ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΕΙΜΕΝΟΥ ΣΤΙΣ ΝΕΟΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΤΙΟ ΤΟΥ NYSE ΚΑΙ NASDAQ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2007-2010

ΒΛΑΣΙΟΣ ΜΠΡΙΝΙΑΣ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2018}




ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Εγκρίνουμε την εργασία του
ΜΠΡΙΝΙΑ ΒΛΑΣΙΟΥ

ΛΕΛΕΔΑΚΗ ΓΕΩΡΓΙΟ .....

ΡΟΜΠΟΛΗ ΛΕΩΝΙΔΑ .....

ΕΠΙΣΚΟΠΟ ΑΘΑΝΑΣΙΟ .....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΒΛΑΣΙΟΣ ΜΠΡΙΝΙΑΣ .....

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες 9

Περίληψη 11

Κεφάλαιο 1:Εισαγωγή 13

1.1.Τι είναι η τεχνολογία της χρηματοοικονομικής (FinTech- Financial Technology) 13

1.2.Εφαρμογή και Επιχειρηματικότητα 13

1.3. Ύπαρξη και δημιουργία 13

1.4.THE FINTECH OPPURTUNITY 14

1.4.1 Εφαρμογή και Προκλήσεις 14

Κεφάλαιο 2 : Επισκόπηση Βιβλιογραφίας 17

2.1 Ο Ρόλος του FinTech 17

2.2 Η έννοια του IPO (Initial Public Offers) 17

Κεφάλαιο 3:IPOs 23

3.1.Πώς αποτιμούνται τα IPOs. 23

3.2. Ο ρόλος της εταιρείας 23

3.3.Η απαιτούμενη διαδικασία μιας επιχείρησης 24

3.4 Διαδικασίες που απατούνται για έγκριση της έκδοσης IPO 24

3.5. Πως επηρεάζει η πληροφορία την τιμή της μετοχής 26

3.6 Bookbuilding (Διαδικασία δημιουργίας Βιβλίου προσφορών) 27

3.7. The Ipo Pricing Process (Διαδικασία Αποτιμησης ενός Ipo) 28

3.7.1. Βήματα Αποτίμησης ενός IPO 28

3.7.2 Η Υποτίμηση ενός IPO 29

3.7.3 Ο ρόλος των υπολοίπων στον επηρεασμό της τιμής του IPO 29

3.8 Το Επίπεδο της Υποτίμησης 29

3.9 Κίνδυνος Διαφορών ή Δικαστικός :Litigation risk 33

3.10.Κινητρά ενημέρωσης 35

3.11 Textual Analysis 36

3.12. Πληροφοριακό περιεχόμενο, δομή κειμένου, αναγνωσιμότητα (Information Content, Document Structure, Readability) 39

3.12.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο 39

3.13 Μέγεθος της εταιρείας IPO 41

*Κεφάλαιο 4:*Ανάλυση Δεδομένων και Μεθοδολογία 47

4.1.Χαρακτηριστικά των Οικονομετρικών Δεομένων 47

4.1.1.Τελική Τιμή σε σχέση με το εύρος τιμών 47

4.1.2 Υπερκάλυψη – Απόδοση 49
4.1.3.Παρατηρήσεις Ερευνητών για την εισαγωγή IPOs 50
4.2 Πρωταρχική Φάση της μετοχής IPO (S-1) 51
4.2.1.Η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων. (OLS)-Εφαρμογή στο Δείγμα. 52
4.4 Εμπειρική Ανάλυση 54
4.4.1 Μεταβλητή Υ στο οικονομετρικό Μοντέλο 54
4.4.2Συνοπτικά οι Μεταβλητές του Μοντέλου Παλινδρόμησης 55
4.4.3 Περιγραφικά Στατιστικά Δεδομένων. 55
4.5 Μεθολογία 56
4.6 Συμπέρασμα 60
Βιβλιογραφία 63

Ευχαριστίες

Η διπλωματική αυτή εργασία, έγινε στα πλαίσια του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, με στόχο την περάτωση των σπουδών συνοψίζοντας την γνώση που παρείχε το πρόγραμμα στους φοιτητές. Ευχαριστώ θερμά τον καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών και επιβλέποντα της εργασίας μου κ.Γεώργιο Λελεδάκη για τις πολύτιμες συμβουλές του, την ευγενική και ουσιαστική του καθοδήγηση του, καθώς επίσης και τους υπόλοιπους καθηγητές για τις γνώσεις που μας πρόσφεραν καθ'όλη την διάρκεια του προγράμματος όπως επίσης και το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών που παρά τις δυσκολίες των καιρών μας προσφέρει τα απαραίτητα εργαλεία για μια σωστή έρευνα μεταπτυχιακού επιπέδου.

