ΤΜΗΜΑ: ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Ασύμμετρη πληροφόρηση και αρχικές δημόσιες προσφορές.

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Κνιθάκης Κωνσταντίνος

Επιβλέπων καθηγητής: Λ. Πεχλιβάνος

Αθήνα, Ιανουάριος 2016

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, έχει παρουσιαστεί έντονο επιστημονικό ενδιαφέρον σχετικά με το φαινόμενο της ασυμμετρίας πληροφοριών που παρατηρείται επι των συναλλαγών, στο σύνολο των κλάδων της οικονομίας. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι ασφαλιστικές αγορές, οι αγορές εύρεσης εργασίας, η αγορά αυτοκινήτων και οι χρηματοπιστωτικές αγορές, όπου το διαφορετικό επίπεδο πληροφόρησης μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών είναι πιθανό να οδηγήσει σε προβλήματα και «ανωμαλίες» σχετικά με την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία τους. Απο τη θεμελιώδη συνεισφορά της έρευνας του Akerlof το 1970, μέχρι τις σύγχρονες οικονομικές προσεγγίσεις που περιλαμβάνουν ολοένα και πιο εξελιγμένα μοντέλα αξιολόγησης και καταγραφής της ασύμμετρης πληροφόρησης, το ζητούμενο της αντιμετώπισης και εξάλειψης των προβλημάτων που ανακύπτουν, αποτελεί πρωταρχικό μέλημα για τους ερευνητές.

Ειδικότερα, η συγκεκριμένη εργασία εστιάζει στις χρηματιστηριακές αγορές και πιο συγκεκριμένα στη διαδικασία που ακολουθεί μία επιχείρηση προκειμένου να κατορθώσει να "μεταπηδήσει" απο τα ιδιωτικά στα δημόσια πλαίσια. Η εν λόγω διαδικασία είναι ευρέως γνωστή με τον όρο Αρχική Δημόσια Προσφορά (Initial Public Offering), με το φαινόμενο της ασυμμετρίας πληροφοριών μεταξύ εταιρείας-αναδόχου-επενδυτών να διαδραματίζει σημαντικότατο ρόλο από την έναρξη μέχρι την ολοκλήρωση της προαναφερθείσας διαδικασίας.

Η παρούσα διπλωματική αποτελείται ουσιαστικά από δύο βασικές ενότητες. Η πρώτη ενότητα περιλαμβάνει δύο κεφάλαια. Στο κεφάλαιο1 περιγράφουμε την έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης πιο ενδελεχώς, υπο τη σκοπιά των σημαντικότερων ερευνητών: George A. Akerlof, (1970), Michael Spence, (1973), Joseph Stiglitz, (1976) και Myers & Majluf, (1984). Στο τέλος του Κεφαλαίου1, παραθέτουμε επιγραμματικά ορισμένες εφαρμογές που αποδεικνύουν την ύπαρξη των συνεπειών της ασύμμετρης πληροφόρησης, σε διάφορους κλάδους και αγορές.

Το κεφάλαιο2 αποτελεί ένα θεωρητικό πλαίσιο στο οποίο καταγράφονται τα σημαντικότερα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την άμβλυνση και εξάλειψη των προβλημάτων που προέρχονται απο τη δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο, αναλύοντας τη σχέση πλεονεκτημάτων-κόστους για κάθε μηχανισμό .

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ολοκληρώνοντας την αναφορά μας στις πτυχές της ασύμμετρης πληροφόρησης, προχωράμε στη δεύτερη ενότητα ξεκινώντας με το Κεφάλαιο3, όπου επιχειρείται να γίνει μία εισχώρηση στην χρηματιστηριακή αγορά, μελετώντας ειδικότερα τις αρχικές δημόσιες εγγραφές. Είναι ουσιαστικά η στιγμή που η επιχείρηση αποφασίζει να «μεταπηδήσει» απο τα ιδιωτικά προς τα δημόσια πλαίσια.Καταγράφουμε τα δεδομένα που λαμβάνει υπ'όψην της μία εταιρεία κατά την pre-market περίοδο, εστιάζοντας στις διαδικασίες που αφορούν τους λόγους προσχώρησης και την κατάλληλη χρονική στιγμή εισόδου στην αγορά (market timing) μίας ιδιωτικής επιχείρησης.

Στο κεφάλαιο4, περιγράφουμε αναλυτικά όλα τα στάδια απο την έναρξη μέχρι την ολοκλήρωση μίας αρχικής δημόσιας προσφοράς καθώς και ο ρόλος των ομάδων συμμετοχής επι της διαδικασίας (ανάδοχοι-underwriters, νομικός σύμβουλος, ορκωτοί ελεγκτές), ενώ το κεφάλαιο5 αποτελεί ίσως το σημαντικότερο κομμάτι της εργασίας, κατά το οποίο πραγματοποιείται σύγκριση των διαφορετικών διαδικασιών τιμολόγησης (σταθερή τιμή, δημοπρασία, ανοιχτό βιβλίο προσφορών) που ακολουθώνται σε μία αρχική δημόσια προσφορά, καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως η μέθοδος του ανοιχτού βιβλίου προσφορών είναι η πλέον διαδεδομένη και τείνει να προτιμάται σε παγκόσμια χρηματιστηριακή κλίμακα. Επιπρόσθετα, στο τέλος παρατίθεται το πρόσφατο παράδειγμα ανοιχτού βιβλίου προσφορών, μέσω δευτερεύουσας δημόσιας προσφοράς που έλαβε χώρα στην Ελλάδα και τον τραπεζικό κλάδο, ειδικότερα, εκφραζόμενο μέσω της ανακεφαλαιοποίησής τους.

Εν συνεχεία, στα κεφάλαιο6-7, εστιάζουμε στην after-market περίοδο, αναλύοντας τις «ανωμαλίες» της αρχικής θετικής υπεραπόδοσης και των αρνητικών μακροπρόθεσμων αποδόσεων που πραγματοποιεί η νεοεισαχθείσα εταιρεία, υπο το πρίσμα της ασυμμετρίας πληροφοριών που παρατηρείται μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών (εκδότρια εταιρεία-ανάδοχοι-επενδυτικό κοινό). Καταγράφουμε μία σειρά απο οικονομικές και στατιστικές μελέτες που αποδεικνύουν την τάση των νέων εταιρειών να επιτυγχάνουν υψηλές θετικές αποδόσεις κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης καθώς και αρνητικές αποδόσεις για τα πρώτα 1-5 έτη διαπραγμάτευσης στους κόλπους του χρηματιστηρίου.

Τελειώνοντας την έρευνά μας, παραθέτουμε το κεφάλαιο8, στο οποίο καταγράφουμε τους τρόπους υπολογισμού των απλών και επιπλέον αποδόσεων των εταιρειών ανα πάσα χρονική στιγμή και επιχειρούμε να συγκρίνουμε τις αποδόσεις μίας νεοεισερχόμενης μετοχής (Revoil) με τις αντίστοιχες μίας ήδη υπάρχουσας, στο ελληνικό χρηματιστήριο,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μετοχής (Motor Oil), του κλάδου των υγρών καυσίμων, κατά την πρό-κρίσης περίοδο 2004-2008, αποσκοπώντας να διαπιστώσουμε στην πράξη εάν ισχύουν οι προαναφερθείσες «ανωμαλίες» της αρχικής θετικής και μακροπρόθεσμης υπόαπόδοσης.

Τέλος,αξίζει να τονίσουμε πως η τελευταία ενότητα είναι καθαρά ενδεικτική και δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως αντιπροσωπευτική, καθώς το δείγμα μας είναι πολύ μικρό.

ABSTRACT

In recent decades, it has shown strong scientific interest in the phenomenon of asymmetric information observed on transactions in all economic sectors. Basic examples are insurance markets, job markets, the automotive market and the financial markets, where a different level of information between counterparties are likely to lead to problems and Irregularities on the proper and efficient operation .From the fundamental contribution of Akerlof's research in 1970 until modern economic approaches that include increasingly sophisticated assessment models and registration of asymmetric information, the issue of addressing and eliminating problems arise, a primary concern for researchers.

In particular, this paper focuses on the stock markets and more specifically to the proceedings of a company to manage to switch from private to public contexts. This procedure is commonly known by the term IPO (Initial Public Offering), the phenomenon of asymmetry of information between company - underwriter - investors play an important role from the beginning until the completion of this process.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

This thesis consists of two main sections. The first section contains two chapters. In Chapter 1 we describe the concept of asymmetric information more thoroughly, under the perspective of the main researchers: George A. Akerlof, (1970), Michael Spence, (1973), Joseph Stiglitz, (1976) and Myers & Majluf, (1984). At the end of chapter1, we mention briefly some applications that demonstrate the existence of effects of asymmetric information in various sectors and markets.

The Chapter 2 is a theoretical framework which records the most important tools used to mitigate and eliminate the problems caused by adverse selection and moral hazard, analyzing the relation cost - benefit of each instrument.

Finishing our report in aspects of information asymmetry, we move to the second section beginning with Chapter 3, which attempts to make an introduction in the stock market by studying in particular the IPO's. It is essentially the time when the company decides to "jump" from private to public contexts .Collecting data of interest for one company in the pre-market period, focusing on procedures concerning the grounds of accession and the appropriate time of entering the market (market timing) of a private enterprise.

In Chapter 4, we describe in detail all the stages from the beginning to the completion of an initial public offering as well as the role of the participation of groups of order (contractors-underwriters, legal counsel, auditors), while Chapter 5 is probably the most important piece of work in which a comparison of the different pricing procedures (fixed-price auction, book-bulilding) that are used in an initial public offering, concluding that the method of book building is the most common and tends to be preferred in global stock range. Additionally , in the end given the recent book-building example through a secondary public offering that took place in Greece and the banking industry, in particular, expressed through their recapitalization.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Subsequently, in Chapters6-7, we focus on the after-market period, analyzing the "abnormalities" of the initial positive outperformance and negative long-term returns made by the newly introduced company in the light of the observed asymmetry of information between the parties involved (issuing company -underwriters-investors). We record a series of economic and statistical studies showing the trend of new companies to achieve high positive returns during the first day of trading and negative returns for the first 1-5 years of negotiation within the exchange.

Finishing our research, we provide Chapter 8, which describes the way of calculating the raw and excess returns for every company at any time and we try to compare the odds of a new entrant share (Revoil) with the corresponding one already existing in the Greek stock market, share (Motor Oil), the liquid fuel sector, in the pre-crisis period 2004-2008, aiming to find practical if applicable abovementioned "defects" of the initial positive returns and long-term underperformance.

Finally, it should be stressed that the last section is purely indicative and can not be described as representative as our sample is too small.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ευχαριστίες

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος ειδίκευσης Διεθνών Οικονομικών Ευρωπαϊκών Σπουδών, στην κατεύθυνση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Πολιτικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Αντικείμενο της διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης στο σύνολο των αγορών και οι συνέπειές της επι της διαδικασίας αρχικής δημόσιας εγγραφής μίας εταιρείας στους κόλπους της χρηματιστηριακής αγοράς.

Υπεύθυνος και επιβλέπων κατά τη διαδικασία συγγραφής της εργασίας, ήταν ο καθηγητής κ. Λ. Πεχλιβάνος, στον οποίο οφείλω ιδιαίτερες ευχαριστίες για τη συνεχή υποστήριξη και καθοδήγησή του, καθ'όλη την περίοδο της έρευνας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Κνιθάκης Κωνσταντίνος

Ιανουάριος 2016

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ ***ΣΕΛ***

Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή στην Ασύμμετρη πληροφόρηση **12**

1.1 Κατηγορίες Ασύμμετρης πληροφόρησης 13

1.2 Θεωρητικές προσεγγίσεις 13

-Akerlof, 1970 (The lemons problem) 14

-Spence, 1973 (signaling) 15

-Rothchild & Stiglitz, 1975, 1976 (screening) 20

-Myers & Majluf, 1984 (pecking-order theory) 21

1.3 Ηθικός κίνδυνος και αγορές 21

- Ασφάλιση 22

- Χρηματοπιστωτικές αγορές 22

- Principal-agent problem 23

1.4 Εφαρμογές θεωριών περί ασύμμετρης πληροφόρησης 24

Κεφάλαιο 2 : Εργαλεία-μηχανισμοί αντιμετώπισης **26**

2.1 Μηχανισμοί επίλυσης δυσμενούς επιλογής 27

- Ιδιωτικοί οργανισμοί παραγωγής και διακίνησης πληροφοριών 27

-Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές – Πιστωτικά Ιδρύματα 28

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

-Εμπόδια μέσω διαμεσολάβησης 31

-Εγγυήσεις και Καθαρή Αξία 31

-Κυβερνητικοί φορείς 32

2.2 Μηχανισμοί επίλυσης ηθικού κινδύνου 33

- Monitoring 34

- Incetives 35

- Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές 36

- Κρατική ρύθμιση-Θεσμικό πλαίσιο 37

- Dept contracts 37

Κεφάλαιο 3 : Εισαγωγή στην Αρχική Δημόσια Προσφορά **38**

- Ορισμός και ιστορική αναδρομή 38

3.1 Διαδικασία I.P.O 40

3.2 Λόγοι προσχώρησης 41

- Πλεονεκτήματα 41

- Μειονεκτήματα 45

3.3 I.P.O Timing 49

Κεφάλαιο 4 : Διαδικασία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο **52**

Μέσω Δημόσιας Εγγραφής

-Εισαγωγή 52

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.1 Διαδικασία επιλογής αναδόχου 53

4.2 Απο τον έναν ανάδοχο στις Κοινοπραξίες 54

4.3 Αμοιβές αναδόχων 55

4.4 Διαδικασία σύνταξης και έγκρισης Δήλωσης Εγγραφής 56

4.4.1 Δομή Ενημερωτικού Δελτίου 57

4.4.2 Καθορισμός τιμής διάθεσης 59

4.4.3 Κατανομή μετοχών 59

-Θεσμικοί επενδυτές 60

-Μη-θεσμικοί επενδυτές 61

4.5 Ρόλος του Νομικού Συμβούλου και Ορκωτών Ελεγκτών 62

Κεφάλαιο 5 : Μηχανισμοί προσδιορισμού τιμής εισαγωγής 64

-Εισαγωγή 64

5.1 Διαδικασίες τιμολόγησης 65

5.1.1 Μέθοδος σταθερής τιμής 66

5.1.2 Δημοπρασία 67

-Παράδειγμα δημοπρασίας 68

5.1.3 Book - building 70

5.2 Book-building VS Auctions and Fixed-price 72

5.3 Πρόσφατο book-building στην Ελλάδα (Secondary Public Offering- S.P.O) 77

Κεφάλαιο 6 : Αρχικές θετικές αποδόσεις-Υποτίμηση- 87

Ασύμμετρη πληροφόρηση

-Εισαγωγή 88

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6.1 Υποτίμηση υπο συνθήκες Τέλειας πληροφόρησης 88

6.1.1 Θεωρία χρονικής καθυστέρησης διαπραγμάτευσης 88

6.1.2 Θεωρία υπερκάλυψης και διασποράς μετοχών 89

6.1.3 Θεωρία κάλυψης έναντι νομικών κινδύνων 90

6.1.4 Θεωρία κάλυψης κόστους αναδοχής και αγορά αναδόχων 92

6.2 Υποτίμηση υπο συνθήκες ασύμμετρης πληροφόρησης 93

6.2.1 Θεωρία ασυμμετρίας εκδότου-αναδόχου 94

6.2.2 Θεωρία ασυμμετρίας εκδότου-επενδυτών 95

6.2.3 Θεωρία ασυμμετρίας αναδόχου-επενδυτών 96

6.2.4 Θεωρία ασυμμετρίας μεταξύ επενδυτών 98

Κεφάλαιο 7 : Μακροχρόνια υπο-απόδοση (Long-run underperformance) **101**

-Εισαγωγή 101

7.1 Έρευνες σε Αμερικάνικα I.P.O's 102

7.2 Έρευνες σε I.P.O's εκτός Αμερικής 102

7.3 Προσεγγίσεις του φαινομένου των μακροπρόθεσμων Υπο-αποδόσεων 104

Κεφάλαιο 8 : Υπολογισμός αποδόσεων και εμπειρική μελέτη σε μετοχή του Χ.Α.Α **108**

8.1 Απλές-επιπλέον αποδόσεις 108

8.2 Εμπειρικά δεδομένα αρχικής δημόσιας εγγραφής στο Χ.Α.Α (Revoil) 111

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Βιβλιογραφία **115**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

Απο τα μέσα του προηγούμενου αιώνα, η μελέτη και αντιμετώπιση του προβλήματος της «ασύμμετρης πληροφόρησης» έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία στα πλαίσια της οικονομίας και της ασφάλισης. (Arrow, 1965, Akerlof, 1970, Spence, 1973, Rothschild & Stiglitz, 1976).

Είναι ευρέως γνωστό ότι τα άτομα διαθέτουν, σχεδόν πάντα, διαφορετικό βαθμό πληροφόρησης. Σε γενικά πλαίσια, οι πληροφορίες που έχουν στη κατοχή τους, διαδραματίζουν ιδιαίτερο ρόλο στη διαμόρφωση της συμπεριφοράς τους σε ποικίλες περιπτώσεις της σύγχρονης πραγματικότητας. Ειδικεύοντας, το σημείο ενδιαφέροντος μας έγκειται στο βαθμό επιρροής τους στον μηχανισμό της αγοράς και στη συμπεριφορά των ιδιωτών. Η πληροφόρηση, ουσιαστικά, προσδιορίζει την υποκειμενικότητα των επενδυτικών επιλογών, καθώς κρίνεται απαραίτητο να υποθέσουμε ότι ο σκοπός της δραστηριότητας του οικονομικού παράγοντα συντίθεται απο τη μεγιστοποίηση των κερδών και τον περιορισμό του αναληφθέντος βαθμού κινδύνου.

Στα πλαίσια των αγορών, η διαμόρφωση των τιμών δεν αποτελεί ένα στατικό φαινόμενο αλλά ένα δυναμικό αποτέλεσμα της σχέσης προσφοράς-ζήτησης (Adam Smith). Στην πραγματικότητα, η έννοια της «τέλειας αγοράς», μόνο σε θεωρητική βάση μπορεί να εκφραστεί καθώς ο διαταρακτικός όρος, μεταξύ άλλων, της ελλειπούς πληροφόρησης παρεμποδίζει την εύρυθμη, αποτελεσματική και «δίκαιη» λειτουργία των διάφορων αγορών. Ως αποτέλεσμα, το γεγονός αυτό κλονίζει τη σχέση μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μίας συναλλαγής, επηρεάζοντας, δυσμενώς, τη διαδικασία διαμόρφωσης τιμών και οδηγώντας, αναπόφευκτα, σε κατώτερο σημείο ισορροπίας. Αν εξετάσουμε, παραδείγματος χάριν, την περίπτωση της αγοράς αγαθών, ο εκάστοτε πωλητής τιμολογεί το προϊόν του βάσει των γνώσεων και πληροφοριών που έχει στη κατοχή του σχετικά με το επίπεδο τιμών παρόμοιων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

προϊόντων στην αγορά και συνάμα της κατάστασης στην οποία βρίσκεται το υπο πώληση αγαθό του. Εν αντιθέσει, ο αγοραστής, ναι μεν είναι πιθανό να διαθέτει τις αντίστοιχες πληροφορίες του πρώτου σκέλους, αλλά το επίπεδο πληροφόρησης του, σε ό,τι αφορά τη ποιότητα του προϊόντος, συγκριτικά με τον πωλητή, ίσως να διαφέρει. Το προαναφερθέν παράδειγμα σκιαγραφεί μία κατάσταση ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information), που παρατηρείται όταν δύο πλευρές της αγοράς διαθέτουν διαφορετικό επίπεδο πληροφόρησης, επι της διαδικασίας συναλλαγής τους.

1.1 Κατηγορίες ασύμμετρης πληροφόρησης

Παρατηρούνται δύο βασικές μορφές ασύμμετρης πληροφόρησης: η κριμένη γνώση και η κριμένη δράση. Η πρώτη προκύπτει στην περίπτωση κατά την οποία η μία πλευρά της συναλλαγής (επιχείρηση-πωλητής) διαθέτει πληροφορίες που σχετίζονται με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του εκάστοτε αγαθού, οι οποίες δεν είναι αντιστοίχως προσβάσιμες στην «αντίπερα όχθη» της αγοράς (αγοραστές). Πιο συγκεκριμένα, ένα άτομο που ενδιαφέρεται για την πώληση μεταχειρισμένου αυτοκινήτου, είναι σε θέση να γνωρίζει καλύτερα τα τυχόντα ελαττωματικά χαρακτηριστικά του, σε σχέση με τον υποψήφιο ενδιαφερόμενο αγοραστή. Στην προαναφερθείσα περίπτωση, παρατηρείται το σύνηθες πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής (adverse selection), συναντάται στην περίοδο πριν την πραγματοποίηση της συναλλαγής (pre contractual asymmetric information), οδηγώντας στην κατάρρευση της αγοράς.

Η δεύτερη κατηγορία ασύμμετρης πληροφόρησης καλείται κριμένη δράση, λαμβάνοντας χώρα μετά τη συναλλαγή (post contractual asymmetric information) και παρατηρείται όταν η μία πλευρά της συναλλαγής είναι δυνατόν να επηρεάσει, μέσω των δράσεων της, τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του υπο συναλλαγή αγαθού. Πιο συγκεκριμένα, στα πλαίσια μίας ατελούς αγοράς, με αβεβαιότητα στη λήψη αποφάσεων, οι αγοραστές είναι πιθανό να μην διαθέτουν την ικανότητα να αντιληφθούν με ευκολία τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που χαρακτηρίζουν τα υπο πώληση αγαθά, παρέχοντας στις εταιρείες το κίνητρο επιλογής χαμηλότερων standards στην παραγωγική διαδικασία. Σε τέτοιου είδους περιπτώσεις, συναντάται συχνά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (**moral hazard**).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.2 Θεωρητικές προσεγγίσεις

(Akerlof, 1970)

Η έννοια της δυσμενούς επιλογής έχει ερμηνευθεί απο διάφορους οικονομολόγους, με την αρχή να πραγματοποιείται απο τον Akerlof[1](1970), μέσω του άρθρου του «The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism».

Στην εργασία του, ο Akerlof ανέλυσε τα σημαντικά προβλήματα που είναι πιθανό να πλήξουν τις αγορές που διέπονται απο ατελή πληροφόρηση, χρησιμοποιώντας ως παράδειγμα την αγορά αυτοκινήτων. Ξεκινώντας, λαμβάνει ως υπόθεση την ύπαρξη τεσσάρων κατηγοριών αυτοκινήτων: νέα και μεταχειρισμένα αυτοκίνητα, τα οποία, εν συνεχεία, διακρίνονται σε καλής ή κακής ποιότητας (στηριζόμενος στους όρους «λεμόνια» και «ροδάκινα» κατηγοριοποιώντας τα σε καλά και κακά, αντίστοιχα). Αυτό σημαίνει πως ο εκάστοτε ενδιαφερόμενος αγοραστής δεν είναι σε θέση να διακρίνει προκαταβολικά μεταξύ καλών και κακών αυτοκινήτων, χρησιμοποιώντας ως γνώμονα, σε αυτή του την προσπάθεια, ένα εύρος διαθέσιμων στατιστικών στοιχείων της αγοράς, λαμβάνοντας με αυτό τον τρόπο, τον μέσο όρο του συνόλου της συγκεκριμένης αγοράς.

Αντιθέτως, ο πωλητής είναι λογικό να διαθέτει μία πιο εμπεριστατωμένη και «βαθιά» γνώση αναφορικά με το υπο πώληση προϊόν του. Το αποτέλεσμα της ύπαρξης αυτής της «ασύμμετρης πληροφόρησης» είναι ότι οι αγοραστές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μόνο μία τιμή (τη μέση τιμή) δημιουργώντας στον πωλητή το κίνητρο να προσφέρει χαμηλότερης ποιότητας αυτοκίνητα και κατ΄επέκταση, με χαμηλότερο κόστος, αποσκοπώντας στην απόκτηση κέρδους αφού και υψηλότερης ποιότητας να προσφέρει πάλι την ίδια μέση τιμή πρόκειται να επιτύχει.

Άμεση συνέπεια της κατάστασης αυτής αποτελεί η διαρκώς πτωτική τάση της τιμής και των ποιοτικών χαρακτηριστικών των αυτοκινήτων μέχρις ότου η αγορά φτάσει στο νέο σημείο ισορροπίας της, παρά το γεγονός πως και οι δύο πλευρές εκδηλώνουν ενδιαφέρον για προσφορά (πωλητές) και αγορά (αγοραστές) υψηλής ποιότητας αυτοκινήτων.

Κατά την προ-αγοραστική περίοδο, σε ό,τι αφορά τον ενδιαφερόμενο αγοραστή, παρατηρείται η ύπαρξη της πιθανότητας το αυτοκίνητο να είναι είτε «ροδάκινο» είτε «λεμόνι», γεγονός που ισχύει τόσο για τα νέα όσο και τα παλιά.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Με την πραγματοποίηση της συναλλαγής, ο νέος ιδιοκτήτης αποκτά πλέον υψηλότερο επίπεδο γνώσεων σχετικά με την τρέχουσα κατάσταση του περιουσιακού του στοιχείου. Τα καινούργια αυτά δεδομένα, συνεπάγονται την απόδοση μίας διαφορετικής και υποθετικά περισσότερο ακριβούς, σε σύγκριση με την αρχική , πιθανότητας αυτό να είναι «λεμόνι», οδηγώντας σε μία νέα έκφανση ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ κατόχου και εν δυνάμει αγοραστών. Οι τιμές των καλών-κακών αυτοκινήτων παραμένουν αμετάβλητες, καθώς οι αγοραστές αδυνατούν να τα διακρίνουν με βεβαιότητα.

Επιπρόσθετα, ο Akerlof υποστηρίζει πως η τιμή ενός νέου αυτοκινήτου θα πρέπει να είναι υψηλότερη απο την αντίστοιχη ενός παλιού, καθώς σε αντίθετη περίπτωση θα ήταν πιθανό να πουληθεί ένα «λεμόνι» στην τιμή ενός νέου αυτοκινήτου και να αγοραστεί ένα νέο αυτοκίνητο με τη χαμηλότερη πιθανότητα αυτό να ανήκει στη κατηγορία «λεμόνια». Αυτό σημαίνει πως στο ενδεχόμενο που ο ιδιοκτήτης έχει στη κατοχή του ένα παλιό και συνάμα καλό αυτοκίνητο, δεν παρέχεται η δυνατότητα να ανταμειφθεί βάσει της πραγματικής του αξίας, καθώς το αυτοκίνητό του υπερτερεί του μέσου όρου της αγοράς.

Τέλος, δεν μπορεί να αποκτήσει ένα νέο αυτοκίνητο καθώς αδυνατεί να λάβει την τιμή ενός νέου αυτοκινήτου για το παλιό του. Μέσω αυτού, ο Akerlof οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι η πλειονότητα των αυτοκινήτων που εμπορεύονται στα πλαίσια της αγοράς καταχωρούνται στη κατηγορία των «λεμονιών».

Στα πλαίσια του συγκεκριμένου άρθρου, ο Akerlof αναφέρεται στις δύο κύριες κατηγορίες αντιμετώπισης του εν λόγω προβλήματος:το **signaling** και το **screening**.

signaling (Spence, 1973)

Το έργο "Job Market Signaling": Quarterly Journal of Economics (Michael Spence, 1973) αποτελεί την απαρχή της ανάλυσης της έννοιας της σηματοδότησης. Συνεχίζοντας το έργο του Akerlof, ο Spence πρότεινε ότι σε μία κατάσταση, με την παρουσία ασυμμετριών στην πληροφόρηση, οι ιδιώτες (ζήτηση) έχουν την δυνατότητα χρησιμοποίησης μηχανισμών σήμανσης (εγγυήσεις, συστατικές

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

επιστολές), στοχεύοντας στην ορθή και πειστική μεταβίβαση πληροφοριών που περιγράφουν τον τύπο και τις ικανότητές του, προς την αντίθετη πλευρά της αγοράς (προσφορά).

Κλασικό παράδειγμα, στα πλαίσια του οποίου συναντάται η εν λόγω ιδέα, αποτελεί η εύρεση εργασίας. Πέραν του Spence, τα μοντέλα των Cho & Kreps (1987) ασχολούνται με την διαδικασία της σήμανσης σχετικά με το εργασιακό ζήτημα. Ειδικότερα, τα ενδιαφερόμενα προς εργασία άτομα αντιπροσωπεύουν τους «πωλητές» του ανθρωπίνου δυναμικού τους για τις επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι το σύνολο των ιδιωτών διαθέτει υψηλότερο βαθμό πληροφόρησης αναφορικά με το επίπεδο των ικανοτήτων και εμπειριών του (informed agents), οδηγούμαστε αυτόματα στο πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Σύμφωνα με το μοντέλο του Spence, τα πιο παραγωγικά άτομα είναι δυνατόν να επιδιώξουν να διαφοροποιηθούν και να ξεχωρίσουν από τα λιγότερο παραγωγικά, μέσω της επένδυσης σε μία δαπανηρή «σήμανση».

Ωστόσο, βασική προϋπόθεση για την εξασφάλιση της αξιοπιστίας της προαναφερθείσας στρατηγικής είναι πως θα πρέπει να είναι αρκετά δαπανηρή για τα λιγότερο παραγωγικά άτομα. Επομένως, απαιτείται αρνητική συσχέτιση μεταξύ παραγωγικότητας-κόστους σηματοδότησης.

Η εκπαιδευτική διαδικασία (έτη εκπαίδευσης, πτυχία, μεταπτυχιακά προγράμματα) θεωρείται σημαντικός μηχανισμός σήμανσης των ικανοτήτων προς τους υποψήφιους εργοδότες. Σε αυτό το μήκος κύματος, ακολουθεί η ανάλυση του προβλήματος των αποφοίτων πανεπιστημίου σχετικά με την εύρεση καλής θέσης εργασίας (Spence).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μοντέλο Spence

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ :

1. Αιτούντες εργασία : n
2. Εργοδοτικές εταιρείες : m >= 2
3. Άτομα υψηλής παραγωγικότητας : xh [ποσοστό λ e (0,1) του πληθυσμού]
4. Άτομα χαμηλής παραγωγικότητας : $x_l < x_h$ [ποσοστό (1-λ) του πληθυσμού]
5. Το σύνολο των αιτούντων εργασία και των επιχειρήσεων είναι μηδενικού κινδύνου (risk neutral)

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ:

Κάθε επιχείρηση μπορεί να προσλάβει οποιοδήποτε αριθμό εργαζομένων. Τα κέρδη μίας επιχείρησης είναι το άθροισμα των κερδών του κάθε εργαζόμενου στην κατάσταση μισθοδοσίας, η οποία υπολογίζεται εάν αφαιρεθεί από την παραγωγικότητα του εργαζόμενου (x), ο μισθός που καταβάλλεται σε αυτόν:

$$\Pi(x,w) = x - w \quad (1)$$

ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΙ:

Κάθε εργαζόμενος έχει την δυνατότητα επένδυσης στην εκπαιδευτική διαδικασία , ως ένδειξη σήμανσης . Το κόστος απόκτησης ενός επιπέδου εκπαίδευσης (y), για ένα τύπο εργαζομένου (I = l ,h), υπολογίζεται ως εξής :

$$C = ci * y \quad (2)$$

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

<u>ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ / Π ΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ</u>:

Α) Το κόστος εκπαίδευσης C (πχ. χαμένος χρόνος, κόπος κατάκτησης γνώσης) είναι χαμηλότερο για τους εργαζόμενους υψηλής παραγωγικότητας (h) σε σχέση με τους αντίστοιχους χαμηλής παραγωγικότητας (l) :

Ch < Cl (3)

Η υπόθεση αυτή ότι οι καμπύλες αδιαφορίας ενός ατόμου τέμνονται μόνο μία φορά (διάγραμμα 1). Το χαρακτηριστικό αυτό αντιπροσωπεύει ένα σημαντικό συστατικό αναφορικά με τα μοντέλα σηματοδότησης και της ασύμμετρης πληροφόρησης, γενικότερα (single-crossing ή Spence-Mirrlees property[3]).

Επιπρόσθετα, υποθέτουμε ότι το μορφωτικό επίπεδο έχει μηδενική επίδραση στην παραγωγικότητα του εργαζομένου:

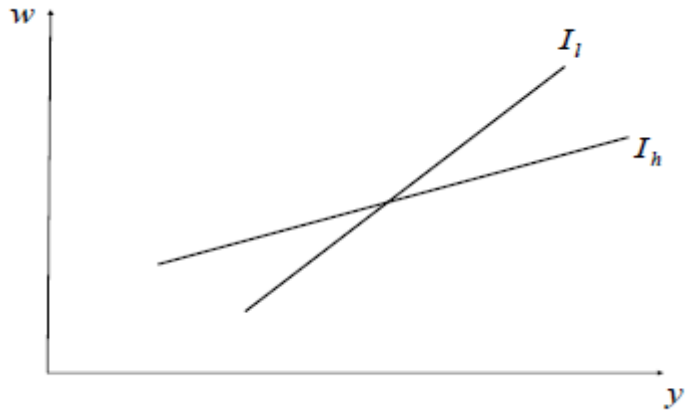
Β) Το επίπεδο εκπαίδευσης που χαρακτηρίζει τον κάθε εργαζόμενο δεν επηρεάζει την αξία παραγωγικότητάς του, x.[2]

Η προαναφερθείσα υπόθεση γίνεται για λόγους απλότητας, επιτρέποντάς μας να επικεντρώσουμε την ανάλυσή μας στον σηματοδοτικό ρόλο της εκπαίδευσης. Μπορεί κάποιος, με ευκολία να επεκτείνει το μοντέλο ενσωματώνοντας την πιο ρεαλιστική παραδοχή ότι η εκπαίδευση αυξάνει το εμπορεύσιμο ανθρώπινο κεφάλαιο των εργαζομένων . Η χρησιμότητα ενός εργαζομένου υπολογίζεται αν από τον μισθό του αφαιρέσουμε το κόστος σήμανση :

Ui(x,y) = w – ci * y (4)

Μία τελευταία υπόθεση είναι ότι η χρησιμότητα κράτησης είναι ίδια για όλους τους εργαζόμενους, αποκλείοντας με αυτό τον τρόπο πως η δυσμενής επιλογή οδηγεί τα πιο παραγωγικά άτομα σε χαμηλούς μισθούς.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



Διάγραμμα1: Καμπύλες αδιαφορίας υψηλής παραγωγικότητας (I_h) και χαμηλής παραγωγικότητας (I_l) εργαζομένων.

Συνοψίζοντας, παραθέτουμε πως ελλείψει της δυνατότητας διάκρισης μεταξύ των υποψήφιων προς εργασία ιδιωτών, οδηγούμαστε σε έναν ενιαίο, μέσο μισθό (pooling equilibrium). Αντιθέτως, η εκπαιδευτική σήμανση παρέχει την δυνατότητα στους «καλύτερους» υποψηφίους να λάβουν, εν τέλει, υψηλότερο μισθό (separating equilimbrium). Κατά pareto όμως, ο μηχανισμός σήμανσης είναι πιθανό να μειώνει την κοινωνική ευημερία καθώς η διαδικασία διάκρισης ⇔ κόστος χρήσης εκπαίδευσης.

screening

Παρ'όλη την σημασία των ερμηνειών των μοντέλων σήμανσης (signaling), θεωρείται κοινώς αποδεκτό πως η ερμηνεία της διαδικασίας διαλογής (screening) κρίνεται περισσότερο φυσική. Η θεμελιώδης διαφορά τους έγκειται στο γεγονός πως στην περίπτωση σήμανσης, οι ενημερωμένοι παράγοντες δρουν πρώτοι (ιδιώτες) ενώ στην διαδικασία screening, οι ανενημέρωτοι (εργοδοτικές εταιρείες). Οι Rothschild & Stiglitz (1976) και Wilson (1977) εισήγαγαν στη βιβλιογραφία των ασφαλιστικών μοντέλων, αναλύοντας τη συμπεριφορά screening (screening behavior).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Θεωρία screening (Stiglitz, 1975, Rothschild & Stiglitz, 1976)

Ο Joseph Stiglitz το 1975 στη δημοσίευσή του The Theory of "Screening", Education and the Disstribution of Income, διερευνά τον βαθμό ικανότητας των εργοδοτών να ελέγξουν και να κατατάξουν τους δυνητικούς εργαζόμενους ανάλογα με την παραγωγικότητά ή άλλων ικανοτήτων τους. Αναφέρει την ύπαρξη σημαντικών διαφορών στην ποιότητα των προϊόντων, ατόμων, εμπορικών σημάτων κ.α, ορίζοντας το screening ως μέσο αναγνώρισης αυτών των ιδιοτήτων και ονομάζοντας τις διαδικασίες εκτέλεσης ελέγχου με τον όρο «συσκευές ελέγχου».

