεισμού σε μετοχικό κεφάλαιο. Αυτή η μετατροπή θα έχει σαν συνέπεια να αλλάξει και ο ισολογισμός της εταιρείας όπου θα παρουσιάζεται διευρυμένο το μετοχικό κεφάλαιο.

Στην δεύτερη κατηγορία τίτλων, στην κατηγορία των αξιόγραφων έχουμε τις μετοχές. Στους μετοχικούς χρηματιστηριακούς τίτλους έχουμε:

- Τις κοινές μετοχές, όπου οι επενδυτές αποκτούν εταιρική ιδιότητα ως μέτοχοι, συμμετέχουν στον επιχειρηματικό κίνδυνο κατά το ποσό της καταβολής τους και έχουν ισότιμο δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη (Τίτλοι μη σταθερού εισοδήματος).
- Τις προνομιούχες μετοχές, που μπορεί να είναι είτε ονομαστικές είτε ανώνυμες, δεν έχουν δικαίωμα ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της εταιρείας. Έχουν όμως κάποια προνόμια έναντι των κοινών μετοχών όπως δικαίωμα ανάληψης πρώτου μερίσματος, δηλαδή λήψη μερίσματος πριν τις κοινές μετοχές. Επίσης μπορεί να λαμβάνουν μέρισμα ακόμα και στην περίπτωση μη ύπαρξης κερδών, καθώς και δικαίωμα προτίμησης στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ή διακοπής των εργασιών και εκκαθάρισης της εταιρείας. Τέλος, μπορεί να προβλέπεται δικαίωμα μετατροπής των προνομιούχων μετοχών σε κοινές.



- Τις μετοχές επικαρπίας, το χαρακτηριστικό τους είναι ότι δεν χρησιμοποιούνται για άντληση νέων κεφαλαίων από μια εταιρεία.
- Τις Εναλλακτικές μετοχές.
- Τους στεγαστικούς τίτλους, που αποτελούν τίτλους που σχετίζονται με ενυπόθηκα δάνεια.
- Τις ευρωμετοχές, που είναι αποτέλεσμα τις διεθνοποίησης τόσο των μετοχών όσο και της κεφαλαιαγοράς. Η διάθεση νέων μετοχών στο εξωτερικό διευκολύνεται μέσω τραπεζών ή κοινοπραξιών τραπεζών που συγκροτούνται για τον σκοπό αυτό.

2.2 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΗΜΕΡΑ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ιδρύθηκε το έτος 1876. Η λειτουργία του ρυθμιζόταν από έναν υποτυπώδη κανονισμό, ενώ τα θέματα οργάνωσης και διοίκησης παρέπεμπαν σε ένα σύστημα σωματειακού χαρακτήρα. Το 1918 χαρακτηρίστηκε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου και τέθηκε υπό την εποπτεία του Υπουργού Εμπορίου. Με την τροποποίηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας που επήλθε με τον Νόμο 2324/1995 το Χρηματιστήριο Αξιών παύει πλέον να είναι νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου και παίρνει την νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.». Το 1997 ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Το χρηματιστήριο αυτό αρχικά λειτουργησε σαν θυγατρική εταιρεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε., όμως μετά το 2002 τα δυο χρηματιστήρια συγχωνεύθηκαν και φτάσαμε στην νέα ενιαία εταιρεία που υφίσταται σήμερα με την επωνυμία «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.». Λίγο αργότερα, το δημόσιο αποφάσισε την ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών με την διάθεση των μετοχών που κατείχε το ίδιο σε ιδιώτες, απαλλάσσοντάς το από την μετοχική παρουσία του. Με την ιδιωτική πλέον μετοχική σύνθεση συνέχισε την άσκηση της δραστηριότητάς του ως επιχειρηματίας-ιδιώτης.

Μετά την πλήρη ιδιωτικοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και με τις νομοθετικές τροποποιήσεις που ακολούθησαν, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεώθηκε να λάβει άδεια λειτουργίας για τις υφιστάμενες οργανωμένες αγορές του (Ν. 3371/2005). Οι αγορές για τις οποίες ζητήθηκε άδεια λειτουργίας είναι: «η



Αγορά Αξιών» και «η Αγορά Παραγώγων». Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι οι δύο αυτές χρηματιστηριακές αγορές δεν είναι νέες αγορές αλλά λειτουργούσαν ήδη.

Για ιστορικούς λόγους και επειδή το παρελθόν είναι ακόμα πολύ πρόσφατο, δεν θα ήταν άσκοπο να γίνει μια μικρή επιγραμματική αναφορά στο προηγούμενο καθεστώς λειτουργίας της Αγοράς Αξιών. Στην Αγορά Αξιών είχαν δημιουργηθεί τέσσερις υποαγορές, που λειτουργούσαν με τους ίδιους βασικούς κανόνες, τα ίδια όργανα, τους ίδιους επενδυτικούς παράγοντες και κάτω από την ίδια διοίκηση. Η διαφορά τους ήταν ότι η λειτουργία της κάθε υποαγοράς γινόταν σε χρονικά διαφορετικές συνεδριάσεις. Η λειτουργία των υποαγορών σκοπό είχε την εύρυθμη και ορθολογική διαπραγμάτευση και συναλλαγή των εισηγμένων επενδυτικών αξιογράφων, τα οποία στην πλειοψηφία τους ανήκαν σε ανώνυμες εταιρείες ανόμοιων μεγεθών. Έτσι, επιδιώχθηκε μια κατηγοριοποίηση των εισηγμένων αυτών επενδυτικών προϊόντων, ανάλογα με τα ποσοτικά μεγέθη και τις προδιαγραφές ανάπτυξης των εταιρειών στις οποίες ανήκαν. Άλλη κατηγοριοποίηση αφορούσε στη διαπραγμάτευση των μετοχών από την διαπραγμάτευση των υπόλοιπων τίτλων, οι οποίοι ονομάσθηκαν αξίες σταθερού εισοδήματος. Στην τελική τους μορφή, οι υποαγορές της Αγοράς Αξιών και μέχρι την τροποποίηση του Κανονισμού ήταν: *η Κύρια Αγορά, η Παράλληλη Αγορά, η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) και η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (Ε.Α.Γ.Α.Κ.)*.

Σήμερα, στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών λειτουργούν οι εξής αγορές: «η Αγορά Αξιών» και «η Αγορά Παραγώγων». Στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι οι αγορές αυτές είναι ηλεκτρονικές. Η κατηγοριοποίηση των εταιρειών στην Αγορά Αξιών γίνεται σύμφωνα με το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης τους. Αυτές είναι: α) Η κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης (“Big Cap”), όπου εντάσσονται εταιρείες, των οποίων τα ίδια κεφάλαια φτάνουν τα 15.000.000 Ευρώ, β) Η κατηγορία μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (“Mid & Small Cap”) και αφορά εταιρείες που δεν έχουν τα χαρακτηριστικά για να ενταχθούν στην προηγούμενη κατηγορία, γ) Η κατηγορία Αξιών Σταθερού Εισοδήματος, που αφορά, μόνο ομολογίες του δημοσίου τομέα και λοιπούς τίτλους σταθερού εισοδήματος. Επίσης προβλέπονται και δυο άλλες κατηγορίες για εταιρείες που έχουν υποστεί σοβαρές μεταβολές των οικονομικών τους στοιχείων, ώστε πλέον να εμπίπτουν στις ρυθμίσεις που ορίζονται για την κατηγορία *Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών* ή για την *Κατηγορία Επιτήρησης*.



Κλείνοντας, πρέπει να επισημάνουμε ότι ο χώρος στον οποίο δραστηριοποιείται το Χρηματιστήριο, επηρεάζεται από την γενική οικονομική πραγματικότητα, η οποία, δεν χαρακτηρίζεται από σταθερότητα. Οι επενδυτικές ανάγκες τόσο των ιδιωτών όσο και των θεσμικών επενδυτών αλλάζουν. Οι εθνικές και παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις συνεχώς μεταλλάσσονται. Όλα αυτά οδηγούν το «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ», που ασκεί πλέον αυτοτελή οικονομική δραστηριότητα, στην ανάγκη εσωτερικών ανακατατάξεων και αναδιαμορφώσεων μέσω του Κανονισμού του. Έτσι μόνο θα μπορεί να εκσυγχρονίζεται και να συμπορεύεται με τις ανάγκες των καιρών.

2.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Για να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση οι κινητές αξίες στην Αγορά Αξιών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου πρέπει να συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις, οι οποίες προβλέπονται από την χρηματιστηριακή νομοθεσία (Ν. 3371/2005 άρθρα 1-21). Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν τόσο τον εκδότη των κινητών αξιών όσο και τις ίδιες τις κινητές αξίες που θα αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Αφότου γίνει έλεγχος και κριθεί ότι τόσο ο εκδότης όσο και οι κινητές αξίες για τις οποίες πρόκειται, πληρούν τις γενικές προϋποθέσεις εισαγωγής, θα εγκριθεί η εισαγωγή στην συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά. Το Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. έχει υποδιαιρέσει την Αγορά Αξιών του σε μικρότερες ομάδες οπότε η ένταξη των εταιρειών πρέπει να γίνει και σε αυτές, σύμφωνα με τους όρους που διαγράφονται στον Κανονισμό του εν λόγω Χρηματιστηρίου. Στην συνέχεια αναφέρονται οι προϋποθέσεις εισαγωγής που απαιτεί ο νόμος 3371/2005 καθώς και οι πρόσθετες ή επαυξημένες προϋποθέσεις που προβλέπει μόνο για την εισαγωγή στην δική του Αγορά Αξιών, ο Κανονισμός του Χρηματιστηρίου.



2.3.1. ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΚΔΟΤΗ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ)

Α) Προϋποθέσεις που επιβάλλονται από το Ν. 3371/2005 (άρθρο 3)

Νομική Κατάσταση

Η νομική κατάσταση της ανώνυμης εταιρείας, οι μετοχές της οποίας πρόκειται να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, περιλαμβάνει την έγκυρη σύσταση της, τον νόμιμο αριθμό των ιδρυτών της, την νόμιμη συγκρότηση της επωνυμίας της, το σύμφωνο με την νομοθεσία μέγεθος του μετοχικού της κεφαλαίου, τη συνέχιση της παραγωγικής της λειτουργίας και άλλα συναφή. Στη νομική κατάσταση εμπεριέχεται και το πλέγμα των συναλλαγών της, όπως και τα δικαιώματα βιομηχανικής και πνευματικής ιδιοκτησίας που κατέχει. Ενδιαφέρον, επίσης, έχουν και οι δικαστικές εκκρεμότητές της, οι αξιώσεις έναντι τρίτων, οι αξιώσεις των τρίτων εναντίον της κ.λ.π. (άρθρο 3 § 1 Ν. 3371/2005).

Τίδια Κεφάλαια

Το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων, κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής, πρέπει να φθάνουν, τουλάχιστον το ποσό του 1.000.000 Ευρώ. Το μέγεθος αυτό μπορεί να ποικίλει κατόπιν αποφάσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 3 § 2 Ν. 3371/2005). Να σημειώσουμε εδώ ότι με τον όρο Τίδια Κεφάλαια εννοούνται το μετοχικό κεφάλαιο, τα πάσης φύσεως αποθεματικά και τα αποτελέσματα εις νέον.

Οικονομικές Καταστάσεις

Η εταιρεία κατά το χρόνο της αίτησής της για την εισαγωγή της στη συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά, πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή να έχει καταθέσει στην Αρμόδια Αρχή τις οικονομικές της καταστάσεις. Σύμφωνα με τους κανόνες δικαίου που διέπουν την κάθε εταιρεία (συμπεριλαμβανόμενων των αλλοδαπών εταιρειών), πρέπει να έχουν τακτοποιηθεί οι λογιστικής φύσης υποχρεώσεις της, για τις τρεις εταιρικές χρήσεις που προηγούνται εκείνης, κατά την οποία υπέβαλε την αίτηση εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή. Υπάρχει περίπτωση μια εταιρεία να εισαχθεί κατά παρέκκλιση των παραπάνω, μόνο υπό κάποιες συνθήκες που προβλέπονται στη συγκεκριμένη διάταξη (άρθρο 3 § 3 Ν. 3371/2005), όμως σε κάθε τέτοια περίπτωση απαιτείται ειδική εγκριτική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.



B) Προϋποθέσεις που επιβάλλονται από τον Κανονισμό του ΧΑ

Κερδοφορία (άρθρο 202)

Ο Κανονισμός ορίζει ότι, η εταιρεία που επιθυμεί να εισαχθεί στην Αγορά Αξιών του, πρέπει να έχει μια ήδη κερδοφόρο παρουσία στις συναλλαγές. Η ανάγκη επίτευξης κερδών, ως ένδειξη επιτυχούς επιχειρηματικής δράσης, είναι απαραίτητα αφενός για την προστασία του επενδυτικού κοινού όσο και για την υγιή εξέλιξη των συναλλαγών γενικά στη χρηματιστηριακή αγορά.

Σύμφωνα με τη σχετική διάταξη του Κανονισμού, η εταιρεία πρέπει να εμφανίζει για την τριετία που προηγείται της αίτησης εισαγωγής, κέρδη προ φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας, ύψους 4.000.000 Ευρώ. Τα κέρδη αυτά πρέπει να είναι κατανεμημένα στην τριετία, δηλαδή να μην είναι μια χρήση ζημιογόνα ή να έχει επιτύχει ελάχιστα κέρδη και το απαιτούμενο ποσό κερδοφορίας να έχει επιτευχθεί στις άλλες ή σε μια μόνο από τις άλλες εταιρικές χρήσεις. Για να επιβάλλει αυτή την κατανομή, η ίδια διάταξη ορίζει ότι, σε κάθε εταιρική χρήση, τα κέρδη δεν πρέπει να είναι λιγότερα από 1.000.000 Ευρώ.

Φορολογικός Έλεγχος (άρθρο 204)

Ο Κανονισμός απαιτεί από την υπό εισαγωγή εταιρεία να υποβληθεί και σε φορολογικό έλεγχο. Ο έλεγχος αυτός πρέπει να αφορά όλα τα φορολογικά αντικείμενα της εταιρείας και να εκτείνεται σε όλες τις εταιρικές χρήσεις για τις οποίες έχουν δημοσιευθεί οικονομικές καταστάσεις, κατά τον χρόνο της αίτησης εισαγωγής.

Ειδικός Σύμβουλος (sponsor, άρθρο 206)

Ως Ειδικός Σύμβουλος μπορεί να είναι ανώνυμη εταιρεία ειδικού σκοπού. Είναι ΕΠΕΥ (δηλαδή, Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία (ΑΧΕ), Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) του άρθρου 27 § 2 Ν. 2396/1996, ή Πιστωτικό ίδρυμα που έχει λάβει σχετική άδεια από την Τράπεζα Της Ελλάδος), μέλος του Χρηματιστηρίου και το μετοχικό του κεφάλαιο να φθάνει τουλάχιστον στο ύψος που ορίζει ο νόμος, για να έχει τη δυνατότητα να εκτελεί χρέη Αναδόχου σε δημόσια προσφορά Κινητών Αξιών. Ο ειδικός σύμβουλος θα παρέχει τις υπηρεσίες του για τα επόμενα δύο έτη που ακολουθούν την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο. Οι υποχρεώσεις του είναι εκείνες του Ειδικού Διαπραγματευτή. Στη διάρκεια της διετίας που θα παρέχει τις υπηρεσίες του, θα πρέπει να παρεμβαίνει στην διαπραγμάτευση της κινητής αξίας της συγκεκριμένης εταιρείας και μόλις



συμπληρωθούν δώδεκα μήνες διαπραγμάτευσης της στην χρηματιστηριακή αγορά, πρέπει να εκδώσει μια ανάλυση για την εταιρεία. Τέλος έχει την υποχρέωση να κάνει δυο παρουσιάσεις της εταιρείας στους επενδυτές στο Χρηματιστήριο Αθηνών κάθε χρόνο.

Διαφοροποίηση ως προς το επαχθέστερο προϋπόθεσης που προβλέπεται από το νόμο 3371/2005 (άρθρο 200)

Ο Κανονισμός παρενέβη στο περιεχόμενο της προϋπόθεσης που ορίζει ο νόμος, θέτοντας αυστηρότερο όρο. Έτσι, μια εταιρεία που επιθυμεί την εισαγωγή της στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών πρέπει σύμφωνα με την εν λόγω διάταξη να έχει Ιδια Κεφάλαια, τουλάχιστον 3.000.000 Ευρώ αντί 1.000.000 που ορίζει ο νόμος 3371/2005.

2.3.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΤΕΛΟΥΝ ΤΟ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΙΤΗΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

1) Προϋποθέσεις που επιβάλλονται από το Ν. 3371/2005 (άρθρο 4)

Νομική Κατάσταση

Οι μετοχές της εταιρείας, που μετά την εισαγωγή της θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο πρέπει να έχουν την ονομαστική αξία που προκύπτει από το νόμο και το καταστατικό, να χαρακτηρίζονται από την αρχή της ισότητας και κυρίως να μην είναι άκυρες για οποιονδήποτε λόγο.

Ελεύθερη διαπραγμάτευση

Οι μετοχές εισηγμένων εταιρειών υπόκεινται σε διαπραγμάτευση στην Αγορά Αξιών. Άρα, είναι σε καθημερινή βάση υποκείμενα ανώνυμης ηλεκτρονικής συναλλαγής. Πρέπει λοιπόν, να μην υπάρχει κανένα εμπόδιο ή δέσμευση για την ελεύθερη διαπραγμάτευσή τους. Έτσι, ο νόμος απαιτεί να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες και πλήρως αποπληρωμένες (άρθρο 4 § 2 Ν. 3371/2005). Οι δεσμευμένες μετοχές πρέπει να αποδεσμευτούν και οι μη αποπληρωμένες να αποπληρωθούν. Αυτές οι δυο απαιτήσεις τίθενται αφού αφενός θα υπάρχει τεχνική αδυναμία διεξαγωγής της χρηματιστηριακής συναλλαγής αν δεν πληρούνται και αφετέρου, η άϋλη μορφή των εισηγμένων μετοχών και ο ηλεκτρονικός τρόπος της χρηματιστηριακής τους διαπραγμάτευσης, συνεπάγονται την αδυναμία διάκρισης του



φορέα των μετοχικών δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, όπως και τον προσδιορισμό των τελευταίων κατά την κατάρτιση της χρηματιστηριακής σύμβασης.

Διασπορά

Μια επίσης σημαντική εκ του νόμου προϋπόθεση που θεωρείται ενδεικτική της εμπορευσιμότητας των υπό εισαγωγή μετοχών είναι το εύρος του χώρου (διασπορά) που καταλαμβάνουν στις συναλλαγές, κατά τον χρόνο που εικρεμεί η εισαγωγή τους, οι μετοχές αυτές (άρθρο 4 § 4 Ν. 3371/2005). Με τον όρο διασπορά εννοούμε την κατανομή των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό της εταιρείας που ζητά να εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Η προϋπόθεση αυτή ήταν όρος εισαγωγής και στο προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς του χρηματιστηρίου. Το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού για τη μετοχή, αποδεικνύεται με την εμπορευσιμότητά της και την μέσω αυτής επίτευξη διασποράς. Η διασπορά όμως, για να μπορεί να εκληφθεί σαν ένδειξη συνεχούς και υψηλής εμπορευσιμότητας, θα πρέπει να είναι και επαρκής. Δηλαδή η έκτασή της να είναι τέτοια που να επιβεβαιώνει την σκοπιμότητα της εισαγωγής των συγκεκριμένων μετοχών στο χρηματιστήριο. Ποσοτικά η επαρκής διασπορά ορίζεται ως τουλάχιστον το 25% των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή να είναι κατανεμημένο στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Η επαρκής διασπορά θα πρέπει να έχει επιτευχθεί το αργότερο μέχρις ότου το Χρηματιστήριο αποφασίσει την εισαγωγή.

Δημόσια Εγγραφή

Η εξασφάλιση της επαρκούς διασποράς μιας κινητής αξίας πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, θα πρέπει να γίνει με διάθεσή της στο επενδυτικό κοινό από τον εκδότη της. Η διαδικασία αυτή καλείται δημόσια εγγραφή ή δημόσια προσφορά κινητών αξιών. Η δημόσια εγγραφή είναι μια γενική διαδικασία που εφαρμόζεται όχι μόνο για την εισαγωγή μετοχών στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές αλλά και για την εισαγωγή και άλλων κινητών αξιών.

Ένας γενικός ορισμός της έννοιας της δημόσιας εγγραφής δίνεται στον νόμο 3401/2005 (άρθρο 2 § 1) όπου συγκεκριμένα αναφέρει: «Δημόσια προσφορά κινητών αξιών είναι η δημόσια ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και παρέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή εγγραφής και τις προσφερόμενες υφιστάμενες ή νέες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή του για την αγορά αυτών των κινητών αξιών».



Η διαδικασία αυτή γίνεται είτε με διάθεση των ήδη υφιστάμενων μετοχών, ή με διάθεση νέων, που θα προκύψουν μετά από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της υπό εισαγωγή ανώνυμης εταιρείας. Το ότι οι δύο αυτές περιπτώσεις ταυτίζονται εννοιολογικά κάτω από την ίδια έκφραση «Δημόσια Εγγραφή», αναφέρεται ρητά στο άρθρο 1 § 4 Ν. 3371/2005.

Εάν πρόκειται για διάθεση μετοχών που ήδη υπάρχουν, η «Δημόσια Προσφορά» έχει την έννοια της προσφοράς από τους ήδη μετόχους προς το επενδυτικό κοινό, των μετοχών που πρέπει να μεταβιβαστούν για να επιτευχθεί η επαρκής διασπορά. Για να πραγματοποιηθεί αυτή η διαδικασία παρεμβάλλεται Ανάδοχος και ακολουθείται ειδική τυπική διαδικασία.

Εάν πρόκειται για διάθεση νέων μετοχών, δηλαδή μετοχών που προέκυψαν από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της υπό εισαγωγή εταιρείας, μιλάμε για «Δημόσια Εγγραφή». Στην περίπτωση αυτή, οι υπάρχοντες μέτοχοι της εταιρείας παραιτούνται των δικαιωμάτων προτίμησης στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, προκειμένου να διατεθούν οι νέες μετοχές σε τρίτους, ώστε να επιτευχθεί επαρκής διασπορά.

Και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις, ως επαρκής διασπορά θεωρείται ότι είναι η διάθεση μετοχών προς το ευρύ κοινό που καλύπτει τουλάχιστον ποσοστό 25% επί του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται εισαγωγή.

2) Προϋποθέσεις που επιβάλλονται από τον Κανονισμό του ΧΑ, σε ήδη προβλεπόμενες από το Ν. 371/2005 προϋποθέσεις.

Δημόσια Προσφορά μετοχών (άρθρο 218)

Ο πρόσθετος όρος που επιβάλλει ο Κανονισμός είναι ποσοτικός και αφορά μόνο την πρωτογενή διάθεση μετοχών, δηλαδή μετοχών όταν εισάγονται στην Χρηματιστηριακή Αγορά Αξιών, για πρώτη φορά του συγκεκριμένου εκδότη. Ο όρος συνίσταται στο ότι η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να φθάνει τουλάχιστον τα 2.000.000 Ευρώ.

Επαρκής διασπορά (άρθρο 203 § 4)

Ο Κανονισμός επαναλαμβάνοντας στο άρθρο 203 § 4, ρύθμιση του προηγούμενου νομοθετικού καθεστώτος (άρθρο 3 II § 4 περιπ. ά Π.Δ. 350/1985) απαιτεί, οι μετοχές οι οποίες πρόκειται να εασαχθούν στην Αγορά Αξιών, να είναι



κατανεμημένες σε 2000 τουλάχιστον πρόσωπα, καθένα από τα οποία δεν πρέπει να κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου τους.