Στόχος της εργασίας αυτής είναι να μπορέσει να αναλύσει πως το textual analysis μια από τις λειτουργιές του Fintech επηρεάζουν την απόδοση των IPOs μετά την πρώτη εγγραφή τους στο χρηματιστήριο και κυρίως στοχεύοντας την 4ετια της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε 2007-2011 η οποία του έδωσε το έναυσμα και μεγαλύτερη επιτάχυνση.

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο να αναλύσει πως ένα ενημερωτικό φυλλάδιο-δελτίο μπορεί να επηρεάσει έναν αναγνώστη – πιθανό επενδυτή με τη χρήση μόνο μερικών λέξεων, ορισμένες από αυτές προκαλούν θετική διάθεση και άλλες αρνητική.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά στο τι είναι η νέα τεχνολογία των χρηματοοικονομικών (fintech) που έχει αναδειχθεί κυρίως μέσα στην οικονομική κρίση και μια από της λειτουργίες της είναι η ανάλυση το κειμένου (textual analysis) βασικό θέμα αυτής της εργασίας.
Το κεφάλαιο δύο είναι αφιερωμένο στη βιβλιογραφική επισκόπηση και την παρουσίαση της βιβλιογραφίας που χρησιμοποιήθηκε στην εξέλιξη της έρευνας.
Στο κεφάλαιο τρία αναλύονται οι τρόποι λειτουργίας μιας μετοχής που πρόκειται να εισέρθει άμεσα στο χρηματιστήριο (IPO), το μέσο αποτίμησης με τη βοήθεια των εκδοτών (underwriter). Παράλληλα, διερευνάται τόσο η διαδικασία με την οποία οι εκδότες δύνανται να επηρεάσουν τα ενημερωτικά δελτία που εκδίδουν, όσο και η πληροφορία που παρέχεται δημόσια καθώς και αυτή που συλλέγεται από τις αντιδράσεις και των επενδυτών κατά την διάρκεια της πρώτης προσφοράς (bookbuilding). Εν συνεχεία, παρουσιάζεται η διαδικασία της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) και η επίδρασή της στην χρηματοοικονομική επιστήμη.
Στο τέταρτο κεφάλαιο πραγματοποιείται εμπειρική ανάλυση με στόχο να εξετάσει την επίδραση του συναισθήματος που προκαλούν οι λέξεις, οι οποίες χρησιμοποιούνται στα ενημερωτικά δελτία και ενδέχεται να επηρεάσουν είτε αρνητικά είτε θετικά την ψυχολογία του επικείμενου επενδυτή.

Κεφάλαιο 1:Εισαγωγή

1.1.Τι είναι η τεχνολογία της χρηματοοικονομικής (FinTech-Financial Technology)

Η τεχνολογία της χρηματοοικονομικής (Henry,2013) έφερε την επανάσταση στο κλάδο των χρηματοοικονομικών τόσο στη βιομηχανία (industry) όσο και στις ρυθμιστικές αρχές (regulate). Δημιουργώντας νέους κανονισμούς και πρωτοβουλίες, οι οποίες, αν συνεχίζουν να αναπτύσσονται όπως είναι αναμενόμενο, θα χρειαστούν εναλλακτικές προσεγγίσεις, που θα οδηγήσουν στην εξέλιξη περεταίρω της τεχνολογίας της χρηματοοικονομικής (Financial Technology), καλύπτοντας την ψηφιακή καινοτομία και τα τεχνολογικές λειτουργίες (technological business) των χρηματοοικονομικών.