Στη θεωρία του, ο Stiglitz, έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία σηματοδότησης του Spence (1973,1974) όπου η υψηλής ποιότητας εργαζόμενοι έχουν χαμηλότερο οριακό κόστος επι της διαδικασίας σήμανσης. Ο Stiglitz εισάγει μία διαδικασία ελέγχου όπου οι ικανότεροι εργαζόμενοι μπορούν να έχουν ένα απόλυτα ακριβές τεστ με σταθερό κόστος. Τα σημαντικότερα συμπεράσματα που εξάγονται από το μοντέλο είναι τα ακόλουθα:

- Η παρουσία των ατόμων χαμηλής παραγωγικότητας μειώνει το εισόδημα των-υψηλής παραγωγικότητας- εργαζομένων, η παρουσία των οποίων πιθανόν να οδηγήσει σε αύξηση των μισθών των πρώτων. Επομένως, υπάρχει η πιθανότητα αύξησης του εισοδήματος των ικανότερων ατόμων ιδιωτική απόδοσή τους > 0.

- Η κοινωνικές και ιδιωτικές αποδόσεις του screening, απο πλευράς εκπαίδευσης για παράδειγμα, διαφέρουν μεταξύ τους.

- Ομοίως με το signaling, η διαδικασία screening ⇔ κόστη διαλογής ⇔ αναδιανομή εισοδήματος πληθυσμού ⇔ κοινωνική απόδοση < 0.

Μέσω του άρθρου τους "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", οι Michael Rothschild & Joseph Stiglitz (1976) συνέχισαν το έργο που ξεκίνησε ο τελευταίος, μελετώντας τα αποτελέσματα της ατελούς πληροφόρησης με την χρήση του παραδείγματος της ασφαλιστικής αγοράς.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Pecking-order theory (Myers & Majluf, 1984)

Στο φάσμα των οικονομολόγων που ασχολήθηκαν με την έννοια της δυσμενούς επιλογής συγκαταλέγονται, μεταξύ άλλων, οι Myers και Majluf (1984), οι οποίοι υιοθέτησαν μία θεωρία «ιεραρχίας» της χρηματοδότησης ("pecking order theory"), ή «χρηματοοικονομική ιεραρχία» (financial hierarchy), βασιζόμενη στην δυσμενή επιλογή, όταν ο επιχειρηματίας διαθέτει υψηλότερο επίπεδο πληροφόρησης σχετικά με τον βαθμό ποιότητας του υπο διαπραγμάτευση αγαθού , συγκριτικά με τον επενδυτή. Ειδικότερα, παρουσιάζουν και αναλύουν μία κατάσταση, βάσει της οποίας, οι επιχειρήσεις, δρώντας με το δεδομένο της ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης, ιεραρχούν τους τρόπους χρηματοδότησης των επενδυτικών τους προγραμμάτων, δίνοντας προτεραιότητα στην άμεση χρηματοδότηση (Ιδια Κεφάλαια) και αν και εφόσον δεν καθίσταται δυνατή, προχωρούν στην χρήση του δανεισμού ή έκδοσης μετοχών προς πώληση (εξωτερική χρηματοδότηση).

1.3Ηθικός κίνδυνος και αγορές

Ο όρος ηθικός κίνδυνος έχει παρατηρηθεί αιώνες προγενέστερα, αν και η σημασία του έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου. Πιο συγκεκριμένα, το 1700, αναπτύχθηκε για πρώτη φορά απο τις βρετανικές ασφαλιστικές εταιρείες ενώ το 1800 άρχισε να χρησιμοποιείται και στους κόλπους της βιομηχανίας. Οι πρώτες χρήσεις του όρου περιγράφουν τον ηθικό κίνδυνο ως «ανέντιμη, ανήθικη συμπεριφορά» (J. Stiglitz, 1992, Dembe & Boden, 2000) .

Ξεκινώντας, θα ήταν χρήσιμο να χρησιμοποιήσουμε τον ορισμό του Paul Krugman (2002) αναφορικά με τον ηθικό κίνδυνο, στα πλαίσια της ασφάλισης, με σκοπό την ορθή κατανόηση της εν λόγω έννοιας: «Η πιθανότητα πως οποιοδήποτε άτομο θα επιδείξει λιγότερη μέριμνα για την αποτροπή ενός ατυχήματος εάν είναι ασφαλισμένος κατά αυτού, καλείται ηθικός κίνδυνος».

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ασφάλιση

Ειδικότερα, ο ένας αντισυμβαλλόμενος είναι πιθανό να αντιδράσει λιγότερο συνετά απο το ηθικά σωστό λόγω ανώτερης πληροφόρησης ή γνώσης πως οι ενέργειές τους δεν μπορούν να παρακολουθηθούν απο τους απέναντι αντισυμβαλλόμενους. Κλασικό παράδειγμα τέτοιων περιπτώσεων αποτελούν οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Χαρακτηριστικά, στη περίπτωση ασφάλισης κατοικίας, το άτομο που διατηρεί ανασφάλιστη την αξία της οικίας του απο ενδεχόμενες μελλοντικές ζημίες, είναι υποχρεωμένος να επιβαρυνθεί εξ'ολοκλήρου τη δυνητική απώλεια μίας πιθανής κλοπής ή πυρκαγιάς. Ως εκ τούτου, θα επιδείξει επιπλέον φροντίδα και προσοχή, εγκαθιστώντας υψηλής τεχνολογίας συστήματα συναγερμού και προσλαμβάνοντας φύλακες με σκοπό να αντιμετωπιστεί κάθε απρόβλεπτο γεγονός. Εν αντιθέσει , εάν το άτομο ασφαλίσει το σπίτι του ως προς την πλήρη αξία του, σε περίπτωση κάποιου αρνητικού συμβάντος, δε θα ζημιωθεί καθόλου και ως άμεση συνέπεια, θα έχει λιγότερα κίνητρα για την προστασία αν ο,τιδήποτε συμβεί. Σε αυτή την περίπτωση, η ασφαλιστική εταιρεία αναλαμβάνει τη κάλυψη της ζημίας και **το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου αναδύεται**.

Χρηματοπιστωτικές αγορές

Σε ό,τι αφορά τη χρηματοπιστωτική αγορά, το πρόβλημα έγκειται στο ρίσκο από την πλευρά των δανειζόμενων να αναλάβουν δραστηριότητες, με τα κεφάλαια των δανειστών, που είναι ανεπιθύμητες απο την πλευρά των τελευταίων διότι μειώνει τη πιθανότητα εξόφλησης ενός δανείου του εκάστοτε δανειολήπτη. Πιο συγκεκριμένα, μετά την εκταμίευση του δανείου, ο δανειολήπτης έχει τη τάση να προβαίνει σε επενδυτικές ή μη δραστηριότητες, με απώτερο σκοπό την αύξηση του προσωπικού πλούτου του , μειώνοντας παράλληλα όμως τη πιθανότητα αποπληρωμής του. Συχνά, παρατηρείται το κίνητρο εναπόθεσης του δανείου σε υψηλού κινδύνου επενδύσεις, οι οποίες υπόσχονται μεγαλύτερη απόδοση στη-μικρής πιθανότητας-περίπτωση αποτυχίας.

Επιπρόσθετα προβλήματα που είναι πιθανό να προκύψουν είναι η μειωμένη προσπάθεια για την επιτυχία μίας επένδυσης καθώς επίσης και το ενδεχόμενο κατάχρησης του ποσού του δανείου απο την πλευρά του δανειζόμενου.

Συνεχίζοντας τη διερεύνηση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου, μπορούμε να την αναζητήσουμε και στα πλαίσια της αγοράς μετόχων, η

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

οποία θα μας απασχολήσει περαιτέρω στην δεύτερη ενότητα, λαμβάνοντας τη μορφή του λεγόμενου **principal-agent problem** (κόστος αντιπροσώπευσης).

Principal-agent problem

Αναφέρεται στο πρόβλημα της παροχής κινήτρων (επίσης γνωστό ως πρόβλημα εντολέα–εντολοδόχου) το οποίο προκύπτει μέσω της διαδικασίας, κατά την οποία, το ένα μέρος (agent/πράκτορας) ενεργεί για λογαριασμό του άλλου (principal/κύριος) και συναντάται στη περίπτωση της μη απόλυτης ευθυγράμμισης κινήτρων μεταξύ αντιπροσώπου-αντιπροσωπευόμενου (Hatch, 1997).

Αυτή η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων-διαχειριστών συνεπάγεται την ύπαρξη του κόστους αντιπροσώπευσης (Jensen, 1986, Bernank & Gertler, 1990 , Stulz, 1990). Όταν τα μέλη που απαρτίζουν τη διοίκηση δεν κατέχουν ποσοστό επι της αξίας της εταιρείας, δρουν και λαμβάνουν αποφάσεις με μοναδικό γνώμονα το προσωπικό τους συμφέρον, αδιαφορώντας για το αντίστοιχο των μεριδιούχων.Το γεγονός αυτό οδηγεί σχεδόν πάντα σε αναπόφευκτη σύγκρουση συμφερόντων.

Παραδείγματος χάριν, ο agent αναλαμβάνει το πλήρες κόστος της προσπάθειας επι της περάτωσης κάποιου έργου που του έχει ανατεθεί απο τον principal, χωρίς συνήθως να λαμβάνει το πλήρες όφελος που πηγάζει από την εν λόγω προσπάθεια. Άμεση απόρροια του παραπάνω είναι η καταβολή μειωμένης προσπάθειας απο την πλευρά του αντιπροσώπου. Η δεδομένη διαφορά στο επίπεδο πληροφόρησης μεταξύ των δύο αυτών μερών ενισχύει αυτή την ειδική μορφή «ηθικού κινδύνου», δεδομένου πως οι διοικούντες κατέχουν πλήρη γνώση της κατάστασης και της οικονομικής πορείας της επιχείρησης και συνάμα οι πράξεις τους που οδηγούν σε αύξηση του ρίσκου , δεν είναι δημόσια αντιληπτές. Ως εκ τούτου, καθίσταται δύσκολο για τον principal να παρατηρεί τον agent, το οποίο συνεπάγεται τον ελλειπή έλεγχο επι των πεπραγμένων του (Hendrisks, 2003).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

1.4Εφαρμογές θεωριών περί ασύμμετρης πληροφόρησης

Στο σημείο αυτό θα παραθέσουμε επιγραμματικά ορισμένες εφαρμογές διαφόρων μελετητών, τα αποτελέσματα των οποίων επιβεβαιώνουν στην πράξη τα λεγόμενα των προαναφερθέντων οικονομολόγων σχετικά με την ύπαρξη της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου, σε διαφορετικές αγορές:

1. Kenneth J. Arrow, (1965): μελέτη της αγοράς Υγείας, βάσει των ασυμμετριών πληροφόρησης μεταξύ ψυχιάτρων-ασθενών.

2. Leland H.E, (1979): "Minimum Quality Constraints": Ορισμός ελάχιστων ποιοτικών προδιαγραφών για την αντιμετώπιση της δυσμενους επιλογής στις αγορές.

3. Bond, E.W, (1982): "Used pick-up truck market: Ύπαρξη μικρής ασυμμετρίας πληροφοριών στην αγορά μεταχειρισμένων φορτηγών.

4. Grossman, S., & Hart, O., (1983): "The job market": Μελέτη της διαφοράς πληροφόρησης εταιρείας-εργαζομένων καθώς επίσης και της πληροφορίας που αποκαλύπτεται εκ μέρους της επιχείρησης, κατά τη χρονική στιγμή επιλογής του επιπέδου απασχόλησης.

5. J. Stiglitz, & Weiss, A.,(1983): Cotigency Contracts: συνέπειες του δελτίου πίστωσης και δανειακών συμβάσεων στην αγορά για την αντιμετώπιση του ηθικού κινδύνου μεταξύ δανειστή-δανειζόμενου.

6. Chatterjee & Samuelson, (1983) : επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης στη διαδικασία διαπραγμάτευσης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

7. Robert G. Hansen (1987) : Περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγωγών[1]

8. Juha Mattsson (2002) : Αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων

[1] Ο George Arthur Akerlof είναι νεοκεϋνσιανός αμερικάνος οικονομολόγος, ο οποίος τιμήθηκε με το Βραβείο Νόμπελ Οικονομικών Επιστημών από κοινού με τον Michael Spence και Joseph E. Stiglitz. Έγινε γνωστός για το άρθρο του The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism (Η αγορά των λεμονιών: αβέβαιη ποιότητα και μηχανισμός της αγοράς), που δημοσιεύτηκε το 1970 στην επιθεώρηση Quarterly Journal of Economics και στο οποίο χαρακτήρισε τα υποδεέστερης ποιότητας αγαθά με τον όρο «λεμόνια».

Στο προαναφερθέν, θεμελιώδες άρθρο του, ανέλυσε τα σοβαρά προβλήματα που μπορούν να πλήξουν τις αγορές που χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση, καταδεικνύοντας το φαινόμενο της «δυσμενούς επιλογής» (adverse selection). Επηρεάστηκε από τον Robert Merton Solow και επηρέασε, με το έργο του, τον Robert J. Shiller.

[2] Ο Spence (1973) παρουσιάζει μία ειδική περίπτωση του μοντέλου με: $x_h = 2$, $x_l = 1$, ch = 1/2 και $c_l = 1$.

[3] Ο James A. Mirrless τιμήθηκε και αυτός με το βραβείο Νόμπελ το 1996, μαζί με τον Καναδό οικονομολόγο William Vickrey, για την εργασία σχετικά με τα οικονομικά της πληροφόρησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΡΓΑΛΕΙΑ-ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ

ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Όπως προαναφέρθηκε, το φαινόμενο της ασυμμετρίας πληροφόρησης που εντοπίζεται στους κόλπους των χρηματοπιστωτικών αγορών απορρέει απο τα δύο κύρια προβλήματά της : την δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο. Η αντιμετώπισή τους συνεπάγεται την ανάγκη εφαρμογής των κατάλληλων μέτρων, γεγονός το οποίο με την σειρά του οδηγεί σε αυξημένα κόστη (παρακολούθησης, ελέγχου, αντιπροσώπευσης).

Α) ΔΥΣΜΕΝΗΣ ΕΠΙΛΟΓΗ:

1) Ιδιωτικοί οργανισμοί παραγωγής και διακίνησης πληροφοριών

2) Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές-Πιστωτικά ιδρύματα

3) Εγγυήσεις και καθαρή αξία

4) Κυβερνητικοί φορείς

Β) ΗΘΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ:

1) Παρακολούθηση (monitoring)

2) Κίνητρα (incentives)

3) Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές

4) Κρατική ρύθμιση-Θεσμικό πλαίσιο

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5) Debt contracts

2.1 Μηχανισμοί επίλυσης δυσμενούς επιλογής

Ιδιωτικοί οργανισμοί παραγωγής και διακίνησης πληροφοριών

Πιο συγκεκριμένα, η πρόσβαση σε ποιοτική, έγκαιρη και αξιόπιστη πληροφόρηση αποτελεί το μέσο εξάλειψης του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής, αποσκοπώντας στην εύρυθμη λειτουργία και προστασία της χρηματαγοράς. Ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο προς αυτή την κατεύθυνση διαδραματίζουν εξειδικευμένοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Τειρεσίας, Moody's, Fitch , Standard & Poors, Value Line), η εργασία των οποίων περιλαμβάνει την ορθή αξιολόγηση δανείων και ομολόγων και εν συνεχεία τη ταξινόμηση βάσει του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας κυβερνήσεων, εταιρειών και οργανισμών.

Επιπλέον, πρόσθετη πληροφόρηση και αξιολόγηση των επενδύσεων παρέχουν οι αναλυτές μετοχών και ο χρηματοοικονομικός τύπος. Παρ'όλα ταύτα, η ύπαρξη δύο σημαντικών παραγόντων οδηγούν στη διατάραξη της λειτουργίας των συγκεκριμένων εργαλείων, καθιστώντας αδύνατη την πλήρη εξάλειψη του φαινομένου της δυσμενούς επιλογής.

Ο πρώτος, καλείται ως πρόβλημα του ελεύθερου καβαλάρη (free rider problem), ενώ ο δεύτερος αναφέρεται στη στρέβλωση των ατομικών κινήτρων των οίκων αξιολόγησης. Το «free rider problem» παρατηρείται όταν οι συμμετέχοντες στο οικονομικό σύστημα έχουν τη δυνατότητα να απολαύσουν τα οφέλη από ένα «δημόσιο αγαθό–υπηρεσία» ή μίας «θετικής εξωτερικότητας» με παράλληλη μηδενική συμμετοχή στη κάλυψη του συνολικού κόστους (ή παρέχοντας μία μικρή δωρεά χαμηλότερη από το όφελος που καρπώνεται). Στις πιθανές προτάσεις επίλυσης του εν λόγω προβλήματος περιλαμβάνονται:

- Επιβολή φόρων στους free riders
- Κυβερνητική παρέμβαση μέσω της νομοθεσίας
- Μετατροπή ενός δημόσιου αγαθού σε ιδιωτικό
- Καταβολή συμβολικής δωρεάς για εκμετάλλευση δημόσιων αγαθών-υπηρεσιών (πχ. εκδρομή σε πάρκο)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Επιπρόσθετα, το δεύτερο σκέλος-παράγοντας συνεπάγεται τον αποπροσανατολισμό των προαναφερθέντων μηχανισμών από τον θεμελιώδη σκοπό της παροχής έγκυρης και έγκαιρης πληροφόρησης, αναδύοντας σημαντικά εμπόδια και κόστη στο πλαίσιο του οικονομικού συστήματος με αποτέλεσμα η λειτουργία του να χαρακτηρίζεται απο περαιτέρω αβεβαιότητα και αναποτελεσματικότητα.

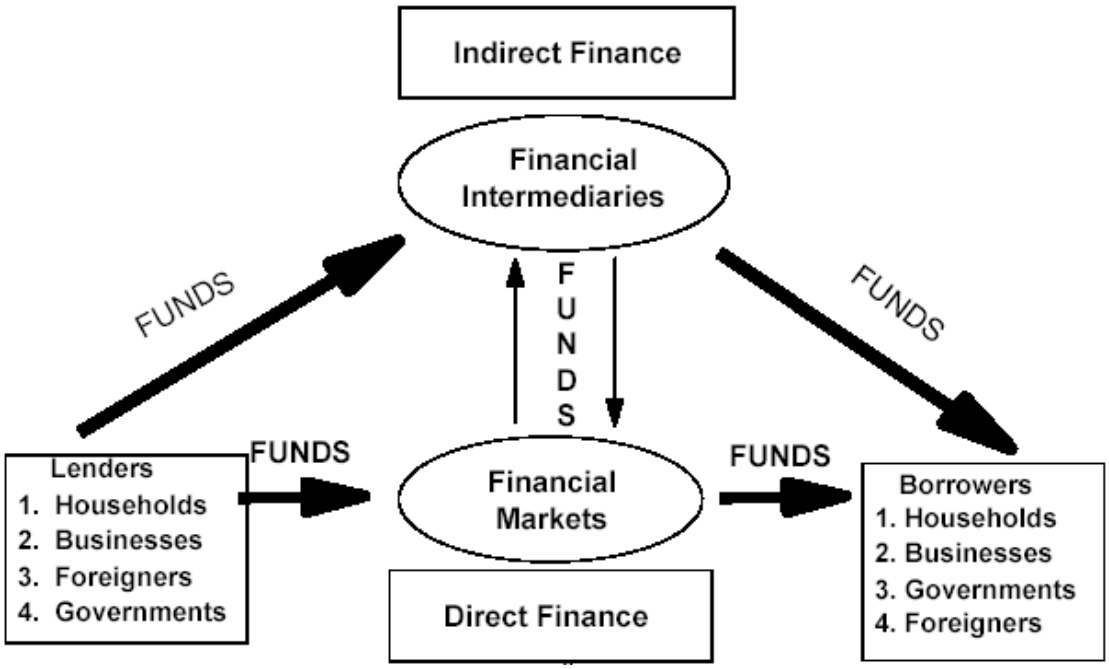
Χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές-Πιστωτικά ιδρύματα

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές (Financial Intermediaries) διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη λειτουργία της αγοράς. Συγκεκριμένα, τέτοιου είδους οργανισμοί , όπως τα πιστωτικά ιδρύματα, αποτελούν τον συνδετικό κρίκο μεταξύ επενδυτών (ελλειμματικές οικονομικές μονάδες)–αποταμιευτών (πλεονασματικές οικονομικές μονάδες), αποσκοπώντας στη δίκαιη κατανομή των πλεονασματικών κεφαλαίων στις αποδοτικότερες επενδύσεις της αγοράς, δεσμευόμενες, έναντι των αποταμιευτών, την πληρωμή του κεφαλαίου τους συν τον τόκο, σε μελλοντική χρονική στιγμή. Δρουν με γνώμονα τον αποκλεισμό των αφερέγγυων χρηματοδοτούμενων, συμβάλλοντας στην αποτελεσματική αντιμετώπιση του «free rider problem» και κατ'επέκταση στη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων.

Συμβάλλουν στον περιορισμό του κόστους συναλλαγών μέσω των: 1) **οικονομιών κλίμακας** (economies of scale–εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων) και 2) **οικονομιών φάσματος** (economies of scope–μεμονωμένες επιχειρήσεις άμεσης συλλογής και επεξεργασίας πληροφοριών).

Στο ακόλουθο ***διάγραμμα*** παρατίθεται η διαδικασία μεταφοράς κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος:

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ



ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ FINANCIAL INTERMEDIARIES:

1. Εμπορικές τράπεζες
2. Συνεταιριστικές τράπεζες
3. Τράπεζες αποταμιεύσεων
4. Ασφαλιστικές εταιρείες
5. Εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης
6. Εταιρείες πρακτόρευσης
7. Εταιρείες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital)
8. Εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ
9. Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου
10. Συνταξιοδοτικά ταμεία
11. Αμοιβαία κεφάλαια
12. Πιστωτικές ενώσεις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Υπο το πρίσμα της δυσμενούς επιλογής, οι δανειστές (τράπεζες) αρνούνται, σε πολλές περιπτώσεις, την έγκριση δανείου, ακόμα και εάν ο ενδιαφερόμενος πελάτης χαρακτηρίζεται απο φερεγγυότητα και αξιοπιστία ως προς τις συναλλαγές του. Οι δύο βασικοί λόγοι που οδηγούν σε αυτή την κατάσταση είναι αφενός το γεγονός πως μεγαλύτερη προθυμία για δανεισμό είθισται να επιδεικνύουν οι περισσότερο ριψοκίνδυνοι επενδυτές (risk lovers) και αφετέρου η αδυναμία εξακρίβωσης της διαθέσιμης πληροφόρησης που αφορούν τους εν λόγω δανειζόμενους, απο την πλευρά του δανειστή.

Στο σημείο αυτό, η δυναμική μεσολάβηση των πιστωτικών ιδρυμάτων συμβάλει στην διεξοδική και ορθή αξιολόγηση των χρηματοδοτούμενων, μέσω μίας σειράς από διαδικασίες screening, οι οποίες αποτελούνται απο ποιοτικά και ποσοτικά υποδείγματα αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου.

Στην πρώτη κατηγορία υποδειγμάτων, λαμβάνονται υπόψην **ποιοτικές** μεταβλητές κατηγοριοποίησης του συνόλου των δανειζόμενων, τα ευρέως γνωστά και ως **5 c's**: 1) **capacity**, 2) **capital**, 3) **character**, 4) **collateral**, 5) **conditions**. Συν τοις άλλοις, συνυπολογίζονται εσωτερικές πηγές πληροφόρησης του δανειστή και εξωτερικές πηγές που διατίθενται στους χώρους του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Σε ό,τι αφορά τα **ποσοτικά** υποδείγματα, σε αυτά περιλαμβάνονται:

1. Υποδείγματα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit scoring models)

2. Μοντέλα κεφαλαιαγοράς (capital market models)

3. Χρήση των αξιολογήσεων των οίκων αξιολόγησης των πιστωτικών ιδρυμάτων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εμπόδια στη διαδικασία εξάλειψης δυσμενούς επιλογής μέσω διαμεσολάβησης

Α) Ρόλος χρηματοδοτούμενων: Στην προσπάθειά τους να αποκτήσουν το κεφάλαιο που αποζητούν, ακολουθούν μη-ηθική συμπεριφορά, διαστρεβλώνοντας συνειδητά την πραγματική, οικονομική και μη, κατάστασή τους. Αυτή η πιθανή εξέλιξη, μειώνει την πιθανότητα εξαγωγής αξιολογήσεων-απο πλευράς χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών-με ακρίβεια και ορθότητα.

Β)Ρόλος διαμεσολαβητών: Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές παρατηρείται να ακολουθούν συμπεριφορές που να αποκλίνουν από τους θεμελιώδεις σκοπούς ύπαρξης και λειτουργίας τους. Ορμώμενοι από το παράδειγμα της τρέχουσας οικονομικής κρίσης (2008-....), ένα ποσοστό πιστωτικών ιδρυμάτων, δρώντας υπο την καθοδήγηση ανταγωνιστικών συμφερόντων και πιέσεων, προχώρησαν στην κατασκευή χαρτοφυλακίων, τα οποία συνέθεταν χρηματοδοτούμενοι υψηλής αφερεγγυότητας. Η αθέμιτη αυτή στρατηγική οδήγησε στη δημιουργία , υψηλότατου πιστωτικού κινδύνου, χαρτοφυλακίων, με συνέπεια, να κερδίζονται τεράστια ποσά μέσω της τιτλοποίησης των προαναφερθέντων.

Συμπερασματικά, άμεσο αποτέλεσμα της ανάπτυξης και διατήρησης διαύλων επικοινωνίας μεταξύ επιχειρήσεων-χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, αποτελεί η δυνατότητα ευκολότερης χρηματοδότησης των επιχειρηματικών τους σχεδίων, χωρίς, όμως, ταυτόχρονα να διασφαλίζεται η αποτελεσματική κατανομή των πόρων (ανάπτυξη πελατειακών σχέσεων). Έμμεση απόρροια της αποτελεσματικής διαμεσολάβησης (κυρίως στις ανεπτυγμένες χώρες) είναι η ταχύτερη επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης μέσω της προώθησης περισσότερων επενδυτικών προγραμμάτων.

Εγγυήσεις και καθαρή αξία

Επιπρόσθετος μηχανισμός καταπολέμησης της δυσμενούς επιλογής αποτελεί η χρήση εγγυήσεων (collaterals) και της καθαρής αξίας, επιδιώκοντας τη διασφάλιση της προστασίας των χρηματοδοτών-εταιρειών έναντι των αφερέγγυων χρηματοδοτούμενων ιδιωτών. Στο πλαίσιο μίας συμφωνίας δανεισμού, οι εγγυήσεις αποτελούν τη δέσμευση συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων του δανειολήπτη προς την εταιρεία–δανειστή, εξασφαλίζοντας την αποπληρωμή του ύψους του δανειζόμενου ποσού, έναντι πιθανής αδυναμίας καταβολής του

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συμφωνηθέντος κεφαλαίου και τόκου απο την πλευρά του δανειζόμενου μέρους. Πραγματοποιείται μέσω μίας νομικής διαδικασίας που καλείται «αποκλεισμός απόκτησης ακίνητης περιουσίας» ενώ διαμεσολαβητικό ρόλο αναλαμβάνει ένας ενεχυροδανειστής.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σημαντικό να τονιστεί πως ο προαναφερθέν μηχανισμός αντιμετωπίζει δυσκολίες αποτελεσματικής εφαρμογής σε περιπτώσεις πώλησης υπό πίεση (fire sale). Κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων, παρατηρείται αυξημένη προσφορά για ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και ταυτόχρονα δυσμενών οικονομικών συνθηκών απο την πλευρά του πωλητή (πχ. κίνδυνος πτώχευσης), πιέζοντας , αρκετά, προς τα κάτω τη μέση τιμή πώλησης.

Καταλήγοντας, ένα επιπλέον πρόβλημα εστιάζεται σε πρακτικές διαστρέβλωσης της πραγματικής αξίας των αποθεματικών εξασφαλίσεων απο την πλευρά των δανειοληπτών, καθώς σε αντίθετη περίπτωση η εξέταση της καθαρής θέσης τους, είναι δυνατόν να εξαλείψει, σε αρκετές των περιπτώσεων, την πιθανότητα μη–αποπληρωμής.

Κυβερνητικοί φορείς

Οι εκάστοτε κυβερνήσεις εντάσσουν μία σειρά απο ρυθμιστικές πολιτικές, μέσω της χρήσης των αρχών της λογιστικής, αποσκοπώντας στην υιοθέτηση κοινών λογιστικών προτύπων παρουσίασης των στοιχείων που αφορούν το λογιστικό κύκλο μίας επιχείρησης, τη προετοιμασία, παρουσίαση και ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων της. Με τον τρόπο αυτό, οι αρχές διαμορφώνουν τις απαραίτητες συνθήκες για την πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ επιχειρήσεων, επεμβαίνοντας άμεσα με την αναμόρφωση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης και εφαρμογής κανόνων **διαφάνειας και γνωστοποίησης δεδομένων**.

Επιγραμματικά, τα κρατικά ρυθμιστικά **μέσα**, οι **συμμετέχοντες** επί αυτών και οι **στόχοι** συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- **Λογιστική πληροφόρηση**-Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ)–στόχος: Εξασφάλιση παροχής της κατάλληλης πληροφόρησης, έγκυρα, έγκαιρα και με διαφάνεια, προς το επενδυτικό κοινό.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- **Χρηματοοικονομική και οικονομική πληροφόρηση**– Ελεγκτικοί μηχανισμοί, Χρηματοοικονομικοί αναλυτές, Ιδρύματα και οργανισμοί–στόχος: Ελαχιστοποίηση των συγκρουόμενων συμφερόντων των συντελεστών στην αλυσίδα της πληροφόρησης.

- **Διείσδυση των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης**–στόχος: Διασφάλιση ισότιμης μεταχείρισης του συνόλου των μετόχων.

- **Ευρύτερη χρήση σύγχρονων πληροφοριακών συστημάτων**- Πλατφόρμες συναλλαγών και εκκαθαρίσεων, Δίκτυα, Ασφάλεια στόχος: Η συνεχής βελτίωση των ποιοτικών χαρακτηριστικών της διαθέσιμης πληροφόρησης, με γνώμονα, το κοινό όφελος.

2.2 Μηχανισμοί επίλυσης ηθικού κινδύνου

Monitoring

Ένα από τα βασικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την αποσόβηση των προβλημάτων του ηθικού κινδύνου αποτελεί το λεγόμενο **monitoring** που αναφέρεται στις τεχνικές ελέγχου και παρακολούθησης των διαδικασιών και δραστηριοτήτων των agents (managers των επιχειρήσεων) και των χρηματοδοτούμενων, στα πλαίσια της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ο έλεγχος λαμβάνει χώρα σε τακτά χρονικά διαστήματα και συμβάλει στην άμβλυνση του προβλήματος αντιπροσώπευσης που αναλύθηκε παραπάνω (free agent problem) και κρίνεται αναγκαίος προκειμένου να επιτευχθεί ο επιθυμητός στόχος που έχει τεθεί απο τον αντιπροσωπευόμενο (principal).

Κύριος στόχος του monitoring αποτελεί ο περιορισμός του κόστους άντλησης πληροφόρησης εκ των υστέρων, δηλαδή μετά την χρονική περίοδο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η διαδικασία της παρακολούθησης είναι δυνατόν να πραγματοποιηθεί μέσω: 1) Ποικίλων ποσοτικών και ποιοτικών μεθόδων αξιολόγησης της κατάστασης των χρηματοδοτούμενων (πχ. camels rating), 2) Της χρηματοοικονομικής διοικητικής που περιλαμβάνει την χρήση εποπτικών αρχών παρακολούθησης και ελέγχου, 3) Την εφαρμογή ρήτρας και επιβολής κυρώσεων σε ενδεχόμενη περίπτωση αφερεγγυότητας.

Ο βασικός λόγος ύπαρξης του monitoring έγκειται στην αδυναμία ή και απροθυμία της διοίκησης μίας εταιρείας να ελέγξει και να παρακολουθήσει, με αποτελεσματικό τρόπο, την κατάσταση του συνόλου των χρηματοδοτούμενων, με άμεση συνέπεια η συγκεκριμένη εργασία να περνάει στα χέρια τρίτων (χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές), καθιστώντας την σε μία απαιτητική (αναγκαίο επίπεδο εξειδίκευσης και εμπειρίας), χρονοβόρα και αρκετά κοστοβόρα διαδικασία. Χαρακτηριστικά, ένα μεγάλο εύρος οικονομολόγων αποδίδουν, στη συγκεκριμένη διαδικασία, τον παρακάτω χαρακτηρισμό: «**costly state verification**» (δαπανηρός έλεγχος του κράτους).

incetives

Ένα επιπρόσθετο, σημαντικό εργαλείο μείωσης του ηθικού κινδύνου αποτελεί η ευθυγράμμιση των κινήτρων (incentives). Βασική προϋπόθεση για την εφαρμογή του συγκεκριμένου υποκατάστατου (του monitoring) μέτρου αποτελεί η συμμετοχή στο «παιχνίδι» του agent–δανειολήπτη–ασφαλισμένου. Το συγκεκριμένο γεγονός έχει άμεσο αντίκτυπο στη συμπεριφορά τους καθώς ζημιώνονται σε περίπτωση αρνητικής εξέλιξης, με αποτέλεσμα οι ενέργειές τους να προωθούν τα συμφέροντα της εταιρείας–δανειστή, υποκινούμενοι υπο τον φόβο απώλειας περιουσιακών τους στοιχείων (πχ. κίνδυνος απώλειας κατοικίας). Αξίζει να τονιστεί επι αυτού πως όσο υψηλότερη είναι η καθαρή θέση ενός δανειζόμενου (αγοραία αξία Ενεργητικού–αγοραία αξία Υποχρεώσεων) τόσο μεγαλύτερο θα είναι το κίνητρό του για να την προστατέψει απο ενδεχόμενες απώλειες.

Στα πλαίσια αυτής της μεθόδου, η διεύθυνση (principal) είναι πιθανόν να ανταμείψει τα αποτελέσματα του agent, ενισχύοντας την διασφάλιση των επιθυμητών συμπεριφορών, όπως προαναφέρθηκε. Ωστόσο, στο σημείο αυτό κρίνεται σημαντικό να αναφερθεί πως υφίσταται το ενδεχόμενο ανταμοιβής ή τιμωρίας του agent σχετικά με αποτελέσματα που βρίσκονται εκτός των πλαισίων ελέγχου του. Αυτό σημαίνει πως η καταβολή «θετικής» προσπάθειας δεν συνεπάγεται πάντοτε και επίτευξη καλών αποτελεσμάτων και αντιστρόφως.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Καταλήγοντας, η βέλτιστη επιλογή μεταξύ monitoring–incentives εξαρτάται απο την ανταλλακτική σχέση (trade-off) μεταξύ του κόστους μέτρησης:συμπεριφορών–αποτελεσμάτων και μεταβίβασης του κινδύνου στην πλευρά του agent (Eisenhardt, 1985).

Χρηματοοικονομικοί Διαμεσολαβητές

Μία θετική σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας και των χρηματοοικονομικών δεικτών τεκμηριώθηκε, για πρώτη φορά, απο τους: Goldsmith, (1969), McKinnon, (1973) και Shaw, (1973).

Ενδιάμεσοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν την οικονομική πορεία μίας χώρας, διαδραματίζοντας σημαντικό ρόλο μέσω της δράσης τους που αφορά: το ποσοστό αποταμίευσης, το κομμάτι της εξοικονόμησης που διοχετεύεται σε επενδυτικά πλάνα και την κοινωνική οριακή παραγωγικότητα των επενδύσεων.

Η σημασία του φαινομένου του ηθικού κινδύνου για την χρηματοδότηση έχει τονιστεί απο τους Jensen και Meckling (1976), οι οποίοι υποστήριξαν πως οι χρηματοοικονομικές συμβάσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι περισσότερο χρήσιμο να ερμηνευθούν ως αποτελεσματικοί μηχανισμοί αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου, σε one-time βάση.