Λήψη πρόσθετων μέτρων κατά περίπτωση (άρθρο 216, 217)

Ο Κανονισμός, παρέχει στο Χρηματιστήριο τη δυνατότητα να επιβάλλει τη λήψη πρόσθετων μέτρων ώτε να ζητήσει την υποβολή πρόσθετων στοιχείων σε περιπτώσεις εταιρειών που έχει θεωρήσει το Χρηματιστήριο απαραίτητο κάτι τέτοιο. Στο άρθρο 216 του Κανονισμού αναφέρεται ότι ένας λόγος ικανός για την επιβολή λήψης πρόσθετων μέτρων είναι η προστασία του επενδυτικού κοινού και στο άρθρο 217 ότι η εταιρεία έχει γνωστοποιήσει στοιχεία στο Χρηματιστήριο ανεπαρκή για την αξιολόγησή της.

2.3.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΤΗΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

I) Προϋποθέσεις της Κατηγορίας Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης (άρθρο 207 του Κανονισμού)

Στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης εντάσσεται μια εταιρεία αν πληροί κάποιες προϋποθέσεις: α) Τα ίδια Κεφάλαια της εταιρείας κατά το χρόνο που υποβάλει την αίτηση εισαγωγής, είναι κατά πολύ υψηλότερα από το ποσό που ορίζεται ως όριο εισαγωγής. Πρέπει δηλαδή να φτάνουν τουλάχιστον τα 15.000.000 Ευρώ, β) Η κερδοφορία της τελευταίας τριετίας πριν την εισαγωγή να είναι επίσης αρκετά υψηλότερη από το απαιτούμενο για την εισαγωγή όριο. Πρέπει να φτάνει προ φόρων το ποσό των 12.000.000 Ευρώ. Τα κέρδη αυτά πρέπει να κατανέμονται ομοιόμορφα μέσα στα τρία έτη, γ) Το ύψος της συνολικής κεφαλαιοποίησης της εταιρείας να είναι τουλάχιστον 100.000.000 Ευρώ. Σύμφωνα με το άρθρο 208 του κανονισμού, αν μια εταιρεία ενταχθεί σε αυτή την Κατηγορία Κεφαλαιοποίησης απαλλάσσεται από κάποιες υποχρεώσεις που ορίζει ο Κανονισμός στις άλλες Κατηγορίες. Συγκεκριμένα, δεν έχει υποχρέωση να ορίσει ειδικό σύμβουλο (άρθρο 206) και οι μεγαλομέτοχοί της δεν είναι υποχρεωμένοι, τον πρώτο χρόνο της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης, να περιορίσουν σε ποσοστό 25% τις πωλήσεις των μετοχών που κατέχουν (άρθρο 205). Υπόκεινται όμως σε πρόσθετες υποχρεώσεις, οι οποίες στο σύνολό τους είναι υποχρεώσεις παροχής πληροφοριών και ανακοινώσεων στο επενδυτικό κοινό που έχουν σχέση με τις εισηγμένες κινητές αξίες και με τα συνυφασμένα με αυτές δικαιώματα των επενδυτών.



Η ένταξη μια ανώνυμης εταιρείας σε αυτή την Κατηγορία δεν σημαίνει και την ανεξέλεγκτη παραμονή της σε αυτή. Κάθε εξάμηνο υφίσταται τακτική αναθεώρηση κατά τη οποία μπορεί να γίνουν ανακατατάξεις από μια Κατηγορία σε άλλη, με βάση το αν πληρούνται ή όχι τα κριτήρια του άρθρου 210 και τα οποία ελάχιστα διαφέρουν από εκείνα που απαιτούνται για την αρχική ένταξη. Έτσι, μια εταιρεία μπορεί να μεταβεί από την Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης σε αυτή της Μεσαίας ή Μικρής Κεφαλαιοποίησης αν σε δυο διαδοχικές αναθεωρήσεις διαπιστωθεί ότι δεν ικανοποιείται τουλάχιστον ένα από τα απαιτούμενα κριτήρια.

**II) Προϋποθέσεις της Μικρής και Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης (άρθρο 197
§ 2 του Κανονισμού)**

Οι προϋποθέσεις που απαιτούνται για την ένταξη σε αυτή την Κατηγορία δεν ορίζονται αναλυτικά στον Κανονισμό με ειδική διάταξη. Στο άρθρο 197 § 2 μονάχα αναφέρεται ότι οι εταιρείες που δεν ικανοποιούν τα κριτήρια κατάταξης στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, κατά την εισαγωγή των κινητών αξιών τους στο χρηματιστήριο, υπάγονται στην Κατηγορία Μικρής ή Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης. Όμοια με την προηγούμενη Κατηγορία Κεφαλαιοποίησης έτσι και εδώ γίνονται τακτικές αναθεωρήσεις των εισηγμένων εταιρειών, οπότε και μπορεί να καταταγούν σε άλλη Κατηγορία Κεφαλαιοποίησης βάσει κάποιων κριτηρίων που ορίζει ο Κανονισμός.

III) Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών (άρθρο 211)

Στην κατηγορία αυτή μεταπίπτουν εταιρείες χαμηλών προδιαγραφών και μικρών προοπτικών ανάκαμψης. Στην Κατηγορία δηλαδή αυτή, μεταφέρεται όποια εταιρεία δεν μπορεί να ανταποκριθεί πια στις διαπραγματευτικές και άλλες απαιτήσεις της Κατηγορίας στην οποία, κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, εντάχθηκε.

IV) Κατηγορία Επιτήρησης (άρθρο 212)

Ο ρόλος της Κατηγορίας αυτής είναι όμοιος με της παραπάνω Κατηγορίας, μόνο που η διαφορά της είναι ότι τα κριτήρια της μεταφοράς μιας εταιρείας σε αυτή είναι δυσμενέστερα από εκείνα της Κατηγορίας των Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών. Αποδεικνύουν δε, ότι η εταιρεία είναι σε πολύ δυσμενή οικονομική θέση.



2.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

Στο άρθρο 247 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου προσδιορίζεται η διαδικασία εισαγωγής νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο. Η διαδικασία αυτή μπορεί να διακριθεί σε τρία διαδοχικά στάδια, μετά το τέλος των οποίων ακολουθεί η έγκριση εισαγωγής και τελικά η έναρξη της διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών. Τα στάδια αυτά είναι: 1) Το Προστάδιο, 2) Η Κυρίως Διαδικασία και 3) Η έναρξη της Χρηματιστηριακής Διαπραγμάτευσης.

Προστάδιο

1. Επιλογή του Συμβούλου

Ως σύμβουλος νοείται το πρόσωπο το οποίο παρέχει κάθε είδους συμβουλευτικές υπηρεσίες στην εκδότρια εταιρεία και τον Ανάδοχο, ως προς τη διεξαγωγή και τη διαχείριση της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής. Ο Σύμβουλος πρέπει να αναφέρεται στο Ενημερωτικό Δελτίο με την ιδιότητά του αυτή και συνδέεται με τον εκδότη των κινητών αξιών με σύμβαση, όπου το περιεχόμενό της σχετίζεται με τις συμβουλευτικές υπηρεσίες του Συμβούλου.

2. Επιλογή Αναδόχου ή Αναδόχων

Ανάδοχοι μπορεί να ορισθούν περισσότεροι του ενός. Αυτό το συμπέρασμα προκύπτει από όλες τις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού και προσδιορίζεται επίσης ποιος είναι ο Κύριος Ανάδοχος και οι υποανάδοχοι στην περίπτωση που υπάρχουν πολλοί Ανάδοχοι. Στο Ενημερωτικό Δελτίο πρέπει να αναφέρεται ποιός ή ποιοί έχουν την ιδιότητα του Κύριου Αναδόχου. Η διάκριση αυτή είναι πολύ σημαντική καθώς όλο τον συντονισμό της διαδικασίας εισαγωγής σε όλα τα στάδια και την αποφασιστική αρμοδιότητα για τη σύνταξη, την υποβολή, τη δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου και την υπογραφή του φέρει αυτός. Ουσιαστικά το μεγαλύτερο βάρος για την διεκπεραίωση του σύνθετου έργου της Αναδοχής, το φέρει πρωταρχικά ο Κύριος Ανάδοχος. Οι υπόλοιποι απλοί Ανάδοχοι εφόσον υπάρχουν, δρουν βοηθητικά του Κύριου στην εκτέλεση των καθηκόντων Αναδοχής.

Ο Κανονισμός φροντίζει και για την εξασφάλιση της αμεροληψίας, τόσο του Αναδόχου όσο και των Συμβούλων κατά την διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής, με την έννοια του περιορισμού που επιβάλλεται στα φυσικά πρόσωπα που



απασχολούνται στον Ανάδοχο και στον Σύμβουλο και τους απαγορεύει να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικά στελέχη της εκδότριας εταιρείας.

3. Επιλογή των προσώπων που θα ενεργήσουν το νομικό, οικονομικό, λογιστικό και φορολογικό έλεγχο της υπό εισαγωγή εταιρείας.

Οι παραπάνω έλεγχοι είναι αναγκαία προαπαιτούμενα για να προχωρήσει η διαδικασία και συγκροτούν μέρος του Ενημερωτικού Δελτίου. Τα πρόσωπα αυτά, κατά κανόνα υποδεικνύονται από τον Ανάδοχο χάρη στην εμπιστοσύνη που υπάρχει μεταξύ τους, αφού και τα πορίσματά τους θα αποτελέσουν τη βάση σύνταξης του Ενημερωτικού Δελτίου. Και σε αυτή την περίπτωση τα πρόσωπα αυτά δεν πρέπει να έχουν καμία εξάρτηση από την εκδότρια εταιρεία.

Κυρίως Διαδικασία

Η Κυρίως διαδικασία ξεκινάει με την υποβολή, από την υπό εισαγωγή εταιρεία, αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο. Την αίτηση αυτή υποβάλλει η εκδότρια εταιρεία από κοινού με τον Ανάδοχο. Στην αίτηση αυτή ο εκδότης έχει το δικαίωμα να ζητάει επικουρικά την εισαγωγή της εταιρείας του και σε άλλη Κατηγορία από εκείνη στην οποία αναφέρεται το κυρίως αίτημά του. (άρθρο 247 § 1 Κανονισμού). Την αίτηση συνοδεύουν μια σειρά δικαιολογητικών που αφορούν διαδικαστικές λεπτομέρειες και ορίσθηκαν από την υπ' αριθμόν 38/24-11-2005 Απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑ. Τα δικαιολογητικά που απαιτούνται, απαριθμούνται στο άρθρο 1 της απόφασης και αναφέρονται στην εισαγωγή μετοχών κοινών ανωνύμων εταιρειών. Στο άρθρο 2 ορίζονται τα δικαιολογητικά για τις κατασκευαστικές εταιρείες στο άρθρο 3 για τις ασφαλιστικές και στο άρθρο 4 για τις ναυτιλιακές. Στα δικαιολογητικά, πέραν των διαδικαστικών λεπτομερειών, πρέπει να γίνεται και ειδική μνεία για την επαρκή διασπορά των μετοχών. Εδώ απαιτείται από την Απόφαση να υποβληθεί και αναλυτική κατάσταση με τα στοιχεία των προσώπων που κατέχουν μετοχές κατά τον χρόνο της αίτησης εισαγωγής. Επίσης, ο Ανάδοχος πρέπει να βεβαιώνει ότι η διαδικασία επίτευξης της διασποράς που απαιτεί ο Κανονισμός είναι νόμιμη.

Εάν δεν υπάρχει η απαιτούμενη από τον Κανονισμό διασπορά, αυτή μπορεί να επιτευχθεί μέσα από την διαδικασία της Δημόσιας Προσφοράς. Για να ακολουθήσει η εταιρεία αυτή την οδό επίτευξης επαρκούς διασποράς πρέπει κατ' αρχάς να λάβει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στη συνέχεια να υποβάλλει σχετική αίτηση. Η αίτηση αυτή είναι ανεξάρτητη από την αίτηση που



υποβάλλεται στην επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του Ενημερωτικού δελτίου.

Το Χρηματιστήριο, με βάση την αίτηση του εκδότη και τα δικαιολογητικά που υποβλήθηκαν, εξετάζει τόσο αν ο εκδότης όσο και οι υπό εισαγωγή κινητές αξίες πληρούν τις προϋποθέσεις που τίθενται τόσο από το Ν. 3371/2005 όσο και από τον Κανονισμό που αναλύσαμε εκτενώς στην προηγούμενη ενότητα της παρούσας μελέτης. Στην περίπτωση που διαπιστωθεί ότι οι προϋποθέσεις αυτές ικανοποιούνται, θα εγκριθεί η αίτηση και θα συνεχιστεί η διαδικασία για την έγκριση πλέον της εισαγωγής των κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο. Σε αντίθετη περίπτωση, ενημερώνεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η διαδικασία τερματίζεται. Η απόφαση αυτή κοινοποιείται και στον εκδότη και τον Κύριο Ανάδοχο, οι οποίοι μπορούν μέσα σε διάστημα 10 ημερών από την γνωστοποίηση της απόφασης να υποβάλλουν αίτηση για την ανάκλησή της.

Στην επόμενη φάση της διαδικασίας αυτής, που είναι η έγκριση της εισαγωγής των κινητών αξιών, πρέπει η υπό εισαγωγή εταιρεία και πάλι να υποβάλλει μια σειρά δικαιολογητικών. Τα δικαιολογητικά αυτά αφορούν τόσο την περίπτωση που έχει γίνει δημόσια προσφορά όσο και εκείνη που η επαρκής διασπορά είχε επιτευχθεί και χωρίς αυτήν. Η απόφαση για την εισαγωγή των κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο εκδίδεται το αργότερο μέσα σε ένα μήνα από την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου οπότε κοινοποιείται στον εκδότη και δημοσιεύεται στο δελτίο τιμών του Χρηματιστηρίου. Έτσι, η δημοσιοποίησή της σε κάθε επενδυτή είναι βέβαιη.

Στις περιπτώσεις που έχει προηγηθεί δημόσια προσφορά για την επίτευξη της επαρκούς διασποράς, τα δικαιολογητικά είναι περισσότερα και με πληθώρα τυπικών και διαδικαστικών λεπτομερειών. Επισημαίνουμε ιδιαίτερα ότι υποβάλλεται αντίγραφο της Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την οποία εγκρίθηκε το Ενημερωτικό Δελτίο και δόθηκε άδεια για δημόσια προσφορά. Έτσι, βεβαιώνεται ότι ακολουθήθηκαν τα νόμιμα. Επίσης, πρέπει να υποβληθεί η επιστολή του Αναδόχου, με την οποία δηλώνεται ότι πληρούται το κριτήριο της διασποράς. Τέλος, το πιο σημαντικό είναι ο προσδιορισμός της τιμής έναρξης διαπραγμάτευσης των μετοχών που εισάγονται. Η τιμή αυτή δεν μπορεί να διαφέρει από την τιμή διάθεσης των μετοχών στην δημόσια προσφορά.



Έναρξη Χρηματιστηριακής Διαπραγμάτευσης

Το τρίτο στάδιο αφορά την έναρξη της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών των οποίων εγκρίθηκε η εισαγωγή κατά τα παραπάνω. Και για το τελευταίο αυτό στάδιο η εκδότρια εταιρεία υποβάλλει μέσω του Κύριου Αναδόχου σωρεία δικαιολογητικών που ανάγονται κυρίως στην τακτοποίηση τυπικών διατυπώσεων και άλλων οικονομικών θεμάτων που σχετίζονται με την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο. Η διαπραγμάτευση των κινητών αξιών ξεκινάει μέσα σε 15 ημέρες από την ημερομηνία εγκρίσεως της εισαγωγής τους (άρθρο 247 του Κανονισμού).

Διαδικασία προσδιορισμού της τιμής εισαγωγής

Η τιμή διάθεσης των μετοχών των εταιριών που εισάγονται με την διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής καθορίζεται με δύο μεθόδους. Η πρώτη είναι η μέθοδος της προκαθορισμένης τιμής ή ανοιχτής προσφοράς (*fixed price or open offer*) και η άλλη είναι η μέθοδος του βιβλίου προσφορών (*book building*). Διεθνώς και ιδιαίτερα στις ΗΠΑ η μέθοδος του βιβλίου προσφορών είναι η πλέον διαδεδομένη, ενώ σταδιακά όλο και περισσότερες χώρες τείνουν να τιμολογούν τις νέες εισαγωγές βάση αυτής της μεθόδου.

Στην χώρα μας οι αποφάσεις 13/174/26.10.1999 και 201/10.10.2000 (ΦΕΚ 1419/22.11.2000), της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την διαδικασία των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών είναι αυτές που ορίζουν ακριβώς τους όρους και τις προϋποθέσεις για την μέθοδο τιμολόγησης του βιβλίου προσφορών. Όταν γίνεται χρήση της μεθόδου του βιβλίου προσφορών, η τιμή εισαγωγής των μετοχών που διατίθενται με Αρχική Δημόσια Εγγραφή, προσδιορίζεται το διήμερο που ακολουθεί την λήξη της περιόδου εγγραφών και ανακοινώνεται μέσω του Τύπου (για ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές).

Η τιμή εισαγωγής διαμορφώνεται από τις προσφορές των θεσμικών επενδυτών -οι οποίες καταγράφονται στο βιβλίο προσφορών- ενώ παράλληλα «τρέχουν» και οι εγγραφές των ιδιωτών επενδυτών, οι οποίοι εγγράφονται με τιμή αναφοράς την ανώτερη του εύρους τιμών. Οι προσφορές των θεσμικών επενδυτών, υποβάλλονται μέσω των αναδόχων εντός του δεσμευτικού ορίου τιμών το οποίο έχει ορίσει ο ανάδοχος, το αργότερο μέχρι την προηγούμενη έναρξης των εγγραφών, μέσω ανακοίνωσης στον Τύπο. Η διαφορά μεταξύ της ανώτερης και κατώτερης τιμής του εύρους δεν μπορεί να ξεπερνά το 10%. Οι προσφορές που πραγματοποιούν οι θεσμικοί επενδυτές, βάση των οποίων διαμορφώνεται και η τελική τιμή εισαγωγής



πρέπει απαραίτητα να περιλαμβάνουν (α) τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει ο επενδυτής στην τελική τιμή που θα διαμορφωθεί από την διαδικασία (β) το συνολικό ποσό χρημάτων που επιθυμεί να επενδύσει ανεξάρτητα από την διαμορφωθείσα τιμή εισαγωγής (γ) τον συνολικό αριθμό μετοχών ή / και την συνολική αξία χρημάτων που επιθυμεί να επενδύσει με περιορισμό ανώτερης τιμής και τέλος (δ) ως και τρεις διαφορετικούς αριθμούς μετοχών που επιθυμεί να αποκτήσει με δύο τουλάχιστον διαφορετικές μεταξύ τους τιμές. Το βιβλίο προσφορών, το διαχειρίζεται ο ανάδοχος έκδοσης, ο οποίος δέχεται τις προσφορές των θεσμικών επενδυτών μέχρι την 16:00 της τελευταίας ημέρας εγγραφών. Την επομένη κλεισίματος του βιβλίου, γίνεται ο προσδιορισμός της τελικής τιμής εισαγωγής και η κατανομή των τίτλων ανά επενδυτή (Jenkinson, Howard (2004) and Sherman (2000)).

Ενημερωτικό Δελτίο

Το Ενημερωτικό Δελτίο πρόκειται για ένα πληροφοριακό έντυπο. Απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό και περιέχει όλα τα απαραίτητα στοιχεία για να διαμορφώσουν οι επενδυτές και οι σύμβουλοί τους γνώμη, τόσο για τον εκδότη όσο και για τις κινητές αξίες, είτε πρόκειται για απόκτηση των κινητών αξιών σε αρχική δημόσια εγγραφή, είτε μετά από διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο.

Αναφορικά με τον εκδότη, οι πληροφορίες που δίνονται, πρέπει να αναφέρονται στα περιουσιακά του στοιχεία, τις υποχρεώσεις που τον βαρύνουν, την οικονομική του κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημιές αλλά και τις προοπτικές προόδου και ανάπτυξης που έχει. Επίσης, στις πληροφορίες αυτές πρέπει να περιλαμβάνονται και ουσιώδη χρηματοοικονομικά στοιχεία, η κεφαλαιοποίησή του, ο τρόπος με τον οποίο θα διατεθούν τα κεφάλαια που πρόκειται να αντληθούν από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο αλλά και πιθανούς παράγοντες κινδύνου και τυχόν ανασκόπηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Όσο αφορά τις κινητές αξίες, οι οποίες είναι το αντικείμενο εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, οι πληροφορίες πρέπει να έχουν σχέση με την οργανωμένη αγορά στην οποία πρόκειται να εισαχθούν και με κάθε άλλη σχετική με την αγορά αυτή πληροφορία (όπως για παράδειγμα η Κατηγορία Κεφαλαιοποίησης στην οποία πρόκειται να ενταχθούν εάν πρόκειται για εισαγωγή στην Αγορά Αξιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών). Άλλο στοιχείο που πρέπει να περιλαμβάνεται είναι ο αριθμός και το ποσοστό των κινητών αξιών που διατίθενται στην Δημόσια Εγγραφή.



Ιδιαίτερη όμως αναφορά πρέπει να γίνει στα δικαιώματα που είναι ενσωματωμένα στις κινητές αυτές αξίες. Τέλος, σε ότι σχετίζεται με τις κινητές αξίες, σημαντική πληροφορία για το επενδυτικό κοινό είναι η αναμενόμενη τιμή ή τιμή διάθεσης στην οποία θα προσφερθούν οι κινητές αξίες ή η μέθοδος προσδιορισμού της. Οι επενδυτές, από την επίσημη αυτή ενημέρωση και κατόπιν αξιολόγησης του πληροφοριακού υλικού που τους παρέχει το ενημερωτικό δελτίο, θα διαμορφώσουν άποψη για την υπό εισαγωγή ανώνυμη εταιρεία και τις κινητές της αξίες και τελικά θα είναι σε θέση να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν ή όχι στις εν λόγω κινητές αξίες. Τα υπεύθυνα πρόσωπα για το περιεχόμενο του Ενημερωτικού Δελτίου είναι ο εκδότης των κινητών αξιών και ο Ανάδοχος. Τα πρόσωπα αυτά πρέπει να βεβαιώνουν με δηλώσεις τους που περιλαμβάνονται στο Ενημερωτικό Δελτίο, ότι: «καθόσον γνωρίζουν, οι πληροφορίες που περιέχονται στο Ενημερωτικό Δελτίο είναι αληθείς και δεν υπάρχουν παραλείψεις που να αλλοιώνουν το περιεχόμενό του» (άρθρο 6 Ν. 3401/2005).

Το Ενημερωτικό Δελτίο είναι έγγραφο και μπορεί να καταρτίζεται είτε σε ενιαία μορφή, είτε σε ξεχωριστά έγγραφα. Εάν επιλεγεί η δεύτερη μορφή, τα χωριστά έγγραφα που συνολικά αποτελούν το Ενημερωτικό Δελτίο είναι το έγγραφο αναφοράς, το οποίο περιλαμβάνει τις πληροφορίες που αφορούν τον εκδότη, το σημείωμα κινητών αξιών, που περιέχει πληροφορίες για τις κινητές αξίες και το περιληπτικό σημείωμα, το οποίο πάντοτε συνοδεύει το Ενημερωτικό Δελτίο, είτε αυτό έχει συνταχθεί σαν ενιαίο έγγραφο, είτε με την μορφή χωριστών εγγράφων (άρθρο 5 § 2 Ν. 3401/2005). Το τελευταίο αυτό έγγραφο περιέχει συνοπτικά τις σημαντικότερες πληροφορίες που περιλαμβάνονται στα δυο προηγούμενα έγγραφα.