1.2.Εφαρμογή και Επιχειρηματικότητα

Η ανάπτυξη και η εφαρμογή ρηξικέλευθων μέσων έρευνας της χρηματοοικονομικής επιστήμης, είναι σίγουρο πως θα διαταράξει τις υπάρχουσες παραδοσιακές δομές στον τομέα. Ήδη, εταιρείες και επιχειρηματικοί κολοσσοί επενδύουν σε εναλλακτικούς και καινοτόμους τρόπους χρηματοοικονομικής έρευνας. Χαρακτηριστικότατα παραδείγματα νέων τεχνολογιών που έχουν συνταράξει τον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο αποτελούν το block chain, οι cryptocurrencies, το peer to peer lending, τα trading systems, το Artificial Intelligence και το Machine Learning, και payment mobile system. Παράλληλα, ένας καινοτόμος τρόπος μελέτης είναι η ανάλυση κειμένου και η επιρροή που ενδέχεται να ασκήσει στις αρχικές δημόσιες προσφορές(IPOs).

1.3. Ύπαρξη και δημιουργία

Η ύπαρξη – δημιουργία της στηρίζεται κατά κάποιο τρόπο στο πως ίσως τα ήδη υπάρχοντα τεχνολογικά συστήματα (tech-systems) είναι αναποτελεσματικά κάτι που μελέτησε ο Philippon (2015) μελετώντας δείγμα αμερικανικών αρχικών δημόσιων προσφορών προ κρίσης, βρίσκοντας πως το κόστος των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών έχει απορριφτεί μετά την οικονομική κρίση .

Παρόμοιες ήταν και οι ενδείξεις που έδειξε με την ερευνά του ο Bazot (2013). Πρόσφατες εργασίες –έρευνες υποστηρίζουν πως οικονομίες που βρίσκονται σε υψηλό στάδιο ανάπτυξης έχουν φτάσει σε σημείο περισσότεροι χρηματοοικονομικοί πόροι να μην βοηθούν για περαιτέρω ανάπτυξη. Σημαντικά κέρδη από τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και από τεχνολογικές εφαρμογές είναι απίθανο να συμβούν χωρίς νέες ιδέες –επιχειρήσεις καινοτόμες στο χώρο.

Όσων αφορά την αναποτελεσματικότητα των υπαρχόντων χρηματοοικονομικών συστημάτων(financial systems) το κύριο εύρημα του Philippon (2015) είναι πως το κόστος των χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων στις ΗΠΑ παρέμενε 2% για 130 χρόνια, παρόμοια αποτελέσματα με τον Bazot (2013) για χώρες ορόσημα στη παγκόσμια οικονομία όπως η Γερμανία και το ΗΒ.

Οι αναβαθμίσεις που έχουν γίνει σε επίπεδο πληροφοριακών τεχνολογιών(IT) δεν έχουν ακόμα ενσωματωθεί από τους τελικούς χρηστές των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, γεγονός που οδηγεί στο πόρισμα πως είναι αναγκαία η αναβάθμιση βασιζόμενη σε δύο αρχές- η μέτρηση τους είναι πολύ δύσκολη διαδικασία και οι στατιστικές υπηρεσίες έχουν ήδη κάνει κάποιες έρευνες άρα το μόνο που λείπει είναι η αξιοποίηση τους και επίσης πως το άρθρο του Philippon(2015) προηγείται της οικονομικής κρίσης πράγμα που σήμαινε πω πρέπει να ελέγξουμε πως έχει μετρηθεί αυτή τη στιγμή των κόστος των χρηματοοικονομικών ενδιαμέσων. Η χρηματοοικονομική επιστήμη (finance) είναι σημαντική για την ανάπτυξη (growth). Ωστόσο οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες παραμένουν ακριβές και οι καινοτομίες (innovations) δεν έχουν ενσωματωθεί στα τελικά προϊόντα.

1.4.THE FINTECH OPPURTUNITY

Όπως και στις άλλες νεοφυείς επιχειρήσεις (STARTUPS) έτσι και οι εξεταζόμενες προτείνουν κάποιες πρωτοπόρες καινοτομίες για συγκεκριμένες υπηρεσίες έχοντας το πλεονέκτημα πως υπάρχει ήδη μια βάση δεδομένων (δείγμα) καταναλωτών δίνοντας τη δυνατότητα πρόβλεψης της εξέλιξης του κλάδου έχοντας βεβαία γνώση των κανονισμών.