Εν συνεχεία, ο Mayer (1988), μέσω ενός τολμηρού άρθρου του, ακολούθησε το ερευνητικό πρόγραμμα των προαναφερθέντων, τροποποιώντας το όμως, καθώς η ανάλυσή του βασίστηκε στα προβλήματα του ηθικού κινδύνου σε επαναλαμβανόμενη βάση.

Πιο συγκεκριμένα, η οικονομική διαμεσολάβηση λαμβάνει χώρα μέσω εταιρειών που συμμετέχουν κεφαλαιακά σε διάφορες επιχειρήσεις, αποσκοπώντας στη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιό τους (venture capital firms). Οι διαμεσολαβητές και ειδικότερα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επιτυγχάνουν, μέσω της διαπραγματευτικής, διαφοροποιητικής και ελεγκτικής ιδιότητά τους, τον περιορισμό του ηθικού κινδύνου και των προβλημάτων του.

Παρόλα ταύτα όμως, η ολοένα αυξανόμενη εξάρτηση-ειδικά τα τελευταία χρόνια-του χρηματοοικονομικού συστήματος απο την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διαδικασία διαμεσολάβησης, λειτούργησε σαν «μπούμερανγκ» σε ό,τι αφορά την αποτελεσματική λειτουργία του. Η δύναμη που απέκτησαν τα ιδρύματα προξένησαν στρέβλωση των κινήτρων τους, με αποτέλεσμα να ελέγχουν ή μη τους χρηματοδοτούμενους, βάσει των προσωπικών τους συμφερόντων, αδιαφορώντας για το κοινό οικονομικό όφελος.

Κρατική ρύθμιση-Θεσμικό πλαίσιο

Όπως στην περίπτωση της δυσμενούς επιλογής, οι κυβερνητικές παρεμβάσεις συμβάλουν στην διαδικασία εξάλειψης και του ηθικού κινδύνου (Government Regulation). Πραγματοποιείται μέσω της επιβολής μίας σειράς ρυθμιστικών κανόνων και περιορισμών, αποσκοπώντας στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς μέσω της παροχής υψηλής ποιότητας πληροφόρησης και συνάμα αποτρέποντας-μέσω αυστηρών και άκαμπτων τιμωριών και κυρώσεων-καταχρηστικές και παραβατικές συμπεριφορές (περιπτώσεις απόκρυψης ή κλοπής κερδών). Συμπεριλαμβάνει ένα πλαίσιο νόμων αντιμετώπισης και τιμωρίας του οικονομικού εγκλήματος, όπως αυτοί ορίζονται από το ισχύον πλαίσιο λειτουργίας των εταιρειών και το δίκαιο του κράτους ή της Ε.Ε..

Το γεγονός της πιθανής τιμωρίας αμβλύνει τα εν δυνάμει κίνητρα «ανήθικων» πρακτικών και παρεκκλίσεων από τα υιοθετημένα πρότυπα συμπεριφοράς, εκ μέρους των επενδυτών, καθώς βρίσκονται αντιμέτωποι με τον κίνδυνο απώλειας των περιουσιακών τους στοιχείων. Γενικεύοντας, ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard), όταν δεν λαμβάνεται υπόψη από τον νομοθέτη, τον οδηγεί σε συστηματικά λανθασμένες επιλογές.

Παρ'όλα ταύτα, σε πολλές των περιπτώσεων, η ύπαρξη μίας σειράς παραγόντων υποβαθμίζουν τον ρόλο της κρατικής παρέμβασης σχετικά με την προσπάθεια αντιμετώπισης των δυσλειτουργικών ζητημάτων της ασυμμετρίας πληροφόρησης:

1. Ελλειπές θεσμικό πλαίσιο
2. Ανικανότητα των ρυθμιστικών αρχών για άσκηση ουσιαστικού ελέγχου
3. Ικανοποίηση και προώθηση των συμφερόντων των υψηλά ιστάμενων συμμετεχόντων στις αγορές, με το κράτος να υποκύπτει στις εν λόγω

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

πιέσεις, χαράσσοντας τους ρυθμιστικούς κανόνες μη ορθολογικά, «ανήθικα» και πιθανόν αντισυνταγματικά
4. Ελάφρυνση και διαγραφή των περιορισμών και προστίμων ανάλογα με τα εκάστοτε συμφέροντα
5. Οι ενδεχόμενες τιμωρίες -πρόστιμα μπορεί να θεωρούνται αμελητέες σε σύγκριση με τα οφέλη των κερδοσκόπων (speculators)

Dept contracts

Δεδομένου του γεγονότος πως ο ηθικός κίνδυνος υφίσταται στη χρηματοδότηση του χρέους (dept financing), ένα σύνηθες μέσο αντιμετώπισής του αποτελούν τα λεγόμενα Dept Contracts (Συμβάσεις Χρέους). Πρόκειται για ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο της κεφαλαιακής δομής με ευρεία χρήση σε μακροπρόθεσμη βάση.

Πιο συγκεκριμένα, η πλευρά των δανειστών διαθέτει γνώση σχετικά με την ύπαρξη του ηθικού κινδύνου και ενεργώντας ορθολογικά τον συμπεριλαμβάνει στη διαδικασία διαμόρφωσης της τιμής των εν λόγω συμβάσεων. Η συμφωνία πληρωμής μεταξύ δανειστή–δανειζόμενου έγκειται σε σταθερή (fixed) βάση, με ενδεχόμενο αθέτησης της συμφωνίας μόνο σε περίπτωση πτώχευσης. Διαφορετικές δομές συμβάσεων χρέους οδηγούν σε διαφορετικές επενδυτικές αποφάσεις για τις επιχειρήσεις:{1) **pooled**, 2) **secured**, 3) **senior/junior**, 4) **bankruptcy remote**}. Το «**τηλεχειριστήριο πτώχευσης**» (4) αποτελεί το ιδανικό μέσο ελέγχου του ηθικού κινδύνου παρέχοντας, συν τοις άλλοις, στους επενδυτές την δυνατότητα επένδυσης σε μελλοντικές ευκαιρίες.

Εν κατακλείδι, μέσω της εφαρμογής των μηχανισμών που αναλύθηκαν παραπάνω, παρέχεται η δυνατότητα, στο σύνολο των ενδιαφερόμενων επενδυτών, πρόσβασης σε ποιοτική πληροφόρηση με μειωμένο ή ακόμα και μηδενικό κόστος ενώ παράλληλα προωθείται η οικονομική ανάπτυξη και ευημερία και η διασφάλιση της αποτελεσματικότερης λειτουργίας των αγορών (Beim, D & Calomoiris, C., 2004).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ IPO

Ορισμός και ιστορική αναδρομή

Κάθε επιχείρηση, ειδικότερα κατά τα πρώτα στάδια ανάπτυξης και λειτουργίας της, έρχεται αντιμέτωπη με το ζήτημα της εξασφάλισης των απαραίτητων κεφαλαίων προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες της και να υλοποιήσει τους στόχους που έχουν τεθεί.

Οι πηγές άντλησης των εν λόγω πόρων ποικίλουν: Οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να στραφούν σε τραπεζικά και ομολογιακά δάνεια, εμπορικές πιστώσεις και διευκολύνσεις, επενδυτικά προγράμματα, ιδιωτικές χρηματοδοτήσεις καθώς επίσης και στα κέρδη, τις αποσβέσεις μηχανημάτων, τις πωλήσεις ή ανακεφαλαιοποίηση των Ιδίων Κεφαλαίων τους.

Τις τελευταίες δεκαετίες, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις, τόσο στην Ελλάδα όσο κυρίως στον υπόλοιπο επιχειρηματικό κόσμο, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως ο πλέον κατάλληλος τρόπος χρηματοδότησής τους αποτελεί η εισαγωγή τους στους κόλπους των χρηματιστηρίων, μέσω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Χαρακτηριστικά, αναφερόμενοι στην αγορά της Αμερικής, κατά την περίοδο 1995-2001, η αξία των IPO's αυξήθηκε σωρευτικά πάνω απο 300 δις. δολλάρια σε αξία ακαθάριστου εγχώριου προιόντος ή εναλλακτικά περίπου 115 εκ. δολλάρια ανά IPO (Ritter & Welch, 2002).

Ένα από τα σημαντικότερα γεγονότα, κατά την διάρκεια της λειτουργίας μιας εταιρείας, αποτελώντας ουσιαστικά τον προθάλαμο εισαγωγής της στο χρηματιστήριο αξιών, αποτελεί η διαδικασία της αρχικής δημόσιας προσφοράς (Celikyurt, Selvilir, and Shivdasani, 2010, Latham and Braun, 2010).

Μια προσφορά νέων χρεογράφων(ή ομολόγων) με δημόσια εγγραφή(**Initial Public Offering**), ευρέως αναγνωρισμένη ως **IPO**, καλείται η διαδικασία κατά την οποία, οι μετοχές μιας εταιρείας

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εκδίδονται και θέτονται υπο πώληση, **για πρώτη φορά**, στους δημόσιους επενδυτές και εν συνεχεία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (Jenkinson & Ljungqvist, 2001). Συχνά, οι συγκεκριμένες μετοχές εκδίδονται από μικρότερες και πιο νέες επιχειρήσεις, οι οποίες αναζητούν την άντληση των απαραίτητων πόρων, μέσω της κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να αναπτυχθούν. Επιπροσθέτως, όμως, είναι πιθανό να εκδοθούν και απο εταιρείες υψηλής αξίας, οι οποίες στηριζόμενες αποκλειστικά σε ιδιωτικά κεφάλαια, επιδιώκουν να προσφέρουν τα κεφάλαιά τους στο ευρύτερο κοινό.

Στη προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή, η εταιρεία-εκδότης πιθανόν να εξασφαλίσει τις υπηρεσίες μιας συμβουλευτικής εταιρείας, η οποία της παρέχει βοήθεια στη λήψη σημαντικών αποφάσεων που αφορούν τον τύπο των χρεογράφων που πρόκειται να εκδοθούν, την πιο συμφέρουσα τιμή καθώς και τη χρονική στιγμή προώθησής τους στην αγορά.

Μέσω μιας δημόσιας καταχώρησης μεταβάλλεται, θεμελιωδώς, η οικονομική και νομική διάρθρωση της εταιρείας. Πλέον, το management αποτελεί υπόθεση μιας νέας ομάδας «διάσπαρτων» μεριδιούχων, σε αντίθεση με τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μιας ιδιωτικής εταιρείας. Πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση και λειτουργία της εταιρείας που είχαν παραμείνει σε ιδιωτικά πλαίσια, απαιτείται τώρα να δημοσιοποιηθούν στο κοινό.

Σε ό,τι αφορά την ιστορική βάση των IPO'S, η απαρχή της εφαρμογής τους χρονολογείται το 1602, όπου η East India Company αποτέλεσε την πρώτη εταιρεία που εξέδωσε μετοχές και ομόλογα σε προσφορά νέων χρεογράφων με δημόσια εγγραφή, ενώ τον Αύγουστο του 2010, η μεγαλύτερη IPO, σε παγκόσμιο επίπεδο, πραγματοποιήθηκε από την Coal India Limited.

Με το πέρασμα των δεκαετιών, τείνει να αυξάνεται διαρκώς η τάση των εταιρειών για προσχώρηση σε δημόσια εγγραφή , επενδύοντας υπέρογκα ποσά προς αυτή τη κατεύθυνση. Χαρακτηριστικά, οι μεγαλύτερες προσφορές δημοσίων χρεογράφων που έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια,είναι οι ακόλουθες:

1. Agricultural Bank of China US$22.1 billion (2010)
2. Industrial and Commercial Bank of China US$21.9 billion (2006)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3. American International Assurance US$20.5 billion (2010)
4. Visa Inc. US$19.7 billion (2008)
5. General Motors US$18.15 billion (2010)
6. Facebook, Inc. US$16 billion (2012)

3.1 Διαδικασία I.P.O

Σύμφωνα με τους Jenkinson & Ljungqvist (2001) και Draho (2009), το σύνολο των διαδικασιών, απο την έναρξη μέχρι την ολοκλήρωση μίας διαδικασίας αρχικής δημόσιας προσφοράς, συνοψίζεται στα εξής:

Στην pre-market περίοδο, οι διαδικασίες αφορούν τους **λόγους προσχώρησης** και την κατάλληλη χρονική στιγμή εισόδου στην αγορά (**market timing**) μίας ιδιωτικής επιχείρησης, στα δημόσια πλαίσια.

Σε δεύτερο επίπεδο, κατά τη διάρκεια της post-market περιόδου, η διαδικασία ολοκληρώνεται με την παρατήρηση των αποτελεσμάτων των αρχικών αποδόσεων (**underpricing**) και της μακροπρόθεσμης απόδοσης των νεο-εισερχόμενων εταιρειών (**long-run underperformance**).

Στη συνέχεια της εργασίας, θα επιχειρήσουμε να παραθέσουμε στοιχεία και να αναλύσουμε ξεχωριστά τα τέσσερα αυτά γεγονότα που παρατηρούνται σε μία αρχική δημόσια εγγραφή.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

3.2 Λόγοι προσχώρησης στο I.P.O (πλεονεκτήματα-μειονεκτήματα)

Το θεμελιώδες ερώτημα που τίθεται είναι ποιοί είναι οι λόγοι που ωθούν μία εταιρεία να μεταπηδήσει από τα ιδιωτικά στα δημόσια επιχειρηματικά πλαίσια.

Κατά την επιλογή προσχώρησης στη δημόσια εγγραφή, τα διοικητικά στελέχη της εκάστοτε επιχείρησης, σε στενή συνεργασία με τεχνοκρατικές ομάδες management, νομικούς συμβούλους, ελεγκτές και ασφαλιστές , οφείλουν να αναλύσουν ενδελεχώς τις σχετικές εκτιμήσεις αντισταθμίζοντας πλήρως τα πλεονεκτήματα (κέρδη) και τα μειονεκτήματα (κόστη) που είναι πιθανόν να προκύψουν από μια τέτοια κίνηση.

Πλεονεκτήματα

Παρατηρούνται αρκετοί λόγοι που εξηγούν την πρόθεση των εταιρειών να προχωρήσουν στην πώληση μετοχών τους σε δημόσια βάση.

Ένας από τους βασικότερους λόγους όπου μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση ακολουθεί την IPO αποτελεί η δυνατότητα συμμετοχής σε μια τεράστια δεξαμενή άντλησης φτηνού κεφαλαίου (Rock, 1986). Ζητούμενο άκρως σημαντικό καθώς βασικός στόχος κάθε σύγχρονης επιχείρησης αποτελεί ο τρόπος συγκέντρωσης επενδυτικών κεφαλαίων, ο καθορισμός και η επιλογή των σχεδίων που θα ακολουθήσει, η μεγιστοποίηση και ο τρόπος διανομής των κερδών στους μετόχους καθώς και ο κατάλληλος τρόπος αντιμετώπισης των κινδύνων που διέπουν τις συναλλαγές τους.

Μέσω της επίτευξης των παραπάνω στόχων , η εταιρεία επιδιώκει να βελτιώσει και αποκτήσει ηγετική θέση στη χρηματιστηριακή αγορά (Ernst and Young, 2010).

Σε πολλές περιπτώσεις, οι μέτοχοι μιας νεοσύστατης εταιρείας, αδυνατούν να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την εκπόνηση και πραγματοποίηση επενδυτικών σχεδίων είτε λόγω οικονομικής στενότητας είτε εξ'αιτίας της απροθυμίας τους να αναλάβουν ένα τέτοιο επιχειρηματικό ρίσκο, επενδύοντας μεγάλα ποσά

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

σε ένα και μοναδικό επενδυτικό πρόγραμμα. Επιπροσθέτως, ο τραπεζικός ή ιδιωτικός δανεισμός ενέχει σημαντικά κόστη (τόκοι) καθώς και γραφειοκρατικές κωλυσιεργίες εάν και εφόσον εγκριθεί κάποιο δάνειο από τον εκάστοτε τραπεζικό οργανισμό.

Με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, η νεο-εισερχόμενη εταιρεία προβαίνει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου εκδίδοντας μετοχές που είναι διαθέσιμες πλέον σε ολόκληρο το επενδυτικό κοινό. Ταυτόχρονα, καλείται να δημοσιοποιήσει τα απαραίτητα έγγραφα και επαρκείς λογιστικές πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση και δομή της προκειμένου κάθε ενδιαφερόμενος επενδυτής να κατέχει πλήρη κι εμπεριστατωμένη άποψη για την πορεία της επιχείρησης. Οι αρχές λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς επιβλέπουν και εποπτεύουν ενδελεχώς πλέον τις μετοχές που διαπραγματεύονται, αναγκάζοντας την εταιρεία να εναρμονιστεί με ένα αυστηρό χρηματοπιστωτικό και νομικό πλαίσιο, πράγμα που σημαίνει πως οι επενδυτές αντιμετωπίζουν με λιγότερη καχυποψία την φερεγγυότητα της εκάστοτε εταιρίας που μέχρι πρότινος πιθανόν να μην γνώριζαν καν.

Έχει υποστηριχτεί,απο τους Holmstrom & Tirole (1993) πως η αποδοχή της αίτησης εγγραφής και προσχώρησης στο Χρηματιστήριο θεωρείται ως η επιβεβαίωση των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης σχετικά με το μέλλον της, επηρεάζοντας θετικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με την πορεία της. Αυτές οι ανεξάρτητες αρχές ελέγχου και εποπτείας των επενδυτικών εταιρειών λαμβάνουν χώρα σε όλες τις παγκόσμιες οικονομίες.

Στην Ελλάδα για παράδειγμα, ο ρόλος αυτός έχει ανατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στην Τράπεζα της Ελλάδος που ασκεί έλεγχο στο τραπεζικό τομέα και το Υπουργείο Ανάπτυξης που ασχολείται με τις εταιρείες ασφαλίσεων.

Σαν απόρροια της παραπάνω διαδικασίας, τα στελέχη της εταιρείας είναι σε θέση να διανέμουν ελεύθερα μετοχές προσελκύοντας ολοένα και μεγαλύτερο κομμάτι ενδιαφερόμενων επενδυτών, μεταβιβάζοντάς τους πέρα από μετοχές και διαχειριστικό και εποπτικό έλεγχο επι των πεπραγμένων της επιχείρησης. Έτσι, τα αρχικά στελέχη δεν είναι υποχρεωμένα να καλύψουν μόνα τους ολόκληρο το χρηματικό βάρος του εκάστοτε επενδυτικού σχεδίου, μεταβιβάζοντας ποσοστά και αρμοδιότητες σε ενδιαφερόμενους επενδυτές, ανοίγοντας την πόρτα για την άντληση ολοένα και περισσότερων αναγκαίων πόρων σε συνδυασμό με περιορισμένο κίνδυνο αβεβαιότητας που θα αντιμετώπιζε αν δρούσε, όπως προηγουμένως, σε ιδιωτικά πλαίσια. Αυτή η προσέλκυση πολλών

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

και διαφοροποιημένων επιχειρηματιών έχει εκτιμηθεί πως μπορεί να προσδώσει υψηλότερη αξία στην εταιρεία σε σύγκριση με τη συγκέντρωση των τίτλων σε περιορισμένο και μη-διαφοροποιημένο αριθμό επενδυτών (Leland & Pyle,1977).

Με τον τρόπο αυτό, οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης επιτυγχάνουν να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου της μέσω της διασποράς του κινδύνου σε περισσότερες επενδυτικές συμμετοχές με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα επίπεδα κερδών και ρευστότητας και να διευκολύνονται οι συνθήκες για περαιτέρω επενδύσεις σε αποδοτικότερα και μεγαλόπνοα επιχειρηματικά προγράμματα (διανομή-επανεπένδυση κερδών).

Βέβαια, ο τρόπος διανομής των κερδών δεν είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις. Άλλες, μοιράζουν τα κέρδη στους μετόχους με μορφή μερισμάτων, άλλες παρακρατούν ένα μέρος των κερδών για επανεπενδύσεις, ενώ άλλες μεγαλύτερες (Microsoft, Facebook) επανεπενδύουν σχεδόν ολόκληρο το ποσό για να επιτύχουν ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης. Με αυτό τον τρόπο, τη διανομή των κερδών και τη διαφοροποίηση του κινδύνου, μπορούμε να συμπεράνουμε πως η εταιρία αντιμετωπίζει τον επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο με τον πλέον «ορθό» τρόπο.

Ο χρόνος συγκέντρωσης των νέων κεφαλαίων πραγματοποιείται ταχέως καθώς οι χρηματιστηριακές συναλλαγές λαμβάνουν χώρα σε διαρκή βάση και με γοργούς ρυθμούς.

Σημαντικό πλεονέκτημα από την εκμετάλλευση των χρηματιστηριακών συνθηκών αποτελεί το γεγονός πως οι μετοχές της νεο-εισερχόμενης εταιρείας διαφημίζονται ολοένα και περισσότερο από τον χρηματοοικονομικό τύπο, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, ειδικά οικονομικά έντυπα και διαφημιστικές εκστρατείες, με μηδενικό κόστος.

Με αυτό τον τρόπο, εξοικονομούνται τεράστια κεφάλαια που θα ήταν υποχρεωμένη η εταιρεία να επενδύσει σε διαφήμιση και προώθηση του προϊόντος της, προκειμένου να αρχίσει να γίνεται γνωστή στο μεγαλύτερο κομμάτι του επενδυτικού κοινού. Ως αποτέλεσμα, η εταιρεία κατορθώνει να ισχυροποιεί σιγα σιγά τη φήμη και τη θέση της στην αγορά, αποκτώντας μεγαλύτερη αναγνωρισιμότητα και αναβαθμίζοντας το κύρος και τις μελλοντικές προοπτικές της.

Έτσι, ανοίγει ο δρόμος για περαιτέρω ανάπτυξη του κύκλου εργασιών της, δίνοντας της την ευκαιρία να κλείσει σημαντικές οικονομικές συμφωνίες και να προσελκύσει σημαντικούς πελάτες, προμηθευτές και μετόχους, στελεχώνοντας την εταιρεία με ποιοτικά, δημιουργικά και

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ταλαντούχα στελέχη με νέα και μεγαλόπνοα σχέδια και στρατηγικές επίτευξης μελλοντικών στόχων. Η ενεργή συμμετοχή των νέων εργαζομένων στη λειτουργία της εταιρείας συμβάλει στη σύγκλιση των συμφερόντων μεταξύ εταιρείας–εργαζομένων, γεγονός άκρως σημαντικό καθώς όσο υψηλότερη παραμένει η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών τόσο μεγαλύτερα κέρδη και αμοιβές θα επιτυγχάνουν τα νέα στελέχη της. Με αυτό τον τρόπο, μπορούμε να πούμε πως η εταιρεία ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα και τις σχέσεις μεταξύ των μελών που την απαρτίζουν, επιτυγχάνοντας ταυτόχρονα υψηλότερους δείκτες αποδοτικότητας.

Οι εταιρείες λειτουργούν και δραστηριοποιούνται υπο το πρίσμα ενός ενιαίου και ισχυρού νομίσματος, αυτό του χρηματιστηρίου. Σε αντίθεση με πριν, έχουν την άνεση ρευστότητας να επενδύσουν ή και να εξαγοράσουν ή να συγχωνευτούν με άλλες εγχώριες ή ξένες εταιρείες, ακόμα και διαφορετικού περιεχομένου απο το δικό τους, καθώς οι ευκαιρίες πλέον είναι πολλές και ο κίνδυνος αποτυχίας κατανεμημένος και ελεγχόμενος.

Οι συνθήκες της ελεύθερης αγοράς με την απελευθέρωση των επιτοκίων και των περιορισμών στη διακίνηση κεφαλαίων και προϊόντων μεταξύ των αγορών, δίνουν τη δυνατότητα στις εταιρείες να έρθουν σε επαφή με μία τεράστια δεξαμενή παγκόσμιας ζήτησης, αυξάνοντας κατακόρυφα την προσφορά τους και κατά συνέπεια τους δείκτες παραγωγικότητας και κερδών. Από τη μεριά τους, οι νέοι μέτοχοι-επενδυτές κατέχουν το πλεονέκτημα της άμεσης ρευστοποίησης του χαρτοφυλακίου τους ανα πάσα στιγμή το επιθυμήσουν, πράγμα το οποίο δεν θα ήταν δυνατό εάν επένδυαν τα κεφάλαιά τους σε ιδιωτικές–εξω-χρηματιστηριακές εταιρείες.

Οι εισηγμένες επιχειρήσεις τυγχάνουν φορολογικών πλεονεκτημάτων και ελαφρύνσεων συγκριτικά με τις αντίστοιχες μη εισηγμένες, τόσο σε επίπεδο κερδών όσο και σε διευκολύνσεις νέων επενδύσεων, εξασφαλίζοντας ευνοϊκότερους τραπεζικούς όρους κατά την διαδικασία έγκρισης ή αποπληρωμής ενός δανείου.

Ειδικότερα, στην Ελληνική αγορά κατά την τρέχουσα κατάσταση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προτείνει συνεχώς νομικές φόρμουλες που αφορούν φοροαπαλλαγές και διευκολύνσεις σε μια προσπάθεια τόνωσης της ανταγωνιστικότητας και σύγκλισης με τους αντίστοιχους φορολογικούς δείκτες της υπόλοιπης Ευρώπης.

Οι Holmstrom & Tirole (1993) και Bolton & Von Thadden (1998) αναφέρουν πως η εταιρεία που αποφασίζει να δημοσιοποιηθεί,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ουσιαστικά αποδέχεται να υπόκειται υπο παρακολούθηση απο Τρίτους (επενδυτικές τράπεζες, ελεγκτικές εταιρείες, επενδυτικό κοινό, Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς, Ορκωτοί Ελεγκτές, στατιστικοί αναλυτές, οικονομολόγοι), υποστηρίζοντας πως η συγκεκριμένη διαδικασία (monitoring) είναι πιθανό να αυξήσει την αξία και να βελτιώσει το κύρος και τη φήμη της εταιρείας στην αγορά.

Στο σημείο αυτό αρκετοί οικονομολόγοι όπως οι : Benveniste and Spindt (1989), Dow and Gorton (1997), Habib and Ljungqvist (1998), Subrahmanyam and Titman (1999) and Maug (2001), εστιάζουν σε ένα επιπρόσθετο πλεονέκτημα, το οποίο όμως λαμβάνει χώρα κατά την post-ipo περίοδο.

Σύμφωνα με τα λεγόμενα τους, οι δημόσιες προσφορές παρέχουν τη δυνατότητα στα στελέχη της εκδότριας να χρησιμοποιεί προτεινόμενα εύρη τιμών επί των μετοχών, με σκοπό να εκτιμηθεί η αποτίμηση των επενδυτών επί της εταιρείας τους.

<u>Μειονεκτήματα</u>

Κάθε επιχειρηματική κίνηση συνεπάγεται την αναγκαιότητα χάραξης στρατηγικών για την εκτίμηση και αντιστάθμιση των εσόδων–εξόδων.

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στη διαδικασία IPO δεν αποτελεί «πανάκεια». Είναι μια πολύ δύσκολη απόφαση καθώς τα αρχικά στελέχη της έρχονται αντιμέτωπα με σημαντικά διλήμματα που αφορούν τα κόστη και τους κινδύνους που απορρέουν από μια τέτοια επιχειρηματική στρατηγική.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, οι Latham & Braun(2010)[1] υποστηρίζουν την ύπαρξη σημαντικών κινδύνων που συνδέονται με την ανάληψη της διαδικασίας του I.P.O, τόσο για την εκδότρια όσο και τις ανάδοχες εταιρείες.

Στη φάση εισαγωγής στη δημόσια προσφορά, οι ενδιαφερόμενες εταιρείες οφείλουν να καλύψουν μία σειρά από κόστη, όπως αυτά ορίζονται από τους κανόνες της εκάστοτε χρηματιστηριακής αγοράς. Πρόκειται για αμοιβές προς διάφορους συνεργαζόμενους που απαιτούνται για την ομαλή ένταξη της εκδότριας εταιρείας στη δημόσια εγγραφή, όπως δικηγόροι, ορκωτοί ελεγκτές, λογιστές καθώς και μία ανάδοχη εταιρεία η οποία είναι ολοκληρωτικά υπεύθυνη επί της

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διαδικασίας εισαγωγής και απορρόφησης της νέας έκδοσης από την αγορά.

Στους μισθούς των προαναφερθέντων ομάδων, προστίθενται τα έξοδα συλλογής των απαραίτητων πληροφοριών, τα κόστη δημιουργίας και δημοσιοποίησης του Ενημερωτικού Δελτίου, καθώς επίσης και έξοδα διαφόρων ομιλιών και εκδηλώσεων που διοργανώνει η εταιρεία με σκοπό την ενημέρωση του ενδιαφερόμενου επενδυτικού κοινού. Επομένως, η IPO συνεπάγεται σημαντικά πάγια συμβουλευτικά , διοικητικά και κόστη εισαγωγής, γεγονός το οποίο αποτελεί σημαντικό βραχνά για επιχειρήσεις με χαμηλούς δείκτες ρευστότητας και εμπορευσιμότητας.

Με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, οι εταιρείες υποχρεούνται να αποκαλύψουν και δημοσιοποιήσουν σημαντικές ιδιωτικές πληροφορίες σχετικά με τη δομή, λειτουργία και τα οικονομικά δεδομένα προς το ενδιαφερόμενο επενδυτικό κοινό προκειμένου αυτό να κατέχει επαρκή πληροφόρηση ώστε να είναι σε θέση να αξιολογήσει τις μελλοντικές προοπτικές και ικανότητες της νέας μετοχής.

Επιπλέον, σημαντικές αποφάσεις που λαμβάνουν τα διοικητικά στελέχη στο Δ.Σ απαιτείται να ανακοινώνονται εκδίδοντας επίσης τακτικούς (3μηνους, 6μηνους, ετήσιους) λογαριασμούς και ισολογισμούς εναρμονισμένους με τους κανόνες των Δ.Λ.Π. . Οι διαδικασίες αυτές είναι αρκετά χρονοβόρες και σε πολλές περιπτώσεις οι εταιρείες αναγκάζονται να προβούν στην πρόσληψη κατάλληλου προσωπικού, αυξάνοντας περαιτέρω το κόστος λειτουργίας της. Οι εν λόγω απαιτήσεις κρίνονται απαραίτητες για την εξασφάλιση της διαφάνειας στις αγορές αλλά συνεπάγονται επιπρόσθετα κόστη συλλογής και διάθεσης πληροφοριών ενώ ταυτόχρονα η επιχείρηση χάνει το πλεονέκτημα του απορρήτου γίνοντας πιο ευάλωτη έναντι του ανταγωνισμού μέσω της παροχής σημαντικών πληροφοριών σε ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, προμηθευτές και επιχειρηματικούς εταίρους.

Με τη διάθεση και μεταβίβαση μετοχών προς τους ενδιαφερόμενους επενδυτές μεταβιβάζεται ταυτόχρονα διοικητικός και διαχειριστικός έλεγχος στους νέους μετόχους.

Πλέον, η επιχείρηση έχει απωλέσει τον απόλυτο έλεγχο των πεπραγμένων που κατείχε όσο δραστηριοποιούνταν σε ιδιωτική βάση κι επομένως κάθε ενέργεια και στρατηγική θα πρέπει να ακολουθείται από τη σύμφωνη γνώμη της πλειοψηφίας των μετόχων προτού παρθεί οποιαδήποτε επιχειρηματική απόφαση.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αξίζει να σημειώσουμε πως οι Χρηματιστηριακές αρχές, προκειμένου να προασπίσουν τα συμφέροντα των μικροεπενδυτών, έχουν ορίσει ως κατώτατο ποσοστό συμμετοχής των μετόχων-επενδυτών επι του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου κάθε επιχείρησης στο 25% ενώ ως ανώτατο το 70%. Αυτό με λίγα λόγια σημαίνει πως αν παραδώσει μετοχές πάνω από το 50% επί του συνόλου τότε ο διαχειριστικός έλεγχος χάνεται και ο αρχικός ιδιοκτήτης υποχρεούται να συμβαδίζει με τις επιθυμίες των μετόχων.

Άμεση συνέπεια της απώλειας ελέγχου στη λήψη αποφάσεων αποτελεί η άσκηση έντονης πίεσης από την πλευρά των μετόχων, επιθυμία των οποίων είναι προφανώς η επίτευξη ολοένα και υψηλότερων βραχυπρόθεσμων αποδόσεων και κερδών μη διστάζοντας να προτείνουν νέες στρατηγικές πωλήσεων, καινοτόμων προϊόντων και υπηρεσιών. Η τάση των επενδυτών για το γρήγορο και άμεσο κέρδος είναι πιθανό να διαστρεβλώσει και να οδηγήσει σε αποτυχία ένα μακροπρόθεσμο στόχο της εταιρείας, βλάπτοντας σημαντικά το κύρος, τη φήμη και τις χρηματοοικονομικές και πιστοληπτικές ικανότητες της, οδηγώντας σε υποβάθμισή της στους αντίστοιχους χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Ένα κλασικό παράδειγμα σύγκρουσης μεταξύ διοίκησης και επενδυτών είναι ο τρόπος πληρωμής των μερισμάτων. Στην περίπτωση όπου οι επενδυτές επιθυμούν την άμεση ρευστοποίηση της αξίας των μετοχών τους ενώ από την άλλη οι ιδιοκτήτες εκτιμούν πως τα κεφάλαια είναι προτιμότερο να παραμείνουν εντός εταιρείας για μελλοντική επανεπένδυση, η στρέβλωση συμφερόντων οδηγεί την τιμή της μετοχής σε πτώση, επηρεάζοντας την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας.

Κατά την περίπτωση που η εταιρεία-εκδότης συνεχίζει να διατηρεί μεγαλύτερο έλεγχο σε σχέση με τους μετόχους, είναι πιθανό να αναπτυχθούν συμπαιγνίες έναντι των νέων μετόχων από ομάδες συμφερόντων που προέρχονται ή συνεργάζονται με την αρχική ιδιοκτησία (χρηματιστές, δικηγόροι, λογιστές, συγγενείς μελών του Δ.Σ) παρέχοντας διαστρεβλωμένες πληροφορίες σχετικά με τους στόχους και τα κίνητρα της επιχείρησης.

Για την αποτελεσματική αντιμετώπιση της εμφάνισης του φαινομένου της «**ασύμμετρης πληροφόρησης**» με σκοπό την προστασία των επενδυτών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του Χρηματιστηρίου ασκεί αυστηρότατους ελέγχους στις προαναφερθείσες ομάδες. Ακόμα και στην περίπτωση λοιπόν που οι προθέσεις της διοίκησης είναι οι καλύτερες δυνατές, ο ενδελεχής έλεγχος είναι δεδομένος γεγονός το οποίο μπορεί

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

να λειτουργήσει ως αντικίνητρο για την εταιρεία ώστε να καταλήξει στην απόφαση να προσχωρήσει στα πλαίσια του χρηματιστηρίου.

Τέλος, σημαντικό χαρακτηριστικό της IPO είναι πως αποτελεί μια "one way" διαδικασία, που σημαίνει ότι άπαξ και μια επιχείρηση λάβει την απόφαση να εισέλθει στη δημόσια εγγραφή κρίνεται σχεδόν αδύνατο να «αλλαξοδρομήσει» καθώς τα εμπόδια και τα έξοδα είναι τεράστια.

Παρατίθεται ένας ***ΠΙΝΑΚΑΣ*** όπου αναφέρονται συνοπτικά τα πλεονεκτήματα-μειονεκτήματα προσχώρησης στο Ι.Ρ.Ο.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ VS ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Άντληση απαραίτητων κεφαλαίων	Υψηλά κόστη εισαγωγής και αντιπροσώπευσης στη Δημόσια Εγγραφή
Αποπληρωμή χρεών και εξασφάλιση δανείων με ευνοϊκότερους όρους	Δημοσιοποίηση ιδιωτικών πληροφοριών - Απώλεια απορρήτου - Έκθεση στον ανταγωνισμό
Διαφοροποίηση-Διασπορά κινδύνου-Προσέλκυση περισσότερων πελατών-Αύξηση της φερεγγυότητας προς το επενδυτικό κοινό	Απώλεια διαχειριστικού και εποπτικού ελέγχου-Δυσκολίες στη λήψη αποφάσεων
Εκμετάλλευση της Διαφήμισης με μηδενικό κόστος-Βελτίωση της φήμης- Ενδυνάμωση εικόνας της εταιρείας	Άσκηση αυστηρού και ενδελεχούς ελέγχου από τις Αρχές Κεφαλαιαγοράς
Επέκταση δραστηριοτήτων μέσω Εξαγωγών-Συγχωνεύσεων και δυνατότητα επένδυσης στο εξωτερικό	Άσκηση πίεσης από μετόχους για την επίτευξη υψηλότερων και αμεσότερων κερδών

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Φορολογικά πλεονεκτήματα και ελαφρύνσεις	Αύξηση Κόστους Κεφαλαίου
Βελτίωση εμπορευσιμότητας, ρευστότητας και επίτευξη υψηλότερων κερδών	Υψηλές αμοιβές σε στελέχη που απαιτούνται για την ομαλή προσχώρηση σε IPO
Ενίσχυση της Αξίας της εταιρείας μέσω της παρακολούθησής τους απο Τρίτους.	Διαδικασία - «μονόδρομος»

3.3<u>I.P.O Timing</u>

Θεωρητικές κι εμπειρικές μελέτες που ασχολούνται με το χρονοδιάγραμμα ενός I.P.O, υποστηρίζουν πως η επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής προσχώρησης στην αγορά απο μία επιχείρηση, διαμορφώνεται απο μία σειρά ενδογενών κι εξωγενών μακροοικονομικών παραγόντων.