Η έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου είναι αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφού ελέγξει τα σύμφωνα με το νόμο απαραίτητα κριτήρια έγκρισης του Ενημερωτικού Δελτίου και το εγκρίνει, κοινοποιεί την απόφασή της στα πρόσωπα που το κατέθεσαν προς έγκριση. Τα πρόσωπα αυτά είναι ο εκδότης και ο Ανάδοχος έκδοσης (άρθρο 13 Ν. 3401/2005). Η ίδια απόφαση θα κοινοποιηθεί και στο Χρηματιστήριο (άρθρο 2 § 5 Ν. 3371/2005). Επιπλέον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να ζητήσει πρόσθετες πληροφορίες και στοιχεία αν κρίνει ότι το περιεχόμενο του Ενημερωτικού δελτίου είναι ελλιπές.

Η δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου γίνεται αφού έχει εγκριθεί. Στη συνέχεια κατατίθεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εγκεκριμένο πλέον



Ενημερωτικό Δελτίο και από τότε είναι διαθέσιμο στο επενδυτικό κοινό. Η διάθεσή του μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους, ένας από αυτούς είναι να καταχωρηθεί σε μία ή περισσότερες εφημερίδες ευρείας κυκλοφορίας (άρθρο 14 § 2 Ν. 3401/2005). Με όποιον τρόπο και αν επιλεγεί να γίνει δημοσίευση του Ενημερωτικού Δελτίου, σε ότι αφορά τόσο το περιεχόμενό του όσο και τη μορφή του, αυτά θα πρέπει να είναι πανομοιότυπα με τα αντίστοιχα του Ενημερωτικού Δελτίου που ενέκρινε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 14 § 6 Ν. 3401/2005).

Ανάδοχος

Την ιδιότητα του Αναδόχου μπορεί να φέρει ΕΠΕΥ οποιουδήποτε είδους, υπό την προϋπόθεση ότι το μέγεθος του μετοχικού της κεφαλαίου θα είναι τουλάχιστον 3.000.000 Ευρώ καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν άδεια να ασκούν καθήκοντα ΕΠΕΥ.

Ο διαμεσολαβητικός ρόλος του Αναδόχου είναι υποχρεωτικός τόσο στη διαδικασία της Δημόσιας Εγγραφής όσο και στη διαδικασία εισαγωγής κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο χωρίς Δημόσια Εγγραφή (άρθρο 3 § 1 Ν. 2651/1998, άρθρο 2 περ. ιζ Ν. 3401/2005 και άρθρο 1 περ. α', β' και γ' του Κανονισμού Αναδόχων).

Σύμβαση Αναδοχής

Η σύμβαση αυτή συνάπτεται μεταξύ του εκδότη των κινητών αξιών και του Αναδόχου που ο εκδότης επιλέγει. Περιεχόμενό της είναι η ανάθεση στον Ανάδοχο του συνολικού έργου της εποπτείας, διεκπεραίωσης και ολοκλήρωσης της διαδικασίας της δημόσιας εγγραφής, κατά τις διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου στην Αγορά Αξιών του οποίου θα γίνει εισαγωγή και του Κανονισμού Αναδόχων.

Υπάρχουν τρία είδη της σύμβασης Αναδοχής: α) Αναδοχή για λογαριασμό του εκδότη, β) Εγγυητική Αναδοχή και γ) Αναδοχή για ίδιο λογαριασμό ή σταθερή Αναδοχή. Στην πρώτη κατηγορία, ο Ανάδοχος θέτει στη διάθεση του υπό εισαγωγή εκδότη τις υπηρεσίες του και την οργάνωσή του, έναντι προμήθειας. Έργο του Αναδόχου είναι να προωθήσει στους επενδυτές τις κινητές αξίες που προσφέρονται προς απόκτηση, να εποπτεύσει την όλη διαδικασία και να ελέγχει τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιείται. Δεν συνάπτει ο ίδιος σύμβαση με τους επενδυτές που θα εκδηλώσουν ενδιαφέρον για την απόκτηση των τίτλων, έχει όμως, ενεργό ανάμειξη στην όλη διαδικασία της απόκτησής τους από το επενδυτικό κοινό.



Στην δεύτερη κατηγορία της Εγγυητικής Αναδοχής, ο Ανάδοχος ενεργεί και πάλι για λογαριασμό της υπό εισαγωγή εταιρείας. Εδώ όμως, αναλαμβάνει και την υποχρέωση να καλύψει ο ίδιος τους τίτλους που θα μείνουν αδιάθετοι, δηλαδή δεν θα αγοραστούν από τους επενδυτές. Ουσιαστικά δρα σαν εγγυητής για την επιτυχή διεκπεραίωση της Δημόσιας Εγγραφής.

Στην τρίτη κατηγορία Αναδοχής για ίδιο λογαριασμό ή σταθερής Αναδοχής, ο Ανάδοχος αναλαμβάνει ο ίδιος την αγορά του συνόλου των υπό εισαγωγή τίτλων, και παράλληλα αναλαμβάνει την υποχρέωση να τους διαθέσει ο ίδιος στους επενδυτές. Ο Ανάδοχος αποκτά, δηλαδή, αρχικά τους τίτλους που προσφέρονται από τον εκδότη, συνάπτοντας μαζί του την σύμβαση αναλήψεως. Τους τίτλους αυτούς στη συνέχεια τους διαθέτει στο επενδυτικό κοινό, ενεργώντας στο δικό του όνομα και για λογαριασμό του. Στο είδος αυτό της Αναδοχής, τον κίνδυνο της εκδόσεως, δηλαδή τον κίνδυνο να μείνουν αδιάθετοι τίτλοι τον φέρει εξ ολοκλήρου ο Ανάδοχος.

2.5 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Όλοι οι επενδυτές, τόσο οι ιδιώτες όσο και οι θεσμικοί έχουν μια πληθώρα επιλογών για την τοποθέτηση και τη χρήση των πλεοναζόντων οικονομικών τους πόρων. Μέσα σε αυτές τις επιλογές τοποθέτησης συγκαταλέγεται και η χρηματιστηριακή αγορά. Στην αγορά αυτή, αλλά και σε κάθε άλλη που μπορούν οι επενδυτές να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους, υπάρχει ανάγκη ενός συστήματος εποπτείας που να διασφαλίζει τόσο τα κεφάλαια που επενδύονται όσο και τις επενδυτικές επιλογές.

Η έννοια της διασφάλισης των κεφαλαίων έχει την έννοια της ύπαρξης ενός νομικού πλαισίου, το οποίο παρέχει την πεποίθηση ότι τα κεφάλαια των επενδυτών τα κατέχουν και τα διαχειρίζονται με νόμιμο και διαφανή τρόπο πρόσωπα, τα οποία έχουν από το νόμο την αρμοδιότητα αυτή. Σαφώς, το νομικό πλαίσιο διαχωρίζει τα περιουσιακά στοιχεία των προσώπων αυτών από αυτά των επενδυτών.

Με τον όρο εποπτεία δεν εννοείται κάποιος παρεμβατικός ρόλος στην επιλογή ή προτροπή προς ορισμένες τοποθετήσεις αλλά στην διασφάλιση της ελεύθερης πρόσβασης όλων των επενδυτών σε ένα νομικά διαμορφωμένο σύστημα ολοκληρωμένων, αντικειμενικών, επίσημων και έγκυρων πληροφοριών.



Στην χώρα μας, το έργο της εποπτείας ασκείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στο χώρο του Χρηματιστηρίου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αποκλειστική εποπτική ευθύνη μετά την κατάργηση με το Ν. 3152/2003 των τεσσάρων επιπέδων εποπτείας, τα οποία ήταν κατανεμημένα σε διάφορους φορείς.

Νομική μορφή

Το άρθρο 76 § 1 Ν. 1969/1991 ορίζει: «Συνιστάται νομικό πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου με έδρα την πόλη των Αθηνών και υπό την επωνυμία Επιτροπή κεφαλαιαγοράς, εποπτευόμενο από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας». Στο άρθρο 2 της ίδιας διάταξης, ορίζεται το έργο το οποίο καλείται να ασκήσει. Το έργο αυτό δεν είναι άλλο από τον έλεγχο της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την διασφάλιση του δημοσίου συμφέροντος έχει λειτουργική ανεξαρτησία και διοικητική αυτοτέλεια.

Όργανα

Τα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι δύο: το Διοικητικό Συμβούλιο και η Εκτελεστική Επιτροπή. Το Διοικητικό Συμβούλιο συγκροτούν ο Πρόεδρος, δύο Αντιπρόεδροι και έξι μέλη. Ο Πρόεδρος και οι δύο Αντιπρόεδροι διορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας ενώ τα έξι μέλη επιλέγονται από έναν κατάλογο με 18 υποψηφίους. Οι υποψήφιοι πρέπει να είναι πρόσωπα με κύρος και να έχουν γνώσεις και εμπειρία σε θέματα Κεφαλαιαγοράς. Τα πρόσωπα αυτά προτείνονται από συγκεκριμένους φορείς και αφού επιλεγούν διορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Κλείνοντας, να σημειώσουμε ότι η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι πέντε έτη (άρθρο 77 § 6). Η Εκτελεστική Επιτροπή σαν έργο έχει την εκτέλεση των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου και απαρτίζεται από τον Πρόεδρο και τους δύο Αντιπροέδρους του Διοικητικού Συμβουλίου (άρθρο 77 § 10).

Αρμοδιότητες

Οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι ευρύτατες. Καλύπτουν όλο το φάσμα της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και περιγράφονται αναλυτικά στο άρθρο 78. Την πληθώρα των αρμοδιοτήτων αυτών μπορούμε να την κατηγοριοποιήσουμε σε κατηγορίες όπως αρμοδιότητες κανονιστικού χαρακτήρα, όπου προβλέπεται από το νόμο, χαρακτήρα ελεγκτικού, εποπτικού, διοικητικού, πειθαρχικού και γνωμοδοτικού προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων



Κεφαλαιαγοράς. Στις αρμοδιότητες αυτές έχουν προστεθεί και εκείνες που αφορούν θέματα εποπτείας και εύρυθμης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου.

Ενδικα Βοηθήματα

Οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προσβάλλονται δικαστικώς. Το δικαστήριο στο οποίο θα ασκηθεί η προσβολή εξαρτάται από το είδος της κύρωσης την οποία επιβάλλει η προσβαλλόμενη απόφαση. Έτσι, αν επιβάλλεται χρηματικό πρόστιμο μπορεί να ασκηθεί προσφυγή ουσίας στο Διοικητικό Εφετείο Αθηνών, που δικάζει σε πρώτο και τελευταίο βαθμό. Όλες οι αποφάσεις που εκδίδονται ως εκτελεστές ατομικές διοικητικές πράξεις, προσβάλλονται με αίτηση ακύρωσης ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών. Κατά των αποφάσεων του δικαστηρίου αυτού, επιτρέπεται έφεση ενώπιον της Επικρατείας.

Με την παράθεση της παρούσας παραγράφου που αφορά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ολοκληρώθηκε η πρώτη ενότητα της παρούσας μελέτης που αφορούσε την παρουσίαση του θεσμικού πλαισίου που καλύπτει τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές καθώς και διαδικαστικά θέματα που σχετίζονται με αυτές. Στη συνέχεια ακολουθεί η δεύτερη ενότητα της εργασίας στην οποία αναλύονται διάφορες θεωρίες που έχουν κατά καιρούς αναπτυχθεί και αφορούν το θέμα των υποτιμολογημένων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών και αν και κατά πόσο το φαινόμενο αυτό επηρεάζεται από την διάρθρωση της ιδιοκτησίας της υπό εισαγωγή εταιρείας πριν και μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται μια σύντομη ιστορική επισκόπηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει την αυξανόμενη τάση που υπάρχει τα τελευταία είκοσι πέντε χρόνια για εισαγωγή των εταιρειών στα Χρηματιστήρια, μια τάση που παρατηρείται διεθνώς, τις διαφορές μεταξύ Αμερικάνικων και Ευρωπαϊκών Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών καθώς επίσης και κάποιες θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν αναπτυχθεί και αιτιολογούν την διάθεση και πρόθεση των επιχειρηματιών για εισαγωγή των εταιρειών τους στις Κεφαλαιαγορές και τυχόν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που ενέχει η απόφαση αυτή.

3.1 ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ

Από το 1980 έως το 2001 ο αριθμός των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών διακυμάνθηκε από χρόνο σε χρόνο, με κάποιες χρονιές να παρατηρούνται λιγότερες από 100 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και άλλες χρονιές να παρατηρούνται περισσότερες από 400. Οι μέσοι όροι κρύβουν τις τάσεις που υπήρχαν μέσα στον χρόνο και την χρόνο με τον χρόνο διακύμανση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Τη δεκαετία του '80 παρατηρήθηκε «μετριοπάθεια» στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές με μόλις 8 δισεκατομμύρια δολάρια στην διαδικασία των εκδόσεων ανά έτος. Στις αρχές της δεκαετίας του '90 ο όγκος των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών είχε διπλασιαστεί αγγίζοντας τα 20 δισεκατομμύρια δολάρια ανά έτος (το ποσό αυτό αφορά τα έτη από 1990-1994). Το 1995 έως το 1998 το μέγεθος αυτό διπλασιάστηκε ξανά φτάνοντας τα 35 δισεκατομμύρια δολάρια ανά έτος. Το 1999 και το 2000 παρατηρήθηκε ακόμα μια αύξηση στον όγκο των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών που έφτασε στα 65 δισεκατομμύρια δολάρια το χρόνο. Το 2001 το μέγεθος αυτό μειώθηκε δραστικά, σχεδόν στο μισό, και έφτασε στα 34 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι μέσες αποδόσεις της πρώτης ημέρας δείχνουν μια όμοια εικόνα αυξανόμενες από



7,4% το 1980 σε 11,2% στις αρχές τις δεκαετίας του '90, σε 18,1% στα μέσα της ίδιας δεκαετίας και σε 65% την περίοδο του 1999-2000, μέχρι την πτώση του ποσοστού αυτού στο επίπεδο του 14% κατά το 2001. Οι μακροχρόνιες αποδόσεις των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών επίσης ποικίλουν μέσα στον χρόνο. Κατά κύριο λόγο όμως ήταν αρνητικές (Ritter and Welch (2002)). Τα παραπάνω αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 1:

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Μέσες αποδόσεις (Αρχικές και Τριετίας) των Αμερικάνικων Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, τα συνολικά ακαθάριστα έσοδά τους και τα χρήματα που έμμειναν στο τραπέζι (Εκατ. \$)

ETH	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ	ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΠΡΩΤΗΣ ΜΕΡΑΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΑ ΕΣΟΔΑ (MIL.\$)	MONEY LEFT ON THE TABLE (MIL.\$)	ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΡΙΕΤΙΑΣ		
					ΑΡΧΙΚΕΣ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ	MARKET ADJUSTED	STYLE ADJUSTED
1980-1989	1.982	7,40%	82.476	5.409	20,80%	-24,70%	6,90%
1990-1994	1.632	11,20%	101.652	9.954	44,70%	-7,20%	-12,70%
1995-1998	1.752	18,10%	140.613	22.436	36%	-32,30%	11,60%
1999-2000	803	65%	129.363	65.625	-53,80%	-34,30%	-61,20%
2001	80	14,00%	34.344	2.973			

Πηγή: Jay R. Ritter, Ivo Welch, (2002).

3.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ

ΕΓΓΡΑΦΩΝ

Η διαδικασία σύμφωνα με την οποία πραγματοποιούνται οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στην Ευρώπη ομοιάζει σε πολλά σημεία με την αντίστοιχη διαδικασία που ακολουθείται στην Αμερική. Ωστόσο υπάρχουν διαφορές που θα αναλύσουμε στην παρούσα ενότητα.

Ένα βασικό σημείο στο οποίο διαφέρουν είναι τα δομικά χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν η ευρωπαϊκή και αμερικανική αγορά. Στην Ευρώπη, σε αντίθεση με την Αμερική που η αγορά της είναι ομογενής, υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός Χρηματιστηρίων, όπου το κάθε ένα από αυτά διατηρεί τα εθνικά του χαρακτηριστικά και λειτουργεί σύμφωνα με αυτά. Επιπλέον, μια επιχείρηση που επιθυμεί να εισαχθεί



στο Χρηματιστήριο, διεξάγει την Αρχική Δημόσια Εγγραφή σε τοπικό επίπεδο. Από την σκοπιά των επενδυτών, οι Ευρωπαίοι προτιμούν το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών του χαρτοφυλακίου τους να προέρχεται από εταιρείες της τοπικής αγοράς. Ουσιαστικά, παρατηρείται μια μεροληψία υπέρ των τοπικών αγορών από την πλευρά των ευρωπαίων επενδυτών (Jenkinson, Morrison, Wilhelm (2006)).

Μια ακόμη αξιοσημείωτη διαφορά εστιάζεται στις πρακτικές μάρκετινγκ. Τόσο στις Ευρωπαϊκές όσο και στις Αμερικάνικες Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές ακολουθούνται δυο φάσεις. Η πρώτη φάση είναι η “pre marketing” και διαρκεί περίπου μια εβδομάδα. Κατά την χρονική αυτή περίοδο, οι ανάδοχοι εκπληρώνουν την υποχρέωση που έχουν για την ενημέρωση των δυνητικών επενδυτών σχετικά με ότι αφορά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή και επιπλέον μετά την παρακολούθηση του ενδιαφέροντος των επενδυτών καθορίζεται μια ενδεικτική κλίμακα τιμών. Η δεύτερη φάση που ακολουθεί είναι η διαδικασία του βιβλίου προσφορών και διαρκεί περίπου τον διπλάσιο χρόνο από την πρώτη φάση. Η διαφορά εδώ αφορά την πρώτη φάση του “pre marketing” όπου στην Ευρώπη συνοδεύεται από μια έρευνα που διεξάγεται από αναλυτές. Αντίθετα, στην Αμερική μια τέτοια έρευνα δεν δημοσιεύεται. Πιο αναλυτικά, στην Ευρώπη η νομοθεσία που εφαρμόζεται επιτρέπει στις τράπεζες να προετοιμάσουν την προαναφερθείσα έρευνα την οποία μπορούν να συμβουλευθούν οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές χωρίς όμως οι ερευνητές να είναι υπεύθυνοι για το πώς και προς ποια κατεύθυνση θα επηρεαστούν οι επενδυτές από αυτή. Στην Αμερική, παρόλο που δεν επιτρέπεται η δημοσίευση μιας έρευνας όπως αυτή που δημοσιεύεται στην Ευρώπη, οι ερευνητές έχουν το δικαίωμα να εκφράσουν προφορικά την άποψή τους για την επιχείρηση που εκδίδει τις μετοχές. Συνεπώς, στην Ευρώπη η ανάλυση βοηθάει τον κύριο ανάδοχο να ζητήσει πληροφορίες από τους δυνητικούς επενδυτές σχετικά με τη γνώμη τους για τις μετοχές, καθώς και μια ένδειξη για την ποσότητα και την τιμή που θα προσφερθεί για τις εν λόγω μετοχές. Στην Αμερική, μια τέτοια διαδικασία επίσημα δεν πραγματοποιείται καθώς οι επενδυτές δεν επηρεάζονται από την προφορική ανάλυση των επενδυτών (Βιλαντώνη 2004).

Τέλος, διαφορές υπάρχουν και στον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιούνται οι παραγγελίες καθώς και στον καταμερισμό των μετοχών στους επενδυτές. Στις Ευρωπαϊκές Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές εκφράζουν τις προσφορές τους για αγορά των μετοχών στους λοιπούς αναδόχους και αυτοί με την σειρά τους ενημερώνουν τον κύριο ανάδοχο, ο οποίος τις καταγράφει στο βιβλίο



προσφορών. Η τελική κατανομή των μετοχών πραγματοποιείται από τον κύριο Ανάδοχο. Στην Αμερική, όλοι οι ενδιαφερόμενοι καταθέτουν την προσφορά για αγορά κατ' ευθείαν στον κύριο Ανάδοχο ανεξαρτήτως από την τράπεζα που είναι υπεύθυνη για τις πωλήσεις.

3.3 ΓΙΑΤΙ ΕΙΣΑΓΟΝΤΑΙ ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (WHY DO FIRMS GO PUBLIC)

Ανάλυση θεωριών που εξηγούν την απόφαση πολλών επιχειρηματιών να εισαγάγουν τις επιχειρήσεις τους στα Χρηματιστήρια.

1) ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ (LIFE CYCLE THEORIES)

Η πρώτη επίσημη θεωρία της απόφασης εισαγωγής στην Κεφαλαιαγορά και συγκεκριμένα σε Χρηματιστήριο εμφανίστηκε με τον Zingales (1995). Ο ερευνητής αυτός παρατήρησε ότι είναι πολύ πιο εύκολο για έναν δυνητικό αγοραστή να επισημάνει έναν δυνητικό στόχο εξαγοράς όταν αυτός είναι εισηγμένος στο Χρηματιστήριο. Επιπλέον, οι επιχειρηματίες αντιλαμβάνονται ότι οι αγοραστές μπορούν να πιέσουν τους «στόχους» πάνω σε θέματα προσφερόμενης τιμής περισσότερο από όσο μπορούν να πιέσουν εξωτερικούς επενδυτές. Εισάγοντας τις επιχειρήσεις τους στο Χρηματιστήριο, οι επιχειρηματίες μπορούν να επιτύχουν την πώληση της εταιρείας τους σε υψηλότερη τιμή απ' ότι σε μια εξωχρηματιστηριακή πώληση (Brau, Francis, Kohers (2002)). Αντίθετα, οι Black and Gilson (1998) επεσήμαναν ότι οι επιχειρηματίες συχνά ανακτούν τον έλεγχο από τους venture capitalists στις venture capital backed εταιρείες κατά την Αρχική Δημόσια Εγγραφή.

Οι Chemmanur and Fulghieri (1999) ανάπτυξαν μια κλασσική θεωρία, ότι οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές επιτρέπουν διασπορά ιδιοκτησίας με ό,τι πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αυτή συνεπάγεται. Πριν την Αρχική Δημόσια εγγραφή οι επενδυτές και οι venture capitalists, κρατούν μη διεσπαρμένα χαρτοφυλάκια και έτσι δεν επιθυμούν να πληρώσουν τόσο υψηλή τιμή όσο οι επενδυτές της αγοράς που έχουν διεσπαρμένα χαρτοφυλάκια.

Οι Maksimovic and Pichler (2001) υποστήριξαν ότι μια υψηλή χρηματιστηριακή τιμή μπορεί να προκαλέσει αύξηση του ανταγωνισμού στην αγορά προϊόντος. Οι δημόσιες συναλλαγές μπορούν να προσθέσουν αξία στην επιχείρηση, καθώς με αυτό τον τρόπο μπορεί να εμπνεύσουν περισσότερη εμπιστοσύνη μέσα



στην επιχείρηση απ' ότι άλλοι επενδυτές, πελάτες, δανειστές και προμηθευτές. Η απόφαση για μια επιχείρηση ενός κλάδου να μπει πρώτη στο Χρηματιστήριο συχνά της προσδίδει πλεονέκτημα πρώτης κίνησης (first-mover advantage) ενδυναμώνοντας έτσι τη θέση της στις συνθήκες του ανταγωνισμού. Οι Schlutz and Zaman (2001) κατέγραψαν ότι πολλές εταιρείες Internet που εισήχθηκαν μέσα στην δεκαετία του '90 επιδίωξαν μια επιθετική στρατηγική εξαγοράς, την οποία ερμήνευσαν σαν προσπάθεια αποτροπής ανταγωνιστών.