Η τεχνολογία των χρηματοοικονομικών έχει την ευκαιρία να δομήσει το σωστό σύστημα από την αρχή. Επιπλέον, προωθεί ένα σύστημα λειτουργικής σχεδίασης που πολλές εν ενεργεία υπηρεσίες δεν έχουν την τεχνογνωσία να τις παρέχουν. Αξιοσημείωτο είναι να αναφερθεί ο βαθμός μόχλευσης αυτών των επενδύσεων.

Οι Rajan and Diamond (2001) προσδιόρισαν πως η μόχλευση είναι απαραίτητη σε οποιαδήποτε αποτελεσματικό χρηματοοικονομικό σύστημα (financial system). Αυτό οφείλεται στην κακή σχεδίαση από την αρχή καθώς και στο γεγονός πως ένα ξεπερασμένο σύστημα θα πρέπει να αντικατασταθεί από ένα πιο σύγχρονο ή να κάνει ορισμένες αναβαθμίσεις. Γι' αυτό οι νεοφυείς εταιρείες αυτού του τομέα μπορούν να βοηθήσουν για δυο λογούς, πρώτον μπορούν να μας αποδείξουν πως η τεχνολογία μπορεί να παρέχει μικρού κόστους (low leverage) λύσεις και δεύτερον μπορούν να χρηματοδοτηθούν με λιγότερα κεφάλαια από τις υπάρχουσες υπηρεσίες.

1.4.1 Εφαρμογή και Προκλήσεις

Το Fintech είναι πιθανό να εχει αντίκτυπο σε πολλές περιοχές της χρηματοοικονομικής επιστήμης (finance) όπως μελέτησε ο Yermark (2013) στην περίπτωση της εταιρικής διακυβέρνησης. Άλλα υπάρχουν 3 προκλήσεις (Arnold, 2008) (challenges) που πρέπει να έρθει αντιμέτωπο. Αρχικά, οι εταιρίες που

ασχολούνται ή στοχεύουν να ασχοληθούν με αυτό θα έχουν ένα δεδομένο κέρδος με την είσοδο στον κλάδο όμως η καθιέρωση και εδραίωση τους στην αγορά θα είναι δύσκολη. Δεύτερον, τα συστήματα πληρωμών (payments system) στοχεύουν κυρίως τον τρόπο πληρωμής των καταναλωτών όπως μελέτησαν οι Rysma and Shuh (2011) όπου παρατήρησαν τρεις καινοτομίες σε mobile payments, real time payments και digital currencies οι οποίες είναι ικανές να βελτιώσουν το λιανικό εμπόριο αλλά όχι να επιφέρουν ριζική αλλαγή στο σύστημα πληρωμών. Τρίτον, το Fintech μπορεί να δημιουργήσει νέα ζητήματα για την προστασία των δικαιωμάτων των καταναλωτών κάτι που μελέτησε ο Dhar (2016), θέτοντας το ερώτημα πως μπορεί και πότε ένας επενδυτής να εμπιστευτεί ένα robot. Γι' αυτό θα δημιουργούνταν στην αγορά νομικά και λειτουργικά θέματα πράγμα που προκαλεί πονοκέφαλο στους καταναλωτές (consumers protection agencies). Στόχος όμως δεν είναι να είναι τέλεια αλλά καλυτέρα των υπαρχόντων συστημάτων. Οι χρηματοοικονομικές αγορές (Financial markets) είδαν ραγδαία αλλαγή το 2016 καθώς η τεχνολογία είχε φτάσει σε υψηλό επίπεδο και ο κόσμος απαιτούσε μια καινοτομία για τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (financial services) γεγονός που οδηγούσε στη δημιουργία του. Το Fintech προκύπτει από τη διασταύρωση των επιστήμων της χρηματοοικονομικής και των τεχνολογιών (finance – technology) (Kim et al., 2015) και περιγράφεται σαν μια χρηματοοικονομική βιομηχανία (financial industry) που συνδυάζει πληροφορική με υπηρεσίες (IT-services) όπως payments remittance και asset management (Lee and Kim, 2015).Θα είναι χρήσιμο για κάποιον να συνειδητοποιήσει κανείς τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του κλάδου ώστε να οδηγηθεί στην αναγνώριση των ευκαιριών και των απειλών του νέου αυτού κλάδου στον τομέα των χρηματοοικονομικών.