Πιο συγκεκριμένα, σε πρώτο επίπεδο, οι οικονομολόγοι κατηγοριοποιούν τις περιόδους της αγοράς σε "Hot Markets" και "Cold Markets", ανάλογα με το βαθμό οικομομικής επέκτασης που παρατηρείται. Σύμφωνα με το άρθρο του Ritter[2] (1984), στις λεγόμενες «καυτές» αγορές, παρατηρείται αύξηση: της κινητικότητας με την εισαγωγή υψηλού αριθμού νέων εταιρειών, των συναλλαγών, του επιπέδου τζιραρίσματος, των επενδυτικών ευκαιριών και των κερδών. Αντιθέτως , οι αποκαλούμενες ως «κρύες» αγορές, λαμβάνουν χώρα σε περιόδους ύφεσης, εμφανίζοντας χαμηλά επίπεδα δραστηριοτήτων I.P.O.

Μία πιθανή εξήγηση του φαινομένου της ομαδικής τάσης των εταιρειών να προσχωρούν σε δημόσια προσφορά κατά τη διάρκεια των "Hot Market" περιόδων, αποτελεί το γεγονός πως ορισμένες επιχειρήσεις, ειδικότερα σε βιομηχανικούς κλάδους, έχουν τη δυνατότητα να

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εκμεταλλεύονται αποτελεσματικότερα τις επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν, απο τη μία περίοδο στην άλλη. Οι Loughran & Ritter (1995), βασιζόμενοι στην υπόθεση πως οι επιχειρήσεις τείνουν να μην αποφασίζουν να εισέλθουν στην αγορά τη χρονική στιγμή που επιτυγχάνουν υψηλούς δείκτες ανάπτυξης (με σκοπό να καλύψουν έτσι την αναγκαία χρηματοδότηση), αλλά τη χρονική στιγμή που θα μπορούν να εκμεταλλευτούν τις επενδυτικές ευκαιρίες που θα προκύψουν, επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο ευνοικότερες αποτιμήσεις και υψηλότερες τιμές για την μετοχή τους.

Επιπρόσθετα, στη μελέτη τους αναφέρουν πως βασικό μέλημα των οικονομικών στελεχών της ενδιαφερόμενης εταιρείας είναι να εκτιμούν τις τρέχουσες και προσδοκώμενες μελλοντικές αποδόσεις και συνθήκες του χρηματιστηρίου και του κλάδου δραστηριοποίησής της, βάζοντας σε δεύτερη μοίρα την εκτίμηση της δυναμικής της αγοράς I.P.O's.

Υποστηρίζουν πως η επιχείρηση θεωρεί πως η κατάλληλη χρονική στιγμή εισόδου συμβαίνει όταν χαρακτηρίζεται από πολύ ποιοτικά οικονομικά αποτελέσματα και συνάμα ο τομέας της βρίσκεται στο αποκορύφωμα της ανάπτυξής της. Με τα δεδομένα αυτά, οι εταιρείες επιδιώκουν να προγραμματίσουν την έκδοση των μετοχών τους κατά τη διάρκεια τέτοιων περιόδων εκμεταλλευόμενες την υψηλή ζήτηση από ενδιαφερόμενους πελάτες. Αυτές οι προσδοκώμενες θετικές συνθήκες είναι πιθανό να οδηγήσουν σε υπερτίμηση της αξίας των υφιστάμενων τίτλων. Αυτό το τελευταίο προκύπτει από την πεποίθησή τους πως η αγορά λειτουργεί βάσει τη ψυχολογία του επενδυτή. Με γνώμονα την ποιοτική εικόνα και υπηρεσία που προσφέρει, εστιάζει στο να κερδίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, οι οποίοι δείχνουν διατεθειμένοι να πληρώσουν και κάτι παραπάνω για τη συγκεκριμένη νέα μετοχή, στέλνοντας σημάνσεις προς το υπόλοιπο επενδυτικό κοινό ώστε να σπεύσει να αγοράσει τη νέα επιχειρηματική ευκαιρία που εισήλθε στην αγορά.[3]

Εν συνεχεία, ο Bugstallen (2008) αναφέρει πως η επίτευξη του συγχρονισμού εισόδου του I.P.O σε ευνοϊκές συνθήκες αγοράς, όχι μόνο παρέχει τη δυνατότητα υψηλότερης αποτίμησης της αξίας της εταιρείας αλλά επιπλέον οδηγεί σε χαμηλότερα κόστη των Ιδίων Κεφαλαίων της.

Το σύνολο της βιβλιογραφίας εστιάζει κυρίως στη μελέτη των "Hot markets", ενώ συγκριτικά πολύ λιγότερες έρευνες έχουν

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

[2]πραγματοποιηθεί για την πραγματοποίηση ενός I.P.O κάτω από συνθήκες ύφεσης.

Παραθέτοντας τις απόψεις των Lowry (2003) και He (2007), καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι διακυμάνσεις του όγκου των αρχικών δημόσιων προσφορών δεν μπορούν να εκτιμηθούν πλήρως με βασικό γνώμονα την ανάγκη άντλησης κεφαλαίων που επιθυμεί η κάθε εταιρεία. Ειδικότερα, μέσω των άρθρων τους, υποστηρίζεται η άποψη πως πέρα απο την χρηματοδότηση, οι χρηματιστηριακές συνθήκες, το επενδυτικό κλίμα και οι ασυμμετρίες πληροφόρησης συνθέτουν σημαντικούς παράγοντες καθορισμού της χρονικής στιγμής εισόδου του I.P.O.

---

[1] Scott Latham & Michael R. Braun στο άρθρο τους To IPO or not to IPO: Risks, Uncertainty and the Decision to Go Public (2010).

[2]Jay R. Ritter : "The Hot Issue Market of 1980".

[3] Η συμπεριφορά της αγέλης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

ΜΕΣΩ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΕΓΓΡΑΦΗΣ

Εισαγωγή

Σύμφωνα με τους κανόνες των Χρηματιστηρίων, η διαδικασία εισαγωγής, μέσω της δημόσιας εγγραφής, αποτελείται από τρία βασικά στάδια.

1. Προετοιμασία αίτησης εισαγωγής

2. Αξιολόγηση και έγκριση της αίτησης από τις αρχές του Χρηματιστηρίου

3. Έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχής

Προτού φτάσουμε όμως στη πραγματοποίηση των σταδίων, η εταιρεία-εκδότης πρέπει να έρθει σε επαφή με κατάλληλες ομάδες που θα την βοηθήσουν να πραγματοποιήσει το στόχο της. Η διαδικασία είναι σίγουρα δύσκολη και χρονοβόρα ενώ οφείλει να επιδείξει τεράστια προσοχή καθώς διαθέτει μία και μοναδική ευκαιρία να προσχωρήσει σε δημόσια εγγραφή. Για το λόγο αυτό, η προετοιμασία της εκδότριας ξεκινά αρκετούς μήνες πριν, ακόμα και 2 έτη πριν την καταληκτική ημερομηνία προσφοράς.

Ο εκδότης βγαίνει στην αγορά αναζητώντας να εντοπίσει τις πλέον απαραίτητες συμβουλευτικές ομάδες που θα βάλουν «μπροστά» το πλάνο της δημόσιας προσφοράς, προσλαμβάνοντας μία εταιρεία-ανάδοχο, Ορκωτούς Ελεγκτές, Νομικό Σύμβουλο και ορισμένες άλλες ομάδες που απαιτούνται μέχρι να δημοσιοποιηθεί η μετοχή.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΕΚΔΟΣΗΣ

4.1 Διαδικασία επιλογής αναδόχου

Προτού ξεκινήσει η προετοιμασία για την αίτηση εισαγωγής, η εκδότρια εταιρεία αποφασίζει να συνάψει συνεργασία με έναν επενδυτικό οργανισμό, όπως: Τραπεζικά ιδρύματα, Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών-Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ, ο οποίος αναλαμβάνει να «τρέξει» την διαδικασία της δημόσιας εγγραφής για λογαριασμό του εκδότη και εγγυάται να του καλύψει πλήρως το κεφάλαιο που επιθυμεί να αντλήσει από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο (Baron, 1982). Ο εκδότης έχει την ευχέρεια να επιλέξει παραπάνω απο μία ανάδοχη τράπεζα, δημιουργώντας μία ομάδα συν-διαχειριστών επι της διαδικασίας της Δημόσιας Προσφοράς. Αξίζει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο πως σε γενικές γραμμές, η εκδότρια εταιρεία που επιθυμεί να διενεργήσει Α.Δ.Ε., εκδίδει τις νέες μετοχές και έχει δύο επιλογές: Να τις πουλήσει στον ανάδοχο που θα προτείνει την υψηλότερη προσφερόμενη τιμή μέσω μιας διαδικασίας ανταγωνιστικής δημοπρασίας (Competitive Offer) ή να έρθει σε επαφή κατευθείαν με κάποιον αναδοχο και να διαπραγματευτεί μαζί του την τιμή της μετοχής (Negotiated Offer).

Ο εκδότης έχει την ικανότητα να επιλέξει τον τύπο αναδόχου που προτιμά ανάλογα με τις ανάγκες που σκοπεύει να ικανοποιήσει. Λαμβάνει υπ'όψην του διάφορα κριτήρια προκειμένου να επιλέξει τον κατάλληλο ανάδοχο που θα τον εκπροσωπήσει, όπως τη φήμη και το κύρος, την ικανότητα ελαχιστοποίησης του κόστους της δημόσιας εγγραφής, το επίπεδο των αναλυτών που στελεχώνουν την εταιρεία-ανάδοχο καθώς και την παροχή επιπλέον υπηρεσιών παρακολούθησης (monitoring).

Η διαδικασία επιλογής του αναδόχου-ασφαλιστή συναντάται στη διεθνή βιβλιογραφία με τους αγγλικούς όρους "beauty contest" και "bake-off". Οι διάφορες ομάδες αναδόχων έχουν τη δυνατότητα να παραθέσουν στην ενδιαφερόμενη εκδότρια εταιρεία τις υπηρεσίες που παρέχουν, μέσω επίσημων παρουσιάσεων και συνεντεύξεων. Κατά τη διάρκεια αυτών, στην προσπάθειά τους να πείσουν τον εκδότη για σύναψη συνεργασίας υπογραμμίζουν τα δυνατά τους σημεία, όπως η εικόνα και η φήμη τους στην αγορά, το ποσοστό επιτυχίας τους σε προγενέστερες διαδικασίες Ι.Ρ.Ο, το επίπεδο τεχνογνωσίας κι εμπειρίας επι του συμβουλευτικού τους έργου, τις γνωριμίες τους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η διαπραγμάτευση τερματίζεται με την επιλογή του αναδόχου απο την εκδότρια εταιρεία και την υπογραφή σύμβασης ορίζοντας πρώτα τους όρους και προυποθέσεις της συνεργασίας.

4.2 Από τον έναν ανάδοχο στις κοινοπραξίες

Ένα συνηθισμένο IPO αντιπροσωπεύεται από έναν Κύριο ανάδοχο όμως στην περίπτωση που για παράδειγμα ο αριθμός των εκδιδόμενων μετοχών κριθεί αρκετά υψηλός τότε ορίζονται περισσότερες απο μία ανάδοχες τράπεζες (Κοινοπραξία).

Επιδιώκοντας να κάνουμε μία σύντομη ιστορική αναδρομή, κατά τα πρώτα χρόνια εφαρμογής της διαδικασίας αρχικών δημόσιων εγγραφών και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στη πλειονότητα των περιπτώσεων, μία τράπεζα αναλάμβανε την πλήρη αναδοχή της διαδικασίας.Εκείνη την περίοδο, παρατηρούνται σημαντικές αλλαγές στη δομή των συνδικάτων των τραπεζικών ομίλων, ξεκινώντας από την Αμερική και εξαπλώθηκε σταδιακά και στον υπόλοιπο οικονομικό κόσμο.

Πιο συγκεκριμένα, στα άρθρα και τις στατιστικές μελέτες τους, οι Chen & Ritter (2000)[1], μελετώντας κι εκτιμώντας τα «spreads» περισσότερων απο 3000 εταιρειών που ακολούθησαν τη διαδικασία I.P.O κατά τη χρονική περίοδο 1985-1999,στην αγορά τηςΑμερικής, κατέγραψαν την ολοένα και αυξανόμενη τάση της ομαδικής και όχι ατομικής αναδοχής. Ειδικότερα, απέδειξαν ότι το ποσοστό των, μεσαίου μεγέθους IPO's, (κλίμακας 20-80 εκ. $) που αντιπροσωπεύονταν απο έναν (1) και μοναδικό ανάδοχο, μειώθηκε απο το 37% της περιόδου 1985-1987, στο 4% κατά την περίοδο 1995-1998.[3]

Παράλληλα, το αντίστοιχο ποσοστό των IPO's που εκπροσωπούσαν τρείς (3) κύριοι ανάδοχοι σκαρφάλωσε απο το 16 στο 41%.

Μέσω της μελέτης τους, οριοθέτησαν επίσης το ποσοστό πληρωμής των αναδόχων, καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως κινείται γύρω στο 7% επι των συνολικών αναμενόμενων εσόδων απο τη διαδικασία δημόσιας εγγραφής .

Συνεχίζοντας το έργο των προαναφερθέντων, τρία χρόνια αργότερα, οι Corwin & Schultz (2003)[2] αναφέρουν στο δοκίμιο τους πως ο μέσος

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αριθμός των bookrunners και των co-leaders επί των IPO's εντοπίζεται στο 1,03 και 1.93,αντίστοιχα, κατά τα τέλη του 1990.

4.3 Αμοιβές αναδόχων

Οι αμοιβές των αναδόχων οργανισμών διακρίνονται σε σταθερούς (fixed) και μεταβλητούς μισθούς. Το πρώτο σκέλος αφορά τα λειτουργικά κόστη έκδοσης και προετοιμασίας της όλης διαδικασίας (ανακοινώσεις, συνεντεύξεις, έξοδα επικοινωνίας με τους επενδυτές και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αμοιβή ειδικών συμβούλων, κ.α).

Το μεταβλητό έσοδό τους προκύπτει απο τη σιγουριά που προσφέρουν πως δεν θα απομείνει καμία αδιάθετη μετοχή και στην πραγματικότητα προκύπτει απο τη διαφορά μεταξύ της τιμής εξάσκησης που πληρώνει ο ανάδοχος στον εκδότη για να λάβει στην κατοχή του τους τίτλους και της προσφερόμενης τιμής πώλησης προς τους επενδυτές (Spread ή Discount).

Χαρακτηριστικά, έστω για παράδειγμα πως μία νέα εταιρεία-εκδότης επιθυμέι να εξασφαλισει 1 εκ. Ευρώ μέσω του Χρηματιστηρίου. Εκδίδει 1 εκ. Τίτλους και τους μεταβιβάζει σε μία ανάδοχη τράπεζα προς τιμή εξάσκησης το 1 ευρώ. Η τράπεζα, εκτιμά τη ζήτηση-προσφορά και εν τέλει προσφέρει την μετοχή προς 1,05 Ευρώ στους επενδυτές. Η τράπεζα παρακρατεί αυτό το 5% ως αμοιβή.

Έστω, αν ορίσουμε P0 και P1 τις τιμές εξάσκησης και προσφοράς της μετοχής, προκύπτει η αμοιβή του αναδόχου:

$$\mathbf{SPREAD = (P1 – P0) / P0}$$

Η αμοιβές που προέρχονται από το spread διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες και αντιστοιχούν πάνω-κάτω στα αντίστοιχα ποσοστά:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΜΟΙΒΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ SPREAD
• **Αμοιβή του Κύριου Αναδόχου (Lead Manager's Fee)** = 10% - 20% επί του spread <=> Αμοιβή διαπραγμάτευσης και παρακολούθησης της έκδοσης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

• **Αμοιβή του συνόλου των Αναδόχων (Lead Manager's & Syndicate's Fee)** = 20%-30% επί του spread <=> Αμοιβή ανάληψης ρίσκου από την αγορά των μετοχών από τον εκδότη

• **Αμοιβή Πώλησης (Selling Concession)του συνόλου των Αναδόχων (Lead Manager's & Syndicate's Fee)** = 50%-60% επί του spread <=> Αμοιβή πώλησης τίτλων στους επενδυτες.

Εύκολα μπορούμε να παρατηρήσουμε πως οι Τράπεζες αντλούν το μεγαλύτερο κέρδος απο τη διαδικασία πώλησης των τίτλων. Λογικό είναι λοιπόν να καταβάλλουν μεγάλη προσπάθεια ώστε να καταλήξουν σε μία συμφέρουσα τιμή προσφοράς, απο την οποία θα βγουν περαιτέρω κερδισμένοι τόσο οι ίδιοι όσο και ο εκδότης, χωρίς βέβαια να θίγονται τα συμφέροντα των επεδυτών.

Χαρακτηριστικά, το ποσοστό αυτό στην Ασία και τις χώρες ανά την Ευρώπη (Ελλάδα) κυμαίνεται μεταξύ 2-4.5% ενώ στην Αμερική το spread ανέρχεται στο 7%.

Πέραν του spread, ο ανάδοχος έχει τη δυνατότητα να λάβει και άλλα έιδη αμοιβών όπως μετοχές και Warrants.

4.4Διαδικασία σύνταξης και έγκρισης Δήλωσης Εγγραφής

Στο πρωταρχικό στάδιο, μετά την υπογραφή σύμβασης έναρξης συνεργασίας εκδότου-αναδόχου, ο δεύτερος αναλαμβάνει να έρθει σε επαφή με τις κατάλληλες ελεγκτικές εταιρείες προκειμένου να ξεκινήσει η διαδικασία χρηματοοικονομικού και νομικού ελέγχου των στοιχείων της εκδότριας. Οι ελεγκτικές υπηρεσίες «τσεκάρουν» ενδελεχώς την εταιρεία προκειμένου να εντοπιστούν τυχόν παρατυπίες και να διορθωθούν ώστε να τηρεί τα κριτήρια εισαγωγής στις χρηματιστηριακές αγορές.

Βασική αρμοδιότητα του Κύριου αναδόχου είναι, σε στενή συνεργασία με τα υπόλοιπα ανάδοχα μέρη, να συντάξουν τη Δήλωση Εγγραφής (Registration Statement) κι εν συνεχεία να την υποβάλλουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities & Exchange Commission-S.E.C) για την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Η Δήλωση Εγγραφής αποτελεί ένα λεπτομερές έγγραφο στο οποίο περιέχονται πολλά χρήσιμα στοιχεία που αφορούν την επιχείρηση, όπως: Τα ονόματα, τις διευθύνσεις και τα τηλέφωνα των στελεχών, τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας, τα ποσοστά συμμετοχής τους επι της αξίας της εταιρείας, την κεφαλαιοποίησή της καθώς και την λεπτομερή περιγραφή του τρόπου επένδυσης των κεφαλαίων που θα αποκτηθούν απο την χρηματιστηριακή δραστηριότητα.

Κατά τη χρονική περίοδο αξιολόγησης της Δήλωσης, ο ανάδοχος κατασκευάζει ένα Ενημερωτικό Δελτίο (Prospectus) και το διανέμει στο επενδυτικό κοινό ώστε να αρχίσει να το ενημερώνει για τα δεδομένα και τις προοπτικές της εταιρείας που αντιπροσωπεύει. Πρόκειται για ένα καθαρά ενημερωτικό φυλλάδιο-αγγελία στο οποίο περιέχονται τα στοιχεία που κατατέθηκαν στη Δήλωση Εγγραφής.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου αναμονής, οι ανάδοχοι δρουν και επιχειρούν, μέσω της δημοσιοποίησης του prospectus, να διαφημίσουν τη νέα μετοχή "κλείνοντας" προφορικές συμφωνίες με πελάτες (θεσμικούς επενδυτές) μιάς και δεν μπορούν να πουλήσουν ακόμα μετοχές εφόσον δεν έχει καθοριστεί η τελική τιμή προσφοράς. Μέσω του Ενημερωτικού Δέλτίου, οι ανάδοχοι παρέχουν επαρκείς πληροφορίες σχετικά με τα βασικά χαρακτηριστικά της εταιρείας προς το κοινό.

4.4.1.<u>Δομή ενημερωτικού δελτίου</u>

Το Ε.Δ αποτελεί το απαραίτητο πολυσέλιδο έγγραφο για τη Δημόσια Εγγραφή . Σε όρους Αμερικής, ονομάζεται και «Red Herring» επειδή οι πληροφορίες που αναγράφονται στο εξώφυλλό του είναι τυπωμένες με κόκκινα γράμματα. Οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε αυτό, συνοψίζονται στα εξής:

➢ Βασικά στοιχεία προσώπων που είναι υπεύθυνα για τον Ε.Δ και τον έλεγχο των διαδικασιών.

➢ Πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά των μετοχών που πρόκειται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

➢ Παρουσίαση των δραστηριοτήτων της εκδότριας και των στελεχών της.

➢ Ανάλυση της Εταιρικής Δομής της εταιρείας.

➢ Πληροφορίες σχετικά με τις κινητές αξίες και την περιουσία της εταιρείας.

➢ Στόχοι και κίνητρα που την ώθησαν στη Δημόσια Εγγραφή.

➢ Παράθεση οικονομικών στοιχείων και χρηματοοικονομικών δεικτών (Δείκτες ρευστότητας, παραγωγικότητας).

➢ Δημοσιοποίηση προηγούμενων ετήσιων εκθέσεων.

➢ Πληροφορίες σχετικά με την τρέχουσα πορεία και τη μελλοντική εξέλιξη του εκδότου .

Η σύνταξη τόσο του Prospectus όσο και της Δήλωσης Εγγραφής απαιτείται να γίνει με τον πλέον κατάλληλο, φερέγγυο και νόμιμο τρόπο ώστε να εξασφαλίζονται τα συμφέροντα του συνόλου των εμπλεκομένων σε μια δημόσια προσφορά (εκδότης-χρηματιστήριο-επενδυτής).

Σε περίπτωση κάποιου λάθους η ανακρίβειας σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο, η ευθύνη μεταφέρεται στον ανάδοχο ο οποίος θεωρείται πως έχει μεταβιβάσει λανθασμένες πληροφορίες στο κοινό που αποφάσισε να επενδύσει στις μετοχές της εταιρείας και είναι υποχρεωμένος να καλύψει ο ίδιος τυχόν χρηματοοικονομικές ζημίες προς τους επενδυτές μέχρι και ένα έτος μετά την έναρξη διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

Μόλις τα απαραίτητα έγγραφα είναι έτοιμα να δημοσιοποιηθούν προς έγκριση, υπογράφονται από τον εκδότη και τον Κύριο ανάδοχο και παραδίδονται προς αξιολόγηση απο το Χρηματιστήριο κι εν συνεχεία απο την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στην περίπτωση που εντοπιστούν παρατυπίες ή κενά, αποστέλεται ένα γράμμα προς την εταιρεία προκειμένου να προβεί στις απαραίτητες αλλαγές (Letter of Comments) και η εκδότρια αποστέλει ξανά τον φάκελο στο Χρηματιστήριο για εκ νέου αξιολόγηση. Εφόσον εγκριθεί, ο ανάδοχος προχωρά στη δήλωση των επιθυμητών ημερομηνιών Δημόσιας Εγγραφής στο Χρηματιστήριο

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ενώ η Δήλωση Εγγραφής τίθεται σε ισχύ 20 ημέρες μετά από την ημερομηνία υποβολής της.

4.4.2 Καθορισμός τιμής διάθεσης

Η τιμή διάθεσης των Προσφερομένων Μετοχών θα καθοριστεί απο τους Συντονιστές Κυρίους Αναδόχους σε συνεννόηση με το Ελληνικό Δημόσιο το διήμερο μετά τη λήξη της Δημόσιας Προσφοράς και θα ανακοινωθεί μέσω των Μ.Μ.Ε. το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου σύμφωνα με το άρθρο 4, παρ. 2 του Π.Δ.348/1985.

Κατά το στάδιο πριν την είσοδο της εταιρείας στους κόλπους της αγοράς, ο ανάδοχος οφείλει να ορίσει το εύρος τιμών εντός των οποίων θα καταθέσουν τις προσφερόμενες ανταγωνιστικές τιμές τους οι ενδιαφερόμενοι **θεσμικοί επενδυτές**. Η διαδικασία ορισμού του εύρους τιμών απαιτείται να ολοκληρωθεί το αργότερο μία ημέρα πριν την τυπική ολοκλήρωση της Α.Δ.Ε, ενημερώνοντας, παράλληλα, το Χρηματιστήριο, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ενδιαφερόμενο επενδυτικό κοινό (ανακοίνωση μέσω των Μ.Μ.Ε). Το σύνολο των προσφορών-ζήτησης καταγράφεται στο βιβλίο προσφορών (book-building), αποτελώντας τη βάση για τη διαμόρφωση της τελικής τιμής διάθεσης της μετοχής. Εκείνη την ημέρα ξεκινά κι επίσημα η διαδικασία πώλησης των μετοχών, με τον ανάδοχο να προσδιορίζει την τελική τιμή προσφοράς ανα μετοχή. Μία δίκαιη τιμή η οποία θα αφήνει ικανοποιημένους τόσο τους ιδιοκτήτες όσο και το επενδυτικό κοινό.

4.4.3.Κατανομή μετοχών

Ο ανάδοχος οφείλει να ορίσει τον ανώτατο αριθμό μετοχών που μπορεί να αγοράσει ο κάθε επενδυτής επιτυγχάνοντας την απαραίτητη, βάσει των χρηματιστηριακών αρχών, διασπορά κινδύνου. Πλέον, ο ανάδοχος επιβλέπει την πορεία της δημόσιας προσφοράς με την υποχρέωση να μεταβιβάσει το σύνολο των μετοχών προς τους επενδυτές. Αν αυτό δεν καταστεί δυνατό τότε είναι πιθανό να υποχρεούται να αγοράσει ο ίδιος τους αδιάθετους τίτλους, αρκεί να επισημάνουμε πως το προαναφερθέν συμβαίνει σε περίπτωση που έχει υπογραφεί **εγγυητική αναδοχή μεταξύ εκδότη-τράπεζας.**



Στις περισσότερες περιπτώσεις βέβαια, αξίζει να αναφέρουμε πως εάν η αναμενόμενη ζήτηση αποδειχθεί μεγαλύτερη από την πραγματοποιηθείσα, οι Ανάδοχοι δεν έχουν την υποχρέωση να αγοράσουν τις προσφερόμενες μετοχές και το Ελληνικό δημόσιο έχει τη δυνατότητα να ματαιώσει τη διαδικασία προσφοράς και τα τυχόν δεσμευθέντα/καταβληθέντα κεφάλαια θα αποδεσμευτούν / επιστραφούν στους δικαιούχους.

Με άλλα λόγια, ο ανάδοχος μπορούμε να πούμε πως λειτουργεί σαν ασφαλιστής της εκδότριας επιχείρησης , αφού ακόμα και στην περίπτωση που η ζήτηση είναι μικρότερη από την προσφορά , καλύπτει ο ίδιος την διαφορά ή κινεί τις κρατικές διαδικασίες ακύρωσης των διαδικασιών προσφοράς.

Σε ό, τι αφορά την κατανομή των μετοχών , λαμβάνοντας υπ'όψην τις ρυθμιστικές διατάξεις της ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 833/β/9.11.1994) , η διάθεση των τίτλων πραγματοποιείται ακόλουθες:

1. Το 30 % επί του συνόλου, διατίθεται σε **θεσμικούς επενδυτές** ημιδαπής ή αλλοδαπής
2. Το 70 % διατίθεται σε **μή θεσμικούς επενδυτές** (φυσικά ή νομικά πρόσωπα).

Θεσμικοί επενδυτές (Ιδιωτική τοποθέτηση)

Από την κατηγορία των θεσμικών επενδυτών που έχουν τη δυνατότητα να λάβουν μέρος στο βιβλίο προσφορών, εξαιρούνται για προφανείς λόγους διαφάνειας: ανάδοχη εταιρεία και εταιρείες συνεργασίας, χρηματιστηριακοί σύμβουλοι, Ασφαλιστικές Εταιρείες, Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.) , Ανώνυμες Εταιρείες Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) , εφόσον οι τελευταίες εγγράφονται για λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται.

Η ανάδοχη εταιρεία, στην προσπάθειά της να ικανοποιήσει με δίκαιο τρόπο την πραγματοποιηθείσα ζήτηση, λαμβάνει υπ'όψην της ορισμένα κριτήρια σχετικά με τους ενδιαφερόμενους θεσμικούς επενδυτές, όπως:

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Το είδος του θεσμικού επενδυτή
Το μέγεθος της ζήτησης για την μετοχή
Το ύψος της προσφερόμενης τιμής
Ο βαθμός ελκυστικότητας της προσφερόμενης τιμής
Η απόκλισεις απο το εύρος της τιμής διάθεσης
Η χρονική στιγμή υποβολής της προσφοράς
Η φήμη , το όνομα και το κύρος του θεσμικού επενδυτή
Η επενδυτική συμπεριφορά του σε παλαιότερες διαδικασίες

Μη-θεσμικοί επενδυτές (Εγχώρια και Διεθνής τοποθέτηση)

Σειρά παίρνουν οι μη θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι αντιμετωπίζονται με ανάλογο τρόπο. Το σύνολο των αδιάθετων μετοχών απο την ιδιωτική τοποθέτηση μεταφέρεται προς διάθεση στην εγχώρια και διεθνή προσφορά . Σύμφωνα με το Άρθρο 6 της απόφασης 6/306/22.6.2004 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το ανώτατο ποσοστό κατανομής μετοχών ανά μη Θεσμικό Επενδυτή ορίζεται στο 2% του συνόλου των Προσφερομένων Μετοχών. Σε περίπτωση όπου ο συνολικός αριθμός των διαθέσιμων τίτλων δεν επαρκεί για την ικανοποίηση του συνόλου των επενδυτών, δίνεται προτεραιότητα στην ικανοποίηση του συνόλου των αιτήσεων εγγραφής που αφορά ένα συγκεκριμένο και προκαθορισμένο επίπεδο αριθμού μετοχών. Το επίπεδο αυτό είναι δυνατο να μετατραπεί στην πορεία βάσει των επιπέδων ζήτησης που διαμορφώνονται κατά τη διαδικασία προσφοράς.

Αν με την ανωτέρω κατανομή η αναλογία Προσφερομένων Μετοχών ανά επενδυτή είναι μικρότερη της μονάδας διαπραγμάτευσης,θα πραγματοποιηθεί σχετική κλήρωση με ευθύνη των Συντονιστών Κύριων Αναδόχων της Εγχώριας Προσφοράς. Στην περίπτωση που μετά την πρώτη κατανομή, απομείνουν αδιάθετες Προσφερόμενες Μετοχές, οι υπόλοιπες Προσφερόμενες Μετοχές θα κατανεμηθούν κατά αναλογία του μη ικανοποιηθέντος τμήματος κάθε αίτησης. Σε κάθε περίπτωσ , οι μη Θεσμικοί Επενδυτές θα λάβουν αριθμό Προσφερόμενων Μετοχών που αντιστοιχεί σε ακέραιες μονάδες διαπραγμάτευσης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

4.5 Ο ρόλος του Νομικού Συμβούλου & των Ορκωτών Ελεγκτών

Εκτός από τον ανάδοχο-ασφαλιστή, υπάρχει μία σειρά από συμμετέχουσες ομάδες που η συμβολή τους κρίνεται απαραίτητη επι της διαδικασίας της Α.Δ.Ε. , οι σημαντικότεροι εκ των οποίων: Οι Νομικοί Σύμβουλοι και οι Ορκωτοί Ελεγκτές.

Όπως σε κάθε σοβαρή επιχειρηματική κίνηση, έτσι και στην περίπτωση της Δημόσιας Εγγραφής, κρίνεται απαραίτητη η ανάλογη νομική κάλυψη και εκπροσώπευση.

Νομικός Σύμβουλος

Η εκδότρια και ανάδοχη εταιρεία έρχονται σε επαφή με δικηγορικές εταιρείες προκειμένου να επιλέξουν το κατάλληλο νομικό όργανο που θα τους εκπροσωπήσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο Νομικός Σύμβουλος θα καταπιαστεί με ζητήματα που αφορούν το νομικό πλαίσιο της εταιρείας και την επίλυση νομικών προβλημάτων. Αποτελεί τον συμβουλευτικό πυλώνα για την εταιρεία σε ό,τι αφορά τη δομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης, τις πολιτικές και διαδικασίες που την αντιπροσωπεύουν εξασφαλίζοντας τα νομικά εχέγγυα για την ομαλή μελλοντική της πορεία.

Σε ζητήματα πιο άμεσα προς το Ι.Ρ.Ο., παρέχει τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις για ένα πλήρες και κατανοητό ενημερωτικό δελτίο. Επιπρόσθετα, απο τον έλεγχό τους περνάει και η προετοιμασία της Δηλώσεως Εγγραφής προτού αυτό καταλήξει στα χέρια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Αποτελεί τον συνδετικό κρίκο με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επομένως η εμπειρία και οι γρήγορες κινήσεις κρίνονται απαραίτητες σε αυτό το στάδιο. Ένας καταξιωμένος κι έμπειρος δικηγόρος με το Δημόσιο Εταιρικό Δίκαιο θα προσφέρει χρήσιμες λύσεις και θα γλιτώσει σημαντικές χρονικές κωλυσιεργίες επιλύοντας προβλήματα και περαιτέρω εμπόδια που μπορεί να θέσει η Ε.Κ.

Ορκωτοί Ελεγκτές

Η παροχή υπηρεσιών των Ορκωτών Ελεγκτών είναι συγκεκριμένη και άκρως σημαντική. Βασικό μέλημά τους αποτελεί η τακτοποίηση των υφιστάμενων λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων και πληροφοριών που περιλαμβάνονται στη δήλωση εγγραφής του εκδότη.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Επιπροσθέτως, λειτουργούν ως ο συνδετικός κρίκος μεταξύ εκδότριας εταιρείας και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που με απλά λόγια σημαίνει πως είναι σε θέση να γνωρίζουν άριστα τα κριτήρια που θα απαιτηθούν για μια ομαλή ένταξη στους κόλπους του χρηματιστηρίου.

Είναι προφανές ότι μεγάλες εταιρείες με πολύπλοκη δομή και λογιστικά στοιχεία θα προσπαθήσουν να επανδρωθούν με ελεγκτές που διαθέτουν κύρος και άριστες γνώσεις του αντικειμένου. Η επιλογή τους αυτή θα τους κοστίσει κάτι παραπάνω όμως μια τέτοια κίνηση συνεπάγεται σημαντικά οφέλη. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το επενδυτικό κοινό αποδέχονται με ιδιαίτερη θέρμη την εισαγωγή μίας εταιρείας με «καθαρά» και ποιοτικά οικονομικά δεδομένα. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την ελαχιστοποίηση δυσμενών επενδυτικών επιλογών(adverse selection), πληρώνοντας κάτι παραπάνω για να αγοράσουν μία μετοχή με τέτοια χαρακτηριστικά . Η εκδότρια εταιρεία βρίσκεται σε θέση να προσφέρει τις μετοχές της σε υψηλότερα επίπεδα τιμών ενώ πολλές μελέτες μας δείχνουν πως όσο μεγαλύτερο κύρος και αναγνωρισιμότητα διαθέτει το σώμα Ελεγκτών τόσο είναι δυνατόν να αμβλύνεται το επίπεδο υπό τιμολόγησης της μετοχής (Balvers, Mcdonald & Miller, 1988, Beatty, 1989-Beatty & Welch, 1996).