2) MARKET-TIMING THEORIES

Οι Lucas and McDonald ανέπτυξαν ένα μοντέλο ασύμμετρης πληροφόρησης σύμφωνα με το οποίο οι επιχειρήσεις αναβάλλουν την έκδοση μετοχών αν γνωρίζουν ότι κατά την τρέχουσα περίοδο η αξία της επιχείρησης είναι υποτιμημένη. Εάν μια πτωτική αγορά τιμολογεί την επιχείρηση με μια πολύ χαμηλή τιμή, δεδομένης της γνώσης των επιχειρηματιών, αυτοί θα καθυστερήσουν την Αρχική Δημόσια Εγγραφή μέχρις ότου μια ανοδική αγορά να προσφέρει μια περισσότερο ευνοϊκή τιμολόγηση. Κατά τους Choe, Masulis and Nanda (1993) οι επιχειρήσεις αποφεύγουν την έκδοση μετοχών κατά την διάρκεια περιόδων στις οποίες λίγες καλής ποιότητας επιχειρήσεις προχωρούν σε έκδοση. Άλλες θεωρίες έχουν υποστηρίξει ότι οι αγορές παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους επιχειρηματίες (“information spillovers”), οι οποίοι ανταποκρίνονται σε υψηλότερες ευκαιρίες ανάπτυξης που επισημαίνονται με υψηλότερες τιμές. (Subrahmanyam and Titman (1999), Schultz (2000)).

Οι Ritter and Welch (2002) πρότειναν μια θεωρία χωρίς την χρήση της ασύμμετρης πληροφόρησης για την εξήγηση των κύκλων στην δραστηριότητα των εκδόσεων. Σύμφωνα με αυτή, η αίσθηση των επιχειρηματιών για την αξία της εταιρείας τους προέρχεται από την δική τους εσωτερική άποψη και γνώση της επιχείρησης, την καθημερινή ενασχόλησή τους με τις βασικές επιχειρηματικές δραστηριότητες και λιγότερο από την αγορά κεφαλαίου. Ξαφνικές αλλαγές στην αξία των δημοσίως διαπραγματευόμενων εταιρειών δεν απορροφώνται γρήγορα από την ιδιωτική αίσθηση της αξίας που έχουν οι επιχειρηματίες για τις επιχειρήσεις τους. Έτσι, γίνεται σαφές ότι οι επιχειρηματίες προσαρμόζουν τις εκτιμήσεις τους με κάποια χρονική υστέρηση και συνεπώς τείνουν να πωλούν τις μετοχές τους αφότου οι εκτιμήσεις στις κεφαλαιαγορές είναι ανοδικές.

Γενικότερα, αντιλαμβανόμαστε ότι οι επιχειρήσεις επιθυμούν την εισαγωγή τους σε κάποιο Χρηματιστήριο αν, και μόνο αν, συντρέχουν ευνοϊκές συνθήκες στην



αγορά καθώς επίσης και αν βρίσκονται σε κάποιο συγκεκριμένο στάδιο του κύκλου ζωής τους. Το ερώτημα που μένει όμως αναπάντητο από όλους τους ερευνητές είναι το γιατί κατά την διάρκεια πτωτικών περιόδων των Χρηματιστηρίων μειώνεται ο αριθμός των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών και όχι οι τιμές τους.

3.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Το Χρηματιστήριο παρουσιάζει μια σειρά πλεονεκτημάτων σε σχέση με άλλες πηγές και μεθόδους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Το κυριότερο πλεονέκτημα είναι η άντληση κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό για τα οποία δεν επιβαρύνεται με χρηματοοικονομικά έξοδα (π.χ. πληρωμή τόκων) τα οποία θα επιβαρυνόταν με τον δανεισμό. Αυτό είναι πολύ σημαντικό, καθώς μέχρι το διάστημα που θα αρχίσει η επένδυση να είναι αποδοτική, η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να καταβάλλει τόκους δανείων (στην περίπτωση που έχει δανειστεί για να πραγματοποιήσει την επένδυση) κάτι το οποίο θα μειώσει τις ροές της επένδυσης και κατά συνέπεια την καθαρή παρούσα αξία της (συνεπώς και την απόδοσή της). Επιπλέον, αν το επίπεδο των επιτοκίων είναι υψηλό τότε ο δανεισμός θα δυσχεραίνει περαιτέρω τις αποδόσεις της επένδυσης αλλά και την οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Αυτό το κόστος που προκύπτει από τον δανεισμό μπορεί να αποφευχθεί αν η επιχείρηση, προκειμένου να καλύψει τις χρηματοδοτικές της ανάγκες, καταφύγει στην κεφαλαιαγορά και συγκεκριμένα στο χρηματιστήριο.

Το πλεονέκτημα αυτό οι εισηγμένες επιχειρήσεις το διατηρούν κάθε φορά που αντλούν κεφάλαια από το χρηματιστήριο. Η επιχείρηση με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο αποκτά το δικαίωμα να αντλήσει επιπλέον κεφάλαια με αυξήσεις στο μετοχικό της κεφάλαιο μετά την εισαγωγή της. Στις αυξήσεις αυτές, εκδίδονται μετοχές με καταβολή μετρητών. Οι παλαιοί μέτοχοι σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν δικαίωμα προτίμησης, δηλαδή προηγούνται σε σειρά έναντι των υπόλοιπων επενδυτών που επιθυμούν να συμμετάσχουν στην αύξηση. Επιπροσθέτως, έχει διαπιστωθεί ότι οι εισηγμένες εταιρείες αποτιμώνται υψηλότερα από τις μη εισηγμένες εταιρείες του ίδιου κλάδου με αποτέλεσμα ο κύριος μέτοχος να μπορεί να πουλήσει επιπλέον τμήμα της επιχείρησής του σε υψηλότερη τιμή.



Γενικά, οι εισηγμένες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη δανειοληπτική ικανότητα και μπορούν να επιτύχουν ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης.

Η είσοδος στο χρηματιστήριο προσδίδει κύρος και φήμη στις επιχειρήσεις αφού έχουν μεγαλύτερη δημοσιότητα. Η δημοσιότητα αυτή δίνει πλεονεκτήματα στις επιχειρήσεις που μπορεί να εκμεταλλευτούν ως προς τους όρους σύναψης συμφωνιών με προμηθευτές, πελάτες και άλλους συνεργάτες αλλά παράλληλα ισχυροποιεί τη θέση τους και έναντι μη εισηγμένων ανταγωνιστών. Εκτός αυτού, μια γνωστή επιχείρηση προσελκύει καλύτερα και ευκολότερα καταρτισμένα στελέχη εξαιτίας ακριβώς της φήμης της, στρατηγικούς συμμάχους, πελατεία που γνωρίζοντας την εταιρεία προτιμά και εμπιστεύεται τα προϊόντα της κ.λ.π. Ας μην ξεχνάμε ότι πάνω σ' αυτή την ιδέα στηρίζεται και η πολιτική του umbrella branding (Besanko David, Dranove David and Shanley Mark (2000)). Σ' αυτή την περίπτωση, δίνεται η δυνατότητα στον επιχειρηματία να εισάγει στην αγορά και άλλες επιχειρήσεις του, τα προϊόντα των οποίων έχουν μια εξασφαλισμένη επιτυχία λόγω της φήμης της επιχείρησης από την προϋπάρχουσα δραστηριότητά της. Συχνά, στις επιχειρήσεις αυτές, βλέπουμε να ισχυροποιείται η θέση τους και στο εξωτερικό με αποτέλεσμα ευνοϊκότερους όρους στις διεθνείς συναλλαγές τους.

Σημαντικό πλεονέκτημα είναι και η μικρότερη φορολογική επιβάρυνση που απολαμβάνουν ορισμένες κατηγορίες εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, για τα παρακρατούμενα κέρδη, έναντι της φορολογίας που ισχύει για μη εισηγμένες του ίδιου κλάδου και κεφαλαιοποίησης.

Η είσοδος μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο έχει ως συνέπεια τη διαμόρφωση μιας τιμής για αυτήν η οποία καθορίζεται με βάση την προσφορά και τη ζήτηση για την μετοχή της εν λόγω εταιρείας. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την αγορά που οριοθετείται στα πλαίσια του χρηματιστηρίου καθιστά πιο εύκολη την αγοραπωλησία των μετοχών της εταιρείας αυξάνοντας έτσι την ρευστότητά της. Η αυξημένη ρευστότητα συνεπάγεται αφενός μεγαλύτερο ενδιαφέρον από την μεριά του επενδυτικού κοινού για απόκτηση της μετοχής της εταιρείας κάτι που θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της και αφετέρου τη δυνατότητα των μετόχων που πωλούν τις μετοχές τους να διαθέσουν τα χρήματα που παίρνουν από την πώληση των μετοχών σε άλλες επενδυτικές δραστηριότητες που μπορεί να είναι περισσότερο αποδοτικές αλλά και να μειώνουν τον κίνδυνο του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου λόγω μεγαλύτερης διασποράς.



Τέλος, με την είσοδο μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο γίνεται ευκολότερη η διαδικασία της αποτίμησής της αφού η τιμή της μετοχής της είναι γνωστή και δεδομένη, κάτι το οποίο διευκολύνεται περαιτέρω από την ηλεκτρονική μορφή που έχει η χρηματιστηριακή αγορά σήμερα. Συχνά οι μετοχές μιας εταιρείας συνδέονται με τις αμοιβές υψηλόβαθμων στελεχών της. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται ως τρόπος παροχής κινήτρων για την αύξηση της αποδοτικότητας των στελεχών αφού με τον τρόπο αυτό γίνονται συμμέτοχοι στην κερδοφορία της επιχείρησης και κατά συνέπεια αυτό θα οδηγεί σε μια επιτυχημένη και κερδοφόρα πορεία αυτής. Επιπλέον, με τους ελέγχους και περιορισμούς που επιβάλλονται σαν κανόνες για την παραμονή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, αυξάνεται η διαφάνεια και η ακρίβεια της διαχείρισης.

Εκτός από τα παραπάνω πλεονεκτήματα, υπάρχει και μια σειρά μειονεκτημάτων, εκ των οποίων τα σπουδαιότερα είναι:

- Η υποχρέωση της εταιρείας να διανείμει κάθε χρόνο μέρος των κερδών ως μερίσματα στους μετόχους της.
- Η υποτίμηση της επιχειρηματικής συμβολής αφού τώρα δεν μιλάμε για έναν επιχειρηματία ή μια μικρή ομάδα ιδρυτικών μελών που συνεισφέρουν τα απαιτούμενα για την κάλυψη των αναγκών της επιχείρησης κεφάλαια.
- Με την είσοδο των εταιρειών στο χρηματιστήριο και την διανομή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου στο επενδυτικό κοινό και γνωρίζοντας ότι οι κοινές μετοχές έχουν δικαίωμα ψήφου μέσα στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων υπάρχει ο κίνδυνος της απώλειας του ελέγχου των ιδρυτικών μελών της διοίκησης της εταιρείας.
- Οι εισηγμένες εταιρείες αναγκάζονται να ακολουθούν μια άλλη πολιτική προβολής, ενώ θα πρέπει σε τακτά χρονικά διαστήματα να δημοσιοποιεί και να αιτιολογεί την οικονομική της κατάσταση και τις επιλογές της. Αυτή η πολιτική, αν και ακολουθείται και από πολλές μη εισηγμένες επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο, βρίσκει απρόθυμους ορισμένους επιχειρηματίες να την υποστούν.

Τελικά, παρά τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο, τα πλεονεκτήματα είναι σαφώς σημαντικά και ισχυρότερα σε αξία από τα μειονεκτήματα.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΕΞΗΓΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Πριν από κάθε διερεύνηση πιθανής αιτίας που μπορεί να ευθύνεται για την υποτίμηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, πρέπει να εστιάσουμε στο γεγονός ότι κατά τον προσδιορισμό της τιμής εισαγωγής οι δυνάμεις της ζήτησης και προσφοράς δεν λειτουργούν ελεύθερα. Η κανονική αλληλεπίδραση μεταξύ των δυο αυτών δυνάμεων καταστέλλεται από τον ανάδοχο. Για την καλύτερη κατανόηση του φαινομένου της υποτίμησης σκόπιμο είναι να ταξινομήσουμε σε κάποιες κατηγορίες κοινών χαρακτηριστικών τις θεωρίες τις οποίες έχουν εξάγει διάφοροι επιστήμονες για το θέμα αυτό. Έτσι, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι κατηγορίες αυτές που είναι βασισμένες στην υπόθεση ύπαρξης συμμετρικής ή ασύμμετρης πληροφόρησης, κεφαλαιακής δομής και διασποράς ιδιοκτησίας.

4.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

4.1.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΗΜΑΝΣΗΣ (SIGNALING THEORIES)

Η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει την έννοια ότι κάποιοι μετέχοντες της αγοράς διαθέτουν πληροφόρηση που δεν διαθέτουν οι υπόλοιποι. Υπάρχει δηλαδή πιθανότητα οι επιχειρήσεις να έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές ή οι επενδυτές καλύτερη πληροφόρηση από τις επιχειρήσεις αναφορικά με την ζήτηση που υπάρχει αλλά υπάρχει και η περίπτωση μεταξύ των επενδυτών να υπάρχει διαφορετικός βαθμός πληροφόρησης. Εάν, ο εκδότης είναι περισσότερο πληροφορημένος από τους επενδυτές τότε μπορεί να προκύψει το πρόβλημα δημιουργίας των γνωστών “*lemons*” (δηλ. προβληματικές επιχειρήσεις να εισάγονται στα χρηματιστήρια). Στις περιπτώσεις αυτές, οι εκδότες των οποίων οι επιχειρήσεις μπορούν να χαρακτηρισθούν ως «χαμηλής ποιότητας επιχειρήσεις» με την έννοια ότι η ποιότητά τους είναι χαμηλότερη του μέσου όρου του κλάδου, θα επιθυμούσαν να πωλήσουν τις μετοχές τους σε τιμή κοντά στον μέσο όρο της τιμής του κλάδου. Από την άλλη μεριά, οι εκδότες επιχειρήσεων «καλής ποιότητας» θα προσπαθήσουν να δώσουν σήματα (signals) στην αγορά για την ποιότητά τους έτσι ώστε να ξεχωρίσουν



από τις εκδόσεις επιχειρήσεων χαμηλής ποιότητας. Στα μοντέλα αυτά, οι εκδότες εταιρειών καλής ποιότητας πωλούν τις μετοχές τους σε μια χαμηλότερη τιμή από ότι η αγορά θεωρεί ότι αξίζουν και με αυτόν τον τρόπο αποτρέπουν τις εκδόσεις χαμηλής ποιότητας να τις μιμηθούν και κατά συνέπεια να μην προβούν σε διαδικασίες έκδοσης και εισαγωγής στο χρηματιστήριο (Ritter and Welch (2002)). Κοινό χαρακτηριστικό πολλών signaling μοντέλων είναι η θεώρηση ότι μια καλής ποιότητας επιχείρηση έχει την τάση να «αφήνει χρήματα στο τραπέζι» (*Leave money on the table*). Η έννοια του “*Leave money on the table*” προσδιορίζεται ως ο αριθμός των μετοχών που πωλήθηκαν πολλαπλασιασμένες με την διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της πρώτης μέρας και της τιμής εισαγωγής (Ritter and Loughran (2002)). Η υποτίμηση έρχεται σαν κόστος για τους Αναδόχους στην κατεύθυνση κατά την οποία υψηλότερα έσοδα από μια υψηλότερη τιμή προσφοράς θα έχει σαν αποτέλεσμα αναλογικά υψηλότερη αμοιβή δεδομένου ότι το ακαθάριστο περιθώριο κέρδους δεν αλλάζει (Chen and Ritter (2000)). Αν ο Ανάδοχος χρησιμοποιεί την μέθοδο της υποτίμησης, «αναγκάζει» τον εκδότη να πληρώσει περισσότερα μέσα συνολικά κόστη απ’ ότι αν όλα τα κόστη συμπεριλαμβάνονταν σε άμεσες αμοιβές για δυο λόγους: Πρώτον, διότι οι εκδότες έχουν κόστος ευκαιρίας (*money left on the table*) το οποίο είναι αθροιστικό μέγεθος του κόστους από την μείωση του περιθωρίου κέρδους τους και δεύτερον το μέγεθος του “*money left on the table*” είναι αβέβαιο με την έννοια ότι δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων. Από την άλλη όμως πλευρά, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας το γεγονός ότι μια υποτιμημένη Αρχική Δημόσια Εγγραφή μειώνει το ρίσκο να μείνουν αδιάθετες μετοχές, αφού μια χαμηλή τιμή εισαγωγής θα αυξήσει την ζήτηση των μετοχών και έτσι η έκδοση θα καλυφθεί. Επίσης, μέσω της υποτίμησης και κατά συνέπεια την μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας της έκδοσης, δεν υπάρχει κίνδυνος να δημιουργηθεί αρνητική φήμη για τον Ανάδοχο και είναι πιθανότερο η εταιρεία-εκδότης να επιτύχει τον στόχο της και να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια. Άρα, η υποτίμηση είναι προς το συμφέρον τόσο του εκδότη όσο και του Αναδόχου.

Γενικά, η εμπειρία έχει δείξει ότι μια μέση Αρχική Δημόσια Εγγραφή, «αφήνει στο τραπέζι» περίπου 9,1 εκατ. Δολάρια. Οι περισσότερες Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές αφήνουν σχετικά «λίγα χρήματα στο τραπέζι». Ωστόσο, αν μια Αρχική Δημόσια Εγγραφή «αφήνει πολλά χρήματα στο τραπέζι» τότε η πιθανότερη εξήγηση είναι ότι η τιμή εισαγωγής και η αγοραία τιμή της πρώτης μέρας είναι υψηλότερες



από αυτές που αναμένονταν. Άλλη περίπτωση εταιρειών που άφησαν «πολλά χρήματα στο τραπέζι» αφορούν νέες επιχειρήσεις, οι περισσότερες εκ των οποίων είχαν χρηματοδότηση από venture capitals (Ritter and Loughran (2002)). Ένα ερώτημα όμως που γεννάται στο σημείο αυτό είναι γιατί η υποτίμηση είναι αποτελεσματικότερο σημάδι από μια π.χ. φιλανθρωπική χορηγία ή δαπάνες διαφήμισης.

Στην περίπτωση που οι επενδυτές είναι περισσότερο πληροφορημένοι από τους εκδότες, για παράδειγμα για την ζήτηση που υπάρχει για μια έκδοση, τότε οι εκδότες δεν μπορούν να γνωρίζουν ποια τιμή είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν. Με άλλα λόγια, ο εκδότης έχει να αντιμετωπίσει μια άγνωστη ζήτηση για τις υπό έκδοση μετοχές. Μια υπόθεση θα ήταν ότι όλοι οι επενδυτές έχουν ίση πληροφόρηση και θα αγοράσουν τις μετοχές μόνο αν η τιμή τους είναι χαμηλότερη από την κοινή τους εκτίμηση. Μια πιο ρεαλιστική ωστόσο θεώρηση είναι ότι οι επενδυτές δεν έχουν όλοι την ίδια πληροφόρηση και μια προσπάθεια υψηλής τιμολόγησης της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής θα οδηγήσει επενδυτές και εκδότες στον φόβο ενός “winner’s curse” (υπόθεση της κατάρας του νικητή) (Rock (1986)) ή σε μια αρνητική πτωτική πορεία της ζήτησης για τις μετοχές (Welch (1992)). Κατά τον Rock ο καταμερισμός από μόνος του δεν οδηγεί σε υποτίμηση των μετοχών, αλλά υπό συνθήκες ασύμμετρης πληροφόρησης κάποιοι από τους επενδυτές θα βρίσκονται σε μειονεκτική θέση. Είναι εμφανές ότι όσο πιο υποτιμημένη είναι η μετοχή, τόσο πιο πολλοί δυνητικοί αγοραστές θα υπάρχουν. Παράλληλα, όσο πιο επιθυμητές είναι οι νέες μετοχές, τόσο μικρότερο ποσοστό μετοχών θα κατανεμηθεί στον κάθε επενδυτή. Αντιθέτως, το ποσοστό αυτό αυξάνεται στις λιγότερο ελκυστικές μετοχές. Έτσι λοιπόν έρχονται αντιμέτωποι με την «κατάρα του νικητή», διότι αν οι επενδυτές λάβουν όλες τις μετοχές που έχουν ζητήσει, αυτό θα έχει συμβεί ως αποτέλεσμα του ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές δεν επιθυμούν να αγοράσουν μετοχές. Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι λιγότερο ενημερωμένοι επενδυτές θα λάβουν μετοχές μόνο αν η Αρχική Δημόσια Εγγραφή είναι ικανοποιητικά υποτιμημένη ώστε να τους αποζημιώσει για την προκατάληψη που παρουσιάζεται στην κατανομή (Βιλαντώνη (2004)).

Σύμφωνα με τον Welch και την θεωρία του γνωστή ως «Θεωρία του συρμού», σε έναν καταιγισμό πληροφοριών, οι επενδυτές προσπαθούν να αντιληφθούν το ενδιαφέρον και τις προθέσεις άλλων επενδυτών. Αυτοί ζητούν



μετοχές μονάχα αν πιστεύουν ότι η ζήτηση είναι μεγάλη. Συνεπώς, πολύ υψηλή τιμολόγηση θα έχει σαν συνέπεια μεγάλες πιθανότητες αποτυχίας της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής καθώς οι επενδυτές θα απέχουν αφού κανένας επενδυτής δεν θα έχει εκδηλώσει ενδιαφέρον.

4.1.2 ΗΕΩΡΙΑ EX-ANTE ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ (*EX ANTE UNCERTAINTY*)

Οι Beatty and Ritter (1986) προχώρησαν την θεωρία του Rock και υποστήριξαν ότι υπάρχει μια σχέση ισορροπίας μεταξύ της ex-ante αβεβαιότητας που συνοδεύει τις νέες εισαγωγές και των αρχικών αποδόσεων, εισάγοντας την θεωρία «ex-ante αβεβαιότητας» (*ex-ante uncertainty theory*). Δίδοντας μια καθορισμένη τιμή εισαγωγής, οροθετημένη από την εκδότρια εταιρία και τον ανάδοχο από κοινού, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η υπερβολική ζήτηση από τους επενδυτές δημιουργεί έναν ποσοτικό περιορισμό κατά την διάρκεια της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών. Η έκταση του περιορισμού ωστόσο σχετίζεται με την ποιότητα της έκδοσης και την έκταση της ex-ante αβεβαιότητας σχετικά με την τιμολόγηση και συγκεκριμένα με παράγοντες όπως η ηλικία και το μέγεθος (προσδιοριστικοί παράγοντες της ποιότητας της εταιρίας) ή το εύρος των τιμών στην διαδικασία του βιβλίου προσφορών. Στην ίδια λογική και οι Miller and Reilly (1987), υποστήριξαν ότι η αρχική υποτιμολόγηση είναι άμεσα συσχετισμένη τόσο με την ex-ante όσο και με την ex-post αβεβαιότητα των νέων εισαγωγών, επιβεβαιώνοντας εμπειρικά την θεωρία των Beatty and Ritter (1986). Ο Friedlan (1993), υποστήριξε ότι όσο πληρέστερη είναι η ενημέρωση που παρέχεται στους επενδυτές μέσω του ενημερωτικού δελτίου, όσο μεγαλύτερης ηλικίας είναι η εκδότρια και όσο υψηλότερα είναι τα κέρδη της τόσο χαμηλότερη είναι η υποτιμολόγηση της έκδοσης.