Τέλος, αξίζει να αναφέρουμε τη συνεισφορά δευτερευόντων ομάδων οι οποίες βάζουν το λιθαράκι τους για να προχωρήσει ομαλά η διαδικασία I.P.O. : Ο οικονομικός εκτυπωτής θα εκτυπώσει το ενημερωτικό δελτίο (financial printer) , η εταιρεία μεταφοράς θα συντονίσει τη διαδικασία μεταβίβασης των μετοχών στους επενδυτές (transfer agent) και επιπρόσθετα μια εταιρεία είναι υπεύθυνη να σχεδιάσει κι εκτυπώσει τα χρηματοοικονομικά πιστοποιητικά των νέων μετοχών (bank note company). Συνήθως, αυτές οι ομάδες ορίζονται ή συνεργάζονται με τις ανάδοχες τράπεζες.[3]

---

[1] Ο Jay R.Ritter είναι διαπρεπής οικονομολόγος, μελετητής και Πρόεδρος της έδρας του Πανεπιστημίου της Φλόριντα με σημαντικές μελέτες επί των Αρχικών Δημόσιων Προσφορών, Τιμολόγησης, Αποτίμησης κι Επενδυτικής Τραπεζικής. Σε συνεργασία Σε συνεργασία με τον μελετητή Hsuan-Chi Chen του πανεπιστημίου της Ταιβάν, έκαναν τη στατιστική μελετη "**The Seven Percent Solution**".

[2] Οι Shane A. Corwin & Paul Schultz (2003) στο έργο τους: **"A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices",** *Journal of Finance,* 2012, Vol. 67(2), 719-759.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ5

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΙΜΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Εισαγωγή

'Ισως ο σημαντικότερος παράγοντας για ένα επιτυχημένο I.P.O. , είναι ο προσδιορισμός μιας «δίκαιης» τιμής εισαγωγής καθώς και ο τρόπος κατανομής των μετοχών του εκδότου.

Κανείς δε μπορεί να αμφισβητήσει πως αποτελεί μία αρκετά πολύπλοκη διαδικασία ενέχοντας πολλούς κινδύνους τόσο για την εκδότρια όσο και ανάδοχη εταιρεία που αναλαμβάνει τη διαδικασία τελικής τιμολόγησης των τίτλων.

Σε πρώτη φάση, η ανάδοχη τράπεζα συλλέγει, αναλύει κι εκτιμά πολλές πληροφορίες προκειμένου να διαμορφώσει μια καθαρή κι εμπεριστατωμένη άποψη για τα εχέγγυα και τις δυνατότητες της εκδότριας. Ουσιαστικά, επιχειρεί να αποτιμήσει την αξία της εταιρείας λαμβάνοντας υπ'όψην μια σειρά παραγόντων (Phillip A. Fisher το εγχειρίδιο του διαβασμένου επενδυτή [1]), όπως:

• Ο κύκλος εργασιών και ο ρυθμός κερδοφορίας

• Η αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων

• Η αποδοτικότητα των I.K

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

• Η μερισματική πολιτική

• Ο εντοπισμός πιθανών χρεών

• Το επίπεδο ποιότητας των παρεχόμενων προϊόντων κι υπηρεσιών

• Η ηγετική θέση και το κύρος της εταιρείας στον κλάδο

• Η ικανότητα και ο βαθμός επαγγελματικής κατάρτισης των διοικητικών στελεχών

• Οι μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας και του κλάδου δραστηριοποίησης, γενικότερα.

Επιπροσθέτως, οι τράπεζες-ασφαλιστές λαμβάνουν υπ'όψην παράγοντες που σχετίζονται με την αγορά και το επενδυτικό κοινό. Θα πρέπει να αξιολογήσουν την τρέχουσα κατάσταση και τις συνθήκες της αγοράς καθώς επίσης να εντοπίσουν τις επενδυτικές τάσεις προκειμένου να δημιουργήσουν και να προσφέρουν μία μετοχή που θα προσελκύσει και θα κερδίσει το ενδιαφέρον και την εμπιστοσύνη του κοινού.

Σε αυτή τους την προσπάθεια, οι ασφαλιστές προβαίνουν σε διαφημιστικές εκστρατείες, ευρέως αποκαλούμενες ως "road shows", όπου ο βαθμός επιτυχίας αυτών επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τον προσδιορισμό της αρχικής τιμής προσφοράς των μετοχών.Αυτό συνεπάγεται πως εάν η τράπεζα γνωρίζει καλά την αγορά και τον κατάλληλο τρόπο που θα απευθυνθεί στους αγοραστές, η εκδότρια εταιρεία θα εποφεληθεί αμεσότατα καθώς θα έχει τη δυνατότητα να διαθέσει τους τίτλους της σε υψηλότερες τιμές.

5.1 Διαδικασίες τιμολόγησης

Σε γενικές γραμμές, ο τρόπος τιμολόγησης των μετοχών μέσω IPO διαφέρει ανάλογα με την εποχή και τη χώρα που αναφερόμαστε. Για παράδειγμα, πριν το 1990, οι εταιρείες ανά τον κόσμο, πλην Αμερικής (Γαλλία, Ιαπωνία) εφάρμοζαν τη μέθοδο της προκαθορισμένης τιμής (fixed price) ή της ανοιχτής προσφοράς-δημοπρασία (open offer auction).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Με το πέρασμα των δεκαετιών, οι προαναφερθείσες στρατηγικές τιμολόγησης, οι οποίες έχουν αναλυθεί κι εξεταστεί ενδελεχώς σε αντίστοιχα άρθρα πολλών οικονομολόγων, όπως: Rock, (1986), Beatty & Ritter, (1986), Chowdhry & Sherman, (1996), Brennan & Franks, (1997), Benveniste & Busaba, (1999),άρχισαν να αντικαθιστώνται απο την Αμερικάνικη μέθοδο του βιβλίου προσφορών (book building).

Μετά το 2000, η συγκεκριμένη μέθοδος έγινε άκρως δημοφιλής και μετατράπηκε στον βασικό μηχανισμό τιμολόγησης των νέων εισαγωγών παγκοσμίως, καθώς σύμφωνα με στατιστικές μελέτες, (Ljungqvist, Jenkisnson & Wilhelm, 2003, Jagannathan, 2010) πάνω απο το 80% του συνόλου των IPO's, εκτός Αμερικής και Καναδά, εφαρμόζουν το βιβλίο προσφορών.

5.1.1. Μέθοδος σταθερής τιμής

Η βασική διαφορά της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών συγκριτικά με τις αντίστοιχες της σταθερής τιμής ή δημοπρασίας εντοπίζεται στο χρονικό σημείο καθορισμού της τιμής εισαγωγής.

Στην περίπτωση των **fixed-price** διαδικασιών, η εκδότρια κι ανάδοχη εταιρεία ορίζουν απο κοινού μια τιμή προσφοράς της μετοχής πριν την έναρξη της πραγματικής Δημόσιας Προσφοράς και κατ'επέκταση πριν την υποβολή αιτημάτων αγοράς από τους μετόχους. Η τιμή αυτή προκύπτει απο την αποτίμηση της αξίας της εκδότριας εταιρείας η οποία πραγματοποιείται μέσω διάφορων κοινά αποδεκτών μεθόδων αποτίμησης, όπως:

Μέθοδοι αποτίμησης βάσει :

- Της Αγοράς (Market Comparison Methods)
- Προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow Method)
- Αναπροσαρμογών της λογιστικής αξίας της επιχείρησης (Restated Balance Sheet Method)
- προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων (Dividend Discount Model)
- Πολλαπλασιαστών κερδών (Comparable Companie)
- στοιχείων ενεργητικού (αποθεμάτων)
- Black-Scholes method (συνδέεται με τις τιμές και τα volatilities τους)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- Χρήση Real Options (προβλέψεις αποδόσεων)

Η προαναφερθείσα τιμή αναγράφεται στο prospectus του ενημερωτικού δελτίου κι ανακοινώνεται προς πάσα ενδιαφερόμενο δύο εβδομάδες έως και 60 ημέρες πριν απο την ημερομηνία προσφοράς. Στη συνέχεια, οι δυνητικοί αγοραστές οφείλουν να συμπληρώσουν το έντυπο της αίτησης και να ενημερώσουν τον αριθμό των μετοχών που επιθυμούν να αγοράσουν στη συγκεκριμένη προκαθορισμένη τιμή προκειμένου να ξεκινήσει η διαδικασία διανομής τους. Γενικά, σε περιπτώσεις υπερβάλουσας ζήτησης, ο εκδότης προτιμά να ικανοποιήσει ποσοτικά περισσότερους πελάτες με μικρότερο αριθμό μετοχών αντί να μεταβιβάσει υπέρογκους αριθμούς τίτλων προς λίγους και μεγάλους πελάτες και αυτό διότι επιθυμεί να επιτύχει όσο το δυνατόν υψηλότερο επίπεδο διασποράς του κινδύνου.

Οι ανάδοχοι-ασφαλιστές δεν επιθυμούν να μείνουν αδιάθετες μετοχές ώστε να ελλοχεύει ο κίνδυνος να μεταβιβαστούν στους ιδίους, επομένως προτιμούν πιο συντηρητικές τιμές για τις εν λόγω μετοχές. Ουσιαστικά, υποτιμούν την αξία της μετοχής κι ως αποτέλσμα παρατηρείται μεγάλη πιθανότητα αύξησης της τιμής μετά την εισαγωγή της μετοχής στο Χρηματιστήριο.

5.1.2.<u>Δημοπρασία</u>

Ομοίως, κατά τη διαδικασία της **δημοπρασίας** (auction), η οποία έγινε ευρέως γνωστή κυρίως μέσα απο τη χρήση του Ίντερνετ (W.R Hambrecht, 2003), ο υπεύθυνος του πλειστηριασμού ορίζει την ανώτατη τιμή τη μετοχής, η οποία πέφτει σταδιακά, ανάλογα με το επίπεδο ζήτησης των επενδυτών, μέχρι το χρονικό σημείο που θα διατεθεί το σύνολο των προσφερόμενων μετοχών. Η επενδυτική εταιρεία W.R Hambrecht κατέχει το δίπλωμα ευρεσιτεχνίας της συγκεκριμένης διαδικασίας, η οποία καλείται και ως Open Ipo.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Πιο συγκεκριμένα, οι ανάδοχοι-ασφαλιστές καταφεύγουν σε «Road shows» για την προώθηση και διαφήμιση της νέας μετοχής με σκοπό την ενημέρωση κι εξακρίβωση του συνόλου των ενδιαφερόμενων πλειοδοτών-αγοραστών που προθυμοποιούνται να συμμετέχουν στη δημοπρασία.

Οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν την προετοιμασία δημιουργίας μίας ιστοσελίδας παρέχοντας τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να καταχωρήσουν τις προσφορές τους. Οι τελευταίοι, μπορούν να πραγματοποιούν πολλαπλές προσφορές, δηλαδή διαφορετικές τιμές για διαφορετικό επίπεδο αριθμού μετοχών. Οι προσφορές τιμής-πακέτου μετοχών διαρκούν για 3-5 εβδομάδες πριν από την ημερομηνία έναρξης ισχύος της προσφοράς. Επιπρόσθετα, οι προσφορές είναι δυνατόν να αλλάξουν ή να ακυρωθούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή πριν το κλείσιμο της δημοπρασίας.

Κατά τη χρονική στιγμή της ολοκλήρωσης της διαδικασίας, το on-line σύστημα καταχωρεί, συγκεντρώνει κι επεξεργάζεται το σύνολο των προσφορών με σκοπό να καθοριστεί η τελική τιμή εκκαθάρισης. Η τιμή εκκαθάρισης διαμορφώνεται και «κλειδώνει» σε εκείνο το επίπεδο που να επιτυγχάνεται το επιθυμητό ποσό που η εταιρεία επιθυμεί να αποκτήσει . Οι επενδυτές που έκαναν προσφορές (bids) μεγαλύτερες ή ίσες της ανώτατης τιμής είναι αυτοί που θα αποκτήσουν αναλογικά μερίδια συμμετοχής επι των αποθεμάτων των τίτλων της εταιρείας. Η ανώτατη τιμή αρχίζει σιγά σιγά να πέφτει σε χαμηλότερα επίπεδα μέχρις ότου διατεθεί το σύνολο των τίτλων φτάνοντας στο σημείο να ισορροπήσει με την πραγματική τιμή της αγοράς.

Παράδειγμα δημοπρασίας

Παρακάτω, παρατίθεται ένα ***παράδειγμα***[1] για να κατανοηθεί καλύτερα, με απλά αριθμητικά δεδομένα, η διαδικασία δημοπρασίας :

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

1. Εταιρεία
2. IPO μέσω auction
3. 1 εκ. Μετοχές
4. Εύρος τιμών/μετοχή (8 – 14 ευρώ)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Price	Shares	Cumulative
14	280.000	280.000
13	340.000	620.000
12	410.000	1.030.000
11	260.000	1.290.000
10	320.000	1.610.000
9	210.000	1.820.000
8	130.000	1.950.000

- Price =Το σύνολο εύρους τιμών
- Shares=Συνολικός αριθμός μετοχών/τιμή
- Cumulative=Σωρευτικός αριθμός προσφοράς μετοχών >= καθορισμένης τιμής

Εξάγεται το συμπέρασμα, πως η συγκεκριμένη εταιρεία που επιδιώκει να πουλήσει 1 Εκ. Μετοχές θα επιλέξει τη τιμή μεταξύ του διαστήματος (8,12), διανέμοντας αναλογικά τους τίτλους προς τους επενδυτές καθώς παρατηρείται πλεονάζουσα ζήτηση που ξεπερνά τον αριθμό των διαθέσιμων προς πώληση τίτλων.

.

Οι δυο ξεκάθαροι λόγοι προτίμησης της διαδικασίας της δημοπρασίας είναι ότι αφενός για τις εταιρείες αποτελεί ένα μονοπάτι άντλησης αμεσότερου και περισσότερου κεφαλαίου, εκμεταλλευόμενες τις υψηλότερες τιμές κατά το αρχικό στάδιο, διασφαλίζοντας παράλληλα τη δίκαιη κατανομή τίτλων μεταξύ των επενδυτών. Αφετέρου, μπορούμε να την χαρακτηρίσουμε ως μία «δημοκρατική» διαδικασία μέσω της οποίας δίνεται η δυνατότητα στο σύνολο των μεμονωμένων μη-θεσμικών επενδυτών να συμμετέχουν πιο ενεργά κι άμεσα χρησιμοποιώντας, απλώς, τον προσωπικό τους λογαριασμό.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Παρατηρούνται αρκετά είδη δημοπρασιών ανά τον κόσμο, όπως οι Ολλανδικές (Dutch auctions), Αμερικάνικες κ.α, με τις τελευταίες να κατέχουν τη «μερίδα του λέοντος», καθώς τράπεζες-μεγαθήρια διατηρούσαν επι χρόνια σχεδόν τον απόλυτο έλεγχο επί των δημοπρασιών (Wall Street Banks- Goldman Sachs, Morgan Stanley).

Μπορούμε εύκολα να παρατηρήσουμε πως στους προαναφερθέντες μηχανισμούς τιμολόγησης, ο ρόλος του αναδόχου παραμένει ουσιαστικά παθητικός. Ουσιαστικά, λειτουργεί κυρίως γραφειοκρατικά και διαμεσολαβητικά, θα μπορούσαμε να πούμε, καθώς ο ρόλος του περιορίζεται στην απλή διανομή του ενημερωτικού δελτίου και των μετοχών προς τους πελάτες.

5.1.3.<u>Book-building</u>

Στα πλαίσια του μηχανισμού του βιβλίου προσφορών, ο οποίος εξετάστηκε για πρώτη φορά στην ακαδημαική βιβλιογραφία κατά τα τέλη της δεκαετίας του '80, (Benveniste & Spindt, 1989, Wilhelm & Benvenist, 1990), η εταιρεία που εκδίδει το IPO δεν καθορίζει την τιμή εκ των προτέρων και η όλη διαδικασία ανατίθεται στην ανάδοχη τράπεζα.

Αμέσως μετά την έγκριση της Δήλωσης Εγγραφής απο την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ο συγκεκριμένος τραπεζίτης, αποκαλούμενος και ως “book-runner”, είναι υπεύθυνος για τον καταρτισμό του βιβλίου, την ανακοίνωση του συνολικού αριθμού των μετοχικών τίτλων που πρόκειται να διατεθούν κι ένα εύρος τιμών επι των συγκεκριμένων τίτλων, εντός του οποίου μπορούν οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές να υποβάλουν τις προσφορές αγοράς τους. Το εύρος τιμών ανακοινώνεται τουλάχιστον μία ημέρα πριν την έναρξη της Αρχικής Δημόσιας Εγγραφής.

Ταυτόχρονα , η τράπεζα ξεκινά τη διαδικασία προσέλκυσης επενδυτών, προωθώντας και διαφημίζοντας τη νέα μετοχή μέσω των λεγόμενων «roadshows». Με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνεται ουσιαστικά η «πρώτη γνωριμία» μεταξύ εκδότη-αναδόχου με το ενδιαφερόμενο θεσμικό επενδυτικό κοινό.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ένα "roadshow" διαρκεί συνήθως 2-3 εβδομάδες παρέχοντας τη δυνατότητα στους αναδόχους να λάβουν πληροφορίες κι ενδείξεις σχετικά με τη ζήτηση και το επενδυτικό ενδιαφέρον για την μετοχή.

Η διαδικασία του βιβλίου προσφορών διαρκεί απο την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα της Δημόσιας Εγγραφής και πραγματοποιείται για τους θεσμικούς επενδυτές ενώ παράλληλα αρχίζουν και οι εγγραφές των ενδιαφερόμενων ιδιωτικών αγοραστών.

Το σύνολο των προσφορών καταγράφεται στο βιβλίο, με τους επενδυτές να δηλώνουν τον αριθμό των μετοχών (ζήτηση) καθώς και τη συγκεκριμένη τιμή που επιθυμούν να αγοράσουν (προσφορά), εντός ενός δεσμευτικού ορίου τιμών που έχει προκαθοριστεί απο τον Κύριο Ανάδοχο και την εκδότρια εταιρεία. Σε ό,τι αφορά το εύρος των τιμών, πρέπει να αναφέρουμε πως η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ της ανώτατης και κατώτατης τιμής προσφοράς δεν πρέπει να ξεπερνά το 10% (σε άλλες περιπτώσεις το φτάνει μέχρι και το 15%).

Ο τραπεζίτης δέχεται εγγραφές-προσφορές μέχρι την τελευταία ημέρα που έχει οριοθετηθεί η λήξη των εγγραφών και την ακριβώς επόμενη ημέρα κλείνει το βιβλίο εγγραφών. Η όλη διαδικασία διαρκεί 3-4 εργάσιμες ημέρες, κλείνοντας το μεσημέρι της τελευταίας ημέρας προσφορών (15:00 – 16:00). Καθ'όλη τη διάρκεια, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να τροποποιούν τις προσφορές τους, λαμβάνοντας σχετική πληροφόρηση από τους αναδόχους και τους ρυθμιστές της όλης διαδικασίας .

Πλέον, την αμέσως επόμενη ημέρα της λήξης της διαδικασίας, οι ανάδοχοι, λαμβάνοντας υπ'όψην το σύνολο των δηλωμένων προσφορών, σε συνεργασία με την εκδότρια εταιρεία, προσδιορίζουν την τελική τιμή προσφοράς κι ακολουθείται η διανομή των μετοχών προς τους ιδιώτες επενδυτές.Η τελική τιμή είναι η τιμή ισορροπίας ή η υψηλότερη τιμή στην οποία το σύνολο των προσφερόμενων τίτλων θα διανεμηθεί ομαλά. Αυτό συνεπάγεται πως στην περίπτωση που ένας επενδυτής έχει δηλώσει τιμή αγοράς μικρότερη από αυτή την τιμή δεν θα έχει τη δυνατότητα να του κατανεμηθούν μετοχές.Στην αντίθετη περίπτωση που η προτεινόμενη τιμή του επενδυτή υπερβαίνει την τιμή ισορροπίας, τότε κατά τη διανομή των τίτλων επιστρέφεται στον τελευταίο η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών.

Τέλος, αξίζει να τονίσουμε πως στην περίπτωση που ακυρωθεί η διαδικασία κατανομής των μετοχών, η εταιρεία οφείλει να επιστρέψει το σύνολο των κεφαλαίων προς το σύνολο των επενδυτών ενώ σε

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

περίπτωση αθέτησης επιστροφής χρημάτων υποχρεούται να πληρώσει τόκους ύψους 15% ετησίως/δεσμευμένο κεφάλαιο ανα επενδυτή.

Η τελική τιμή είναι κοινή για όλους τους επενδυτές, εξαιρουμένων των εργαζομένων στελεχών της εκδότριας εταιρείας, σε ορισμένες περιπτώσεις.

Εν κατακλείδι, κρίνεται σημαντικό να τονιστούν οι βασικές διαφορές μεταξύ των Ευρωπαϊκών και Αμερικάνικων μεθόδων ανοιχτού βιβλίου προσφοράς. Αρχικά, η Αμερικάνικη αγορά, απαγορεύει νομικά στις ανάδοχες τράπεζες να αναζητούν ενεργά το επενδυτικό ενδιαφέρον προτού η εκδότρια εταιρεία δημοσιοποιηθεί. Με άλλα λόγια, το Ευρωπαϊκό μοντέλο διαθέτει περισσότερη πληροφόρηση κατά την προαγοραστική περίοδο(pre-market period), και κατά συνέπεια, το προκαθορισμένο εύρος τιμών ενσωματώνει την εν λόγω πληροφόρηση και διαμορφώνεται αναλόγως.

Συν τοις άλλοις, στις Ευρωπαϊκές αγορές, η ταυτόχρονη ύπαρξη της Προθεσμιακής αγοράς με την Χρηματιστηριακή, είναι πιθανό να φανεί κατατοπιστική για την μελλοντική τιμή της νέας μετοχής, επηρεάζοντας και διαμορφώνοντας τάσεις επι της τελικής τιμής που θα προκύψει όταν εισαχθεί στους κόλπους της αγοράς.

5.2 Book-building vs Auctions & Fixed-price

Ξεκινώντας, όπως προαναφέθηκε και παραπάνω, οι θεμελιώδεις διαφορές μεταξύ των διαδικασιών σταθερής τιμής-δημοπρασιών και ανοιχτού βιβλίου, συνοψίζονται στα εξής: 1) στον τρόπο τιμολόγησης και διανομής των μετοχών, 2) στο βαθμό συμμετοχής του επενδυτικού κοινού επί της διαδικασίας και 3) στο βαθμό συμμετοχής κι ελέγχου των αναδόχων κατά τη διάρκεια της διαδικασίας IPO.

Κατά τη διαδικασία του βιβλίου προσφορών, ο εκδότης κι ανάδοχος κατέχουν τον πλήρη έλεγχο αναφορικά με τους πελάτες που θα προσελκύσουν καθώς και τον τρόπο διανομής των τίτλων προς αυτούς.

Επιπρόσθετα, ο εκδότης και ανάδοχος έχουν τη δυνατότητα να συλλέξουν πολλές και σημαντικές πληροφορίες αναφορικά με τις τάσεις, προτιμήσεις και χαρακτηριστικά των δυνητικών επενδυτών, ενώ απο την άλλη, οι επενδυτές αισθάνονται ενεργά μέλη στη διαδικασία διαμόρφωσης της τελικής τιμής η οποία δεν προκαθορίζεται αλλά ουσιαστικά διαπραγματεύεται μέχρι και την τελευταία ημέρα, πριν την

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Αντιθέτως, στη μέθοδο σταθερής τιμής, η τελική τιμή προσφοράς προεπιλέγεται πριν από την προσέλκυση επενδυτικών παραγγελιών ενώ επίσης οι ανάδοχοι ουσιαστικά δε συμμετέχουν ενεργά στην πώληση του IPO, με τα καθήκοντά τους να περιορίζονται στην απλή διανομή του ενημερωτικού δελτίου,την παραλαβή των αιτήσεων και την κατανομή των τίτλων.

Το προαναφερθέν γεγονός αποτελεί τον βασικό λόγο που η σταθερή τιμή τέθηκε σιγά σιγά στο περιθώριο, καθώς οι μεγάλες τράπεζες-ανάδοχοι επεδίωξαν κι επιδιώκουν ολοένα μεγαλύτερο έλεγχο κι ενεργή συμμετοχή επίτης διαδικασίας, προκειμένου να βελτιώσουν τη φήμη,το όνομα και φυσικά τις αμοιβές τους.

Πολλοί οικονομολόγοι και ερευνητές έχουν καταπιαστεί σχετικά με τη σύγκριση της μεθόδου δημοπρασίας και ανοιχτού βιβλίου προσφορών με τις απόψεις να διίστανται σε ό,τι αφορά το βαθμό αποτελεσματικότητας των μεθόδων αυτών.

Τα βασικά κριτήρια σύγκρισης που λαμβάνουν υπ'όψην είναι τα ακόλουθα: ο βαθμός μεγιστοποίησης των αναμενόμενων μικτών κερδών της εκδότριας εταιρείας απο τη διαδικασία δημόσιας προσφοράς, η ελαχιστοποίηση των διακυμάνσεων επι της τιμής της μετοχής τους (αρχική υπο-τιμολόγηση), η ενεργής συμμετοχή των επενδυτών και η ελαχιστοποίηση των ασυμμετριών πληροφόρησης μεταξύ εκδότριας-αναδόχων-επενδυτών καθώς και η εξασφάλιση υψηλότερων αμοιβών για τις ανάδοχες τράπεζες.

Η πλειοψηφία των θεωρητικών οικονομολόγων τάσσονται υπέρ της χρήσης του book-building, σε αντίθεση με τους εμπειρικούς ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν πως η διαδικασία της δημοπρασίας μπορεί να αποδειχθεί περισσότερο αποτελεσματική.

Στα άρθρα τους, οι οικονομολόγοι *P*ukthuanthong ,Varaiya και Walker (2005), τονίζουν πως το γεγονός ότι οι δημοπρασίες πραγματοποιούνται αμεσότερα κι απευθύνονται στη συνολική «πίτα» των ενδιαφερόμενων επενδυτών, αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα για την εκδότρια εταιρεία καθώς της παρέχεται η δυνατότητα πώλησης των τίτλων της σε περισσότερους πελάτες και σε μία τιμή που θα αντικατοπτρίζει, με μεγαλύτερη ακρίβεια, τη ζήτηση του συνόλου της αγοράς για τους τίτλους της. Μέσω αυτού, καταλήγουν στη διαπίστωση πως οι δημοπρασίες είναι πιθανό να συμβάλουν στη μεγιστοποίηση των αναμενόμενων εσόδων της εκδότριας μειώνοντας παράλληλα σε σημαντικό βαθμό τις αποκλίσεις των "first-day" αποδόσεων που παρατηρούνται κατά την πρώτη περίοδο(αρχική υπο-τιμολόγηση τιμής

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μετοχής), μετά την ολοκλήρωση της αρχικής δημόσιας εγγραφής και την είσοδο της εταιρείας στην αγορά.

Ένα επιπλέον πλεονέκτημα των δημοπρασιών αποτελεί το γεγονός πως χαρακτηρίζονται, θεωρητικά τουλάχιστον, απο υψηλότερο βαθμό διαφάνειας καθώς η μη-ενεργή συμμετοχή των αναδόχων συνεπάγεται πως είναι λιγότερο εκτεθειμένες στον κίνδυνο χειραγώγησης και κατάχρησης απο τη πλευρά των τελευταίων.

Σε αντίστοιχες εμπειρικές μελέτες τους επι των Βρετανικών ιδιωτικοποιήσεων κατά τη δεκαετία του 1980 και πρωθυπουργίας Margaret Hilda Thatcher, οι *P*ukthuanthon,Varaiya και Walker (2005) τονίζουν πως το μεγαλύτερο ποσοστό ιδιωτικοποιήσεων πραγματοποιήθηκε μέσω δημοπρασιών(περίπου το 75%), επιτυγχάνοντας παρράληλα ηπιότερες και χαμηλότερες διακυμάνσεις επι της αρχικής υπο-τιμολόγησης.

Στο ίδιο μήκος κύματος, οι μελετητές Derrien & Womack (2003), ερευνώντας τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των IPO's στη Γαλλική αγορά κατά τις αρχές της δεκαετίας του 1990, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως τόσο η μέση τιμή όσο και το επίπεδο της αρχικής υποτιμολόγησης είναι χαμηλότερες στην περίπτωση των ανοιχτών δημοπρασιών.

Παρ'όλο το γεγονός πως οι δημοπρασίες είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν το ζήτημα της αρχικής υπότιμολόγησης αποτελεσματικότερα, η συγκεκριμένη μέθοδος δεν είναι πλέον τόσο δημοφιλής.

Σε περισσότερες από 40 χώρες που επιτρέπονται και οι δύο μέθοδοι [δημοπρασία και βιβλίο προσφορών] δεν υπάρχει καμία χώρα στην οποία κυριαρχούν οι δημοπρασίες, όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι (Pukthuanthong, Varaiya &Walker, 2005). Αντ'αυτού από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, η μέθοδος του βιβλίου αντικατέστησε σταδιακά τις δημοπρασίες στην Ευρώπη και την Ασία.

Η Sherman (2005) αναφέρει διάφορους λόγους για τους οποίους η μέθοδος του βιβλίου μπορεί να ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες του εκδότη .

Καταρχάς, βοηθά στο να ξεπεραστούν λάθη στην πληροφόρηση της διαδικασίας έκδοσης που είναι πολύ πιθανό να εμποδίσουν τους εκδότες τίτλων στην επίτευξη των στόχων τους.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Αυτά τα «λάθη» συμβαίνουν όταν ο επενδυτής και ο εκδότης, έχουν ο καθένας διαφορετικές πληροφορίες που δεν επιθυμούν να μοιραστούν.

Για παράδειγμα, επενδυτές με μεγάλη επιρροή μπορεί να επιλέξουν να μην αποκαλύψουν το πραγματικό επίπεδο του ενδιαφέροντός τους σε ένα IPO με την ελπίδα να αναγκάσουν τον εκδότη να μειώσει την τιμή προσφοράς για τις μετοχές τους.

Αναφέρει επίσης ότι τα αναμενόμενα έσοδα από το book-building είναι υψηλότερα, καθώς υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος υπο-εγγραφής σε δημοπρασίες. Στη διαδικασία του book building μία επενδυτική τράπεζα προωθεί και πωλεί τις νέες μετοχές IPO σε μια ομάδα επενδυτών με την οποία έχει «χτίσει» σχέσεις. Ως εκ τούτου, εάν οι νέες μετοχές του εκδότη είναι ελκυστικές, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να πωληθούν σε τιμή κοντινή ή ίση με την αναμενόμενη τιμή προσφοράς. Μία επενδυτική τράπεζα μπορεί επίσης να στρέφει τους επενδυτές σε μη ελκυστικά IPO με το κίνητρο των μελλοντικών, υποσχόμενων αποδόσεων. Έτσι, η διαδικασία βιβλίου προσφορών επιτρέπει στην επενδυτική τράπεζα να ελέγχει τον αριθμό των επενδυτών που θα συμμετάσχουν και να παρέχει εχέγγυα ότι ένας επαρκής αριθμός (αλλά όχι πάρα πολλοί) εμπλέκεται στη διαδικασία (Pukthuanthong, Varaiya &Walker, 2005).

Σε μια διαδικασία πλειστηριασμού, ωστόσο, ο αριθμός των μετοχών που πωλούνται και η τιμή διάθεσής τους εξαρτάται από την ποσότητα και το μέγεθος των προσφορών που ελήφθησαν την οποία ούτε η επενδυτική τράπεζα, ούτε ο εκδότης μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό.

Ένα καθιερωμένο πρόβλημα στη δημοπρασία είναι η «κατάρα» του νικητή που αντιμετωπίζουν οι υποψήφιοι σε μια κοινή αποτίμηση αξίας. Αν οι πλειοδότες δεν ξέρουν πόσοι θα συμμετάσχουν στη δημοπρασία και πώς θα γίνει η προσφορά, μπορεί να υπάρξουν δυσάρεστες εκπλήξεις. Δημοπρασίες που έχουν απροσδόκητα μεγάλο αριθμό τυχαίων συμμετεχόντων θα είναι κατά μέσον όρο πολύ υπερτιμημένες σε σχέση με εκείνες που, κατά τύχη, έχουν απροσδόκητα χαμηλό αριθμό συμμετεχόντων και μπορεί να υποτιμηθούν.

Τέλος, οιSherman (2005), Wilhelm (2005) και Pukthuanthong, Varaiya και Walker (2005) τονίζουν ότι η υποσχόμενη πρακτική του βιβλίου προσφοράς στα marketing IPO’s σε ένα πιο επιλεγμένο και πιθανώς πιο

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ενημερωμένο «γκρούπ» επενδυτών μειώνει τη δυνατότητα προσέλκυσης «καιροσκόπων» (free riders) που δεν έχουν αξιολογήσει προσεκτικά τη δημόσια εγγραφή και έχουν μικρή κατανόηση της αξίας της.

Στη συνέχεια, υπάρχει μικρότερη πιθανότητα οι νέες μετοχές να είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες λόγω προσφορών που είναι είτε πολύ υψηλές ή χαμηλές. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την περίπτωση των δημοπρασιών που είναι ανοικτές σε μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών οι οποίοι μπορεί να μην είναι σε θέση να εκτιμήσουν σωστά τη δημόσια εγγραφή.

Όπως έχουν δείξει οι παραπάνω μελέτες, εξακολουθεί να υπάρχει σημαντική διαμάχη σχετικά με το ποιά μέθοδος είναι καλύτερη όσον αφορά την ακριβή τιμολόγηση IPO.

Θεωρητικά μοντέλα υποδεικνύουν ότι το βιβλίο προσφοράς θα μπορούσε να είναι πιο αποτελεσματικό, καθώς η ικανότητα των τραπεζών να διαθέσουν μετοχές, αναγκάζει τους επενδυτές να αποτιμήσουν πιο προσεκτικά και να κάνουν μια ειλικρινή ένδειξη ανάλογα με το ενδιαφέρον τους. Επιπλέον, αυτή η μέθοδος επιτρέπει στις τράπεζες να χρησιμοποιούν τις υφιστάμενες σχέσεις τους με τους επενδυτές να εγγυώνται επαρκή ζήτηση για τη δημόσια εγγραφή.

Από την άλλη πλευρά, ένα ευρύ φάσμα απο εμπειρικές παρατηρήσεις για τις διεθνείς δημόσιες εγγραφές δείχνει ότι οι πλειστηριασμοί κάνουν καλύτερη δουλειά, με το επιχείρημα ότι η υπο-τιμολόγηση ελαχιστοποιείται σε μια διαδικασία δημοπρασίας σε σχέση με μεθόδους μη δημοπρασιών ,όπως το βιβλίο προσφοράς. Ωστόσο, τα στοιχεία απο αυτές τις μελέτες είναι εμπειρικά και κατά κύριο λόγο προέρχονται από τα διεθνή ζητήματα που διαδραματίστηκαν στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και του 1990, όπου η έρευνα και η διαθεσιμότητα μεγάλου όγκου δεδομένων δεν ήταν τόσο εύκολη όσο στη σύγχρονη εποχή.

Η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των επενδυτών και των διαφόρων τεχνολογικών και διαδικαστικών καινοτομιών στη διαδικασία IPO κατά την τελευταία δεκαετία μπορεί να καθιστά τα παραπάνω ευρήματα λιγότερο εφαρμόσιμα σήμερα. Αυτό που διακυβεύεται σε αυτή τη συζήτηση είναι η ικανότητα του εκδότη να μεγιστοποιήσει τα έσοδα που λαμβάνει από μια δημόσια εγγραφή, και να ελαχιστοποιήσει τις

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διακυμάνσεις στην τιμή της μετοχής του αμέσως μετά τη δημόσια εγγραφή.

Συνοψίζοντας, βασισμένοι στα άρθρα των Sherman (2001) και Ljungqvist, Jenkinson & Wilhelm (2003), καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η διαδικασία book-building έχει μετατραπεί στην κύριο μηχανισμό IPO,σε παγκόσμια βάση. Στις μελέτες τους, εκτιμούν πως πάνω απο το 80% του συνόλου των αρχικών δημόσιων προσφορών που λαμβάνουν χώρα εκτός Αμερικής και Καναδά, πραγματοποιείται πλέον μέσω της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών. Τονίζουν πως σημαντικό ρόλο στην εξάπλωση της χρήσης της προαναφερθείσας διαδικασίας, διαδραμάτισε η αλλαγή των κανονιστικών ρυθμίσεων και κανόνων λειτουργίας της αγοράς, ανοίγοντας το δρόμο σε όλες τις κυβερνήσεις να την υιοθετήσουν αντικαθιστόντας την μέχρι πρότινος χρήση των δημοπρασιών και της σταθερής τιμής.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Γαλλία και Ιαπωνία, οι οποίες ρύθμισαν τις συνθήκες των αγορών τους κατά τη δεκαετία του 2000 και αντικατέστησαν πάνω απο το 85% των δημοπρασιών που εφήρμοζαν έως τότε, με τον μηχανισμό book-building (Sherman 2001).[4]

5.3Πρόσφατο book-building στην Ελλάδα-(secondary public offering-S.P.O)[a]

Στο σημείο αυτό, κρίνουμε χρήσιμο να γίνει αναφορά και στις δευτερεύουσες δημόσιες προσφορές που πραγματοποιούνται πολύ συχνά στα Χρηματιστήρια.

Πιο συγκεκριμένα, εταιρείες που έχουν δημοσιοποιήσει τις μετοχές τους στο ευρή κοινό μέσω αρχικής δημόσιας προσφοράς, είναι πιθανό να προχωρήσουν σε επιπλέον δημόσιες προσφορές στο μέλλον,

[a]S.P.O = Secondary Public Offering

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

αποσκοπώντας κυρίως στην άντληση περαιτέρω κεφαλαίων για την κάλυψη των αναγκών τους.

Η βασική διαφορά μεταξύ αρχικής και δευτερεύουσας δημόσιας προσφοράς είναι πως στην πρώτη περίπτωση, οι ανάδοχοι, μέσω της διαδικασίας αρχικής τιμολόγησης της μετοχής έχουν κατορθώσει να ενσωματώσουν το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών στην τιμή εισαγωγής.

Οι δημόσιες αυτές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μία δευτερεύουσα προσφορά με σκοπό την πώληση νέων μετοχών των αποθεμάτων της στην αγορά. Η πράξη τους αυτή οδηγεί σε μείωση του ποσοστού εταιρικής ιδιοκτησίας της εταιρείας και αλλαγή της τιμής διαπραγμάτευσης της μετοχής. Συνήθως, αυτή η μεγαλύτερη σε όγκο προσφορά μετοχών τείνει την τιμή της μετοχής σε χαμηλότερα επίπεδα. Τα διοικητικά στελέχη οφείλουν να μελετήσουν ενδελεχώς τις συνθήκες της αγοράς προκειμένου να διαπιστώσουν τον τρόπο και τον βαθμό που θα επηρεαστεί η αξία της εταιρείας και η τιμή πώλησης των μετοχών της.

Οι επενδυτές, απο τη μεριά τους, «μεταφράζουν» μία τέτοια κίνηση ως ένα σημάδι ότι η εταιρεία δεν λειτουργεί αποτελεσματικά και για το λόγο αυτό έχει σημειώσει αρνητικές αποδόσεις επί της τιμής της. Στα πλαίσια αυτά, η ανακοίνωση μίας δευτερογενούς προσφοράς δημιουργεί συνήθως κλίμα απαισιοδοξίας και ελλειπούς επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στην αγοράς, οδηγώντας τις τιμές σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα διαπραγμάτευσης.

Πολύ πρόσφατο παράδειγμα Ελληνικών εταιρειών που εφάρμοσαν τη διαδικασία βιβλίου προσφορών (για αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και όχι για Αρχική Δημόσια Εγγραφή) αποτελούν τα τραπεζικά ιδρύματα, μέσω της πολυσυζητημένης ανακεφαλαιοποίησης που πραγματοποιήθηκε στο τέλος Νοεμβρίου του 2015.

Πιο συγκεκριμένα, η πλειοψηφία των ελληνικών τραπεζών αποφάσισαν να ανοίξουν το βιβλίο προσφορών και να προχωρήσουν σε δευτερεύουσα δημόσια προσφορά με αποκλειστικό στόχο την κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών που προέκυψαν από τα πρόσφατα «stress tests» σε συνδυασμό με την τόνωση της κεφαλαιακής τους βάσης, την περαιτέρω βελτίωση του ονόματος και της φήμης στους εγχώριους και διεθνείς επενδυτές, την εξεύρεση λύσης για το πρόβλημα των «κόκκινων» δανείων, την ενίσχυση των υπερ-χρεωμένων Μ.Μ.Ε ,την παροχή ρευστότητας στην αγορά, συμβάλλοντας στην προσπάθεια

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

τόνωσης της ελληνικής οικονομίας κατά τη δύσκολη περίοδο της τρέχουσας τραπεζικής κρίσης.

Οι τελευταίες πολιτικές εξελίξεις, με την άκαρπη προσπάθεια σύγκλισης των απόψεων μεταξύ των ευρωπαϊκών θεσμών και της ελληνικής διαπραγματευτικής πολιτικής, οδήγησαν στα τέλη του Ιουνίου σε ακραίες πολιτικές και οικονομικές συνέπειες, με την ανακοίνωση (28 Ιουνίου) και πραγματοποίηση (5 Ιουλίου) δημοψηφίσματος σχετικά με την απόρριψη ή αποδοχή των μέτρων που προτάθηκαν απο τις ευρωπαϊκές αρχές.

Η απόρριψη της πρότασης οδήγησε σε παύση λειτουργίας των ελληνικών τραπεζών για αρκετές ημέρες και σε εφαρμογή των capital controls, οδηγώντας την οικονομία σε επίπεδα χρεοκωπίας και την ρευστότητα των τραπεζών σε αδιέξοδο.

Η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών είχε κριθεί επιτακτική εδώ και πολύ καιρό κι έστω την τελευταία στιγμή αποφασίστηκε να πραγματοποιηθεί ταχέως στα τέλη Νοεμβρίου.

Για το λόγο αυτό, οι τράπεζες αποφάσισαν να εφαρμόσουν το ανοιχτό βιβλίο προσφορών προκειμένου να ολοκληρώσουν όσο το δυνατόν γρηγορότερα τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης. Η ελληνική βουλή υπερψήφισε τη νομοθετική πράξη σχετικά με τη διενέργεια της ανακεφαλαιοποίησης τον Νοέμβριο του 2015, παρέχοντας χρονικό περιθώριο 10 ημερών προκειμένου οι τράπεζες να κατορθώσουν να κινήσουν τις διαδικασίες δημόσιας προσφοράς.

Παρακάτω, θα επιχειρήσουμε να καταγράψουμε τα αποτελέσματα και τα στοιχεία της ανακεφαλαιοποίησης των τεσσάρων βασικών, συστημικών τραπεζών (νέες τιμές, ποσά άντλησης, ανάδοχες και συνεργάτες) και να συγκρίνουμε την πορεία των τιμών τους, με σημεία αναφοράς το δημοψήφισμα και την ημερομηνία πραγματοποίησης της ανακεφαλαιοποίησης.

Ε.Τ.Ε

Ειδικότερα, για παράδειγμα, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος-Ε.Τ.Ε (κρατική τράπεζα) κατόρθωσε να αντλήσει το ποσό των 1.116 δις ευρώ, ορίζοντας τη νέα τιμή διάθεσης στα **€0,02/Νέα Μετοχή ή *€0,30* /Νέα Μετοχή** μετά τη μείωση του συνολικού αριθμού των υφιστάμενων μετοχών και τη συνένωση αυτών (reverse split- αντίστροφη διάσπαση),

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

με αναλογία 15 παλαιές μετοχές προς 1 Νέα Μετοχή. Η διαδικασία βιβλίου προσφορών ξεκίνησε στις 30-11-2015 και τερματίστηκε στις 2-12-2015, με την Εθνική να κατορθώνει να προσελκύσει τους απαραίτητους θεσμικούς και μή επενδυτές.

Σε ό,τι αφορά την εκπροσώπηση της όλης διαδικασίας, οι Κύριοι Ανάδοχοι είναι οι : **Goldman Sachs International και Morgan Stanley & Co International plc.**, ενεργώντας ώς γενικοί συντονιστές (Joint Global Coordinators) και Συνδιοργανωτές του Βιβλίου Προσφορών (Joint Book runners). Επι πρόσθετα, στον όμιλο αναδόχων συμμετέχουν: Commerzbank, Keefe, Bruyette & Woods, Nomura International plc ενώ παράλληλα, για τη Διεθνή Προσφορά ανέλαβαν να τρέξουν τη διαδικασία: BNP, Paribas και HSBC Bank plc.

Eurobank

Κατόρθωσε να αντλήσει απο τις αγορές νέα κεφάλαια ύψους 2 Δις. Ευρώ,ανακοινώνοντας την έναρξη των διαδικασιών ανακεφαλαιοποίησης στις 12 Νοεμβρίου 2015, ολοκληρώνοντας τη διαδικασία του ανοιχτού βιβλίου προσφορών προς τους θεσμικούς επενδυτές στις 17 του ίδιου μήνα.

Η Τιμή Νέων Μετοχών η οποία καθορίστηκε σύμφωνα με την προσφορά προς θεσμικούς Εεπενδυτές και με τη συναίνεση του Γενικού Συμβουλίου του ΤΧΣ, είναι **€ 0,01 ανά Νέα Μετοχή ή €1,00**, **με αναλογία 1 νέα προς 100 παλαιές**, κατόπιν της εφαρμογής της Αντίστροφης Διάσπασης (Reverse Split) και ως αποτέλεσμα της προσφοράς προς θεσμικούς επενδυτές, των Προτάσεων καθώς και ορισμένων άλλων προσφορών Υφισταμένων Τίτλων που πραγματοποιήθηκαν με όρους ίδιους με τις Προτάσεις από κατόχους που δεν είχαν το δικαίωμα να συμμετέχουν στις Προτάσεις και με την επιφύλαξη της κατανομής των Νέων Μετοχών, ο συνολικός αριθμός Νέων Μετοχών που πρόκειται να εκδοθούν (κατόπιν εφαρμογής της Αντίστροφης Διάσπασης (Reverse Split) είναι 2.038.920.000,με ονομαστική αξία εκάστης **€0,30**.

Οι προτείνοντες έχουν προσλάβει την BNP Paribas, την HSBC Bank plc, τη Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. και τη Merrill Lynch International ως Διαχειριστές («Dealer Managers») και την Deutsche Bank AG, υποκατάστημα Λονδίνου ως Εκπρόσωπο Προσφοράς (Offer Agent).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Alpha Bank

Με τη σειρά της άντλησε 1.55 δις. Ευρώ, κλείνοντας το βιβλίο προσφορών στις 17-11-2015, όριζοντας την τιμή διαθέσεως σε Ευρώ **0,04 ανά νέα μετοχή** (ή **Ευρώ 2,00 ανά νέα μετοχή** μετά τη συνένωση (reverse split) των υφισταμένων μετοχών της,με αναλογία **50 προς 1**.

Οι Citigroup Global Markets Limited και J.P. Morgan Securities plc ενεργούν ως Joint Global Coordinators και απο κοινού με την Barclays Bank PLC, ως Joint Bookrunners. Οι BNP PARIBAS, COMMERZBANK, Nomura International plc και Keefe, Bruyette & Woods της εταιρίας Stifel Company ενεργούν ως Co-Lead Managers. Οι Alpha Finance, Axia Ventures Group και η Επενδυτική Τράπεζα Ελλάδος ενεργούν ως Σύμβουλοι της Alpha Bank.

Piraeus bank

Η τράπεζα Πειραιώς ξεκίνησε χρονολογικά πρώτη τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης, αντλώντας το ποσό των 1.3 δις. Ευρώ, ορίζοντας τη νέα τιμή της μετοχής στα **0.03 Ευρώ ανά μετοχή**, με αναλογία **1 νέα προς 100 παλαιές μετοχές**.

οι Κύριοι Ανάδοχοι είναι οι : Goldman Sachs International και Morgan Stanley & Co International plc., ενεργώντας ώς γενικοί συντονιστές (Joint Global Coordinators) και Συνδιοργανωτές του Βιβλίου Προσφορών (Joint Book runners). Επι πρόσθετα, στον όμιλο αναδόχων συμμετέχουν: Commerzbank, Keefe, Bruyette & Woods, Nomura International plc ενώ παράλληλα, για τη Διεθνή Προσφορά ανέλαβαν να τρέξουν τη διαδικασία: BNP, Paribas και HSBC Bank plc.

Ανακεφαλαιοποίηση μη-συστημικών τραπεζών (Attica bank)

Στα πλαίσια της ανακεφαλαιοποίησης των τριών συστημικών τραπεζών (Alpha, Eurobank, Piraeus) και της κρατικής (Ε.Τ.Ε.) που καταγράφηκαν παραπάνω, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έδωσε εντολή να συμμετέχουν και οι μη κρατικές τράπεζες στη διαδικασία, με

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

χαρακτηριστικό παράδειγμα να αποτελεί η περίπτωση της τράπεζας Αττικής.

Η συγκεκριμένη τράπεζα, κάνοντας έναν αγώνα «δρόμου» κατόρθωσε να συγκεντρώσει, σύμφωνα με ανακοίνωσή της στις 18-12-2015 το ποσό των 750 εκ Ευρώ , καλύπτοντας όχι μόνο το βασικό σενάριο της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της αλλά και ένα σημαντικό ποσό του αρνητικού σεναρίου των stress tests, κατορθώνοντας να ανακεφαλαιοποιηθεί αποκλειστικά απο κεφάλαια ιδιωτικής τοποθέτησης εσωτερικού και εξωτερικού, αποφεύγοντας έτσι να καταφύγει στη χρηματική υποστήριξη του ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Με το συνολικό ποσό που κατατέθηκε, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας της τράπεζας εκτοξεύθηκε στο 23%, κατορθώνοντας παράλληλα να προφυλάξει την αυτονομία της καθώς αποτελεί τη μοναδική ελληνική τράπεζα που δεν υπάρχει ούτε 1% κρατική υποστήριξη. Η νέα τιμή της μετοχής ορίστηκε στο **0.30 Ευρώ** σε αναλογία **36 νέες προς 1 παλαιά μετοχή.**

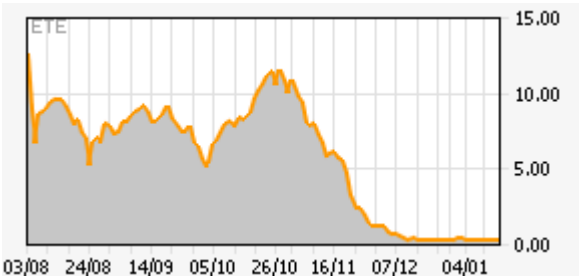
<u>Αντιδράσεις τιμών τραπεζικών τίτλων με σημείο αναφοράς το δημοψήφισμα και την ανακεφαλαιοποίηση</u>

Παραπάνω, παραθέσαμε ορισμένα στοιχεία σχετικά με την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών που αφορούν τη δευτερεύουσα προσφορά τους στην αγορά. Δυστυχώς, οι εν λόγω εταιρείες δεν έχουν δημοσιοποιήσει ακόμα επαρκή δεδομένα σχετικά με τη διαδικασία δημόσιας προσφοράς κι έτσι καταγράψαμε ορισμένα βασικά σημεία, όπως τα συνολικά ποσά άντλησης, τις νέες τιμές διαπραγμάτευσης που διαμορφώθηκαν, τα ανάδοχα μέλη.

Στο σημείο αυτό, θα επιχειρήσουμε να παρατηρήσουμε πως αντέδρασαν οι τιμές των μετοχών το τελευταίο εξάμηνο,κατά τη διάρκεια της περιόδου: 03-08-2015 που άνοιξε το ελληνικό χρηματιστήριο μετά το δημοψήφισμα, μέχρι 04-01-2016, ένα μήνα δηλαδή μετά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

Παρακάτω, παραθέτουμε γραφήματα της πορείας των τιμών των μετοχών των τραπεζών που μελετάμε καθώς και του Γενικού Δείκτη Τιμών:

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ









ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ





Πιο συγκεκριμένα, ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στις 797,52 μονάδες στις 26-06-2015, πριν την αναγγελία του δημοψηφίσματος. Με την πραγματοποίησή του, ξεκίνησε πάλι να διαπραγματεύεται στις 03-08-2015, κλείνοντας στις 668,06 μονάδες, σημειώνοντας απώλειες πάνω απο 16%. Ακολουθεί μία βραχυπρόθεσμη διόρθωση προς τα επάνω η οποία ακολουθείται απο μία κατακόρυφη πτώση στα μέσα καλοκαιριού, φτάνοντας στο αρνητικό ρεκόρ των 568,38 μονάδων, στα τέλη Αυγούστου. Απο το σημείο αυτό κι έπειτα, η αγορά αρχίζει να αντιδρά θετικά, παρασυρόμενη πιθανόν απο την είδηση της ανακεφαλαιοποίησης που πρόκειται να πραγματοποιηθεί κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2015,φτάνοντας στις 727,38 μονάδες, στα τέλη Οκτωβρίου.

Στη συνέχεια, και μέχρι τις αρχές Δεκεβρίου και την πραγματοποίηση της ανακεφαλαιοποίησης, ο Γενικός Δείκτης υποτιμάται σταθερά, καταλήγοντας στις 09-12-2015 στις 559,79 μονάδες, ενώ πραγματοποίησε μικρές αυξομειώσεις κατά το διάστημα έπειτα της ανακεφαλαιοποίησης, φτάνοντας στις 558 μονάδες στα μέσα Γενάρη του νέου έτους, σημειώνοντας συνολικές ζημίες καθ'όλη αυτή την περίοδο πάνω απο 16,5%.

Αντίστοιχες πορείες με αυτή του Γενικού Δείκτη, ακολούθησαν οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών. Συγκεκριμένα, στις 03-08-2015, ξεκινούν να επαναδιαπραγματεύονται στις εξής υποτιμημένες τιμές :

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

E.T.E = 12.55 , **EUROBANK** = 10.10 , **ALPHABANK** = 11.30 , **PIRAEUSBANK** = 28.00 , **ATTICABANK** = 0.96.

Παρακάτω, παραθέτουμε συνοπτικά σε ένα Πίνακα τις σωρευτικές μεταβολές των τιμών των μετοχών με σημείο αναφοράς τις ημερομηνίες που καταγράψαμε παραπάνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ Γ.Δ

ΣΥΜΒΟΛΑ	03-08-15	24-08-15	27-10-15	09-12-15	15-01-16
Γ.Δ	668.06	568.38 (14.92%)	727.38 (8.88%)	559.79 (16.21%)	558 (16.41%)
Ε.Τ.Ε.	12.55	5.35 (57.38%)	11.50 (8.33%)	0.42 (96.64%)	0.27 (97.86%)
ΑΛΦΑ	11.30	3.60 (68.14%)	6.95 (38.5%)	1.93 (82.92%)	2.06 (81.77%)
ΕΥΡΩΒΕ	10.10	3.40 (66.34%)	3.40 (66.34%)	0.94 (90.70%)	0.93 (90.79%)
ΠΕΙΡ	28.00	7.20 (74.29%)	10.00 (64.29%)	0.32 (98.84%)	0.21 (99.24%)
Α.Τ.Τ.	0.96	0.59 (38.56%)	0.61 (36.68%)	0.25 (74.09%)	0.25 (74.09%)

Παρατηρούμε τη γενική τάση των μετοχών να κυμαίνεται πάνω-κάτω με την ίδια πορεία, κυρίως για τις τέσσερις συστημικές τράπεζες. Συγκεκριμένα, τον πρώτο μήνα μετά το δημοψήφισμα, σημειώνουν σημαντικές ζημίες (03-08-15 – 24-08-15), ενώ το επόμενο χρονικό διάστημα που ακολουθεί, παρασυρόμενες απο την είδηση της επερχόμενης κεφαλαιοποίησής τους, σημειώνουν ικανοποιητικές

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διορθώσεις, καλύπτοντας σιγά-σιγά ένα μέρος των αρχικών οριζόντιων μειώσεων επι της αξίας τους (24-08-15 – 27-10-15).

Παρ'όλη όμως τη σχετικά μεγαλύτερη πολιτική σταθερότητα και την αναγγελία της αναγκαίας ανακεφαλαιοποίησης, το επόμενο διάστημα μέχρι και την πραγματοποίησή της αποτέλεσε μία μεγάλη διόρθωση προς τα κάτω, δημιουργώντας υψηλή απαισιοδοξία τόσο στο επενδυτικό κοινό που ανέμενε σταδιακή αύξηση των τιμών, όσο και στους διευθυντές των εταιρειών που διαπίστωναν ακόμα πιο πολύ πως η ανακεφαλαιοποίηση έπρεπε να γίνει νωρίτερα, αναμένοντάς τη στιγμή που θα κατορθώσουν να επαναδιαθέσουν μετοχές στο κοινό ως την απέλπιδα προσπάθεια για να βελτιωθεί η αναιμική κεφαλαιακή τους επάρκεια αντιμετωπίζοντας τα ατελείωτα προβλήματα που έχουν ειπωστεί εξαιτίας της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Τον τελευταίο μήνα παρατηρούνται μικρές αντιδράσεις επι των τιμών των νέων τίτλων, αναμένοντας στο μέλλον περισσότερο αντιπροσωπευτικά δείγματα.

5

[1] Το συγκεκριμένο παράδειγμα παραθέτει τη διαδικασία δημοπρασίας με γνώμονα το Ολλανδικό μοντέλο (Dutch Auction). Διαδόθηκε κυρίως όταν εφαρμόστηκε απο την Google , ενώ όπως παρατηρείται και στο παραπάνω παράδειγμα, η τιμή για ένα ορισμένο αριθμό μετοχών πέφτει συνεχώς μέχρις ότου μεταβιβαστεί το σύνολο των τίτλων στους πλειοδότες

[2] Τα γραφήματα έχουν χρησιμοποιηθεί μέσω των δεδομένων που παρέχονται απο το χρηματιστηριακό σάιτ: **www.euro2day.gr**

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΑΡΧΙΚΕΣ ΘΕΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ-ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ-ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

Εισαγωγή

Στις προηγούμενες ενότητες παραθέσαμε το σύνολο των διαδικασιών των αρχικών δημόσιων εγγραφών που λαμβάνουν χώρα κατά την pre-market περίοδο.

Μία από τις βασικότερες "ανωμαλίες" που αναλύονται στις αγορές των I.P.O's αποτελούν οι θετικές πρώτες αποδόσεις που παρατηρούνται κατά τις πρώτες ημέρες μετά την εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο.Το φαινόμενο της αρχικής υπο-τιμολόγησης έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον της παλαιότερης και σύγχρονης οικονομικής και επιστημονικής έρευνας. Ορισμένοι από τους σημαντικότερους μελετητές που επιχείρησαν να εστιάσουν στο συγκεκριμένο φαινόμενο είναι οι: McDonald and Fisher, (1991), Logue, (1973), Ibbotson, (1975), Ritter,(1984), Ibbotson, Sindelar & Ritter, (1988), Ritter, (1991), Ritter &Welch, (2002), Ritter & Loughran, (2002), οι οποίοι πραγματοποίησαν εμπειρικές μελέτες σε πολλές αγορές ανά τον κόσμο τις τελευταίες τέσσερις δεκαετίες, καταλήγοντας στο γενικό συμπέρασμα πως η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (average first-day return) φτάνει ακόμα το 20%.[1]

Το σύνολο των μελετών εστιάζουν στις αιτίες που προκαλούν το συγκεκριμένο φαινόμενο , αναλύοντας την υποτίμηση υπο συνθήκες **τέλειας** και **ατελούς** πληροφόρησης (ασυμμετρίες πληροφόρησης).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6.1 Υποτίμηση υπο συνθήκες Τέλειας πληροφόρησης

Σύμφωνα με τις αρχές της τέλειας πληροφόρησης, το σύνολο των συναλλασσόμενων που συμμετέχουν στη διαδικασία του IPO (εκδότης,ανάδοχοι,επενδυτές) έχουν τη δυνατότητα πρόσβασης στο ίδιο επίπεδο πληροφοριών, με αποτέλεσμα να απορροφώνται και να ενσωματώνονται στη διαδικασία διαμόρφωσης της τελικής τιμής της μετοχής. Η τιμή εισαγωγής λοιπόν διαμορφώνεται με πλήρες και «δίκαιο» τρόπο, μη αποκλίνοντας ουσιαστικά απο την προσδοκώμενη τιμή της αγοράς.

Με άλλα λόγια, η εκδότρια εταιρεία δεν έχει το κίνητρο να ορίσει μία τιμή υψηλότερη απο την προσδοκώμενη καθώς οι επενδυτές δεν θα εκφράσουν υψηλή ζήτηση κι επομένως η εκδότρια θα αντιμετωπίσει τον κίνδυνο μη-διάθεσης του συνόλου των τίτλων της. Αντιστοίχως, στην περίπτωση που καθορίσει την τιμή εισαγωγής σε χαμηλότερα επίπεδα, ναι μεν θα προσελκύσει πολλούς επενδυτές (υπερβάλουσα ζήτηση) αλλά θα βγεί ζημιωμένη σε ό,τι αφορά τα κέρδη της καθώς θα πουλήσει τη μετοχή της σε χαμηλότερα επίπεδα απο τα ορθολογικά.

Παρακάτω, παρατίθονται ορισμένες θεωρητικές προσεγγίσεις της υποτιμολόγησης κάτω απο συνθήκες τέλειας πληροφόρησης, λαμβάνοντας υπ'όψην διάφορα δεδομένα της αγοράς που είναι πιθανό να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο, σε κάθε περίπτωση.

6.1.1.Θεωρία χρονικής καθυστέρησης διαπραγμάτευσης (Pre-market – post-market, Ritter,1984)

Στο δοκίμιό του, ο Ritter (1984) υποστηρίζει πως η παρατηρηθείσα υποτίμηση της τιμής εισαγωγής της μετοχής δεν αποτελεί αποτέλεσμα κατάχρησης ή κινήτρου παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού απο τη μεριά του εκδότου και των αναδόχων αλλά άμεσο αποτέλεσμα της χρονικής διαφοράς μεταξύ pre-market και post-market περιόδου.

Πιο συγκεκριμένα, εστιάζει στο γεγονός πως η τιμή εισαγωγής μέσω του Ι.Ρ.Ο διαμορφώνεται βάσει των οικονομικών συνθηκών που ισχύουν στη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Χρηματιστηριακή αγορά. Μέχρις ότου εισαχθεί και ξεκινήσει να διαπραγματεύεται, είναι πολύ πιθανό και λογικό, οι συνθήκες αυτές να έχουν αλλάξει. Μία πιθανή άνοδος του Χρηματιστηριακού Δείκτη, θα οδηγήσει σε υψηλές αρχικές αποδόσεις κι επομένως η λογικά διαμορφωμένη υποτιμημένη μετοχή θα δημιουργήσει άμεσα και γρήγορα κέρδη.

Σε αυτό το σημείο όμως κρίνεται αναγκαίο να τονίσουμε πως οι εκδότριες κι ανάδοχες εταιρείες εφαρμόζουν οικονομετρικές προβλέψεις προκειμένου να εντοπίσουν και να προβλέψουν τις βραχυπρόθεσμες αναμενόμενες συνθήκες της αγοράς, επιλέγοντας την κατάλληλη χρονική στιγμή ολοκλήρωσης του I.P.O και εισαγωγής της μετοχής στο Χρηματιστήριο ώστε να εποφεληθούν απο την προσδοκώμενη αύξηση του Δείκτη.

6.1.2. Θεωρία υπερκάλυψης και διασποράς των μετοχών

Με τη σειρά τους, οι ερευνητές Brennan & Franks (1997) στηρίχτηκαν στην επιτακτική ανάγκη μεταβίβασης του συνόλου των μετοχικών τίτλων σε μεγάλο αριθμό επιχειρηματιών, απο την πλευρά του εκδότη-αναδόχων. Στο δοκίμιό τους, αποδεικνύουν πως το φαινόμενο της υποτιμολόγησης αποτελεί σημαντικό εργαλείο προκειμένου οι ανάδοχοι να προσφέρουν μία ελκυστική τιμή προς τους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Βασικό μέλημα των αναδόχων αποτελεί η μεταβίβαση το συνόλου των μετοχών προκειμένου να μην τεθούν αντιμέτωποι με τον κίνδυνο αδιάθετων τίτλων και κατ'επέκταση την υποχρέωση να αγοράσουν οι ίδιοι τις εναπομείνασες μετοχές (στην περίπτωση που έχει υπογραφεί αντίστοιχος όρος κατά τη σύναψη συνεργασίας με τον εκδότη).

Απο την πλευρά των εκδοτών, επιδιώκεται επιπλέον η -όσο δυνατόν- υψηλότερη διασπορά κινδύνου. Η προσέλκυση μεγάλου αριθμού επενδυτών θα συμβάλλει στην αποφυγή του κινδύνου αγοράς μεγάλου πλειοψηφικού πακέτου απο έναν ή λίγους μεγαλοεπενδυτές οι οποίοι θα διαδραματίζουν πρωτεύοντα ρόλο στις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6.1.3. Θεωρία κάλυψης έναντι νομικών κινδύνων

Στηριζόμενοι σε θεσμικά δεδομένα, οι μελετητές Ibbotson & Jaffe (1972), Ibbotson (1975) και Tinic (1988)[2] υποστηρίζουν πως η ύπαρξη υπο-τιμολόγησης εφαρμόζεται ως μηχανισμός ασφάλισης και κάλυψης έναντι πιθανών,μελλοντικών αντιδικιών που μπορεί να προκύψουν απο τη συναλλαγή με τους επενδυτές και την Χρηματιστηριακή αγορά,στο σύνολό της.

Συγκεκριμένα, αναφέρουν πως ο εκδότης συμφωνεί με τον ανάδοχο να υπο-τιμολογήσει εσκεμμένα την μετοχή, διαμορφώνοντας την σε χαμηλότερα επίπεδα με σκοπό να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα προσφυγών και να αποφύγουν την καταβολή υπέρογκων ποσών για αποζημιώσεις προς τους πελάτες που θεωρούν πως εξαπατήθηκαν και αγόρασαν υπερτιμημένες μετοχές.

Συγκρίνοντας τις αρχικές αποδόσεις των I.P.O's πρίν και μετά την εφαρμογή των διατάξεων περί Νόμου Τίτλων (1933)[2], O Tinic (1988) εξάγει το συμπέρασμα πως παρατηρούνται σημαντικά χαμηλότερες αποδόσεις κατά την προ-εφαρμοστική περίοδο.

Προσδιορίζει την απροθυμία των αναδόχων να συμμετέχουν σε διαδικασίες εισαγωγής νέων εταιρειών που χαρακτηρίζονται απο υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας προοπτικών και επιτυχίας, υποστηρίζοντας πως δρουν με γνώμονα την προστασία του ονόματος και της φήμης που κατέχουν στους χρηματιστηριακούς κύκλους.

Παράλληλα με το «προφίλ» τους, οι ανάδοχοι ενδιαφέρονται για το υψηλότερο δυνατό ποσό αμοιβών τους, το οποίο κινδυνεύει να μειωθεί στην περίπτωση που εμπλακούν σε μεταβιβάσεις τίτλων που κριθούν υπερτιμημένες και παραπλανητικές για τους επενδυτές. Στο ενδεχόμενο αυτό, οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι να συμμετέχουν στη διαδικασία αποζημίωσης των θιγόμενων πελατών που σημαίνει πως οι αμοιβές τους μειώνονται κατά πολύ.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, οι ανάδοχοι τείνουν να επιθυμούν μία υποτιμημένη μετοχή η οποία λειτουργεί στην πραγματικότητα ως «ασφάλεια» για αυτούς καθώς το κόστος αναδοχής είναι μκρότερο για υπο-τιμολογημένους τίτλους και συνάμα τους προστατεύει απο την νομική εμπλοκή.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Με το πέρασμα των χρόνων, πολλές εμπειρικές μελέτες που ασχολήθηκαν με το ζήτημα των νομικών καλύψεων αντιτίθενται στα λεγόμενα και τους ισχυρισμούς των Ibbotson και Tinic που αναλύσαμε παραπάνω.

Πιό συγκεκριμένα, λίγα χρόνια μεταγενέστερα, οι Drake & Vetsuypens (1993), ήρθαν σε «σύγκρουση» με τα λεγόμενα του Tinic, υποστηρίζοντας πως τα συμπεράσματά του χαρακτηρίζονται μονοδιάστατα και ανακριβή καθώς λαμβάνουν υπ'όψην μόνο τις μεταβολές των αρχικών αποδόσεων που σχετίζονται με την πιθανότητα άσκησης νομικών προσφυγών, χωρίς να παραθέτει εμπειρικά στοιχεία σύγκρισης για τις αντίστοιχες μεταβολές που παρατηρούνται, απο άλλες αιτίες, πλην της προαναφερθείσας.

Στο πλαίσιο έρευνάς τους, θεωρούν πως υπάρχει ελάχιστη διαφοροποίηση των αρχικών αποδόσεων μεταξύ εταιρειών που μηνύθηκαν-δεν μηνύθηκαν για αποζημιώσεις.

Στο ίδιο μήκος κύματος, σε αντίστοιχες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί σε διάφορες χώρες ανά τον κόσμο[3], όπου απο τη μία μεριά, ο κίνδυνος μήνυσης προς τους αναδόχους ουσιαστικά δεν υφίσταται ενώ απο την άλλη παρατηρείται έντονα το φαινόμενο της αρχικής υποτίμησης, μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως το φαινόμενο αυτό δεν μπορεί να αναλυθεί πλήρως μέσω της θεωρίας του Tinic (1988).

6.1.4. Θεωρία κάλυψης κόστους αναδοχής και αγορά αναδόχων

Οι Affleek, Graves & Miller (1989), αναλύοντας τους περιοριστικούς νομικούς κανονισμούς εισαγωγής νέων τίτλων στη χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως είναι δύσκολο να διαφοροποιηθεί η τελική τιμή εισαγωγής της μετοχής απο την τιμή του εκδότου, δημιουργώντας δυσκολίες στους αναδόχους, στην προσπάθειά τους να κρατήσουν τις αμοιβές τους σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Με άλλα λόγια, οι κρατικοί περιορισμοί ωθούν τους αναδόχους να υποτιμήσουν αρχικά τη μετοχή προκειμένου να αυξήσουν τα βραχυχρόνια ποσοστά κερδών και κατ'επέκταση να επιτύχουν να

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

εξισορροπήσουν το πραγματικό κόστος αναδοχής με τις αμοιβές αναδοχής.

Τελειώνοντας, αξίζει να αναφέρουμε πως απο την εκκίνηση της εφαρμογής των διαδικασιών I.P.O μέχρι και σήμερα, ο κλάδος των αναδόχων εταιρειών δεν μπορεί εύκολα να χαρακτηριστεί ως πλήρως ανταγωνιστικός. Τράπεζες και Όμιλοι μεγαθήρια (βλέπε Morgan Stanley) διαδραματίζουν πρωτεύοντα ρόλο αναδοχής αναλαμβάνοντας τις περισσότερες και μεγαλύτερες αρχικές δημόσιες εγγραφές, καθώς η φήμη και η δυναμική τους τείνουν να προσελκύουν τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές να τις προτιμούν. Αποτέλεσμα αυτής της μονοπωλιακής κατάστασης στην αγορά αναδόχων αποτελεί η δημιουργία κινήτρων περαιτέρω υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών, με σκοπό την εξασφάλιση ακόμα υψηλότερων αμοιβών, απο την πλευρά των αναδόχων.

Το προαναφερθέν γεγονός μόνο ως υποκειμενική υπόθεση μπορεί να συμπεριληφθεί καθώς αφενός δεν υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία κι αφετέρου δεν εξηγεί το λόγο που οι ανάδοχοι δεν αποκομίζουν υψηλότερα κέρδη με την επιλογή μεγαλύτερων εμφανών διαφορών μεταξύ τιμής εισαγωγής και τιμής που επιστρέφεται στον εκδότη (spreads).

6.2 Υποτίμηση υπο συνθηκών ασύμμετρης πληροφόρησης

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, η πραγματική οικονομία, μόνο σε θεωρητική βάση μπορεί να ερμηνευθεί υπο το πλαίσιο της τέλειας πληροφόρησης.

Ο τρόπος λειτουργίας των αγορών χαρακτηρίζεται απο την ύπαρξη τεχνητών ή φυσικών ασυμμετριών πληροφόρησης μεταξύ των διαφόρων ομάδων συναλλαγής.