Οι James and Weir (1990), ανέπτυξαν ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο η ύπαρξη τραπεζικού δανεισμού σε μια επιχείρηση πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, μειώνει την ex-ante αβεβαιότητα σε σχέση με την αξία της στη δευτερογενή αγορά με αποτέλεσμα να μειώνεται και η υποτιμολόγηση. Στηριζόμενοι στους εμπειρικούς ελέγχους που εφάρμοσαν, αναφέρουν ότι όσες προς εισαγωγή επιχειρήσεις παρουσίαζαν στους ισολογισμούς τους πιστώσεις από προμηθευτές ήταν λιγότερο υποτιμολογημένες κατά μέσο όρο από ότι επιχειρήσεις χωρίς άμεσο ή έμμεσο δανεισμό.



4.1.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΒΙΒΛΙΟΥ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ (BOOK-BUILDING THEORIES)

Πολλοί επιστήμονες υποστηρίζουν ότι η κοινή πρακτική του βιβλίου προσφορών (book-building) επιτρέπει στους Αναδόχους να αποκτήσουν πληροφορίες από τους πληροφορημένους επενδυτές. Με το εύρος τιμών που παρέχεται στην διαδικασία του book-building, οι Ανάδοχοι είναι σε θέση να εκτιμήσουν την ζήτηση για την έκδοση καθώς καταγράφουν ενδείξεις ενδιαφέροντος από δυνητικούς επενδυτές. Εάν η ζήτηση είναι πολύ μεγάλη, οι Ανάδοχοι θα θέσουν μια υψηλότερη τιμή εισαγωγής. Άλλα αν οι δυνητικοί επενδυτές γνωρίζουν ότι δείχνοντας προθυμία να πληρώσουν μια υψηλότερη τιμή, αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα μια υψηλότερη τιμή εισαγωγής, θα απαιτήσουν και μια υψηλότερη απόδοση / αποζημίωση για το ενδιαφέρον τους και την παροχή πληροφοριών. Για να πεισθούν οι επενδυτές να «αποκαλύψουν» την πρόθεσή τους να αγοράσουν μετοχές σε υψηλή τιμή, οι Ανάδοχοι πρέπει να τους προσφέρουν αφενός προνομιακή διανομή (ουσιαστικά δίνει προτεραιότητα στους επενδυτές αυτούς) και αφετέρου σε ιδιαίτερα προσιτή τιμή (under priced).

Στη θεωρία του Book-Building η πιο γνωστή καταγεγραμμένη τεκμηρίωση είναι η επίδραση των επαναλήψεων στην προσφερόμενη τιμή κατά την διάρκεια συμπλήρωσης του βιβλίου προσφορών (Hanley (1993)). Η Hanley βρήκε ότι οι Ανάδοχοι δεν προσαρμόζουν πλήρως την ανοδική τάση της τιμής σε περιόδους αυξημένης ζήτησης έτσι ώστε να μείνει σταθερό το ποσοστό της υποτίμησης. Σε αντίστοιχη έρευνα Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών που έλαβαν χώρα από το 1980 έως το 2001 συμπέρανε ότι όταν η προσφερόμενη τιμή (offer price) υπερβαίνει την μέγιστη τιμή του αρχικού εύρους τιμών στο βιβλίο προσφορών, τότε η μέση υποτίμηση ανέρχεται στο 53%. Εάν η προφερόμενη τιμή έχει διακυμανθεί μέσα στα όρια τιμών του βιβλίου προσφορών τότε η υποτίμηση είναι της τάξης του 3%. Αυτή η επιπλέον υποτίμηση εξηγείται σαν αποζημίωση ώστε να πεισθούν οι επενδυτές να αποκαλύψουν την υψηλή ατομική ζήτηση για τις υπό έκδοση μετοχές.

Κατ' αντίστοιχία της θεωρίας περί εμφάνισης πληροφοριών (αναφορικά με τις προθέσεις ζήτησης των επενδυτών) του book-building, οι Lee, Taylor, Walter (1999) and Cornelli, Goldreich (2001) έδειξαν ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές έχουν μεγαλύτερες απαιτήσεις αλλά κατά προτεραιότητα λαμβάνουν και μεγαλύτερα μερίδια της έκδοσης (allocations). Σε σχετική τους έρευνα οι Cornelli και Goldreich



(2002), εξέτασαν εντολές που δίνονται από θεσμικούς επενδυτές και βρήκαν ότι οι Ανάδοχοι θέτουν τιμές έκδοσης που έχουν μεγαλύτερη σχέση με τις τιμές που προσφέρονται παρά με τις ποσότητες που ζητούνται. Παρά το γεγονός ότι η συλλογή πληροφοριών κατά την διαδικασία του Book-Building είναι χρήσιμη, οι πληροφορίες που μπορεί να συλλεχθούν από έναν μεγάλο επενδυτή δεν θα είναι αξιόλογης σημασίας όταν η Επενδυτική Τράπεζα μπορεί να ερευνήσει τις προθέσεις εκατοντάδων μικρών δυνητικών επενδυτών. Πρέπει να επισημανθεί ακόμα ότι η θεωρητική αυτή προσέγγιση μπορεί να δώσει ερμηνεία σε υποτίμηση μέχρι ενός μεγέθους, η οποία θα εξηγηθεί ως αποζημίωση για τους επενδυτές εκείνους που αποκαλύπτουν χρήσιμες πληροφορίες.

4.1.4 ΦΗΜΗ ΤΩΝ ΑΝΑΔΟΧΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Είναι γνωστό ότι οι τράπεζες επενδύσεων συνηθίζουν να ευνοούν τους μεγάλους πελάτες τους διανέμοντας σε αυτούς μετοχές Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Αυτοί οι πελάτες είναι πιθανό να είναι οι καλύτερα πληροφορημένοι επενδυτές και συνδέονται με τους θεσμικούς επενδυτές. Οι υπόλοιποι (απληροφόρητοι) επενδυτές θα αντιμετωπίσουν ένα μεροληπτικό σφάλμα διανομής, αφού οι θεσμικοί επενδυτές λαμβάνουν μεγαλύτερο μέρος από καλύτερες Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, είτε επειδή αγοράζουν περισσότερες μετοχές (σαν αποτέλεσμα της καλύτερης πληροφόρησης που κατέχουν), είτε επειδή είναι ευνοημένοι από τις τράπεζες. Γενικότερα η απουσία ενημερωμένων επενδυτών μειώνει την ανάγκη για υποτίμηση (Μιχαλούδη (2005)).

Χρησιμοποιώντας το πλαίσιο εργασίας του Rock, οι Carter and Manaster (1990) εξέτασαν το ρόλο της φήμης των Αναδόχων τραπεζών. Έδειξαν ότι οι τράπεζες που διαθέτουν το μεγαλύτερο κύρος συνδέονται με τις λιγότερο ριψοκίνδυνες Δημόσιες Εγγραφές. Για να διασώσουν τη φήμη τους, οι Ανάδοχοι που έχουν το μεγαλύτερο κύρος εξετάζουν σε βάθος τις επιχειρήσεις που πρόκειται να εισηχθούν στο Χρηματιστήριο και χρησιμοποιώντας πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό, επιλέγει αυτές με τον μικρότερο κίνδυνο.

Αυτό, εναλλακτικά, μειώνει την αβεβαιότητα και την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ πληροφορημένων και απληροφόρητων επενδυτών. Οι επενδυτές γνωρίζουν ότι αν αγοράζουν μετοχές που τέθηκαν σε κυκλοφορία από ευυπόληπτους Αναδόχους αντιμετωπίζουν μικρότερο κίνδυνο και, συνεπώς, η



απόδοση πρώτης μέρας θα είναι χαμηλότερη. Χρησιμοποιώντας το κεφάλαιο των τραπεζών επενδύσεων σαν πληρεξούσιο της φήμης τους (οι τράπεζες επενδύσεων με μεγαλύτερα κεφάλαια έχουν περισσότερα να χάσουν από πιθανή απώλεια της φήμης τους), συμπεραίνουμε ότι η φήμη παίζει πρωταρχικό ρόλο στην εξήγηση της απόδοσης πρώτης μέρας.

Επίσης, η υποτίμηση της αρχικής τιμής μπορεί να είναι κάτι που προβάλλεται από την ίδια την εκδότρια εταιρεία, λόγω της αβεβαιότητας για το αν θα επιτευχθεί η απορρόφηση των νεοεκδιδόμενων τίτλων από το επενδυτικό κοινό. Μέσα λοιπόν από την επιλογή του Αναδόχου η επιχείρηση μπορεί να μειώσει την αβεβαιότητα για τις μελλοντικές προοπτικές της και κατά συνέπεια να μειώσει την ανάγκη για υποτίμηση.

Οστόσο, οι αποφάσεις για το πόσο θα υποτιμήσει και αν θα επανεκδώσει μετοχές υποστηρίζεται εμπειρικά ότι δεν είναι ξεχωριστές. Μια ανάδοχη εταιρεία ενώ μελετά προσεκτικά αν θα υποτιμήσει, λαμβάνει υπόψη την πιθανότητα επανεισόδου στην αγορά κάποια στιγμή στο μέλλον. Γι' αυτό η απόφαση για την ποσότητα των μετοχών που θα θέσουν σε κυκλοφορία προς το κοινό είναι ενδογενής και λαμβάνεται ταυτόχρονα με την απόφαση για το ποιο σήμα θα στείλει στην αγορά κατά την Δημόσια Εγγραφή μέσω της υποτίμησης. Είναι σαφές ότι η επιτυχής και σωστή απόφαση είναι συνισταμένη της εμπειρίας του Αναδόχου και κατά συνέπεια και της φήμης του.

4.1.5 ΛΟΙΠΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- *Η υπόθεση της μονοψωνιακής δύναμης του Αναδόχου (The investment banker's monopsony power hypothesis)*

Η συγκεκριμένη υπόθεση αναφέρεται στην πλεονεκτική θέση την οποία κατέχουν οι Ανάδοχοι λόγω την καλής γνώσης τους όσον αφορά τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Υποτιμώντας τις μετοχές, αποφεύγοντας οι ίδιοι να καταβάλουν μεγάλη προσπάθεια στο να προωθήσουν την Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Παράλληλα, γνωρίζοντας οι ανάδοχοι τις υποτιμήσεις που έχουν υποστεί επιχειρήσεις που είναι στο ίδιο μέγεθος και ανήκουν στον ίδιο κλάδο με παλιότερες Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, προβαίνουν σε ανάλογες υποτιμήσεις (Βιλαντώνη (2004)).



- ***Oikonomikή ικανοποίηση των επενδυτών***

Μια άλλη άποψη που αναπτύχθηκε για την υποτίμηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, είναι ότι οι νέες εκδόσεις υποτιμούνται για να αφήσουν «μια καλή γεύση στα χείλη των επενδυτών». Ο ιδιοκτήτης μιας εταιρείας έχει κίνητρο να αφήσει μια καλή γεύση εξ' αιτίας της πιθανότητας να επιστρέψει στο μέλλον στην αγορά για να πουλήσει τίτλους της εταιρείας του σε πιο ευνοϊκούς όρους (Welch (1989)).

Επιπλέον, υπήρξαν αμφισβητήσεις του γεγονότος ότι οι αποδόσεις και η πολιτική των μερισμάτων μετά την Δημόσια Εγγραφή βοηθά την αγορά να αναθεωρήσει τις απόψεις της για την ποιότητα της επιχείρησης (Allen and Faulhaber (1989)). Η αγορά βλέπει τις επιχειρήσεις που κάνουν υποτίμηση με πιο ευνοϊκό μάτι απ' ότι τις επιχειρήσεις που ακολουθούν την ίδια μερισματική πολιτική αλλά δεν κάνουν υποτίμηση. Συνεπώς, αυτά τα μοντέλα ανάλυσης υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μεγαλύτερες υποτιμήσεις είναι πιο πιθανό να δώσουν υψηλότερα μερίσματα και, επίσης, ότι η αγορά ενεργεί πιο ευνοϊκά σε ανακοινώσεις μερισμάτων από επιχειρήσεις που κάνουν μεγαλύτερες υποτιμήσεις.

- ***Agency Based explanation***

Ο Baron (1982) πρότεινε μια διαφορετική προσέγγιση για την εξήγηση της υποτίμησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών. Η θεωρία του αυτή βασίζεται στην έννοια της αντιπροσώπευσης (agency-based explanation). Υποθέτει ότι ο εκδότης είναι λιγότερο πληροφορημένος, όχι σε σχέση με τους επενδυτές αλλά σε σχέση με τον Ανάδοχο. Για να πείσει ο εκδότης τον Ανάδοχο να εισέλθει στην αναγκαία διαδικασία να αγοράσει μετοχές, είναι απαραίτητο για τον εκδότη να επιτρέψει κάποιο βαθμό υποτίμησης καθώς ο Ανάδοχος δεν μπορεί να ελεγχθεί (από τον εκδότη) χωρίς την παρέλευση κάποιου κόστους.

- ***Trade off theories***

Οι Habib and Ljungqvist (2001) υποστηρίζουν ότι η υποτίμηση είναι ένα υποκατάστατο των ιδιαίτερα δαπανηρών διαφημίσεων. Χρησιμοποιώντας ένα σύνολο δεδομένων IPO από το 1991 έως το 1995, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ένα επιπλέον δολάριο που «αφήνεται στο τραπέζι» (left on the table), μειώνεται αναλογικά κατά ένα δολάριο και το άμεσο κόστος διαφήμισης. Όπως και άλλες



θεωρίες υποτίμησης, έτσι και οι θεωρίες Trade off δεν μπόρεσαν να εξηγήσουν την δριμύ υποτίμηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών κατά την διάρκεια φαινομένων «Χρηματιστηριακής φούσκας».

Όλες οι θεωρίες που βασίζονται στην ασύμμετρη πληροφόρηση, συμφωνούν στο γεγονός ότι η υποτίμηση σχετίζεται θετικά με τον βαθμό ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης. Όταν στα υποδείγματα αυτά, η αβεβαιότητα που προέρχεται από την ασύμμετρη πληροφόρηση πλησιάζει στο μηδέν τότε η υποτίμηση εξαφανίζεται. Έτσι, οι Ritter and Welch (2002) πρότειναν ότι μια στρατηγική πώλησης των μετοχών κατά δεσμίδες σε μια Αρχική Δημόσια Εγγραφή μπορεί να μειώσει την αβεβαιότητα γύρω από την μέση αξία των προσφορών. Κατ' αυτόν τον τρόπο, θα μειωθεί και η μέση υποτίμηση που είναι απαραίτητη να γίνει για να επιτύχει μια IPO.

4.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

4.2.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΡΟΣΦΥΓΗΣ ΣΤΟ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΟ

Ένας επιχειρηματίας που αποστρέφεται τον κίνδυνο έχει κίνητρο να υποτιμήσει τις νέες εκδόσεις του, όταν αυτός αντιμετωπίζει την απειλή προσφυγής στο δικαστήριο από τους επενδυτές. Αυτό στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να απαιτήσουν αποζημίωση από το νόμο αν η αρχική τιμή διάθεσης της μετοχής είναι σημαντικά μικρότερη από αυτή που διαπραγματεύεται στη συνέχεια (Hughes and Thakor (1992)). Ο επιχειρηματίας γνωρίζοντας αυτή τη δυνατότητα των επενδυτών θα επιλέξει να υποτιμήσει τις μετοχές του μόνο αν το κόστος προσφυγής στο δικαστήριο είναι μετριασμένο. Όμως και η υποτίμηση από μόνη της έχει ένα κόστος. Επομένως, το πρόβλημα του επιχειρηματία που αποστρέφεται τον κίνδυνο είναι να μεγιστοποιήσει τη χρησιμότητα του πλούτου του σε μια προσπάθεια μείωσης των πιθανών δαπανών προσφυγής στο δικαστήριο και αύξησης του κόστους ευκαιρίας που αντιπροσωπεύεται από την υποτιμημένη τιμολόγηση (Hensler (1995)). Σύμφωνα με τον Hensler, η υποτίμηση θεωρείται σαν ασφάλεια ενάντια στην προσφυγή στο δικαστήριο. Αναπτύσσει ένα μοντέλο μεγιστοποίησης της χρησιμότητας και εξηγεί το κίνητρο του επιχειρηματία να υποτιμήσει την Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Ο επιχειρηματίας υπόκειται σε κόστος προσφυγής σε ένδικα μέσα μόνο αν η τιμή της μετοχής πέσει πολύ χαμηλά μετά την ένταξή της στη δευτερογενή αγορά. Το μέγεθος της υποτίμησης που θα επιλέξει ο



επιχειρηματίας αποφασίζεται με βάση το κόστος που έχει από την υποτίμηση και το κόστος που θα υποστεί αν οι επενδυτές στραφούν νομικά εναντίον του. Με άλλα λόγια, πρέπει να εξισορροπήσει τα δυο αυτά κόστη επιλέγοντας να εξασφαλίσει την κυριότητά του, με ένα τρόπο που μεγιστοποιεί τον πλούτο του.

Για ένα δεδομένο ποσοστό ιδιοκτησίας επί της εκδότριας εταιρείας, ο επιχειρηματίας μπορεί να μειώσει τα προσδοκώμενα κόστη προσφυγής το δικαστήριο, μειώνοντας την προσφερόμενη τιμή. Το κόστος εδώ σχετίζεται με την απώλεια εσόδων από την πώληση των μετοχών σε μια χαμηλή τιμή. Σε κάποιο σημείο η απώλεια αυτή των εσόδων ξεπερνάει τα προσδοκώμενα κόστη προσφυγής στο δικαστήριο, οπότε εξαφανίζεται το όφελος του επιχειρηματία για περαιτέρω μείωση της προσφερόμενης τιμής. Αυτό σημαίνει ότι στο χρονικό αυτό σημείο, το οριακό κόστος από τη μείωση της προσφερόμενης τιμής είναι ίσο με το οριακό όφελος.

Τα συμπεράσματα του Hensler είναι ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος του σχεδίου που προωθεί η εταιρεία, τόσο μεγαλύτερο είναι και το κόστος προσφυγής που δημιουργεί και, συνεπώς, τόσο μεγαλύτερη η ωφέλεια του επιχειρηματία από τη μείωση της προσφερόμενης τιμής για τον περιορισμό μέρους αυτού του κόστους. Επίσης, ο Hensler κατέληξε ότι:

- Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της βέλτιστης αναλογίας υποτίμησης και της τυπικής απόκλισης των ταμειακών ροών (ως αναλογία ή ποσοστό υποτίμησης ορίζεται ο λόγος $\frac{P_0}{P^*}$, όπου P_0 είναι η προσφερόμενη τιμή και P^* είναι η πραγματική τιμή).
- Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του βέλτιστου ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχει ο επιχειρηματίας επί της εκδότριας εταιρείας και της τυπικής απόκλισης της ταμειακής ροής
- Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του βέλτιστου ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχει ο επιχειρηματίας επί της εκδότριας εταιρείας και της προσδοκώμενης ταμειακής ροής.
- Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της βέλτιστης αναλογίας υποτίμησης και του βέλτιστου ποσοστού ιδιοκτησίας που κατέχει ο επιχειρηματίας επί της εκδότριας εταιρείας.



Οι περισσότεροι ερευνητές του φαινομένου της υποτίμησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι μικρότερες προσφορές είναι περισσότερο υποτιμημένες. Αυτό συμβαίνει διότι νέες εκδόσεις μικρών εταιρειών έχουν περισσότερο κίνδυνο σε σχέση με αυτές μεγάλων εταιρειών. Επομένως, αφού ο βαθμός υποτίμησης και το μέγεθος της επιχείρησης είναι αρνητικά συσχετισμένα, και αφού νέες μετοχές μικρών επιχειρήσεων συνδέονται με μεγαλύτερο κίνδυνο προκύπτει ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού υποτίμησης και του επιπέδου κινδύνου. Τέτοιες μελέτες, στην ουσία, ελέγχουν για τον κίνδυνο που περιέχεται στην προσφερόμενη τιμή της μετοχής και ταυτόχρονα προβλέπουν την αρνητική σχέση μεταξύ του βαθμού υποτίμησης και της αξίας της εταιρείας. Αυτό φαίνεται να επιβεβαιώνει την εξήγηση για το κόστος προσφυγής στο δικαστήριο ως αιτία υποτίμησης. Στην πραγματικότητα, δεδομένης της πιθανότητας προσφυγής, ένα σταθερό διαχειριστικό κόστος σαν αυτό της δίκης θα ήταν σχετικά πιο επιζήμιο για μια μικρότερη επιχείρηση, και αυτός είναι ο λόγος που επιχειρηματίες μικρότερων εταιρειών επηρεάζονται στο να υποτιμούν την προσφερόμενη τιμή της μετοχής τους πιο συχνά (Μιχαλούδη (2005)).

Ο Tinic (1988) πρότεινε μια ασφαλιστική εξήγηση για την υποτίμηση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών παρουσιάζοντας το μέγεθος της υποτίμησης για επιχειρήσεις που εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο μετά το 1933. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι εταιρείες που εξέδωσαν τις μετοχές τους πριν το 1933 ήταν λιγότερο υποτιμημένες από ότι αυτές που πραγματοποιήθηκαν κατόπιν του 1933. Τα εμπειρικά αποτελέσματα του Tinic παρέχουν έμμεσα μια απόδειξη για την αρνητική σχέση μεταξύ του βέλτιστου ποσοστού υποτίμησης και της τυπικής απόκλισης της ταμειακής ροής, καθώς επίσης για την θετική σχέση μεταξύ του βέλτιστου ποσοστού υποτίμησης και της προσδοκώμενης ταμειακής ροής.

Οι Drake and Vetsuypens (1993) παρουσιάζουν μια απόδειξη που ουσιαστικά αντικρούει το κόστος προσφυγής σε δικαστήριο ως εξήγηση για την υποτίμηση. Αυτοί, εξέτασαν τα χαρακτηριστικά 93 Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, που συνέβησαν μεταξύ του 1969 και 1990 και οι οποίες μηνύθηκαν διαδοχικά για εσκεμμένη παραπληροφόρηση από την εταιρεία είτε για τις προοπτικές της προσφερόμενης τιμής είτε για δηλώσεις σχετικές με την Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Αναφέρουν, δε, ότι η μέση υποτίμηση των IPO's που μηνύθηκαν διαδοχικά είναι 9,18% και δεν διαφέρει σημαντικά από αυτό των IPO's που δεν μηνύθηκαν το οποίο



ήταν στο 11,44% (Ibboston). Το μειονέκτημα της έρευνας των Drake and Vetsuypens είναι ότι δεν περιλαμβάνονται δοκιμές με Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές οι οποίες να περιλαμβάνουν στοιχεία για τον κίνδυνο αυτών. Ο κίνδυνος είναι μια σημαντική παράμετρος που πρέπει να ληφθεί υπόψη για να ερμηνευθούν προσεκτικά και αξιόπιστα τα αποτελέσματα των δυο ερευνητών. Ωστόσο, είναι μια έρευνα που δείχνει ότι ο μεγαλύτερος βαθμός υποτίμησης δεν αποτελεί προστατευτική δικλείδα ασφαλείας για τους εκδότες έναντι νομικών κυρώσεων.