Ειδικεύοντας στα πλαίσια της μελέτης μας, η πλειοψηφία των θεωριών υποστηρίζει την ύπαρξη διαφορετικών επιπέδων πληροφόρησης μεταξύ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

των ομάδων που συμμετέχουν στη διαδικασία αρχικών δημόσιων προσφορών. Πιο συγκεκριμένα, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως ασυμμετρίες πληροφοριών είναι πιθανό να παρατηρηθούν μεταξύ **εκδότριας-αναδόχων**, **εκδότριας-επενδυτών,αναδόχων-επενδυτών** και **επενδυτών-επενδυτών.**

Ο διαταρακτικός όρος της ελλειπούς πληροφόρησης οδηγεί σε πιθανούς επιχειρηματικούς κλονισμούς στις σχέσεις μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων, επηρεάζοντας την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και διαμόρφωσης τιμών αγοράς-πώλησης σε επίπεδα διαφορετικά απο τα ορθολογικά και δίκαια.

Η παραπάνω παραδοχή ουσιαστικά λειτουργεί ως επεξήγηση της ύπαρξης του φαινομένου της αρχικής υπο-τιμολόγησης των νεο-εισηγμένων μετοχών.

6.2.1. Θεωρία Ασυμμετρίας εκδότου-αναδόχων

Πολλά άρθρα,μελέτες και μοντέλα έχουν αναπτυχθεί τα οποία εστιάζουν στην καταγραφή κι επεξήγηση της σύγκρουσης συμφερόντων που είναι πιθανό να αναπτυχθούν κατά τη συνεργασία εκδότου και αναδόχων εταιρειών.

Πρώτοι που ασχολήθηκαν με το εν λόγω ζήτημα είναι οι Baron & Homstrom (1980) και Baron (1982) καταγράφοντας πως ο βασικός στόχος του εκδότη συνοψίζεται στη μεγιστοποίηση των κερδών και την εξασφάλιση μεταβίβασης του συνόλου των τίτλων, κατά τη δημόσια τοποθέτηση.

Από την άλλη πλευρά, οι ανάδοχοι επιθυμούν να μειώσουν όσο δυνατόν το συνολικό κόστος προώθησης, διαφήμισης και πώλησης των τίτλων, αποσκοπώντας στη μεγιστοποίηση των αμοιβών τους.

Στο μοντέλο του, ο Baron (1982) αναπτύσσει τη συλλογιστική του στηριζόμενος στο δεδομένο της ύπαρξης συγκριτικού πλεονεκτήματος απο την πλευρά του αναδόχου. Άκρως λογικό καθώς κατέχει πολύ μεγαλύτερη εμπειρία και χρηματιστηριακές γνώσεις για τον τρόπο λειτουργίας των αγορών και τον τρόπο αποτίμησης της συνολικής αγοραίας αξίας της μετοχής που πρόκειται να δημοσιοποιηθεί, αφού πολύ απλά το συγκεκριμένο αποτελεί το αντικείμενο της εργασίας του. Στην «αντίπερα όχθη», ο εκδότης εξαρτάται ουσιαστικά απο τις υπηρεσίες ενος έμπειρου αναδόχου προκειμένου να ξεκινήσει να «τρέχει» τη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

διαδικασία δημόσιας προσφοράς. Ουσιαστικά, επαφίεται στις διαθέσεις των αναδόχων καθώς είναι πολύ δύσκολο έως αδύνατο να ελέγξει και διαπιστώσει εάν ο ανάδοχος θα λειτουργήσει με γνώμονα το κοινό τους συμφέρον ή όχι.

Ως αποτέλεσμα, ο Baron υποστηρίζει πως ο ανάδοχος χρησιμοποιεί την καλύτερη πληροφόρηση που διαθέτει, αποφασίζοντας, πρακτικά, μόνος του να προχωρήσει σε υπο-τιμολόγηση της μετοχής, βάζοντας το προσωπικό του συμφέρον πάνω απο το συμφέρον της εκδότριας.

Οριοθετόντας τη τιμή εισαγωγής σε χαμηλότερα επίπεδα, επιτυγχάνει απο τη μία να δημιουργήσει μία μετοχή που οι επενδυτές θα θελήσουν να επενδύσουν θεωρώντας οτι αποτελεί επενδυτική ευκαιρία. Αυτή η αυξημένη ζήτηση θα μειώσει στο ελάχιστο τον κίνδυνο αδιάθετων μετοχών (σημαντικό μέλημα για τον εκδότη) ενώ παράλληλα θα οδηγήσει σε μείωση του κόστους αναδοχής,όπου η διαφορά της απο το κόστος αναδοχής υπο συνθήκες τέλειας πληροφόρησης, αποτελεί μία «extra» αμοιβή, που προστίθεται στην «fixed» αμοιβή του αναδόχου.

Το μοντέλο υποδείγματος του Baron εξάγει το συμπέρασμα πως η εκδότρια εταιρεία είναι υποχρεωμένη να αποδεχτεί την ύπαρξη της συγκεκριμένης ασυμμετρίας καθώς κρίνεται αδύνατο το ενδεχόμενο να κατορθώσει να δημοσιοποιηθεί υπο την απουσία ανάδοχης εκπροσώπησης. Επιπρόσθετα, μέχρι ενός σημείου, η εσκεμμένη υποτίμηση απο την πλευρά των αναδόχων συνεπάγεται ασφάλεια κάλυψης των μετοχών κι επομένως αύξηση της πιθανότητας άντλησης των κεφαλαίων που απαιτούνται (σε χαμηλότερα επίπεδα βέβαια απο τα βέλτιστα δυνατά).

Το συγκεκριμένο μοντέλο έγινε αντικείμενο περαιτέρω μελέτης επι του ζητήματος της ασυμμετρης πληροφόρησης μεταξύ εκδότου-αναδόχου, δεχόμενο αρκετές αμφισβητήσεις σχετικά με την απόλυτη εφαρμογή κι εγκυρότητά του.

Ένα μέρος των επικριτών του Baron, αντιπροσωπεύουν οι Muscarella & Vetsuypens (1989), οι οποίοι προχώρησαν ένα βήμα παραπάνω το μοντέλο ειδικεύοντας ακόμα περισσότερο κι εστιάζοντας στην περίπτωση που τον ρόλο του εκδότη διαδραματίζει επενδυτική τράπεζα. Σε αυτή την περίπτωση η διαδικασία της αναδοχής γίνεται συνήθως απο την ίδια την τράπεζα που επιθυμεί να προσχωρήσει σε δημόσια προσφορά κι επομένως εξαλείφεται ο κίνδυνος ασυμμετρίας πληροφόρησης.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μέσω του δείγματός τους, απέδειξαν πως παρ'όλη την απουσία ασυμμετριών παρατηρήθηκαν σημαντικά θετικές αρχικές αποδόσεις και κατ'επέκταση υποτιμήσεις των τίτλων τους, αντικρούοντας έτσι τα συμπεράσματα του Baron.

6.2.2. Θεωρία ασυμμετρίας εκδότου-επενδυτών

Σύμφωνα με τους Beatty & Ritter (1986) και Allen & Faulhaber (1989), οι εκδότρια επιχείρηση κατέχει υψηλότερο επίπεδο πληροφόρησης σχετικά με την τρέχουσα και μελλοντική αξία των υπο πώληση μετοχών συγκριτικά με το επενδυτικό κοινό. Η ασυμμετρία αυτή, δημιουργεί σημαντικό πρόβλημα για τους επενδυτές στην προσπάθειά τους να διακρίνουν μεταξύ υπερτιμημένων και υποτιμημένων μετοχών, αυξάνοντας τον κίνδυνο επιλογής επένδυσης που είναι πιθανό να οδηγήσει σε ζημίες και απώλεια κεφαλαίου (δυσμενής επιλογή-Akerlof, 1970 "The Lemons Problem").

Σύμφωνα με τα λεγόμενα των Allen & Faulhaber (1989), οι επενδυτές έχουν την τάση να μεταφράζουν την αρχική υπο-τιμολόγηση μίας μετοχής ως θετικό ενδεχόμενο για την μελλοντική αύξηση της τιμής, αξιολογώντας την επένδυση στη συγκεκριμένη εταιρεία ως «καλή» επενδυτική ευκαιρία. Από την πλευρά του, ο εκδότης που διακατέχεται απο σιγουριά σχετικά με την θετική μελλοντική πορεία της, έχει το κίνητρο να υπο-τιμολογήσει τους τίτλους. Αυτό το κάνει κυρίως για δύο λόγους: Πρώτον, όπως αναφέρεται στο έργο του Ibboston (1975), οι εκδότριες εταιρείες προβλέπουν ότι έχουν τη δυνατότητα να ανακτήσουν τη «ζημία» απο την αρχική εισαγωγή σε χαμηλότερη τιμή, αποσκοπώντας σε μελλοντική επανένταξη στην αγορά με νέο ποσοστό τίτλων και σε υψηλότερη τιμή.

Κατά δεύτερον, με την υποτίμηση αποστέλουν θετική σήμανση (positive signaling) σχετικά με τα επίπεδα ποιότητας της, κερδίζοντας έτσι την εμπιστοσύνη των νέων πελατών και εξασφαλίζοντας επομένως υψηλότερα επίπεδα ζήτησης.

Με άλλα λόγια, στην περίπτωση που ο εκδότης κατέχει καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές, το ποσό των χρημάτων που έχουν απομείνει στο τραπέζι της διαπραγμάτευσης (money on the table) μέσω της υποτίμησης, μπορεί να ερμηνευθεί ως ένα θετικό σήμα υψηλότερης ποιότητας για την υφιστάμενη μετοχή (Welch, 1989, Allan & Faulhaber, 1989, Chemmanur, 1993).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Συνεχίζοντας, οι Beatty & Ritter (1986) και Booth & Smith (1989) και Carter & Alanaster (1990), επισημαίνουν πως ο εκδότης είναι υποχρεωμένος να απευθυνθεί στους κατάλληλους αναδόχους προκειμένου να εκμεταλλευτούν την υψηλότερη αξιοπιστία που διαθέτουν επι της διαδικασίας αποτίμησης και σήμανσης. Στα ίδια πλαίσια, οι ανάδοχοι δεν επιθυμούν να εμπλακούν σε περιπτώσεις υπερτιμημένων τίτλων, καθώς μία ενδεχόμενη επιχειρηματική αποτυχία κι εξαπάτηση των πελατών θα οδηγήσει σε κλονισμό της φήμης και υπόληψης που κατέχουν στην αγορά.Η υψηλής ποιότητας ανάδοχοι έχουν αποκτήσει την απαιτούμενη εμπειρία και γνώση ώστε να διακρίνουν μεταξύ ποιοτικών και μή εκδοτών, αμβλύνοντας το πρόβλημα της δυσμενούς επιχειρηματικής επιλογής.

6.2.3. Θεωρία ασυμμετρίας αναδόχων-επενδυτων

Η συγκεκριμένη κατηγορία ασυμμετρίας που παρατηρείται μεταξύ αναδόχων κι επενδυτών διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην pre-market περίοδο του I.P.O, επηρεάζοντας τη διαδικασία διαμόρφωσης του εύρους ορίων των τιμών εισαγωγής των τίτλων.

Μία πρώτη απόπειρα ανάλυσης της ασυμμετρίας αυτής, χρονολογείται το 1990 στις Η.Π.Α, όπου οι Benvenitse & Spindt υποθέτουν πως : 1) οι επενδυτές διαθέτουν πιο επαρκείς και χρήσιμες πληροφορίες συγκριτικά με τους αναδόχους και 2) οι πληροφορημένοι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να αποκαλύψουν αυτές τις ιδιωτικές γνώσεις τους προς τους αναδόχους.

Σύμφωνα με τον ρόλο των αναδόχων που αναλύθηκε ενδελεχότερα στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι ανάδοχοι, κατά το αρχικό στάδιο προώθησης και διαφήμισης της μετοχής που πρόκειται να δημοσιοποιηθεί, έρχονται σε άμεση επικοινωνία με ενδιαφερόμενους επιχειρηματίες, μεταβιβάζοντάς τους το ενημερωτικό δελτίο της Δήλωσης Εγγραφής. Σε αυτή την ανταλλαγή πληροφοριών, οι ανάδοχοι επιθυμούν να πείσουν τους επιχειρηματίες να τους γνωστοποιήσουν σημαντικές πληροφορίες προκειμένου να τις αξιολογήσουν και εν τέλει να τις ενσωματώσουν στα υποδείγματα πρόβλεψης αποτίμησης της αξίας της μετοχής.Έτσι, αυξάνουν την πιθανότητα να καταφέρουν να ορίσουν μία τιμή εισαγωγής η οποία θα διαφέρει ελάχιστα από την προσδωκόμενη τιμή της αγοράς. Ως αντάλλαγμα για την παροχή πληροφοριών, οι ανάδοχοι θα ανταμείψουν τους εν λόγω επενδυτές με συγκριτικά πλεονεκτήματα, διευκολύνσεις και προτεραιότητες που αφορούν το στάδιο διανομής των

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

μετοχών και προ-συμφωνώντας να προ-πωλήσουν τις προσφορές πριν ανοίξουν οι αγορές.

Με τον τρόπο αυτό, οι ανάδοχοι αναγκάζουν τους επενδυτές να είναι πολύ προσεκτικοί σχετικά με τη δημοσιοποίηση λανθασμένων ή παραπλανητικών πληροφοριών καθώς ελλοχεύει ο κίνδυνος να αποκλειστούν από μελλοντικές εγγραφές.

Οι Benvenitse & Spindt καταλήγουν στη διαπίστωση πως η εξήγηση της υποτίμησης θεωρείται ως άμεσο αποτέλεσμα της σχέσης αναδόχων-επενδυτών, συμπεραίνοντας πως παρατηρείται **θετική σχέση μεταξύ επιπέδου υποτίμησης και ποιότητας επενδυτικών πληροφοριών.**

Η συγκεκριμένη μελέτη εμβαθύνεται περαιτέρω από τους Benvenitse & Wilhelm (1990), οι οποίοι ενσωματώνουν την υπόθεση όπου ο ανάδοχος δεν κατέχει τον πλήρη έλεγχο επι της διαδικασίας μεταβίβασης των μετοχών[4] και την κατηγοριοποίηση των επενδυτών σε περισσότερο και λιγότερο συχνούς «παίχτες».[5]

Σχολιάζουν πως στη νέα υπόθεση, οι ανάδοχοι δεν έχουν τη δυνατότητα να πείσουν τους «συχνούς» επιχειρηματίες να τους δημοσιοποιήσουν τις πληροφορίες που έχουν στην κατοχή τους καθώς δεν μπορούν να τους εγγυηθούν πως θα τους ανταμείψουν ανάλογα κατά τη μεταβίβαση των μετοχών. Αυτό δημιουργεί σημαντικό πρόβλημα καθώς ο ανάδοχος είναι πλεον υποχρεωμένος να προχωρήσει σε ακόμα πιο σημαντικές υποτιμήσεις της τιμής εισαγωγής προκειμένου να απορροφήσει τον απαιτούμενο αριθμό επειχρηματιών.

Καταλήγοντας, οι Benvenitse & Wilhelm, διαπιστώνουν πως όσο μεγαλύτερος είναι ο εποπτικός και διαχειριστικός έλεγχος των αναδόχων σχετικά με την διαδικασία διάθεσης των μετοχών τόσο χαμηλότερο είναι το επίπεδο υποτίμησης που ενδείκνυται να παρατηρηθεί (**αρνητική σχέση ελέγχου-υποτίμησης**).

Συνεχίζοντας την έρευνα της βιβλιογραφίας που εστιάζουν στην ασυμμετρία αναδόχων-επενδυτών, οι Welch (1991) και Barry & Jennings (1993) καταπιάστηκαν με τις αρχικές αποδόσεις που πραγματοποιούνται κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης των υπο εξέταση νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο. Θεωρούν πως οι αρχικές διορθώσεις προς τα επάνω των τιμών αντικατοπτρίζουν τις αμοιβές των πληροφορημένων επενδυτών, οι οποίοι αρχίζουν να εξαργυρώνουν την πρόθεση διάχυσης πληροφοριών κατά την pre-market περίοδο.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

6.2.4. Θεωρία ασυμμετρίας μεταξύ επενδυτών

Ο Rock (1986) επιχείρησε να διαχωρίσει το σύνολο των επενδυτών σε δύο βασικές κατηγορίες, χρησιμοποιώντας ως κριτήριο το βαθμό πληροφόρησης που κατέχουν: 1) **πληροφορημένοι** και 2) μη **πληροφορημένοι**.

Το συγκριτικό πλεονέκτημα των πρώτων αποτελεί η δυνατότητά τους να διακρίνουν, σχετικά αποτελεσματικά, τις υπερτιμημένες απο τις υποτιμημένες νεο-εισερχόμενες μετοχές. Έχουν την τάση να επενδύουν αποκλειστικά τα κεφάλαιά τους σε μετοχές με τιμή αρχικής εισαγωγής μικρότερης της πραγματικής αξίας, αποφεύγοντας να δηλώσουν οποιαδήποτε ζήτηση για υπερτιμημένες μετοχές.

Αντιθέτως, οι επενδυτές με περιορισμένη πληροφόρηση εγγράφονται στο σύνολο των αρχικών δημόσιων προσφορών, συνεπώς διακατέχονται απο υψηλό κίνδυνο να εγγραφούν σε υπερτιμημένες μετοχές, σημειώνοντας ζημίες επι των επενδυτικών ποσών τους.

Σύμφωνα με τον Rock, η πιθανότητα εγγραφής ενός απληροφόρητου επενδυτή σε υπερτιμημένες μετοχές γίνεται ακόμα μεγαλύτερη εξ'αιτίας της φύσης λειτουργίας των διαδικασιών Ι.Ρ.Ο. Πιο συγκεκριμένα, όπως προαναφέραμε και στους τρόπους τιμολόγησης και τελικής διάθεσης των μετοχών, στην πλειοψηφία των αρχικών εγγραφών, η τελική μεταβίβαση των μετοχών πραγματοποιείται σε ορισμένη τιμή και ποσότητα. Αυτό το περιοριστικό όριο τιμής-προσφερόμενης ποσότητας συνεπάγεται πως οι μη πληροφορημένοι πελάτες είναι πιθανότερο να μην προλάβουν να δηλώσουν συμμετοχή σε συμφέρουσες επιχειρηματικές ευκαιρίες (υποτιμημένες μετοχές) καθώς έχουν σπεύσει ήδη οι πληροφορημένοι επενδυτές, προγενέστερα από αυτούς[6].

Η παραπάνω υπόθεση έχει ς άμεση απόρροια τον πιθανό αποκλεισμό των απληροφόρητων από την αγορά, αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο αβεβαιότητας άντλησης των απαραίτητων, για τον εκδότη, κεφαλαίων. Για την αντιμετώπιση της συγκεκριμένης αβεβαιότητας, οι ανάδοχες τράπεζες προχωρούν σε υποτίμηση των υπο πώληση μετοχών με άμεσους

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

στόχους: 1) την αποφυγή αποκλεισμού των μήη πληροφορημένων επειχειρηματιών από τις αγορές, 2) την τόνωση και αύξηση της συνολικής ζήτησης, ώστε να διασφαλίζεται η συνολική κάλυψη της έκδοσης, 3) τη διατήρηση και βελτίωση της επιχειρηματικής τους εικόνας καθώς από τη μία μεριά βοηθούν τους απληροφόρητους επενδυτές να καλύψουν μέρος των απωλειών από επενδύσεις σε «ζημιογόνες» μετοχές και συνάμα να επιβραβεύουν τους πληροφορημένους με θετικές αποδόσεις, ως αμοιβή για το συγκριτικό πλεονέκτημα που διαθέτουν.

Μία επιπλέον θεωρητική μελέτη που επιχείρησε να αναλύσει το φαινόμενο της ασυμμετρίας μεταξύ των επενδυτών αποτελεί η έρευνα του Welch (1992), ο οποίος βασίζεται στο δεδομένο της κατηγοριοποίησης των επενδυτών σε «καλούς» και «κακούς» (Rock 1986). Υποστηρίζει την υπόθεση πως τα επιχειρηματικά πεπραγμένα των πληροφορημένων επιχειρηματιών αποτελούν παράδειγμα προς μίμηση απο τους μη πληροφορημένους[7]. Στην πράξη, αυτό σημαίνει πως μία πιθανή εγγραφή ενός «καλού» επενδυτή σε μία αρχική προσφορά αποτελεί θετική σήμανση για τους «κακούς» επενδυτές ότι η συγκεκριμένη μετοχή είναι υποτιμημένη κι άρα αξίζει να επενδύσεις σε αυτήν.

Βασισμένοι στην υπόθεση του Welch, οι ανάδοχοι προωθούν την υποτίμηση της μετοχής με σκοπό να προσελκύσουν αρχικώς τους πληροφορημένους πελάτες κι «αλυσιδωτά» οι τελευταίοι να προσελκύσουν τους λιγότερο πληροφορημένους.

Πολλές στατιστικές μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί,αποδεικνύοντας την ορθότητα της υπόθεσης επιρροών του Welch. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί μία εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήθηκε το 2007 στην αναπτυσσόμενη αγορά της Προύσας της Μαλαισίας. Η συλλογή κι επεξεργασία των αριθμητικών δεδομένων πραγματοποιήθηκε από το Κέντρο Ερευνών της Μαλαισίας, με το δείγμα να αποτελείται από περίπου 1000 επενδυτές και η μεταβλητή ήταν ο βαθμός πληροφόρησης που διαθέτουν και οι πιθανές αντιδράσεις τους σε μία επενδυτική σήμανση από θεωρητικά καλά πληροφορημένους επιχειρηματίες. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές με χαμηλό επίπεδο επιχειρηματικής πληροφόρησης αντιστοιχούν στο ποσοστό του 91.35% κι επιπρόσθετα, οι επιχειρηματικές κινήσεις τους επι μίας συναλλαγής δημόσιας προσφοράς βασίζεται άμεσα σε σημάνσεις (signaling) που προέρχονται από «καλούς» επενδυτές.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Συνοψίζοντας, ο Welch επεξηγεί το φαινόμενο της υποτίμησης σαν μηχανισμό αντιμετώπισης του προβλήματος της συνολικής κάλυψης των τίτλων ενώ ο Rock θεωρεί την υποτίμηση ως την ενδεδειγμένη λύση για την αποφυγή αποκλεισμού των απληροφόρητων επενδυτών απο τις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

6

---

[1] Μερικές στατιστικές μελέτες επί του φαινομένου των αρχικών αποδόσεων εκτιμούν το "average first-day return" στο 16,4%, με το χρησιμοποιούμενο δείγμα να αποτελείται απο 8.668 I.P.O's που δημοσιοποιήθηκαν στην αγορά των Η.Π.Α. , κατά την περίοδο 1960-1987). Το συγκεκριμένο ποσοστό εκτιμήθηκε από τους Ibbotson (1975), Ritter (1984) και Sindelar & Ritter (1988). Τις συγκεκριμένες μελέτες, επί του ποσοστού του 16.4%, συνέχισαν να αναλύουν περαιτέρω κι άλλοι οικονομολόγοι, όπως: Miller & Reilly (1987),Tinic (1988), Manaster & Carter(1990).

[2]Οι Roger G. Ibbotson & Jeffrey J. Jaffe (1972) στην έρευνά τους: "HOT ISSUE" MARKETS-Securities & Exchange Comission (SEC)-Report on The Special Study of Security Markets, Roger G.Ibbotson (1975) και Tinic (1988) στηρίχτηκαν στις νομικές διατάξεις περί Νόμου Τίτλων στην αγορά των Η.Π.Α (Securities Act,1933), 2βάσει των οποίων,κάθε φυσικό και νομικό πρόσωπο που συμμετέχει στη διαδικασία προετοιμασίας και ολοκλήρωσης μίας δημόσιας προσφοράς μετοχών φέρει ξεχωριστή κι αδιαίρετη ευθύνη για πιθανές ζημίες που μπορεί να προκληθούν στα κεφάλαια των επενδυτών εξ'αιτίας της παροχής διαστρεβλομένων και λανθασμένων πληροφοριών.

[3]Keloharju (1993)-στατιστική έρευνα αρχικής υποτίμησης στις εταιρείες της Φινλανδίας, Leal, Hernandez & Aggarwal (1993)- εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη Λατινική Αμερική.

[4]Η συγκεκριμένη υπόθεση παρατηρείται κυρίως στις Ευρωπαικές αγορές (Ελληνικό Χρηματιστήριο Αξιών) .

[5]Οι συχνοί «παίχτες» αντιπροσωπεύουν την κατηγορία πληροφορημένων επενδυτών, σε αντίθεση με τους μή-πληροφορημένους (μή-συχνοί «παίχτες»).

[6]Το προαναφερθέν συναντάται στην οικονομική βιβλιογραφία με τον αγγλικό όρο "**winner's curse**"- "υπόθεση κακοτυχίας νικητού".

[7]Η υπόθεση που αναπτύσσει ο Welch αναφέρεται ώς "the cascade hypothesis" - "υπόθεση επιρροής", η οποία έχει υποστηριχθεί από διάφορες εμπειρικές έρευνες ανά τον κόσμο,παραθέτοντας παραπάνω το παράδειγμα της Μαλαισίας Chen, Hung & Wu,2002).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΥΠΟ-ΑΠΟΔΟΣΗ (LONG-RUN UNDERPERFORMANCE)

Εισαγωγή

Στο βραχυπρόθεσμο στάδιο, αναλύσαμε τις αρχικές θετικές αποδόσεις που πραγματοποιούν οι νεο-εισερχόμενες μετοχές στην χρηματιστηριακή αγορά, εστιάζοντας στις συνθήκες και λόγους εμφάνισης του συγκεκριμένου φαινομένου.

Μία επιπρόσθετη "ανωμαλία" που παρατηρείται στην αγορά των αρχικών δημόσιων προσφορών αποτελεί το φαινόμενο των μακροπρόθεσμων αρνητικών αποδόσεων.Ένα μεγάλο κομμάτι της βιβλιογραφίας καταλήγει στο συμπέρασμα πως οι εταιρείες που προσχωρούν στο I.P.O τείνουν να πραγματοποιούν αρνητικές αποδόσεις κατά το χρονικό διάστημα 1-5 χρόνων, μετά της εισαγωγής τους στην αγορά.

Παρακάτω παρατίθονται, κατά χρονολογική σειρά, ορισμένα θεωρητικά και στατιστικά στοιχεία από μελέτες ερευνητών που επιχείρησαν να αποδείξουν την ύπαρξη του συγκεκριμένου φαινομένου,εστιάζοντας κυρίως στις Αμερικάνικες αγορές, αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο.

.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

7.1 Έρευνες σε Αμερικάνικα I.P.O's

Πρώτος, ξεκίνησε την έρευνα ο Ibbotson (1975), ο οποίος επέλεξε ένα τυχαίο δείγμα από 120 αμερικάνικα I.P.O's, κατά την περίοδο 1960-1969, χρησιμοποιώντας μία μόνο προσφορά ανά μήνα, διαπιστώνοντας υπερβάλλουσες αποδόσεις στα I.P.O's, με ελάχιστη τιμή διάθεσης/μετοχή στα 3 δολλάρια. Κατέγραψε πως παρατηρήθηκαν κατά μέσο όρο, θετικές αποδόσεις τον πρώτο χρόνο, αρνητικές αποδόσεις απο τον δεύτερο έως και τέταρτο χρόνο ενώ το πέμπτο έτος αποτέλεσε μία μικρή διόρθωση πρός τα επάνω, μειώνοντας. σε ένα βαθμό,το επίπεδο των απωλειών των τριών προηγούμενων ετών. Γενικά, τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι προέρχονται απώλειες μέσα σε αυτά τα πέντε χρόνια, θεωρώντας την επένδυση σε τέτοιου είδους I.P.O's ως εξαιρετικά επικίνδυνη και ζημιογόνα.

Εδώ όμως πρέπει να τονίσουμε πως εξ'αιτίας της τυχαιότητας και του μικρού δείγματος, η έρευνα του Ibbotson δεν μπορεί να χαρακτηριστεί αντιπροσωπευτική των συνολικών συνθηκών της αγοράς κι επομένως οι παρατηρηθείσες απώλειες αποδόσεων δε μπορούν να χαρακτηριστούν ώς στατιστικά σημαντικές.

Μερικά χρόνια αργότερα, οι Stern & Bornstein (1985)[1], μελετώντας ένα δείγμα 1922 νεο-εισερχόμενων μετοχών με τιμή προσφοράς από 1 δολλάριο/μετοχή και πάνω, κατά τη δεκαετία 1975-1985, απέδειξαν ότι οι συνολικές απώλειες απο την χρονική στιγμή εισόδου του I.P.O μέχρι τη λήξη της υπο εξέταση περιόδου, έφτασαν, κατά μέσο όρο, στο 22%.

Τη μελέτη της μακροχρόνιας υπο-απόδοσης συνέχισε ο Ritter (1991) ο οποίος προχώρησε σε μία συγκριτική μελέτη των αποδόσεων νέων I.P.O's και ήδη εισηγμένων βιομηχανικών επιχειρήσεων στον δείκτη NASDAQ της Αμερικής. Πιο συγκεκριμένα, επέλεξε δύο δείγματα από 1526 εταιρείες απο κάθε κατηγορία, κατά την περίοδο 1975-1984, καταγράφοντας τις μέσες αποδόσεις που πραγματοποίησαν τα τρία πρώτα έτη. Παρατήρησε ότι ναι μεν δεν υπήρξαν αρνητικές αλλά θετικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις και στις δύο κατηγορίες αλλά τόνισε την τρομακτική διαφορά μεταξύ τους. Στην περίπτωση των πρώτων, οι αποδόσεις ανέρχονται στο 31.47%, ενώ παράλληλα οι βιομηχανικές εταιρείες κατέγραφαν σχεδόν διπλάσια κέρδη στην χρηματιστηριακή αγορά, με τις αποδόσεις τους να αγγίζουν το 61.86%.

Συνεχίζοντας την ίδια έρευνα, οι Ritter & Loughran (1995), μελετώντας τα ίδια δείγματα για αποδόσεις των πρώτων πέντε ετών αυτή τη φορά, εντόπισαν ακόμα μεγαλύτερες διαφορές στις αποδόσεις (16% - 66%, αντιστοίχως).

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ακριβώς στο ίδιο πλαίσιο με το προηγούμενο, ο Loughran (1993) εκτίμησε πως τα αποτελέσματα είναι κατά πολύ χειρότερα σε σχέση με τα αντίστοιχα του Ritter (1991), υποστηρίζοντας πως όσο πιο μακροπρόθεσμο είναι το πεδίο μελέτης τόσο χαμηλότερες/υψηλότερες είναι οι μακροπρόθεσμες θετικές/αρνητικές αποδόσεις των I.P.O's συγκριτικά με την πορεία των Χρηματιστηριακών δεικτών. Στο στατιστικό του υπόδειγμα, εξέτασε 3.552 νέες αρχικές δημόσιες εγγραφές της περιόδου 1967-1987 και διαπίστωσε πως τα πρώτα έξι χρόνια, η μέση συνολική απόδοσή τους έφτασε μόλις το 17.29%, ενώ ο δείκτης NASDAQ κατέγραφε κέρδη που αντιστοιχούσαν στο 76.23% επι της αξίας του.

Συνεχίζοντας, οι Later, Loughran & Ritter (1995), ασχολήθηκαν με τις αρχικές δημόσιες προσφορές, μεταξύ 1970-1990, εστιάζοντας στην κρίση που προέκυψε στην αγορά των I.P.O's. Οι μέσες αποδόσεις πενταετίας τους άγγιξαν το -40%, ενώ ταυτόχρονα οι Αμερικανικές επιχειρήσεις που λειτουργούσαν ήδη στην χώρα κατέγραφαν κέρδη που αντιστοιχούσαν στο +16%.

Παρόμοιες έρευνες με τα αντίστοιχα αποτελέσματα πραγματοποιήθηκαν κατά καιρούς στην Αμερική, καταλήγοντας στο ίδιο συμπέρασμα. Αυτό της μακροπρόθεσμης αρνητικής απόδοσης της αγοράς των IPO's (Stoll & curley, 1970, Stern, Richard & Bernstein, 1985, Aggarwal & Rivoli 1990, Servaes & Rajan, 1997, Bravo,Lerner & Gompers, 1999).[2]

7.2 Έρευνες σε I.P.O's εκτός Αμερικής

Όπως προαναφέραμε, η "ανωμαλία" των long-run underperformances των I.P.O's δεν εμφανίστηκε μόνο στην Αμερικάνικη αλλά και στις υπόλοιπες αγορές αρχικών δημόσιων προσφορών.

Παρακάτω παρατίθεται ένας ***ΠΙΝΑΚΑΣ***[6] που συνοψίζει ένα κομμάτι ερευνών που έλαβαν χώρα τα προηγούμενα χρόνια στις εξω-Αμερικάνικες αγορές κι αποδεικνύουν την ύπαρξη αρνητικών αποδόσεων.

ΕΡΕΥΝΑ	ΧΩΡΑ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ IPO's	LONG-RUN UNDERPERFORMANCE [3] 3 year return
Uhlir (1988)	Γερμανία	120- (1977-	**(-7.4%)** (+12.4%)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

		1987)	
Finn & Higham's (1988)	Αυστραλία	93-(1966-1978)	**(-6.52%)** (+11.9%)
Levis (1993)	Αγγλία	712- (1980-1988)	**(-8.1%)** (+14.1%)
Kunz & Aggarwal (1994)	Ελβετία	42-(1983-1989)	**(-6.1%)** (+35.8%)
Keloharju (1993)	Φινλανδία	124-(1983-1989)	**(-21.4%)** vs **+1.6%** of Market Index (+8.7%)
Aggarwal,Leal & Hernandez (1993)	Βραζιλία Χιλή Μεξικό	118-(1983-1990)	**(-47%)** (+78.5%) **(-23.7%)** (+16.3%) **(-19.6%)** (+33%)
Dawson (1987)	Χόνγκ-Κόνγκ Σιγκαπούρη Μαλαισία	278-(1978-1984)	**(-9.3%)** (+17.6%) **(-9.2%)** (+27%) **(+18.25%)** [5] (+80.3%)

7.3 Προσεγγίσεις του φαινομένου των μακροπρόθεσμων υπο-αποδόσεων

Οι περισσότερες έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα πως κατά τη διάρκεια των πρώτων 1-5 χρόνων διαπραγμάτευσης, οι αποδόσεις των I.P.O's δεν είναι οι πλέον ενθαρρυντικές και επιθυμητές. Οι τιμές αρχίζουν σιγά σιγά να υποχωρούν προς τα κάτω, διορθώνοντας τα πιθανά κέρδη που δημιουργήθηκαν από το φαινόμενο της αρχικής υποτίμησης των τίτλων. Οι μετοχές έχουν πλέον την τάση να μην συμπαρασύρονται από πιθανές θετικές εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς,

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ακολουθώντας, πολλές φορές, αντίθετη πορεία από τον γενικό δείκτη τιμών του εκάστοτε Χρηματιστηρίου.

Παρ'όλο που οι συγκεκριμένες έρευνες θεωρούνται παλιές και δεν κατορθώνουν να ενσωματώσουν τον συνολικό κίνδυνο της αγοράς εξ'αιτίας των περιορισμένων διαθέσιμων οικονομετρικών και στατιστικών μεθόδων και του περιορισμένου ιστορικού συναλλαγών, κατορθώνουν να πραγματοποιήσουν μία σχετικά αποτελεσματική σύγκριση μεταξύ των μετοχών που προέρχονται από I.P.O's και των υφιστάμενων αποθεμάτων στην αγορά.

Το βασικό συμπέρασμα που εξάγεται από κοινού είναι ότι οι αποδόσεις των αρχικών δημόσιων προσφορών χαρακτηρίζονται απο υψηλότερη μεταβλητότητα που συνεπάγεται μεγαλύτερος συστηματικός κίνδυνος για επένδυση πάνω σε αυτά.

Ορισμένες προσεγγίσεις μπορούν να εξαχθούν μέσα από τις μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Σύμφωνα με τα λεγόμενα του Ritter (1991), οι αρνητικές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων προσφορών για τα πέντε πρώτα χρόνια διαπραγμάτευσης μπορούν να ερμηνευθούν μέσω τριών προτάσεων:

1. εσφαλμένος υπολογισμός των μακροπρόθεσμων αποδόσεων λόγω λανθασμένης εκτίμησης του κινδύνου I.P.O
2. Το φαινόμενο του «συρμού»[7]
3. Αρνητικά αποτελέσματα ώς απόρροια «κακής τύχης» και «συμπτώσεων» στην αγορά

Από τις τρεις προτεινόμενες εξηγήσεις, ο Ritter θεωρεί ως την πλέον ενδεδειγμένη αυτή της επιρροής του φαινομένου του «συρμού» που παρατηρείται πολύ συχνά στις χρηματιστηριακές αγορές.

Σύμφωνα με τον Ritter, η έννοια της συγκεκριμένης συνθήκης αγοράς διαμορφώνεται από την πλευρά των επενδυτών (συνήθως αυτών που δε διαθέτουν την απαραίτητη χρηματιστηριακή κι επενδυτική γνώση και πληροφόρηση). Με απλά λόγια, οι επενδυτές χαρακτηρίζονται απο την τάση να προχωρούν σε επενδύσεις που θεωρούνται δημοφιλείς σε αυτούς, πιστεύοντας πως είναι υποτιμημένες, επηρεάζοντας με τη σειρά τους και άλλους επενδυτές προς αυτή την κατεύθυνση. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται πολύ μεγάλη πιθανότητα να αγοράσουν μετοχές υπερτιμημένες, πληρώνοντας τιμές εισαγωγής που δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία τους στην αγορά.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μόλις εισαχθεί μία τέτοια μετοχή προς διαπραγμάτευση και με το πέρας της αρχικής περιόδου των θετικών αποδόσεων, η λανθασμένη προς τα επάνω τιμή εισαγωγής θα αρχίσει να πέφτει σταδιακά μέχρις ότου ισορροπήσει κοντά στην πραγματική της αξία. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές σημειώνουν σημαντικές ζημίες, καθώς οι βραχυπρόθεσμες θετικές αποδόσεις που αποκόμησαν είναι πολύ μικρές, απορροφώντας ταυτόχρονα τις συνέπειες των μακροπρόθεσμων διορθώσεων των τιμών, πληρώνοντας ακριβά την αρχική υπερ-αισιοδοξία τους.

Με τη σειρά τους, οι Aggarwal & Rivoli (1990), χρησιμοποίησαν την έννοια του «συρμού», στην προσπάθειά τους να υποστηρίξουν την άποψη πως η νεο-εισερχόμενη μετοχή δεν υφίσταται ουσιαστική υποτίμηση. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζουν πως οι ανάδοχοι δεν αναπτύσσουν κίνητρα τεχνιτής υποτίμησης της μετοχής, αποτιμώντας την κατά δίκαιο τρόπο, σε επίπεδο που εναρμονίζεται με την πραγματική αξία της εταιρείας. Αντίθετα, θεωρούν τους επενδυτές ως άμεσους υπεύθυνους για την μακροπρόθεσμη αρνητική απόδοση. Η υπερ-αισιοδοξία τους για τη μελλοντική ανθηρή πορεία της μετοχής τους οδηγεί να την αγοράζουν σε υπερβάλλουσες τιμές που δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική της αξία.

Επιπρόσθετα, υποστηρίζουν πως μετά την εισαγωγή της μετοχής στο χρηματιστήριο και την λήξη της βραχυπρόθεσμης περιόδου θετικών αποδόσεων, ακολουθεί οριζόντια και απότομη μείωση της τιμής, ερχόμενοι σε αντίθεση με τον γενικό ισχυρισμό πως οι μετοχές υφίστανται συστηματική υποτίμηση.

Το φαινόμενο του «συρμού» τείνει να κάνει ακόμα πιο ευάλωτη την αγορά των I.P.O's στις εξής περιπτώσεις :

- Σύμφωνα με τους Ang & Schwartz (1985), οι μεγαλύτερες αποκλίσεις που παρατηρούνται στην αγορά των I.P.O's οφείλονται στο γεγονός πως κερδοσκοπικοί επενδυτές δείχνουν μεγαλύτερη προτίμηση για επενδύσεις σε νέες μετοχές, θεωρώντας πως θα αποκομίσουν μεγάλα και βραχυπρόθεσμα κέρδη (risk lover investors).
- Ο Camerer (1989) τονίζει πως αυτή η συμπεριφορά των επενδυτών διαδραματίζει σημαντικό ρόλο όταν συναντώνται δυσκολίες ως προς την ορθολογική και ακριβή εκτίμηση της πραγματικής αξίας της μετοχής.
- Ο Miller (1977) εξηγεί πως η ύπαρξη του φαινομένου του «συρμού» μπορεί να εξηγηθεί συμπεριφορικά από το γεγονός πως ο μέσος ενδιαφερόμενος αγοραστής χαρακτηρίζεται απο τη φύση

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

του υπερ-αισιόδοξος για νέες επενδυτικές προκλήσεις και πιθανά κέρδη.

Συνοψίζοντας, το σύνολο των μελετών αποδεικνύουν την ορθότητα της άποψης πως μετά τις θετικές αρχικές αποδόσεις ακολουθούν αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις για τις νεο-εισερχόμενες επιχειρήσεις, αντιπροσωπεύοντας την τάση των μετοχών να διορθώνουν πιθανές αρχικές λανθασμένες υπερτιμήσεις, πέφτωντας μέχρι το σημείο που η τιμή θα ισορροπήσει με τη πραγματική τιμή για την μετοχή.

Η επικρατέστερη εξήγηση του συγκεκριμένου φαινομένου αποτελεί το φαινόμενο του «συρμού», υποδεικνύοντας τη σημαντικότητα του ρόλου των λαναθασμένων και παραπλανητικών πληροφοριών και σημάνσεων των επενδυτών.

7

---

[1]Η συγκεκριμένη έρευνα παρατίθεται στο άρθρο " Why New Issues Are Loosy Investments" και δημοσιεύτηκε από το οικονομικό περιοδικό Forbes.[2] Όλες οι στατιστικές μελέτες πραγματοποιήθηκαν και βασίστηκαν πάνω σε δεδομένα από ipo's των Η.Π.Α που συγκρίνονταν με τις αντίστοιχες αποδόσεις του δείκτη NAZDAQ, ανάλογα της κάθε χρονικής περιόδου περιόδου που αναφέρονται. Τα αριθμητικά δεδομένα έχουν παρθεί από το Forbes magazine και την ηλεκτρονική βιβλιοθήκη JSTOR.[3]Στο σύνολο των μελετών παρατηρήθηκαν **θετικές βραχυχρόνιες** αποδόσεις πρίν καταλήξουν στα αποτελέσματα της μακροχρόνιας περιόδου. Αυτό αποδεικνύει την ύπαρξη του φαινομένου της αρχικής υπό-τιμολόγησης για τις αρχικές δημόσιες προσφορές, το οποίο προηγείται της μακροπρόθεσμης διόρθωσης προς τα κάτω. [4]Οι πραγματοποιηθείσες μέσες αρχικές αποδόσεις αναγράφονται στο πράσινο φόντο της 4^{ης} στήλης, ενώ οι προσαρμοσμένες (σημείο αναφοράς μας η 3ετία) μακροπρόθεσμες αποδόσεις στο κόκκινο φόντο της ίδιας στήλης.[5]Ο Dawson (1987) επισημαίνει στο άρθρο του πως το αποτέλεσμα της θετικής απόδοσης των I.P.O's στην περίπτωση της **Μαλαισίας** επεξηγείται από το γεγονός πως ο δείκτης που χρησιμοποίησε στη μελέτη του δεν είναι αντιπροσωπευτικός καθώς έχει αρκετά χαμηλή αξία καθώς δεν ήταν γενικός δείκτης αλλά **βιομηχανικός**. [6]Τα αριθμητικά δεδομένα που παρατίθονται στον ΠΙΝΑΚΑ έχουν παρθεί από αντίστοιχους πίνακες των ερευνητικών άρθρων των Loughran, Ritter & Rydqvist (1994). [7]Το φαινόμενο του «συρμού» παρατηρείται στη διεθνή βιβλιογραφία και με την ονομασία «υπερχείλιση φυσαλίδας»

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΣΤΟ Χ.Α.Α

Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας αρχικής δημόσιας εγγραφής, οι νεο-εισηγμένες μετοχές διαπραγματεύονται επι καθημερινής βάσεως στους κόλπους των Χρηματιστηρίων. Κατά την πρώτη ημέρα έναρξης των συναλλαγών, η μετοχή ξεκινά να διαπραγματεύεται με αφετηρία την αρχική τιμή εισαγωγής που διαμορφώθηκε μέσω του βιβλίου προσφορών, στην pre-market περίοδο. Με τη λήξη της καθημερινής διαπραγμάτευσης, το Χρηματιστήριο παύει τη διενέργεια συναλλαγών και ορίζεται η τιμή κλεισίματος, με την οποία θα συνεχίσει να διαπραγματεύεται την επόμενη χρηματιστηριακή ημέρα.

Έχοντας ώς δεδομένα λοιπόν τη τιμή ανοίγματος και τη τιμή κλεισίματος, μπορούμε να υπολογίσουμε το ποσοστό των αποδόσεων που επιτυγχάνει καθημερινά μία οποιαδήποτε μετοχή.

8.1 ΑΠΛΕΣ-ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Στη βιβλιογραφία, υπάρχουν δύο τρόποι υπολογισμού των αποδόσεων :

- ***ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ(RAW RETURNS)***:

$$R_1 = P_1 - P_0 / P_0 * 100$$

Όπου, R_1 = Η απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης

P_1 = Η τιμή κλεισίματος μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης

P_0 = Η αρχική τιμή εισαγωγής της μετοχής

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Τα βασικά σημεία αναφοράς που χρησιμοποιούμε όταν προσπαθούμε να μελετήσουμε τις αποδόσεις μιας νέας μετοχής είναι να υπολογίσουμε τις αποδόσεις που επιστρέφει μετά από: 1) Μία ημέρα διαπραγμάτευσης (R_0), 2) Ένα μήνα διαπραγμάτευσης(R_{23}), 3) Δύο μήνες διαπραγμάτευσης (R_{45}), 4) Ένα έτος διαπραγμάτευσης (R_{365}), 5) Δύο έτη διαπραγμάτευσης (R_{730}). [1]

Γιά τον υπολογισμό των προαναφερθέντων αποδόσεων (πλήν του R_0), αφαιρούμε από την τιμή κλεισίματος της ημέρας που μας ενδιαφέρει, την τιμή κλεισίματος της μετοχής μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Για παράδειγμα, έστω ότι μας ενδιαφέρει να υπολογίσουμε την απόδοση μίας μετοχής του χαρτοφυλακίου μας μετά από συνολικά δύο μήνες συναλλαγών:

Άρα,

$$R_{45} = P_{45} - P_1 / P_1 * 100$$

Αντιστοίχως, μπορούμε να υπολογίσουμε οποιαδήποτε απλή απόδοση μας ενδιαφέρει, ανά πάσα χρονική στιγμή.

- ***<u>ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (EXCESS OR ADJUSTED RETURNS):</u>***

Για τον υπολογισμό των επιπλέον αποδόσεων οφείλουμε να εκτιμήσουμε επιπρόσθετα την αντίστοιχη απόδοση της εκάστοτε χρηματιστηριακής αγοράς:

$$\mathbf{R_M} = INDEX_1 - INDEX_0 / INDEX_0 * 100$$

Όπου, R_M = Η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς

$INDEX_0$ = Η αξία του γενικού δείκτη και το σημείο αναφοράς των αποδόσεων

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

$INDEX_1$ = Η αξία του γενικού δείκτη με την λήξη της χρονικής στιγμής που μας ενδιαφέρει να εκτιμήσουμε.

Κατά τον υπολογισμό των μηνιαίων, διμήνων, τριμήνων, ετήσιων, διετών χρηματιστηριακών αποδόσεων χρησιμοποιούμε ως σημείο αναφοράς μας την ημέρα πρώτης διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Αφού υπολογίσουμε τις χρηματιστηριακές αποδόσεις κι εφόσον έχουμε πρώτα εκτιμήσει τις απλές αποδόσεις, το μόνο που έχουμε να κάνουμε είναι να βρούμε την διαφορά τους, προκειμένου να εκτιμήσουμε τις επιπλέον αποδόσεις.[2]

Άρα,

$$ER_1 = R_1 - R_M$$ [3]

[1] Παρατηρούμε ότι για τον υπολογισμό των αποδόσεων R_{23} και R_{45} χρησιμποποιούμε ώς δεδομένο τις εργάσιμες ημέρες κατά τις οποίες είναι ανοιχτό και το Χρηματιστήριο, ενώ αντίθετα για τον υπολογισμό των μακροχρόνιων αποδόσεων ενός και δύο ετών χρησιμοποιούμε ώς δεδομένο τις ημερολογιακές ημέρες R_{365} και R_{730} .

[2]Η συγκεκριμένη προσαρμογή πραγματοποιείται λόγω του ότι οι τιμές μίας μετοχής προσαρμόζονται βάσει των εξελίξεων εντός εταιρείας αλλά παράλληλα επηρεάζονται καθημερινά και από τις καθημερινές θετικές/αρνητικές συνθήκες που παρατηρούνται στην αγορά κι εκδηλώνονται μέσω αύξησης/μείωσης του γενικού δείκτη τιμών. Βασική υπόθεση που λαβάνει η βιβλιογραφία για την ολοκλήρωση της εν λογω προσμαρμογήε είναι ότι οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις ενσωματώνουν το κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής β τους(beta ratio). Ο συντελεστής β, αντικατοπτρίζει το βαθμό μεταβλητότητας μίας μετοχής σε σχέση με τη διακύμανση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου και υπολογίζεται από τον λόγο μεταβολής μίας μετοχής σε μία συγκεκριμένη περίοδο προς τη μεταβολή του γενικού δείκτη, κατά την ίδια περίοδο.

[3] Τύπος υπολογισμού επιπλέον απόδοσης $1^{ης}$ ημέρας διαπραγμάτευσης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

8.2ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ Ι.Ρ.Ο ΣΤΟ Χ.Α.Α (REVOIL)

Η εταιρεία Revoil είναι μία Ελληνική επιχείρηση εμπορίας καυσίμων η οποία δραστηριοποιείται στον κλάδο από την δεκαετία του 1980. Διαπραγματεύεται στο Χ.Α.Α από τις αρχές του 2004 και σήμερα η τιμή διαπραγμάτευσής της ανέρχεται στα 0.258 ευρώ/μετοχή.

Το 2002 αποφάσισε να ξεκινήσει τις διαδικασίες αρχικής δημόσιας προσφοράς προκειμένου να εισαχθεί στους κόλπους του Χρηματιστηρίου. Ακολουθώντας το ανοιχτό βιβλίο προσφορών κατόρθωσε, μέσω των τραπεζικών αναδόχων, να αποκτήσει την άδεια εισαγωγής και τελικώς να εισέλθει με τη τιμή ανοίγματος-εισαγωγής να διαμορφώνεται στα 1.67 ευρώ.

Στο σημείο αυτό, θα προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε εάν εμφανίστηκαν τα φαινόμενα του Ι.Ρ.Ο που αναλύθηκαν παραπάνω.[4]

Στη βραχυχρόνια περίοδο διαπραγμάτευσης, παρατηρείται πως η μετοχή παρουσίασε θετικές αποδόσεις, ξεκινώντας από το 1.67 και φτάνοντας στο 1.75 (02-11-2004 – 19-01-2004).

Εφαρμόζοντας τους τύπους των αποδόσεων, διαπιστώνουμε πως κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, η απλή απόδοση της μετοχής ανήλθε στο + 3.59% με την αντίστοιχη απόδοση στις 19-01 να ανέρχεται στο +1.156%.

Παρατηρούμε λοιπόν την ύπαρξη θετικών αρχικών αποδόσεων, που είναι πιθανό να αποτελεί αποτέλεσμα πιθανής αρχικής υπο-τιμολόγησης της μετοχής, με τους επενδυτές που επέλεξαν να επενδύσουν στη

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

συγκεκριμένη μετοχή να αποκομίζουν αυτά τα βραχυχρόνια κέρδη απο την άνοδο της τιμής.

Επιχειρώντας να εκτιμήσουμε τα αποτελέσματα του συγκεκριμένου τίτλου σε μακροπρόθεσμη βάση, παρατηρούμε ότι κατά τον πρώτο χρόνο διαπραγμάτευσης, παρουσιάζεται μία μεγάλη πτώση της τιμής η οποία στις 04-01-2005 φτάνει στα 1.19 ευρώ. Διαπιστώνουμε πως η απλή απόδοση ενός έτους ανέρχεται στο -31.21% , τον δεύτερο χρόνο (02-01-2006 με τιμή κλεισίματος τις 0.98 μονάδες) στο -17.64%, τον τρίτο χρόνο (κλείσιμο 02-01-2007 σε τιμή 1.81), παρατηρούνται σημαντικότατες διορθώσεις προς τα επάνω, με θετικές αποδόσεις που ανέρχονται στο +84.69% σε σχέση με το προηγούμενο έτος και συνολική απόδοση, με σημείο αναφοράς μας την τιμή κλεισίματος της πρώτης μέρας διαπραγμάτευσης (02-01-2004) +4.62%.

Συνεχίζοντας, με το πέρας του 4^{ου} έτους συναλλαγών, στις 02-01-2008, η τιμή κλεισίματος ανερχεται στο ύψος του 1.72 ευρώ, σημειώνοντας μικρές ζημίες. Συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, της τάξεως του – 4.97%.

Τέλος, με τη λήξη του 5^{ου} έτους, στις 02-01-2009, η τιμή της μετοχής έχει κατρακυλήσει στο επίπεδο του 0.61, καταγράφοντας συνολικές σημαντικές ζημίες που αγγίζουν το – 64.52%.

Συγκεντρώνοντας τα δεδομένα μας, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η μετοχή της Revoil ακολούθησε τις «ανωμαλίες» που διέπουν τις αγορές των αρχικών δημόσιων προσφορών. Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, πέτυχε ορισμένες θετικές αποδόσεις ενώ σε μακροπρόθεσμο (1-5 πρώτα έτη), παρατηρήθηκαν τα εξής : Στο πρώτο και δεύτερο έτος καταγράφονται σημαντικές αρνητικές αποδόσεις, το τρίτο έτος αποτελεί αφετηρία ανάκαμψης της μετοχής καθώς κατόρθωσε μέσα σε ένα χρόνο να καλύψει το σύνολο των ζημιών και να επιστρέψει σε τιμή διαπραγμάτευσης ίσης με την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης (1.72 ευρώ/μετοχή). Το τέταρτο έτος αποτέλεσε μία μικρή διόρθωση προς τα κάτω, όμως το πέμπτο έτος αποδείχθηκε καταστροφικό καθώς έφτασε στο σημείο να διαπραγματεύεται σχεδόν στο 1/3 της αρχικής τιμής, καταγράφοντας συνολικές αρνητικές αποδόσεις της τάξεως του -65%, περίπου.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε πως τα παραπάνω συμπεράσματα δε μπορούν να θεωρηθούν ώς αντιπροσωπευτικά εάν δε λάβουμε υπ'όψην μας τη συνολική πορεία του γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α.Α

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

καθώς επίσης και τις αντίστοιχες αποδόσεις που πέτυχε ο κλάδος δραστηριοποίησης της εταιρείας, κατά την περίοδο που μελετήσαμε (2004-2008).

Σε ό,τι αφορά το Γενικό Δείκτη Τιμών, η συγκεκριμένη περίοδος χαρακτηρίστηκε από άκρως σημαντική άνθηση κατορθώνοντας να φτάσει από τα επίπεδα των 2313 μονάδων (2004) στα επίπεδα των 5207 μονάδων (2008). Αυτό ερμηνεύεται πως η νεό-εισερχόμενη επιχείρηση δεν επηρεάστηκε θετικά από τις πολύ ευνοικές συνθήκες της αγοράς που παρατηρήθηκαν την αμέσως προηγούμενη περίοδο από την έναρξη της τρέχουσας κρίσης και δεν συμπαρασύρθηκε πρός τα επάνω. Αντιθέτως, σημείωσε σημαντικές ζημίες, επιβεβαιώνοντας τις ανωμαλίες της μακροπρόθεσμης απόδοσης που χαρακτηρίζουν τις πρόσφατα δημοσιοποιημένες εταιρείες. Επομένως,εύκολα μπορούμε να διαπιστώσουμε πως οι επιπλέον αποδόσεις θα είναι ακόμα περισσότερο αρνητικές, καθώς ο Γενικός Δείκτης υπερδιπλασίασε την αξία του σε αυτό το διάστημα.

Στο τελευταίο μέρος, ακολουθώντας τη συλλογιστική του Ritter (1991) καθώς και των υπόλοιπων μελετητών που ασχολήθηκαν με το ζήτημα των I.P.O's, όπως καταγράψαμε σε προηγούμενα κεφάλαια, θα επιχειρήσουμε να συγκρίνουμε τις αποδόσεις της νεό-εισερχόμενης μετοχής (Revoil) με τις αντίστοιχες αποδόσεις μίας ήδη εισηγμένης μετοχής (Motor Oil, εισαγωγή το 2001).

[9]Οι τιμές κλεισίματος και οι αντίστοιχες απλές αποδόσεις της Motor Oil κατά τις χρονικές στιγμές που μας ενδιαφέρουν, σε σύγκριση με της Revoil είναι οι παρακάτω:

ΧΡΟΝΙΚΗ ΒΑΣΗ ΑΝΑΦΟΡΑΣ	REVOIL	MOTOR OIL	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ MOTOR OIL
02-01-2004	1.73	6.46	+46.9%
04-01-2005	1.19	9.47	+98.73%
02-01-2006	0.98	18.82	-1.38%

[4]Τα αριθμητικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν (data) πάρθηκαν από την επίσημη σελίδα της Revoil και από ιστορικά δεδομένα των: www.capital.gr www.euro2day.gr www.Naftemporiki.gr

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

02-01-2007	1.81	18.56	-17.83%
02-01-2008	1.72	15.25	-52.65%
02-01-2009	0.61	7.22	

Τον πρώτο χρόνο, η ήδη εισηγμένη μετοχή πραγματοποιεί αύξηση +46.9% ενώ η Revoil ζημίες -31.21%. Τον δεύτερο, +98.73% έναντι – 17.64%, τον τρίτο, -1.38% έναντι + 84.69%, τον τέταρτο -17.83% έναντι – 4.97% και τον πέμπτο -52.65% έναντι -64.52%.

Διαχρονικά, μέσα στην πενταετία, η Revoil πέτυχε αρνητικές αποδόσεις της τάξεως του -65% σε αντίθεση με την Motor Oil η οποία σημείωσε θετικές αποδόσεις, αυξάνοντας τη τιμή διαπραγμάτευσής της κατά 11.76%.

Συνοψίζοντας, η περίπτωση αρχικής δημόσιας προσφοράς της υπό εξέταση εταιρείας αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα των «ανωμαλιών» που προκύπτουν από τη συγκεκριμένη διαδικασία.

Τονίζουμε όμως πώς δεν αποτελεί μία αντιπροσωπευτική ένδειξη, καθώς το δείγμα μας κρίνεται πολύ μικρό και δεν ενσωματώνει τους συνολικούς κινδύνους της αγοράς.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1) Affleck-Graves, J., Miller R.E., (1989), "Regulatory and Procedual Effects on the Underpricing of Initial Public Offerings", The Journal of Financial Research Vol.12, pp. 193-202

2) Aggarwal, R., Leal, Hernandez L., (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", Financial Management Vol.22, (Spring), pp. 42-53

3) Aggarwal, R., Rivoli, P., (1990), "Fads in the Initial Public Offering Market?" Financial Management Vol.19, (Winter), pp. 45-57

4) Akerlof, George. A., "The Market for «Lemons»" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No.3. (Aug., 1970), pp. 488-500

5) Allen, F., Faulhaber, G.R., (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market", Journal of Financial Economics Vol. 23, (Aug.), pp. 303-323

6) Ang, J., & Schwarz, T., (1985), "Risk Aversion and Information structure: an experimental study of price variability in the securities market", Journal of Finance, Vol.40, pp.844-924

7) Arrow, J., Kenneth, (1965), "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", Vol. LIII, No. 5, pp. 835-850

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

8) Baron, D.P. & Homstrom, B., (1980), "The investment banking contract for new issues and the asymmetric information: delegation and the incentive problem", The Journal of Finance, vol XXV, pp. 1115-1138

9) Balvers, Mc Donald & Miller, (1988), Beatty, R.P., (1989), Beatty, R.P., & Welch, R. (1996), "Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering?" pp. 23-28

10) Baron, D.P., (1982), "A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues", Journal of Finance, vol.37, pp .955-976

11) Barry, C.B., & Jennings R.H., (1993), "The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock", Financial Management Vol.22, (Spring), pp. 54-63

12) Beatty, R.P., & Ritter, G.R., (1986), "Investement Banking, Reputation and Underpricing of Initial Public Offerings", Journal of Financial Economics, Vol.15, pp. 213-322

13) Beim, D., & Calomoiris, C., (2001), "Emerging Financial Markets, London" pp. 25

14) Benveniste, L.M., & Spindt P.A., (1989), "How Investement Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", Journal of Financial Economis, Vol.24 pp. 231-250

15) Benveniste, L.M., & Wilhelm, W.J., (1990), "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments", Journal of Financial Economics, Vol.27, pp. 173-207

16) Benveniste, L.M., & Busaba, W.Y., (1997), "Book-building vs Fixed-price, an analysis of competing strategies for marketing IPO's", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 32, pp. 383-403

17) Bernanke, Ben, and Mark Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", American Economic Review 79:1 (March), pp. 14-31

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

18) Bond, E., (1982), "A Direct Test of the «Lemons» Problem: The Market for Used Pick-up Trucks", Vol.72, issue 4, pp. 836-40

19) Booth, J.R., & Smith, R.L., (1989), "Capital Raising, Underpricing and Certification Hypothesis', Journal of Financial Economics, Vol. 15, pp. 261-281

20) Brennan, M. & Franks, J., (1997), "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK", Journal of Financial Economics, vol.45, pp. 391-413

21) Bolton, P., & Von Thadden, E.L., (1998), "Blocks, Liquidity and Corporate Control", The journal of Finance, Vol.53, No.1, pp. 1-25

22) Burgstaller, J., (2008), "When and Why Do Austrian Companies Issue Share"?

23) Braun, L., Gompers, P.A., & Lerner J., (1999), "Myth or reality? The Long-run underperformance of initial public offerings": Evidence from venture and nonventure capital-backed companies, Journal of Finance, Vol.52, pp. 1791-1821.

24) Carter, R., & Manaster, S., (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", Journal of Finance, Vol.45, pp. 1045-68

25) Chaterjee, K., & Samuelson, W., (1983), "Bargaining under Incomplete Information", Operations Research, Vol. 31, No. 5 (Sep. - Oct., 1983), pp. 835-851

26) Chemmanur, T.H., (1993), "The Pricing of Initial Public Offerings:A Dynamic Model with Information Production", The Journal of Finance, Vol. 48, pp. 285-304

27) Chen, H.C., Riiter J.R., (2000), "The Seven Percent Solution" pp. 1105-1131

28) Corwin, A.S., & Scultz, P., (2003), "A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily High and Low Prices", *Journal of Finance,* 2012, Vol. 67(2), pp. 719-759.

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

29) Cho, K., & Kreps M.K., (1987), "Signaling Games and Stable Equilibrium", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 102, No. 2, (May, 1987), pp. 179-221

30) Chowdhry, B., Sherman, A., (1996), "International Differences in Oversubscription and Underpricing of IPO's", Journal of Corporate Finance, Vol. 2, pp. 359-381

31) Dawson, S.M., (1987), "Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offerings: Hong Kong, Singapore, Malaysia 1978-1984", Journal of Business Finance and Accounting, Spring, pp. 65-76

32) Dembe, L., Boden, A.E., (2000) "Moral Hazard: A Question of Morality"? , Journal of Finance, pp. 84

33) Derrien, F., & Womack, K. (2003), "Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets", The Review of Financial Studies, Vol. 16 No. 1, pp. 31-61.

34) Dow, J., & Gorton, G., (1997), "Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection"? , The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997. (Jul., 1997), pp. 1087-1129.

35) Drake, P.D., & Vetsuypens, M.R., (1993), "IPO Underpricing: Insurance against Legal Liability"? , Financial Management, Vol. 22, pp. 64-73

36) Draho, J. (2009), "The IPO Decision": Why and How Companies Go Public

37) Eisenhardt, K.M., (1985), "Control: Organizational and Economic Approaches," Management Science, Vol. 31, pp. 134-149

38) Ernst & Young, (2010), "EY's Guide to Going Public" pp. 1-36

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

39) Finn, F.J., & Higham R.,, (1988), "The performance of unseasoned new equity issues-cum-stock exchange listings in Australia", Journal of Banking and Finance, Vol.12, pp. 333-351

40) Fisher P., (1987), "The Greatest Investors"

41) Goldsmith, Raymond W., (1969), "Financial structure and development", New Haven, CT: Yale University Press.

42) Grossman, S., & Hart O., (1983), "An analysis of the principal-agent problem", Econometrica, Vol.51, pp. 7-45

43) Habib, M.A., & Ljungqvist A., (1998), "Underpricing & IPO Proceeds", A Note, Econimics Letters, Vol.61, pp. 381-383

44) Hansen, R.G., (1987), "A Theory for the Choice of Exchange Medium in the Market for Corporate Control", Journal of Business, Vol. 60, pp. 75-95.

45) He, P. (2007), "A Theory of IPO Waves", University of Illinois at Chicago

46) Holmstrom, B., & Tirole, J., (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", The Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4 (Aug., 1993), pp. 678-709

47) Ibbotson, R.G., (1975), "Price performance of Common Stock New Issues", Journal of Financial Economics, Vol.2, pp. 235-272

48) Ibbotson, R.G., & Jaffe, F.J., (1975), "Hot Issue Markets-Securities and Exchange Commission-(SEC)", The Journal of Finance, Vol. 30, No.4, pp.1027-1042

49) Ibbotson. R.G., J., Sindelar, and J., Ritter, (1988), "Initial Public Offerings", Journal of Applied Corporate Finance, Vol.1, pp. 37-45

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

50) Jagannathan, R., & Sherman, A.E., (2007), "Why Have IPO Auctions Failed the Market Test?, Unpublished paper

51) Jensen, M.C., (1986), "The Agency Cost of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, Vol.76, No.2, pp. 323–329

52) Jensen, M., and Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.3, pp. 305-360

53) Jenkinson, T., & Ljungqvist, A., (2001), "Going Public-The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance-Second Edition"

54) Jenkinson, T., & Ljungqvist, A., & Wilhelm, W.J.JR., (2003), "Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of U.S Banks and U.S Investors", The Review of Financial Studies, Vol.16, pp. 63-99

55) Keloharju, M., (1993), "The Winner's Curse, Legal Liability and The Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Filand", Journal of Financial Economics, Vol.34, pp. 251-277

56) Krugman, P., (2002), "Moral Hazard Definition", Policonomics

57) Kunz, R.M., & Aggarwal, R., (1994), "Why Initial Public Offerings Are Underpriced: Evidence from Switzerland", Journal of Banking and Finance, Vol.18, pp. 703-23

58) Latham, S., & Braun, M. (2010), "To IPO or Not to IPO: Risks, Uncertainty and the Decision to Go Public", British Journal of Management, Vol.21(3), pp. 666-683

59) Levis, M., (1993), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Exprerience 1980-1988", Financial Management, Vol.22, pp. 28-41

60) Leland, H.E., (1979), "Quacks, Lemons and Licensing: A Theory of Minimum Quality Standards", J.P.E, Vol. 87 pp. 1328-1346

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

61) Leland, H.E., and Pyle, D., (1977), "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", Journal of Finance, Vol. 32, pp. 371-387

62) Logue, D., (1973), "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969", Journal of Financial and Quantitative Analysis, pp. 91-103

63) Loughran, T., Ritter J.R. & Rydqvist, K., (1994), "Initial public offerings: international insights", Pacific Basin Finance Journal, Vol.2, pp. 165-199

64) Lowry, M., (2003), "Why Does IPO Volume Fluctuate? ", Journal of Finance Economics, Vol. 67, pp. 3-40

65) Mattsson, J., (2002), "Information asymmetry, market signaling and high-tech start-up financing", referenced on 16.1.2003, URL http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses_and_schedules/Isib/TU-91.167/Seminar_papers/Mattsson_Juha_final.pdf

66) Mayer, M., (1988), "Moral Hazard, Bank Supervision and Risk-Based Capital Requirements", Vo.49, pp. 1365-1396

67) Miller, E.M. (1977), "Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion.",Journal of Finance, Vol. 32(4), pp. 1151-1168

68) Miller, E.R., & Reilly, F.K., (1989), "An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings", Financial Management, Vol.16, pp. 33-38

69) Muscarella, C.J., & Vetsuypens, M.R., (1989), "A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing", Journa of Financial Economics, Vol.24, pp. 125-136

70) Myers, S.C., and Majluf N., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, Vol.13, pp. 187-221

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

71) Ritter, J.R., (1984), "The hot issue market of 1980", Journal of Business, vol.57, pp. 215-240

72) Ritter, J.R., (1991), "The long-run performance of initial public offerings", Journal of Finance, vol.46, pp. 3-28

73) Ritter, J.R., & Welch I., (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations," Journal of Finance, Vol. 57, pp. 1795-1828

74) Ritter, J.R., & Loughran, T., (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", Review of Financial Studies, Vol. 15, pp. 413-443

75) Rock, K., (1986), "Why New Issues Are Underpriced", Journal of Financial Economics, Vol.15, pp. 187-212

76) Rothchild, M., & Stiglitz, J., (1976), "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", The *Quarterly Journal of Economics*, Vol.90, No.4, pp. 629-649 –"The Theory of Screening: Education and the Distribution of Income", Vol. 90, pp. 580-622

77) Sherman, A.E., (2002), "Global Trends in IPO Methods: Book-building vs Auctions, Working Paper, University of Notre Dame

78) Sherman, A.E., (2000), "IPO's and Long-Term Relationships: An Advantage of Book Building", Review of Financial Studies, Vol. 13, pp. 697–714

79) Sherman, A.E., Titman, S., (2002), "Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information. Journal of Financial Economics, Vol. 65, pp. 3–29

80) Servaes, H., & Rajan, R., (1997), "Analyst Following of Initial Public Offerings", The Journal of Finance, Vol. 52, pp. 507-529

81) Shaw, E., (1973), "Financial Deepening in Economic Development", (New York 1973)

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

82) Smith, A.,(1776), "An Inquiry into the Nature and Cuases of the Wealth of Nations", W. Strahan & T. Cadell

83) Spence, M., (1973), "Job Market Signaling", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3, pp. 355-374

84) Stern, R. L., & Bernstein, P., (1985), "Why New Isues Are Lousy Investments", Forbes, Vol. 136, pp. 152-190

85) Stiglitz, J.E., & Weiss, A., (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol.71 (3)

86) Stiglitz, J.E., & Weiss, A.,(1988), "Banks as Social Accounts and Screening Devices for the Allocation of Credits", NBER Working Paper, No. 2

87) Stiglitz, J.E., (1982), "Information and Capital Markets", in W.F. Sharpe and C. Cootner, eds. Financial Economics: Essay in Honor of Paul Cootner, Prentice Hall, pp. 118-158

88) Stoll, H. R., & Curley, A. J., (1970), "Small Business and the New Issues Market for Equities", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 5(3), pp. 309-322

89) Tinic, S., (1988), "Anatomy of initial public offerings of common stock", Journal of Finance, vol.43, pp.789-882

90) Tirole, J., (2005), "The Theory of Corporate Finance", Issue 6: Corporate Finance Under Asymmetric Information, pp. 237-247

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

91) Uhlir, H., (1989), "Going Public in F.R.G in A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets", R.M Guimaraes, B. Kingsman, and S. Taylor (eds.) New York, Springer-Verlag, pp. 369-393

92) Welch, I., (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings", Journal of Finance, Vol.44, pp. 421-49

93) Welch, I., (1991), "An Empirical Examination of Models of Contract Choice in Initial Public Offerings", Journal of Finance and Quantitative Analysis, Vol.26, pp. 497-518

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

1) www.capital.gr
2) www.euro2day.gr
3) www.jstor.org
4) www.naftemporiki.gr
5) www.nbg.gr
6) www.alphabank.gr
7) www.eurobank.gr
8) www.piraeusbank.gr/el/idiwtes
9) www.atticabank.gr

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

- Α.Δ.Ε= Αρχική Δημόσια Εγγραφή
- Ε.Κ = Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- Χ.Α.Α. = Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- I.P.O = Initial Public Offering
- Ε.Δ = Ενημερωτικό Δελτίο
- Δ.Ε = Δήλωση Εγγραφής
- Τ.Χ.Σ.= Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
- Ε.Τ.Ε = Εθνική Τράπεζα Ελλάδος
- Γ.Δ. = Γενικός Δείκτης

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- S.P.O = Secondary Public Offering
- ΑΛΦΑ = ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ
- Α.Τ.Τ = ΑΤΤΙΚΑ ΤΡΑΠΕΖΑ
- ΠΕΙΡ = ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ
- ΕΥΡΩΒΕ = ΓΙΟΥΡΟΜΠΑΝΚ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ


ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