4.3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗ ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

4.3.1 ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ, ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Στην έρευνα των Bolton and Thadden η βασική υπόθεση είναι ότι ένας μάνατζερ που ψάχνει πηγές κεφαλαίων, στις συναλλαγές του με τους χρηματοδότες, το πρωταρχικό του ενδιαφέρον είναι να διατηρήσει ιδιωτικά συμφέροντα ελέγχου επί της εταιρείας. Στις μικρές επιχειρήσεις, το φαινόμενο αυτό είναι ακόμη πιο έντονο και επηρεάζει τις αποδόσεις τους. Ωστόσο, στην κατηγορία αυτή των επιχειρήσεων, το πρόβλημα της κεφαλαιακής δομής συχνά είναι μικρότερο σε σχέση με το πρόβλημα εξεύρεσης κεφαλαίων δίνοντας παράλληλα όσο το δυνατό μικρότερο εταιρικό έλεγχο στους χρηματοδότες. Φυσικά, οι περισσότεροι χρηματοδότες επιμένουν σε κάποιο είδος προστασίας έτσι ώστε ο τελικός συμβιβασμός που επέρχεται στα οικονομικά συμβόλαια για τις μικρές επιχειρήσεις να μοιάζουν με συμβάσεις δανείων τα οποία προστατεύουν τον εταιρικό έλεγχο όσο η επιχείρηση είναι αποδοτική.

Στις μεγάλες επιχειρήσεις, ο εταιρικός έλεγχος της επιχείρησης δεν δίνει ιδιωτικά οφέλη στους μάνατζερ σε σχέση με τις αποδόσεις της. Επιπλέον, οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν διασκορπισμένη ιδιοκτησία και κατ' επέκταση λιγότερο αποτελεσματικό έλεγχο από τους επενδυτές.

Γενικότερα στη διεθνή οικονομική πραγματικότητα έχουν αναπτυχθεί δύο είδη κεφαλαιακής δομής:

- (1) Το πρώτο είδος είναι αυτό που εφαρμόστηκε σε ΗΠΑ και Αγγλία, όπου συναντάμε μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων η διασπορά ιδιοκτησίας είναι μεγάλη. Οι αποδόσεις τους είναι και αυτές μεγάλες και ο εταιρικός έλεγχος κατευθυνόμενος από την απειλή εξαγοράς.



(2) Το δεύτερο είδος εφαρμόστηκε στην Γερμανία, την Γαλλία και την Ιαπωνία. Σε αυτό η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη, οι αποδόσεις κατά κύριο λόγο μικρές και ο εταιρικός έλεγχος διεξάγεται από τους μεγαλύτερους μετόχους της εταιρείας.

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η ρευστότητα μιας μετοχής είναι μεγάλη όσο μεγαλύτερη είναι η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας στον κλάδο. Η εξήγηση αποδίδεται στα κόστη συναλλαγών, τα οποία περιορίζουν τη συμμετοχή της αγοράς. Έτσι, αν για παράδειγμα οι market makers έχουν να αντιμετωπίσουν συγκεκριμένα και γνωστά κόστη, τότε ο αριθμός των συναλλασσομένων αυξάνεται και κατά συνέπεια αυξάνεται η ρευστότητα της μετοχής.

Όταν υπάρχει μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας τότε η συμμετοχή των μετόχων της εταιρείας στη διαπραγμάτευση της μετοχής είναι μικρή και άρα μικρή είναι και η ρευστότητά της. Οι Vishny and Shleifer (1986) υποστήριξαν ότι η μεγάλη συγκέντρωση στην ιδιοκτησιακή διάρθρωση της εταιρείας βελτιώνει τον έλεγχο της διοίκησης και με αυτό τον τρόπο αυξάνεται και η αξία της. Από την άλλη πλευρά, μια εταιρεία με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας, όπου ένας μόνο μεγαλομέτοχος ασκεί τον εταιρικό έλεγχο, έχει τον κίνδυνο να αποκλίνει των βασικών της στόχων λόγο της ύπαρξης προσωπικών συμφερόντων. Απόδειξη του γεγονότος αυτού αποτελεί η έρευνα των Barclay and Holderness (1989) στην οποία υποστήριξαν ότι μεγάλα blocks μετοχών πωλούνται με premium που είναι συνέπεια των ιδιωτικών ωφελειών του μεγαλομετόχου διαχειριστή. Το πρόβλημα του ελέγχου ρευστότητας των συναλλαγών σχετίζεται επίσης με τον βαθμό δανεισμού. Έτσι, το πλεονέκτημα της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι ότι, με ένα επαρκώς μεγάλο μερίδιο, μια τράπεζα μπορεί να θελήσει να ελέγχει μια εταιρεία και να λαμβάνει διαχειριστικές αποφάσεις. Ωστόσο, ο τραπεζικός δανεισμός «στερεί» ρευστότητα και γι' αυτό ομολογιακά δάνεια είναι προτιμότερα από τα τραπεζικά δάνεια.

Οι Bolton and Thadden συμπέραναν ότι μια επιχείρηση είναι πιθανότερο να επιλέξει διασπαρμένη ιδιοκτησία, δοθέντος ότι όλα τα άλλα στοιχεία μένουν σταθερά, εάν υπάρχει ενεργητικό trading στη δευτερογενή αγορά και αν η νομοθεσία διευκολύνει εξαγορές σαν έναν τρόπο απόκτησης ελέγχου. Συμπληρωματικά σ' αυτό βρέθηκε ότι μεγαλύτερη ρευστότητα συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά διευκολύνει την πραγματοποίηση εξαγορών μειώνοντας παράλληλα το φαινόμενο του “free riding”.



Οι Kahn and Winton υποστηρίζουν ότι η ρευστότητα της αγοράς μπορεί να υπονομεύσει τον αποτελεσματικό εταιρικό έλεγχο από έναν μεγαλομέτοχο, δίνοντάς του υπέρμετρα κίνητρα για κερδοσκοπία παρά για έλεγχο. Αντίθετα, οι Tirole και Holmström (1993) υποστηρίζουν ότι οι μεγαλομέτοχοι έχουν κίνητρο να διεξάγουν τον εταιρικό έλεγχο παραμερίζοντας ιδιωτικά οφέλη με ένα υψηλότερο κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση.

Μια διαφορετική άποψη για το θέμα του εταιρικού ελέγχου ανέπτυξαν οι Burkart, Gromb and Panunzi. Σύμφωνα με αυτούς τους ερευνητές, ο στενός εταιρικός έλεγχος από τους εξωτερικούς μετόχους-επενδυτές μπορεί να είναι αποτελεσματικός μετά την εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο αλλά πριν την εισαγωγή της υπάρχει κίνδυνος εξαγοράς ο οποίος μειώνει τον βαθμό επενδυτικών αποφάσεων από τα διευθυντικά στελέχη. Τελικά, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας περιέχει μια ανταλλαγή μεταξύ εταιρικού ελέγχου και πρωτοβουλίας των διευθυντών.

Γενικότερα, η έρευνα στο παρών θέμα έδειξε ότι τόσο η συγκέντρωμένη όσο και η διασπαρμένη ιδιοκτησία είναι ιδεατές ανάλογα με τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης και το περιβάλλον μέσα στο οποίο αυτή δραστηριοποιείται.

4.3.2 ΔΙΑΣΠΟΡΑ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ ΚΑΙ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η επιθυμία των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων για διασπορά ιδιοκτησίας δημιουργεί ένα κίνητρο για υποτίμηση. Η υποτίμηση αυξάνει τη ζήτηση των επενδυτών για τις υπό έκδοση μετοχές με αποτέλεσμα η Αρχική Δημόσια Εγγραφή να υπερκαλύπτεται. Η υπερκάλυψη της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής με τη σειρά της δημιουργεί ευρεία αρχική ιδιοκτησία η οποία στη συνέχεια συνεπάγεται αυξημένη ρευστότητα των μετοχών στη δευτερογενή αγορά. Οι συνθήκες αυξημένης ρευστότητας μειώνουν την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Ωστόσο, η ευρεία αρχική ιδιοκτησία απαιτεί μια αύξηση του κόστους πληροφοριών των επενδυτών. Συνεπώς, η υποτίμηση της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής ερμηνεύεται σαν «αποζημίωση» των επενδυτών για τα κόστη πληροφόρησης στα οποία υπόκεινται. (Booth and Chuna (1995)).

Η διασπαρμένη ιδιοκτησία μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μηχανισμός άσκησης εταιρικού ελέγχου. Οι Brennan and Franks (1997) υποστήριξαν ότι οι παλιοί μέτοχοι μιας εταιρείας έχουν κίνητρο για υποτίμηση καθώς έτσι εξασφαλίζεται ευρεία διασπορά ιδιοκτησίας και ως εκ τούτου μειώνεται ο κίνδυνος



απώλειας του ελέγχου της επιχείρησης από τους μετόχους που θα εισέλθουν και κυρίως τους θεσμικούς μέσω π.χ. μιας επιθετικής εξαγοράς (hostile takeover). Γενικότερα πολλοί ερευνητές συγκλίνουν στην άποψη ότι η υποτίμηση είναι θετική συνάρτηση του βαθμού υπερκάλυψης μιας Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής εφόσον υπάρχουν κόστη πληροφοριών. Αντίθετα, οι Stoughton and Zechner (1998) υποστηρίζουν ότι οι διαχειριστές της επιχείρησης έχουν κίνητρο να περιορίσουν την αναλογία των μικρών επενδυτών έτσι ώστε να αυξηθεί ο έλεγχος της διοίκησης από τους μεγαλομετόχους της εταιρείας. Στην έρευνά τους βρήκαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής και του μεριδίου των θεσμικών στην μετά την έκδοση επιχείρηση. Με άλλα λόγια, οι διευθυντές μιας επιχείρησης προβαίνουν στην τακτική της υποτίμησης για να ενισχύσουν τις επενδύσεις από block holders που παρέχουν υπηρεσίες διοικητικού ελέγχου. Η επιλογή των μεγαλομετόχων για τέτοιου είδους δραστηριότητες αποτελεί εγγύηση προς την αγορά ότι οι διευθυντές ενδιαφέρονται και προσπαθούν για την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησής τους. Για να πείσουν λοιπόν τους μεγαλομετόχους να υποστούν τα κόστη ελέγχου προχωρούν σε υποτίμηση της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής. Κατά τους Stoughton and Zechner οι βασικοί παράγοντες της παρουσίας μεγαλομετόχων είναι οι ακόλουθοι: 1)Το ποσοστό της εταιρείας που πωλείται στην Αρχική Δημόσια Εγγραφή, 2)Η ύπαρξη εξωτερικών μεγαλομετόχων πριν την Αρχική Δημόσια Εγγραφή, 3)Η ύπαρξη venture capitalists και 4)Το μέγεθος της εταιρείας.

Οι Casares and Sheehan (2002) υποστηρίζουν ότι η υποτίμηση ενισχύει την υπερκάλυψη μιας Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής και επιτρέπει διακρίσεις έναντι των μεγαλομετόχων. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη ενός μεγαλομετόχου πριν την Αρχική Δημόσια Εγγραφή είναι ο κανόνας για τις περισσότερες επιχειρήσεις, ενώ τα 3/4 των επιχειρήσεων από το δείγμα που ερεύνησαν είχαν έναν εξωτερικό μεγαλομέτοχο στο διοικητικό τους συμβούλιο πριν την Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Τελικά, παρόλο που η υποτίμηση σαν τακτική συμφωνεί με την έννοια που της έχουν δώσει οι Brennan and Franks, ωστόσο, το μέγεθος της επιρροής της (κατά τους Casares and Sheehan) φαίνεται τόσο μικρό που αν βασιστούμε αποκλειστικά σε αυτή για να εξηγήσουμε πώς επηρεάζεται η δομή της ιδιοκτησίας από τους μεγαλομετόχους τότε θα καταλήξουμε σε εσφαλμένα συμπεράσματα.



Σε ανάλογες με τις παραπάνω ερμηνείες της υποτίμησης και την σχέση της με την δομή της ιδιοκτησίας και οι Field and Sheehan (2004) με έρευνα που αφορούσε δείγμα εταιρειών που προέβησαν σε Αρχική Δημόσια Εγγραφή στις ΗΠΑ. Επίσης, η Paula Hill (2006) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει σύνδεσμος μεταξύ υποτίμησης και διάρθρωσης της ιδιοκτησίας. Το γεγονός ότι μόνο 23 εταιρείες-εκδότες από ένα δείγμα 502 εταιρειών είχαν εξωτερικούς μεγαλομετόχους αμέσως μετά την έκδοση οι οποίοι συνδέονταν με αγορές μετοχών κατά την έκδοση, αντικρούει τις υποθέσεις των Stoughton and Zechner. Επιπλέον, ο χ^2 έλεγχος για την ανεξαρτησία της υποτίμησης (Under pricing) και της εξαγοράς (Takeover), απέτυχε να απορρίψει την υπόθεση ότι αυτά τα δυο στοιχεία είναι ανεξάρτητα. Αυτό το αποτέλεσμα παρέχει απόδειξη για την αδυναμία εφαρμογής της θεωρίας των Brennan and Franks στο δείγμα της Hill.

Συνεπώς, από τη στιγμή που έχει αποδειχτεί από μια μερίδα ερευνητών ότι η υποτίμηση δεν σχετίζεται με την δομή της ιδιοκτησίας και την αναλογία των block holdings μέσα σε αυτή, πρέπει να δοθεί ώθηση σε περαιτέρω έρευνα η οποία να κατευθύνεται στην αναζήτηση διαφορετικών ερμηνειών της υποτίμησης. Επίσης, ίσως είναι ακόμη πιο αποτελεσματικό να αναζητηθούν μηχανισμοί διαφορετικοί από αυτόν της υποτίμησης σαν μέσα επιρροής της ιδιοκτησιακής δομής των νεοεισερχόμενων εταιρειών.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Τα αποτελέσματα διαφόρων ερευνητών που αναφέρονται στην τιμολόγηση των μετοχών επιχειρήσεων που εισάγονται στο Χρηματιστήριο, καθώς επίσης και στην εξέταση των αποδόσεών τους από την εισαγωγή τους και μετά, καταλήγουν σε ένα κοινό συμπέρασμα. Δηλαδή, οι διάφοροι αναλυτές των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, οι οποίοι κατά καιρούς και σε διαφορετικές περιοχές εξέτασαν το φαινόμενο αυτό, παρατηρούν ότι υπάρχει μια τάση υποτίμησης της τιμής διάθεσης. Η υποτίμηση αυτή έχει την έννοια ότι η τιμή μιας νεοεισερχόμενης επιχείρησης στο Χρηματιστήριο είναι χαμηλότερη από την τιμή στην οποία η μετοχή συναλλάσσεται μέσα στην κεφαλαιαγορά κατά την πρώτη μέρα συναλλαγών. Πέρα από το φαινόμενο της υποτίμησης, παγκοσμίως έχουν παρατηρηθεί και σημαντικές αποδόσεις για τους αγοραστές κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης της μετοχής. Στον Πίνακα 2.A που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα για τις μέσες αρχικές αποδόσεις που έγιναν σε διάφορες χώρες παγκοσμίως.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.A

Μέσες αρχικές αποδόσεις 38 χωρών, η χρονική περίοδος και το μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε.

ΧΩΡΑ	ΠΗΓΗ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Αγγλία	Dimson-Levis	2.133	1959-1990	12,00%
Αυστραλία	Lee-Taylor & Walter	266	1976-1989	11,90%
Αυστρία	Aussenegg	61	1984-1995	6,50%
Βέλγιο	Rogiers-Manigart-Ooghe	28	1984-1990	10,10%
Βραζιλία	Aggarwal-Leal & Hernandez	62	1979-1990	78,50%
Γαλλία	Husson & Jacquillat, Leleux & Muzyka, Paliard & Belleta	187	1983-1992	4,20%
Γερμανία	Ljungqvist	170	1978-1992	10,90%
Δανία	Bisgard	29	1989-1997	8,00%
Ελβετία	Kunz & Aggarwal	42	1983-1989	35,80%



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Ελλάδα	Kazantis & Levis	79	1987-1991	48,50%
Η.Π.Α.	Ibboston-Sindelar & Ritter	13.910	1960-1997	15,70%
Ιαπωνία	Fukuda, Dawson & Hiraki, Hebner & Hiraki, Pettway & Kaneko	975	1970-1996	24,00%
Ινδία	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35,30%
Ινδονησία	Hanafi, Ljungvist & Yu	237	1989-2001	19,70%
Ισπανία	Rahnema-Fernandez & Martinez	71	1985-1990	35,00%
Ισραήλ	Kandel-Sarig & Wohl	28	1993-1994	4,50%
Ιταλία	Cherubini & Ratti	75	1985-1991	27,10%
Καναδάς	Jog & Riding Jog & Srivastava	258	1971-1992	5,40%
Κίνα	Datar & Mao	226	1990-1996	388,00%
Κορέα	Dhatt-Kim & Lim	347	1980-1990	78,10%
Μαλαισία	Isa	132	1980-1991	80,30%
Μεξικό	Aggarwal-Leal & Hernandez	37	1987-1990	33,00%
Ν. Ζηλανδία	Vos & Cheung	149	1979-1991	28,80%
Νότια Αφρική	Page & Reyneke	118	1980-1991	32,70%
Νιγηρία	Ikoku	63	1989-1993	19,10%
Νορβηγία	Emilsen-Pedersen & Saettern	68	1984-1996	12,50%
Ολλανδία	Wessels, Eijgenhuijsen & Buijs	72	1982-1991	7,20%
Πορτογαλία	Alpalhao	62	1986-1987	54,40%
Πολωνία	Jelic & Briston	140	1991-1998	27,40%
Σιγκαπούρη	Lee-Taylor & Walter	128	1973-1992	31,40%
Σουηδία	Rydqvist	251	1980-1994	34,10%
Ταϊβάν	Chen	168	1971-1990	45,00%
Ταϊλάνδη	Wethyavivorn & Koo-Smith	32	1988-1989	58,10%
Τουρκία	Kiymaz	138	1990-1996	13,60%
Φιλιππίνες	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22,70%
Φινλανδία	Keloharju	85	1984-1992	9,60%
Χιλή	Aggarwal-Leal & Hernandez Maturana	55	1982-1997	8,80%
Χονγκ Κονγκ	McGuiness Zhao & Wu	334	1980-1996	15,90%

Πηγή: Loughran, Ritter and Rydqvist, (1994).

Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε ότι η υπεραπόδοση κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης μιας νεοεισερχόμενης μετοχής είναι ένα φαινόμενο που παρατηρείται παγκοσμίως σε κάποιες χώρες περισσότερο έντονα ενώ σε άλλες λιγότερο. Όσο μάλιστα αντιπροσωπευτικότερο είναι το δείγμα τόσο



μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα τα αποτελέσματα των ερευνών να είναι σωστά. Έτσι, αν θεωρήσουμε ότι το πιο αντιπροσωπευτικό δείγμα είναι εκείνο των Η.Π.Α. με 13.910 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές που αφορούν μια μεγάλη χρονική περίοδο από το 1960 έως το 1997 βλέπουμε ότι δίνει απόδοση πρώτης μέρας της τάξεως του 15,7% ενώ αντίθετα για παράδειγμα το δείγμα των Datar & Mao μάλλον είναι προβληματικό αφού καλύπτει μια σχετικά μικρή περίοδο από το 1990 έως το 1996 με 226 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και δίνει μέση αρχική απόδοση της τάξεως του 388%. Το μέγεθος της υπεραπόδοσης μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι όταν εξετάζονται Δημόσιες Εγγραφές, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί σε μια μικρή χρονική περίοδο, είναι πιθανό να επηρεαστεί το αποτέλεσμα από μια ανοδική τάση του Χρηματιστηρίου κατά την εξεταζόμενη περίοδο και να καταλήγουμε σε υπερεκτίμηση των αρχικών αποδόσεων (Μιχαλούδη 2005).

Γενικά σε δείγματα που καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο (τουλάχιστον 13ετία) η υπεραπόδοση είναι μετριασμένη, όπως στην περίπτωση της Αγγλίας για την περίοδο 1959-1990 με 2.133 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές η μέση αρχική απόδοση ήταν της τάξης του 12%, στην Αυστραλία 266 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές για την περίοδο 1976-1989 έδωσαν 11,9% και άλλα παραδείγματα τέτοιων δειγμάτων όπως της Γερμανίας με αποδόσεις 10,90%, της Ιαπωνίας με αποδόσεις 24% κ.λ.π. Βέβαια παρατηρήθηκαν και περιπτώσεις αντιπροσωπευτικών δειγμάτων που έδωσαν σημαντικές υπεραποδόσεις. Τέτοια περίπτωση αποτελεί η Ταϊβάν με 168 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές για τα έτη 1971-1990 που έδωσε απόδοση πρώτης μέρας 45%, η Σιγκαπούρη όπου για 128 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές και για διάστημα από το 1973 έως 1992 έδωσε 31,4% και η Σουηδία για 251 Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές για τα έτη 1980-1994 έδωσε αποδόσεις 34,1%.

Από την πιο πρόσφατη αρθρογραφία (έτη 2004-2006) που αφορά τις Αρχικές Δημόσιες εγγραφές σχετικά με τις αρχικές τους αποδόσεις συλλέχθηκαν τα στοιχεία που παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.B:



ΠΙΝΑΚΑΣ 2.Β

Μέσες αρχικές αποδόσεις 7 χωρών, η χρονική περίοδος και το μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε.

ΧΩΡΑ	ΠΗΓΗ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Αυστραλία	How & Lam & Yeo	275	1993-2000	33%
Η.Π.Α.	Ejara-Ghost	438	1990-2001	27,01%
Η.Π.Α.	Bruner-Chaplinsky-Ramchand	299	1991-2001	23,46%
Η.Π.Α.	Ellis	311	1996-1997	54,04%
Κίνα	Chi- Padgett	668	1996-2000	129,16%
Χονγκ Κονγκ	Carey-Steen	153	1995-1999	54%
Χονγκ Κονγκ	Agarwal-Ree-Liu	256	1993-1997	58,05%

Και στα στοιχεία του παραπάνω πίνακα που είναι περισσότερο πρόσφατα παρατηρείται το φαινόμενο της υποτίμησης με σημαντικά ποσοστά αρχικών αποδόσεων στην Κίνα και το Χονγκ Κονγκ αλλά και στην Αυστραλία και τις Η.Π.Α. που αν και οι αρχικές αποδόσεις δεν είναι τόσο υψηλές όσο στις δυο άλλες χώρες, ωστόσο είναι αξιοσημείωτες και επιβεβαιώνουν το φαινόμενο της υποτίμησης των IPO που παρατηρείται διεθνώς. Το δείγμα της Ellis που δίνει αρχικές αποδόσεις σε ένα δείγμα 311 Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών 54,04% μάλλον δεν είναι αντιπροσωπευτικό αφού το διάστημα που εξετάζει είναι αρκετά μικρό (ένα έτος).

- *Oι Μακροπρόθεσμες Αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών*

Οι εμπειρικές ενδείξεις που παρουσιάστηκαν παραπάνω αποδεικνύουν ότι κατά μέσο όρο οι τιμές εισαγωγής υπολείπονται από τις τιμές αγοράς που σημειώνονται κατά την αρχική διαπραγμάτευση των τίτλων στη δευτερογενή αγορά. Ένα σχετικό ερώτημα είναι τι αποδόσεις έχουν οι αρχικές εισαγωγές μακροπρόθεσμα και σε σχέση με την τιμή αγοράς που σημειώνεται στην αρχική διαπραγμάτευση των τίτλων.



Αν και οι θετικές αρχικές αποδόσεις αποτελούν ένδειξη ενάντια στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών χρηματιστηριακών τίτλων, η υπόθεση αυτή υπαγορεύει ότι οι τιμές αγοράς νέων τίτλων στην περίοδο μετά την αρχική διαπραγμάτευση πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να μην σημειώνονται επιπλέον αποδόσεις που δεν δικαιολογούνται από το είδος πληροφοριών που αφορούν τους τίτλους αυτούς.

Ο Ibboston (1975) παρουσιάζει αποτελέσματα που δείχνουν ότι οι νέοι τίτλοι δεν έχουν σημαντικές επιπλέον αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά. Βρίσκει όμως ότι οι τίτλοι του δείγματός του είχαν ελαφρά τάση προς θετικές επιπλέον αποδόσεις τον πρώτο χρόνο εισαγωγής και αρνητικές επιπλέον αποδόσεις τα τρία επόμενα χρόνια. Ο Ritter (1991), με βάση ένα μεγάλο δείγμα από 1.526 αρχικές εισαγωγές τίτλων κατά την περίοδο 1975-1984, βρήκε ότι οι νέοι τίτλοι παράγουν αποδόσεις που υπολείπονται των αποδόσεων της αγοράς τίτλων στο διάστημα τριών ετών μετά την αρχική εισαγωγή. Ειδικότερα, ο Ritter βρήκε ότι η μέση απόδοση της τριετούς περιόδου και σε σχέση με την τιμή κλεισμάτος της πρώτης μέρας διαπραγματεύσεως των τίτλων ήταν 34,47%. Η μέση απόδοση όμως ενός ισοδύναμου δείγματος ήδη εισηγμένων τίτλων ήταν 61,86% στην ίδια τριετή περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι το δείγμα των αρχικών εισαγωγών είχε απόδοση κατώτερη της αγοράς.

Ο Ritter για την εξήγηση των κατώτερων αποδόσεων σε μακροχρόνιο ορίζοντα των αρχικών εισαγωγών πρότεινε τρεις ερμηνείες. Κατά την πρώτη, θεωρεί ότι υπάρχει πιθανότητα να έχει εκτιμηθεί εσφαλμένα ο κίνδυνος των αρχικών εισαγωγών και συνεπώς οι αποδόσεις να έχουν εκτιμηθεί με σφάλμα. Σύμφωνα με τη δεύτερη, η κατώτερη απόδοση είναι δυνατό να οφείλεται σε κακή τύχη και σύμπτωση ενώ σύμφωνα με την τρίτη η συμπεριφορά αυτή οφείλεται σε υπερβολική αισιοδοξία και την επενέργεια του φαινομένου του «συρμού» στην χρηματιστηριακή αγορά. Ένα ακόμα συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε ο Ritter, είναι ότι οι κατώτερες αποδόσεις εμφανίζονται στην κατηγορία νέων εταιρειών με προοπτικές ανάπτυξης. Έτσι, βάσει αυτού του ευρήματος υποδεικνύεται ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις αναπτυξιακές δυνατότητες των νέων εταιρειών, γεγονός που παραπέμπει στην τρίτη εξήγηση του φαινομένου των κατώτερων αποδόσεων που πρότεινε ο εν λόγω ερευνητής.

Οι Aggarwal and Rivoli (1990) προτείνουν τη θεωρία του «συρμού» για να στηρίξουν την άποψη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υφίστανται ουσιαστική υποτίμηση. Αντίθετα ισχυρίζονται ότι οι Ανάδοχοι αποτιμούν τους νέους τίτλους



σύμφωνα με την πραγματική τους αξία. Οι επενδυτές όμως είναι υπεραισιόδοξοι για τις προοπτικές των εταιρειών και αγοράζουν τους νέους τίτλους σε υπερβολικές τιμές κατά την έναρξη των διαπραγματεύσεων. Μόλις η πληροφοριακή πληρότητα και αποτελεσματικότητα αποκαθίστανται, επέρχεται διόρθωση των τιμών αγοράς προς το κατώτερο επίπεδο της πραγματικής αξίας. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Aggarwal and Rivoli δείχνουν ότι οι αρνητικές επιπλέον αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών του δείγματός τους διαρκούν για διάστημα που δεν δικαιολογείται από την υπόθεση της πληροφοριακής πληρότητας των αγορών. Όταν μετρούν τις επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με την τιμή εισαγωγής, βρίσκουν επίσης αρνητικές αποδόσεις για την ίδια περίοδο. Αυτό σημαίνει ότι οι νέοι τίτλοι που αγοράζονται στην τιμή εισαγωγής αποδίδουν κατά μέσο όρο αρνητικές επιπλέον αποδόσεις στην περίοδο των 250 ημερών. Επομένως, μετά την αρχική άνοδο της τιμής αγοράς, οι τίτλοι σημειώνουν σημαντική κάμψη της τιμής τους ακόμα και σε σχέση με την τιμή εισαγωγής. Η διαπίστωση αυτή ερμηνεύεται από τους Aggarwal and Rivoli ως ένδειξη ότι οι αρχικές εισαγωγές δεν υποτιμούνται συστηματικά, όπως γενικά πιστεύεται.

Γενικά, το φαινόμενο της αρνητικής μακροπρόθεσμης απόδοσης των αρχικών εισαγωγών εμφανίζεται να έχει παγκόσμια εμβέλεια και εγκυρότητα. O Levis (1993) βρήκε ότι ένα δείγμα αρχικών εισαγωγών στην M. Βρετανία είχε σημαντικά θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά σημαντικά αρνητικές αποδόσεις για μια τριετή περίοδο από την εισαγωγή. Οι Aggarwal, Leal and Hernandez (1993) ανέλυσαν τις αποδόσεις αρχικών εισαγωγών σε χώρες της Λατινικής Αμερικής και διαπίστωσαν ότι υπάρχουν θετικές αρχικές αποδόσεις και αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Σε ακριβώς δύοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Ljungqvist (1993) για αρχικές εισαγωγές στη Γερμανία και Keloharju (1993) χρησιμοποιώντας δείγμα αρχικών εισαγωγών στη Φινλανδία. Στην περίπτωση της Ελβετίας όμως, οι Kunz and Aggarwal (1994) βρήκαν θετικές αρχικές αποδόσεις αλλά ουδέτερες μακροχρόνιες αποδόσεις (Παπαϊωάννου-Τραυλός (1995)).



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΔΕΙΓΜΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο παρόν κεφάλαιο μελετώνται εμπειρικά, οι εισαγωγές νέων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2001 έως το 2006. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζεται μια σύντομη περιγραφή του δείγματος και στην δεύτερη ενότητα συνοψίζεται η μεθοδολογία πάνω στην οποία στηρίζεται η ανάλυσή μας.

6.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την 1η Ιανουαρίου του 2001 έως τον Δεκέμβριο του 2006. Το σύνολο των εταιρειών που εισήχθηκαν στο Ελληνικό Χρηματιστήριο την συγκεκριμένη χρονική περίοδο είναι 64. Κύριες πηγές στοιχείων από το διαδίκτυο είναι οι ηλεκτρονικές διευθύνσεις www.newcompanies.gr και www.ase.gr καθώς επίσης και ετήσια στατιστικά δελτία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η κατανομή των δημόσιων εγγραφών έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τον ετήσιο αριθμό εταιρειών που εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο κατά την περίοδο 2001-2006. Όπως φαίνεται, υπάρχει μια πτωτική τάση των εισαγωγών με 19 εισαγωγές το 2001, ακολουθεί το 2002 με 15 εισαγωγές και τα επόμενα χρόνια ο αριθμός αυτός φθίνει με 12 εισαγωγές το 2003, 9 εισαγωγές το 2004, 7 εισαγωγές το 2005 και 2 εισαγωγές μέχρι το 2006.



ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Ετήσιος Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών στο ΧΑΑ

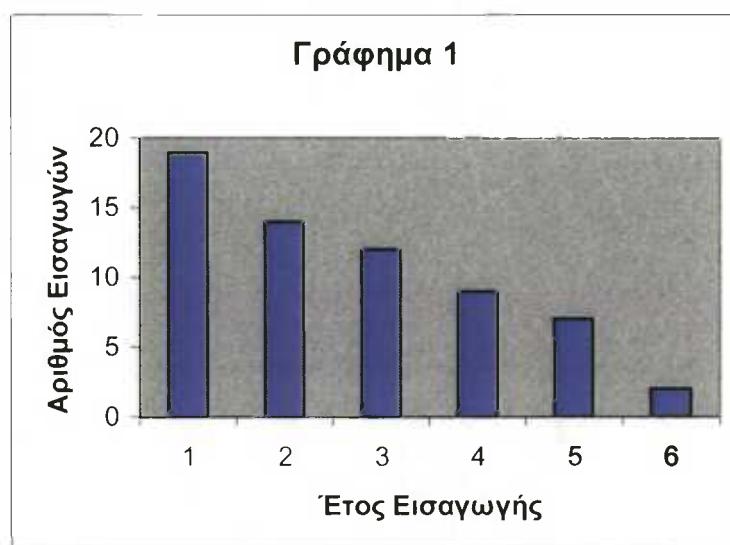
Περίοδος 2001-2006

Έτος	Αριθμός Εταιρειών / Εγγραφών
2001	19
2002	15
2003	12
2004	9
2005	7
2006	2
Σύνολο	64

Πηγή : Ετήσια στατιστικά δελτία του ΧΑΑ

ΓΡΑΦΗΜΑ 1

Γραφική απεικόνιση του αριθμού νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Περίοδος 2001-2006.



Την περίοδο που εξετάζουμε, παρατηρούμε μια πτωτική τάση των νέων εισαγωγών στο ΧΑΑ. Η πτωτική αυτή τάση μπορεί να ερμηνευθεί ως απόρροια της απαξίωσης του χρηματιστηριακού θεσμού από την μεριά των επενδυτών καθώς η εν



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

λόγω περίοδος, είναι τα έτη που ακολούθησαν την χωρίς προηγούμενο χρηματιστηριακή άνοδο του 1999 και μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια ιδιαίτερα δυσμενής περίοδος για το Ελληνικό Χρηματιστήριο.

Ο Πίνακας 4 δείχνει τον αριθμό εταιρειών που εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο ανά εξάμηνο και τη μέση τιμή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τα αντίστοιχα εξάμηνα. Το συμπέρασμα είναι ότι οι εισαγωγές εταιρειών συμπίπτουν με τις ανοδικές τάσεις του Χρηματιστηριακού Δείκτη, ωστόσο βρισκόμενοι στην μετά 1999 περίοδο και λαμβάνοντας υπόψη τις επιφυλάξεις των επενδυτών παρατηρούμε μικρή δραστηριότητα μετά το 2004 που ο Δείκτης δείχνει σημάδια ανάκαμψης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Αριθμός Δημόσιων Εγγραφών στο ΧΑΑ και Γενικός Δείκτης Τιμών / Εξάμηνο
Περίοδος 2001-2006.

Έτος	Εξάμηνο	Αριθμός Εταιρειών / Εγγραφών	Γενικός Δείκτης ΧΑΑ*
2001	α	10	3.099,43
2001	β	9	2.539,24
2002	α	9	2.575,7
2002	β	6	1.946,64
2003	α	8	1.688,23
2003	β	4	2.129
2004	α	8	2.423,4
2004	β	1	2.451,9
2005	α	4	2.960
2005	β	3	3.345,65
2006	α	1	3.973
2006	β	1	3.808,2
Σύνολο		64	

*Μέσος όρος από την αρχή του εξαμήνου μέχρι το τέλος του

Πηγή: Ετήσια στατιστικά δελτία του ΧΑΑ



Τα ευρήματα του παραπάνω πίνακα επιβεβαιώνουν την κακή περίοδο του Χρηματιστηρίου τα τελευταία πέντε χρόνια και τις ιδιαίτερα χαμηλές τιμές του Γενικού Χρηματιστηριακού Δείκτη μετά το 1999, το υψηλότερο επίπεδο του οποίου έφτασε τις 6.355,04 μονάδες στις 17/9/1999. Πρέπει να σημειώσουμε, κλείνοντας την ενότητα αυτή, ότι από τις εταιρείες που έχουν εισαχθεί μερικές έχουν διαγραφεί από το Χρηματιστήριο είτε λόγω εξαγοράς είτε λόγω συγχώνευσης και συνεπώς από τις 64 εταιρείες που συνολικά είχαν εισαχθεί τα έτη 2001-2006, προσαρμοσμένες τιμές για να εκτιμηθούν οι αρχικές αποδόσεις των νέων εισαγωγών βρέθηκαν για 60 εταιρείες.

6.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Όπως αναφέρθηκε, στόχος της παρούσας εργασίας είναι η εμπειρική διερεύνηση της συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισαχθεισών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο από 1/1/2001 έως 31/12/2006. Η ανάλυσή μας βασίζεται στον υπολογισμό των αποδόσεων που απολαμβάνουν οι επενδυτές, όταν αγοράζουν μετοχές στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής. Τόσο στη διεθνή όσο και την εγχώρια βιβλιογραφία οι συνηθέστερες μέθοδοι υπολογισμού των αποδόσεων είναι οι ακόλουθες:

1) Απλές Αποδόσεις (Raw Returns)

Είναι οι αποδόσεις που βασίζονται στην σύγκριση της τιμής εισαγωγής με την τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή μετά την εισαγωγή της.

Ως σημεία αναφοράς λαμβάνουμε:

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

Με αυτόν τον τρόπο υπολογίζονται οι Απλές Αποδόσεις Πρώτης Ημέρας Διαπραγμάτευσης (R1), Πρώτου Μήνα Διαπραγμάτευσης (R23), Πρώτου Διμήνου Διαπραγμάτευσης (R45) και Πρώτου Έτους Διαπραγμάτευσης (R365).



Για παράδειγμα η απόδοση R1 υπολογίζεται ως:

$$R1 = \frac{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} \times 100$$

Για τον υπολογισμό των αποδόσεων R23, R45 και R365, αντί της τιμής κλεισίματος της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι τιμές την 23^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 45^η μέρα διαπραγμάτευσης και ένα χρόνο αργότερα.

Ανάλογες αποδόσεις ενός μηνός, δύο μηνών και ενός έτους υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής αλλά την τιμή κλεισίματος την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο. Έτσι, υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις ενός μηνός (R1M), δύο μηνών (R2M), και ενός έτους (R12M) με βάση την τιμή κατά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης. Άρα η απόδοση πρώτου μήνα (R1M) υπολογίζεται ως:

$$R1M = \frac{\text{Τιμή μετοχής την } 23_{\eta} - \text{ημέρα διαπραγμάτευσης}}{\text{Τιμή Πρώτης Συναλλαγής}} \times 100$$

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

2) Επιπλέον Αποδόσεις (Excess Returns, or Adjusted Returns)

Εκτός των απλών αποδόσεων υπολογίζονται και οι Επιπλέον Αποδόσεις. Για τον υπολογισμό της Επιπλέον Απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της Χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της Απλής Απόδοσης. Ως απόδοση της Χρηματιστηριακής Αγοράς (Rm) λαμβάνεται η ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών.



$$Rm = \frac{\Gamma\Delta X1 - \Gamma\Delta X0}{\Gamma\Delta X0} \times 100$$

όπου:

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

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

Αυτή η προσαρμογή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους, αλλά επηρεάζονται και από τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις ολόκληρης της χρηματιστηριακής αγοράς. Η προσαρμογή αυτή θεωρείται αναγκαία, όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας, όπως είναι οι περισσότεροι περίοδοι ανάλυσης αυτής της μελέτης. Ας σημειωθεί πως η συγκεκριμένη μέθοδος προσαρμογής κάνει τη σιωπηρή υπόθεση πως οι νεοεισερχόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο αγοράς (δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1).

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

Η επιπλέον απόδοση πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης, ER1, υπολογίζεται ως:

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



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

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

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

Ας σημειωθεί ότι για τις εισαγωγές του 2006 δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για τον υπολογισμό των αποδόσεων ενός έτους.

Σημείωση: Για τον υπολογισμό των παραπάνω αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των μετοχών, όπως αυτές αντλήθηκαν από το Datastream. Οι συγκεκριμένες τιμές είναι προσαρμοσμένες σε τυχόν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, μέσω δικαιωμάτων προτίμησης και διασπάσεις μετοχών (split), που μπορεί να πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης των μετοχών στο XAA.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των αποδόσεων των νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο από το 2001 έως το 2006. Στο τέλος του κεφαλαίου παρουσιάζεται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων μας με αντίστοιχα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας.

7.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΣΕ ΟΛΟΚΛΗΡΟ ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Ο πίνακας 5 παρουσιάζει τις αποδόσεις σε ολόκληρο το δείγμα για όλα τα χρόνια της περιόδου 2001-2006. Η στήλη (1) περιλαμβάνει τους 14 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η στήλη (2) δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, η στήλη (3) παρουσιάζει την μέγιστη απόδοση, η στήλη (4) δείχνει την ελάχιστη απόδοση, η στήλη (5) δείχνει τον αριθμό των παρατηρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των αποδόσεων και η στήλη (6) δείχνει την τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Στο πρώτο κομμάτι του πίνακα παρουσιάζονται οι απλές αποδόσεις και στο δεύτερο οι επιπλέον αποδόσεις. Όπως προκύπτει από τον πίνακα 5, η μέση απόδοση πρώτης μέρας, R1, είναι κατά μέσον όρο 21,29% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 51,39%. Η μέση απλή απόδοση πρώτου μήνα, R23, είναι 20,90% με τυπική απόκλιση τετραγώνου 63,56%. Η μέση απλή απόδοση των δυο πρώτων μηνών, R45, είναι 18,90% και του πρώτου έτους, R365, είναι 10,40%.

Οι παραπάνω αποδόσεις υποδηλώνουν πως οι επενδυτές που αγοράζουν τις εισαγόμενες στο Χρηματιστήριο μετοχές στην τιμή εισαγωγής απολαμβάνουν μεγάλα ποσοστά αποδόσεων ακόμα και σε διάστημα ενός χρόνου από την εισαγωγή τους. Ουσιαστικά, αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές εισάγονται σε τιμή κατώτερη της τιμής ισορροπίας που διαμορφώνεται στο Χρηματιστήριο μετά την εισαγωγή. Η ανάλογη υποτίμηση σε σχέση με την χρηματιστηριακή τιμή την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, ένα μήνα, δυο μήνες και ένα χρόνο αργότερα είναι 21,38%, 23,38%, 19,63% και 9,35% αντίστοιχα.



Οι επενδυτές που αγοράζουν τις νεοεισαγόμενες μετοχές κατά την πρώτη ημέρα των χρηματιστηριακών συναλλαγών αποκομίζουν και αυτοί θετικές αποδόσεις καθ' όλη την διάρκεια του πρώτου έτους ($R1M=7,98\%$, $R2M=2,46\%$, $R12M=1,67\%$ αντίστοιχα). Εντούτοις οι αποδόσεις αυτές είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις αποδόσεις που απολαμβάνουν οι επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν τις μετοχές κατά την εισαγωγή τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Απλές Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές στο

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (2001-2006)

ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (RAW RETURNS)					
	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	MAX	MIN	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ
R1	21,29%	223,69%	-20,00%	60	51,39%
R23	20,90%	392,00%	-37,14%	60	63,56%
R45	18,90%	389,67%	-34,42%	60	69,95%
R365	10,05%	174,29%	-56,02%	57	49,21%
R1M	7,98%	262,04%	-51,62%	60	36,20%
R2M	2,46%	206,85%	-56,27%	60	56,34%
R12M	1,67%	195,67%	-65,66%	57	52,29%
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ - ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS RETURNS)					
ER1	21,38%	221,96%	-21,01%	60	51,32%
ER23	23,38%	396,25%	-34,77%	60	63,43%
ER45	19,63%	391,99%	-35,02%	60	69,47%
ER365	9,35%	158,77%	-68,89%	57	52,12%
ER1M	6,31%	198,51%	-46,02%	60	35,04%
ER2M	2,46%	195,78%	-44,64%	60	43,34%
ER12M	1,65%	162,34%	-68,20%	57	50,98%

Οι Επιπλέον Αποδόσεις του δεύτερου τμήματος του πίνακα 5 προκύπτουν αν από τις Απλές Αποδόσεις αφαιρεθούν οι αντίστοιχες αποδόσεις της Χρηματιστηριακής Αγοράς. Οι διορθωμένες αποδόσεις ή αλλιώς οι υπερβάλλουσες (επιπλέον) αποδόσεις μετρούν καλύτερα τις αποδόσεις των νεοεισαχθεισών μετοχών την πρώτη μέρα, τον πρώτο μήνα, το πρώτο δίμηνο και το πρώτο έτος εισαγωγής,



αντίστοιχα. Οι αντίστοιχες υπερβάλλουσες (ή επιπλέον) αποδόσεις ER1, ER23, ER45 και ER365 είναι 21,38%, 23,38%, 19,63% και 9,35% αντιστοίχως. Αναφορικά με τις αποδόσεις που μετρούνται από την πρώτη χρηματιστηριακή συναλλαγή, οι επιπλέον αποδόσεις ενός μήνα (ER1M), δυο μηνών (ER2M) και ενός έτους (ER12M) είναι 6,31%, 2,46% και 1,65% αντίστοιχα.

Κλείνοντας την ενότητα της παρουσίασης των εμπειρικών αποτελεσμάτων πρέπει να επισημάνουμε ότι παρά το γεγονός ότι οι αρχικές αποδόσεις κατά τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο κατά την περίοδο 2001-2006 εμφανίζονται ιδιαίτερα υψηλές, οι αποδόσεις αυτές στη συνέχεια φθίνουν, υποχωρώντας σε ποσοστά αποδόσεων σημαντικά χαμηλότερα εκείνων που παρατηρούνται την πρώτη μέρα, το πρώτο μήνα και το πρώτο δίμηνο από την εισαγωγή. Η παρατήρηση αυτή, είναι μια ένδειξη της μακροχρόνιας υποαπόδοσης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών.

7.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΆΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Η Διεθνής Βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί εκτεταμένα με την υποτίμηση στις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές. Οι σχετικές μελέτες καλύπτουν διάφορες χρονικές περιόδους και αναφέρονται σε διαφορετικά θεσμικά πλαίσια και βαθμούς ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών. Στον Πίνακα 6 εμφανίζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα από τις σημαντικότερες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί διεθνώς.



ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Ευρήματα των εμπειρικών ερευνών που έχουν εξετάσει τις αρχικές χρηματιστηριακές αποδόσεις σε διάφορες χώρες

Αγορά	Ερευνητές	Περίοδος	Δείγμα	Απλή Απόδοση	Επιπλέον Απόδοση	Στάθμιση με
Αγγλία	Buckland, Herbert and Yeomans (1981)	1965-75	297		9.70%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Jenkinson and Mayer (1988)	1979-87	20		22.20%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Levis (1990)	1985-88	123	6.56%	8.64%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Sudarsanam (1992)	1981-86	70		15%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Levis (1993)	1980-88	712		14.30%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Levis and Thomas (1995)	1984-92	105		1.91%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Brenna and Franks (1995)	1986-89	43		9.42%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Khurshed & Mudambi (1999)	1989-96	575		-0.38%	Δείκτη Αγοράς
Αγγλία	Khurshed, Mudambi & Goergen (1999)	1991-95	240		9.74%	Δείκτη Αγοράς
Αυστραλία	Finn & Higham (1988)	1966-78	93		29.20%	Δείκτη Αγοράς
Αυστραλία	Lee, Taylor & Walter (1996)	1976-89	266		16.41%	Δείκτη Αγοράς
Αυστραλία	How (1999)	1979-90	130		107.18%	Δείκτη Αγοράς
Αυστρία	Aussenegg	1984-02	83	6.30%		
Βέλγιο	Rogiers, Manigart & Ooghe	1984-90	28	10.10%		
Βραζιλία	Aggarwal, Leal & Hernandez (1993)	1979-90	62		78.50%	Δείκτη Αγοράς
Γάλλια	Jacquillat (1986)	1972-86	87	4.80%		
Γάλλια	Jenkinson and Mayer (1988)	1986-87	11	25.10%		
Γάλλια	Husson and Jacquillat (1990)	1983-86	131	4%		
Γερμανία	Uhlir (1989)	1977-87	97	21.50%		
Γερμανία	Ljungqvist (1996)	1970-93	180		9.20%	Δείκτη Αγοράς
Γερμανία	Ljungqvist	1978-99	407		27.70%	Δείκτη Αγοράς
Γερμανία	Ehrhardt & Nowak (2000)	1970-90	106	15.50%		



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Γερμανία	Fohlin (2000)	1882-92	335	37%		
Γερμανία	Schlag & Wodrich (2000)	1884-14	182	5%		
Δανία	Bisgard	1989-97	29	8%		
Δανία	Jakobsen & Sorensen	1984-98	117	5.40%		
Ελβετία	Kunz & Aggarwal (1994)	1983-89	42		35.80%	Δείκτη Αγοράς
Ελβετία	Drobetz, Kammermann & Walchli	1983-00	120	34.90%		Δείκτη Αγοράς
Ελλάδα	Kazantzis & Levis (1995)	1987-91	47	48.60%	53.32%	Δείκτη Αγοράς
Ελλάδα	Kazantzis & Dylan (1996)	1987-84	96	50.89%	51.73%	Δείκτη Αγοράς
Ελλάδα	Παπαϊωάννου κ.α. (1997)	1987-94	94	56.48%	55.52%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Stoll and Curley (1970)	1957-63	205	60.60%		
ΗΠΑ	McDonald & Fisher (1972)	1969-70	142	28.50%		
ΗΠΑ	Logue (1973)	1965-69	250	41.70%		
ΗΠΑ	Ibbotson & Jaffe (1975)	1960-70	128		16.83%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Ritter (1984)	1977-82	1,028	26.50%		
ΗΠΑ	Ritter (1987)	1977-82	664		14.80%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Ibbotson, Sindelar & Ritter (1988)	1977-87	4,534	16.40%		
ΗΠΑ	Ibbotson, Sindelar & Ritter	1960-01	14,840	18.40%		
ΗΠΑ	Tinic (1988)	1923-30	70		5.17%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Tinic (1988)	1931-71	134		11.07%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Welch (1989)	1977-82	1,028	26%		
ΗΠΑ	Aggarwal and Rivoli (1990)	1977-87	1,598		10.67%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Ritter (1991)	1975-84	1,526	14.32%	14.06%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Wang, Chan and Gau (1992)	1971-88	87		-2.82%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Rajan and Servaes (1997)	1975-87	2,725		10.03%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Callaghan, Kleiman & Sahu (1999)	1986-93	66	2.35%	-0.09%	Δείκτη Αγοράς
ΗΠΑ	Ritter & Welch (2002)	1980-01	6,249	18.80%		
ΗΠΑ	Loughran & Ritter (2002)	1980-00	6,169	18.90%		
ΗΠΑ	Aggarwal (2003)	1997-98	193	20.29%		
ΗΠΑ	Field & Sheehan (2003)	1988-92	953	11%		



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Ιαπωνία	Dawson & Hiraki (1985)	1977-84	106	51.90%		
Ιαπωνία	Kaneko and Pettway (1994)	1989-93	37		12%	Δείκτη Αγοράς
Ινδία	Krinshnamurti & Kumar	1992-93	98	35.30%		
Ισπανία	Rahnema, Fernandez & Martinez	1985-90	71	35%		
Ισπανία	Ansotegui & Fabregat	1986-98	99	10.70%		
Ισραήλ	Kandel, Sarig & Wohl	1993-94	28	4.50%		
Ιταλία	Cherubini & Ratti	1985-91	75	27.10%		
Ιταλία	Arosio, Giudici & Paleari (2000)	1985-99	163	25.60%	22.60%	Δείκτη Αγοράς
Ιταλία	Fabrizio (2000)	1988-98	77		11.10%	Δείκτη Αγοράς
Καναδάς	Jog and Riding (1987)	1971-83	100	11%		
Καναδάς	Kooli & Suret (2001)	1991-98	445	20.57%		
Κίνα	Datar & Mao	1990-96	226	388%	175.40%	Δείκτη Αγοράς
Κίνα	Chan, Wang & Wei (2003)	1993-98	570	177.80%		
Κίνα	Su (2003)	1994-99	587	128.20%		
Κορέα	Dhatt, Kim and Lim (1993)	1980-90	347		78.10%	Δείκτη Αγοράς
Μαλαισία	Dawson (1987)	1978-83	21		166.67%	Δείκτη Αγοράς
Μαλαισία	Paudyal, Saadouni & Briston (1998)	1984-95	95	61.80%	62.10%	Δείκτη Αγοράς
Μαλαισία	Jelic, Saadouni & Briston (2001)	1980-95	182	99.25%		
Μεξικό	Aggarwal, Leal & Hernandez (1993)	1987-90	37		33%	Δείκτη Αγοράς
Μεξικό	Hensler, Herrera & Lockwood (2000)	1987-93	68		12.74%	Riskfree Market
Νέα Ζηλανδία	Vos & Cheung	1979-91	149	28.80%		
Νιγηρία	Ikoku	1989-93	63	19.10%		
Νορβηγία	Emilsen, Pedersen & Saettern	1984-96	68	12.50%		
Νότια Αφρική	Page & Reyneke (1997)	1980-91	118	32.70%		
Νότια Κορέα	Kim & Lee (1990)	1984-86	41		37%	Δείκτη Αγοράς
Νότια Κορέα	Kim, Krinsky & Lee (1993)	1988-90	177		57.54%	Δείκτη Αγοράς
Ουγγαρία	Lyn & Zychowicz (2003)	1991-98		15.12%		
Πολωνία	Lyn & Zychowicz (2003)	1991-98		54.45%		
Πολωνία	Jelic & Briston	1991-98	140	27.40%		



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

Πορτογαλία	Alphao	1986-87	62	54.40%		
Πορτογαλία	Almedia & Duque	1992-98	21	10.60%		
Σιγκαπούρη	Dawson (1987)	1978-83	39		39.40%	Riskfree Market
Σιγκαπούρη	Koh & Walter (1989)	1973-87	66		27.20%	Riskfree Market
Σιγκαπούρη	Saunders & Lim (1990)	1987-88	17		45.40%	Riskfree Market
Σουηδία	Rydqvist	1980-94	251	34.10%		
Τάϊβαν	Chen (1992)	1971-90	168		45%	Δείκτη Αγοράς
Ταϊλάνδη	Wethyavivorn & Koo-Smith	1988-89	32	58.10%		
Τουρκία	Kiymaz (2000)	1990-96	136	13.60%		
Τουρκία	Durukan (2002)	1990-97	173	14.61%		
Τυνησία	Naceur (2000)	1992-97	12		24.52%	Δείκτη Αγοράς
Φιλανδία	Keloharju (1993)	1984-89	80		8.70%	Δείκτη Αγοράς
Φιλιππίνες	Sullivan & Unite	1987-97	104	22.70%		
Χιλή	Aggarwal, Leal & Hernandez (1993)	1982-90	36		2.80%	Δείκτη Αγοράς
Χονγκ-Κονγκ	Dawson (1987)	1978-83	21	13.80%		

Πηγή: Loughran, Ritter and Rydqvist (1994), Updated June 25, 2003

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 6, μεταξύ των διαφόρων χωρών και των διαφορετικών χρονικών περιόδων κατά τις οποίες έχουν διερευνηθεί Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές, υπάρχουν μεγάλες διαφορές και αποκλίσεις στα ποσοστά των Αρχικών Αποδόσεων. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εισάγονται στα χρηματιστήρια, στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο που καλύπτει τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στις διάφορες χώρες καθώς επίσης και στον τρόπο διάθεσης των νέων μετοχών. Γενικότερα, όπως παρατηρείται από τους Loughran, Ritter και Rydqvist (1994), οι χώρες με τους θεσμικούς περιορισμούς έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, ενώ στις χώρες με τις μικρότερες αποδόσεις, οι εισαγόμενες στα Χρηματιστήρια εταιρείες είναι μεγάλου μεγέθους.

Η Ελλάδα κατατάσσεται στις χώρες της πρώτης κατηγορίας και κατά συνέπεια οι μεγάλες αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών που



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

παρατηρούνται, είναι το γνώρισμα των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών που χαρακτηρίζει τις χώρες αυτές.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Ένα από τα βασικότερα ζητήματα που απασχολούν μια επιχείρηση είναι οι πηγές χρηματοδότησής της. Το ζήτημα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό και σοβαρό όταν η επιχείρηση επιχειρεί επενδυτικό σχεδιασμό για την ανάπτυξή της. Μια από τις πηγές εύρεσης κεφαλαίων είναι η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο με ταυτόχρονη αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Κάθε νέα εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, που καλείται Αρχική Δημόσια Εγγραφή, ενέχει κινδύνους και οφέλη τόσο για τους επενδυτές όσο και για τις ίδιες τις επιχειρήσεις. Το ενδιαφέρον των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών, είναι η υποτίμηση με την οποία εισάγονται οι μετοχές προκειμένου αφενός να διατεθούν όλες οι μετοχές στο ευρύ επενδυτικό κοινό και αφετέρου να μην αλλοιωθεί ο εταιρικός έλεγχος της επιχείρησης μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο.

Στην Ελλάδα, για την εισαγωγή μιας επιχείρησης στο Χρηματιστήριο απαιτείται η ικανοποίηση κάποιων προϋποθέσεων και κριτηρίων που πρέπει να έχουν οι προς εισαγωγή εταιρείες αναφορικά με τη Νομική τους Κατάσταση, τα Ίδια Κεφάλαιά τους, τις Οικονομικές τους Καταστάσεις, την Κερδοφορία τους κλπ, τα οποία αν πληρούνται επιτρέπουν την είσοδο αυτών των εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Όλες αυτές οι διαδικασίες βρίσκονται υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία έχει ρόλο την εξασφάλιση της διαφάνειας των διαδικασιών αυτών και της εύρυθμης και σωστής λειτουργίας του Χρηματιστηρίου γενικότερα.

Στην διεθνή βιβλιογραφία, κοινό συμπέρασμα της πλειοψηφίας των επιστημόνων που έχουν μελετήσει τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές σε διάφορες χώρες του κόσμου και για διαφορετικές χρονικές περιόδους, είναι ότι οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές είναι σημαντικά υποτιμημένες. Δηλαδή, οι επιχειρηματίες δέχονται να εισάγουν τις μετοχές τους στα Χρηματιστήρια με έκπτωση προκειμένου να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό να τις αγοράσει.

Στην παρούσα εργασία, εξετάστηκε ένα δείγμα 60 μετοχών που εισήχθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 2001-2006. Από την ανάλυση των τιμών



των εν λόγω μετοχών προέκυψε ότι οι μετοχές αυτές εισήχθησαν με σημαντική υποτίμηση, γεγονός που συμφωνεί και επιβεβαιώνει τα συμπεράσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας περί υποτίμησης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών.

Η μέση αρχική απόδοση του συνολικού δείγματος είναι υψηλότερη συγκριτικά με τις αρχικές αποδόσεις που καταγράφονται σε άλλες χώρες (Καναδά, Βραζιλία, Χιλή, Τουρκία, Νορβηγία, Ηνωμένο Βασίλειο κλπ) ενώ αντίθετα είναι χαμηλότερη από τις μέσες αρχικές αποδόσεις σε χώρες της Άπω Ανατολής όπως η Κίνα και η Μαλαισία.

Από την ανάλυση των στοιχείων, κατά την οποία υπολογίστηκαν οι απλές και οι επιπλέον αποδόσεις των νεοεισερχόμενων εταιρειών σε συγκεκριμένα χρονικά σημεία μέσα στον πρώτο χρόνο της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης, προέκυψε το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν τίτλους νέων εισαγωγών στην διαδικασία της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής αποκόμισαν υψηλά ποσοστά κερδών ακόμη και ένα χρόνο αργότερα από την εισαγωγή. Επιπλέον, ακόμα και οι επενδυτές οι οποίοι αγόρασαν μετοχές κατά την πρώτη μέρα της χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των εν λόγω μετοχών, αποκόμισαν και εκείνοι αξιοσημείωτα ποσοστά κερδών, ωστόσο τα ποσοστά αυτά είναι χαμηλότερα από εκείνα που κέρδισαν οι επενδυτές οι οποίοι έγκαιρα αγόρασαν μετοχές στην Αρχική Δημόσια Εγγραφή. Κοινό χαρακτηριστικό τόσο των απλών όσο και των επιπλέον αποδόσεων είναι η φθίνουσα τάση που παρατηρείται να έχουν μέσα στην διάρκεια του πρώτου έτους από την εισαγωγή των μετοχών.

Η θετική μέση απόδοση της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης, που ανεξάρτητα από το είδος απόδοσης (απλή ή επιπλέον), είναι περίπου 21% δηλώνει σημαντική υποτίμηση των Ελληνικών νέων μετοχικών εκδόσεων. Η απόδοση αυτή αποκτά ακόμα μεγαλύτερη αξία και σημασία αν αξιολογηθεί συγκριτικά με τα ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια που ισχύουν σήμερα στην αγορά για εναλλακτικές επενδυτικές τοποθετήσεις αλλά και σε σχέση με την δυσμενή κατάσταση της χρηματιστηριακής αγοράς που δημιουργήθηκε μετά το 1999.

Το δείγμα των 60 μετοχών που εξετάστηκαν στην παρούσα εργασία χαρακτηρίζεται ως υψηλού κινδύνου, γεγονός που αποδεικνύεται από τις υψηλές τιμές των τυπικών αποκλίσεων των αποδόσεων οι οποίες κυμάνθηκαν από 35,04% έως 69,95%. Ωστόσο, όπως είναι γνωστό οι αποδόσεις μια επένδυσης είναι συνήθως ανάλογες του κινδύνου της, οπότε και η επένδυση στην αγορά μετοχών κατά την



διενέργεια Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών την χρονική περίοδο από το 2001 έως το 2006 προσέφερε ικανοποιητικές αποδόσεις στους επενδυτές βραχυπρόθεσμα. Τα αποτελέσματα είναι χρήσιμα τόσο για τους αναλυτές που ενδιαφέρονται να προσδιορίζουν μια δίκαιη τιμή για την μετοχή αλλά και για τους επενδυτές που ενδιαφέρονται για τις αποδόσεις των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών και τις επενδύσεις τους σε αυτές.

Κλείνοντας αυτή τη σύνοψη των συμπερασμάτων, αυτό που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι τα γενικά ευρήματα αναφορικά με τις αρχικές αποδόσεις των ελληνικών νέων εκδόσεων είναι συνεπή με τα αντίστοιχα ευρήματα από άλλες χώρες, τουλάχιστον σε ό,τι αφορά την βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των νεοεισαχθεισών εταιρειών. Και οι μετοχές των ελληνικών νεοεισαγόμενων εταιρειών παρουσιάζουν παρόμοια χρηματιστηριακή συμπεριφορά με αυτή που παρατηρείται σε χώρες με ανάλογους βαθμούς ανάπτυξης των αγορών κεφαλαίου.



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Παρακάτω στον πίνακα Π.1 παρουσιάζονται οι μετοχές που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική διερεύνηση της παρούσας εργασίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ Π.1

Company	Entry year
1. Agri Bank of Greece	2001
2. Atlantic supermarket	2001
3. Babis Vovos	2001
4. betanet	2001
5. DEH	2001
6. Intracom constructions	2001
7. medicon hellas	2001
8. mls multimedia	2001
9. motor oil	2001
10. Nestos	2001
11. opap	2001
12. Petrola	2001
13. rainbow computer	2001
14. Thessaloniki port authority	2001
15. Thessaloniki water supp	2001
16. unibrain	2001
17. Vardas	2001
18. Alsinco	2002
19. altius investment fund	2002
20. centric multimedia	2002
21. compucon computer	2002
22. dias aqua culture	2002
23. euroconsultants	2002
24. euroline investment	2002
25. flour mills kepenos	2002
26. galaxidi fish farming	2002
27. hitech consultants	2002
28. Hygeia	2002
29. Livani publishing org	2002
30. Stelios Kanakis	2002
31. Zenon Robotics	2002
32. Ballis chemicals	2003
33. Fashion box	2003
34. Interfish	2003
35. Kri kri	2003
36. lamda detergent	2003
37. Logismos info systems	2003
38. neochimiki	2003
39. newsphone hellas	2003
40. Omega portfolio inv	2003
41. Piraeus port authority	2003
42. prolife systems and software	2003



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

43. alpha grisin infotech	2004
44. delta projects	2004
45. elinoil	2004
46. Eurobrokers	2004
47. Global inv.fund	2004
48. ilyda	2004
49. Kloukinas-Lappas	2004
50. revoil	2004
51. sprider stores	2004
52. Audiovisual	2005
53. diolkos close end fund	2005
54. evik	2005
55. Motodynamics	2005
56. Piraeus real estate investment	2005
57. proton investment bank	2005
58. sidma	2005
59. eurobank properties	2006
60. Ταχυδρομικό ταμιευτήριο	2006



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

1. Agarwal, Rhee, Lui (2006), "Investor demand for IPOs and aftermarket performance: Evidence from the Hong Kong stock market", Journal of International Financial Markets, Institutions and money.
2. Aggarwal R. and Rivoli P. (1990), "Fads in the initial public offering market?" Financial Management 22, pp. 42-53
3. Aggarwal R., Leal R. and Hernandez L. (1993), "The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America", Financial Management 22, pp. 42-53
4. Arugaslan Onur, Douglas O. Cook and Robert Kieschnick (2004), "Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing", The Journal of Finance, Vol. LIX, No. 5, pp. 2403-2419.
5. Baron D. (1982), "A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues", Journal of Finance 37, pp. 955-976.
6. Besanko David, Dranove David and Shanley Mark (2000), "*Economics of Strategy*", John Wiley and Sons, N.Y.
7. Bolton Patric, Ernst-Ludwig Von Thadden (1998), "Blocks, Liquidity, and Corporate Control", The Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, pp. 1-25.
8. Bruner, Chaplinsky, Ramchand (2006), "Coming to America: IPOs from emerging market issuers", Emerging markets review, vol.7, pp. 191-212.
9. Eugene F. Brigham, Michel C. Ehrhardt (2005), "Financial Management, Theory and Practice", 11th edition, International Student Edition, THOMSON South-Western.



10. Brealey A. Richard and Myers C. Stewart (2006), "Principles of Corporate Finance", 8th edition, International edition, McGraw Hill.
11. M. J. Brennan, J. Franks (1997), "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK", Journal of Financial Economics 45, pp. 391-413.
12. James R. Booth, Lena Chuna (1996), "Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing", Journal of Financial Economics 41, pp. 291-310.
13. Mike Burkart, Denis Gromb, Fausto Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, No. 3, pp. 673-728.
14. Carey & Steen (2006), "Changing Conditions in the Hong Kong new issues market", Pacific Basin Finance Journal, vol.14, pp. 484-500.
15. Richard Carter, Steven Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", The Journal of Finance, Vol. 45, No. 4, pp. 1045-1067.
16. Chi & Padgett (2005), "Short run underpricing and its characteristics in Chinese Initial Public Offering (IPO) markets", Research in international Business and Finance, vol.19, pp. 71-93.
17. Francesca Cornelli, David Goldreich (2001), "Bookbuilding and Strategic Allocation", The Journal of Finance, Vol. 56, No. 6, pp. 2337-2369.
18. Ejara, Ghost (2004), "Underpricing and aftermarket performance of American depositary receipts (ADR) IPOs", Journal of Banking and Finance, vol.28, pp. 3151-3186.



19. Ellis K. (2006), "Who trades IPOs? A close look at the first days of trading", *Journal of Financial Economics*, vol.79, pp.339-363.
20. Michel A. Habib, Alexander P. Ljungqvist (2001), "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, pp. 433-458.
21. Douglas A. Hensler (1995), "Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Managerial and Decision Economics*, Vol.16, No. 2, pp.111-128.
22. Paula Hill (2006), "Ownership Structure and IPO Underpricing", *Journal of Business Finance and Accounting*", pp. 102-126.
23. How, Lam, Yeo (2006), "The use of comparable firm approach in valuing Australian IPOs", *International Review of Financial Analysis*.
24. Ibbotson R. G. and Ritter J. R. (1995), *Initial public offerings*, Chapter 30 of North-Holland Handbooks in Operations Research and Management Science 9, Edited by Jarrow R., Maksimovic and Ziembba W.
25. Tim Jenkinson, Alan D. Morrison, William J. Wilhelm Jr. (2006), "Why are the European IPOs so rarely priced outside the indicative price range?", *Journal of Financial Economics*, 80, pp.185-209.
26. Tim Jenkinson and Howard Jones (2004), "Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding", *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 5, pp. 2309-2337.
27. McDonald J. G. and Fisher A. K. (1972), New-issue stock price behavior, *Journal of Finance* 27, pp. 97-102
28. Jay R. Ritter (1991), "The Long Run Performance of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No.1, pp. 3-27.



29. Jay R. Ritter, Ivo Welch (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *The Journal of Finance*, Vol. 57, No.4, pp. 1795-1828.
30. Jay R. Ritter, Tim Loughran (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 2, pp. 413-443.
31. Marco Pagano, Alisa Roell (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to go Public", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, pp. 187-225.
32. Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International Insights", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, N^o 2-3, pp. 165-199.
33. Rock K. (1986), "Why new issuers are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, pp. 187-212.
34. Dennis P. Sheehan, Laura Casares (2004), "IPO Unerpricing and outside blockholdings", *Journal of Corporate Finance* 10, pp. 263-280.
35. Ann E. Sherman (2000), "IPOs and Long-Term Relationships: An Advantage of Book Building", *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 3, pp. 697-714.
36. Seha M. Tinic (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No.4, pp. 789-822.
37. Neal M. Stoughton, Josef Zechner (1998), "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 45-77.
38. Luigi Zingales (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public", *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, No.3, pp. 425-448.



ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Ματίνα Κορδή-Αντωνοπούλου, «Το Νομικό Πλαίσιο του Χρηματιστηρίου», Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2006.
2. Βασιλική Μαλινδρέτου, Παύλος Μαλινδρέτος, «Χρηματιστήριο», Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2000.
3. Μιχαλούδη Αναστασία, «Η Εξέταση των Μετοχικών Υπεραποδόσεων για τις Νεοεισηγμένες Επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Διπλωματική Εργασία Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
4. Βιλαντώνη Κυριακή, «IPO: Bookbuilding and Firm Performance», Διπλωματική εργασία Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
5. Γ. Ι. Παπαϊωάννου, Ν. Γ. Τραυλός, «Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση», Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος, I.O.B.E. Αθήνα 1995.
6. Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2^η Τροποποίηση, 25/5/2006.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

1. Εκδόσεις Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών-Εισαγωγή στο XAA.
www.ase.gr/content/gr/about/publications/files/introduction_to_ASE.pdf
2. www.hcmc.gr
3. www.kathimerini.gr
4. www.naftemporiki.gr
5. www.newcompanies.gr



Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές στο Ελληνικό Χρηματιστήριο