Κεφάλαιο 2 : Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

2.1 Ο Ρόλος του FinTech

Η παρούσα εργασία στηρίζεται σε κάποια βασικά άρθρα και συγγραφείς (βιβλιογραφία-papers).

Η ευκαιρία της χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (FinTech Opportunity) αξιολογεί τον πιθανό αντίκτυπο της στη χρηματοπιστωτική βιομηχανία, με επίκεντρο την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την πρόσβαση στις υπηρεσίες. Τονίζεται πρώτα ότι οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες παραμένουν εκπληκτικά δαπανηρές, γεγονός που εξηγεί την εμφάνιση νεοφυών επιχειρήσεων (startups).

Υποστηρίξει, ότι η τρέχουσα ρυθμιστική προσέγγιση υπόκειται σ σημαντικό κόστος πολιτικής οικονομίας και συντονισμό για αυτό είναι απίθανο να προβεί σε διορθωτικές αλλαγές. Οι χρηματοοικονομικές τεχνολογίες από την άλλη μπορεί να επιφέρουν σημαντικές αλλαγές αλλά είναι απίθανο να δημιουργήσει σημαντικές ρυθμιστικές προκλήσεις.

2.2 Η έννοια του IPO (Initial Public Offers)

Στηριζόμενος στη βιβλιογραφία καθώς και στη σημαντική ενημέρωση που μας προσφέρουν οι Hanley and Hoberg (The Information Content of IPO) όπως και στη χρήση της ανάλυσης των λέξεων, γίνεται αποσύνθεση της πληροφορίας στο ενημερωτικό δελτίο για την αρχική δημόσια προσφορά (initial public offering) στα τυποποιημένα και ενημερωτικά στοιχεία της.

Ένα μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο , ως πληρεξούσιο για την προληπτική δέουσα επιμέλεια έχει ως αποτέλεσμα ακριβέστερες τιμές προσφοράς και χαμηλότερη υποτίμηση επειδή μειώνει την εξάρτηση της εκδότριας εταιρείας από το βιβλίο προσφορών για την τιμολόγηση της μετοχής. Το αντίθετο ισχύει για τυποποιημένο περιεχόμενο.

Επίσης, μεγαλύτερο σε έκταση περιεχόμενο προέρχεται από ασφαλείς εκδότες υψηλής φήμης και διευθυντή έκδοσης των εταιρειών αν και η συζήτηση και η ανάλυση της Διοίκησης συμβάλουν στην ενημέρωση του ενημερωτικού δελτίου.

Τα αποτελέσματα τους υποδηλώνουν ότι η προληπτική δέουσα επιμέλεια και η αποκάλυψη από τους αναδόχους και τους εκδότες μπορούν να χρησιμευόσουν ως υποκατάστατα της δαπανηρής διαδικασίας του βιβλίου προσφορών (book building). Η εμπειρική έρευνα υπολόγισε την ομοιότητα μεταξύ δυο εγγραφών η οποία μπορεί να εφαρμοστεί και σε τμήματα εγγραφών αλλά και σε περισσότερα έγγραφα. Η μέθοδος τους χρησιμοποιήθηκε κυρίως για την μελέτη της επεξεργασίας πληροφοριών και είναι γνωστές ως μέθοδος συνημίτονου.

Εξετάζεται αν υπάρχει συμβιβασμός μεταξύ της τιμολόγησης ενός ζητήματος χρησιμοποιώντας πληροφορίες που συλλέγουν με τη δέουσα επιμέλεια πριν από την

αγορά και τις πληροφορίες που συλλέγονται από τους επενδυτές κατά τη διάρκεια της δημιουργίας του βιβλίου προσφορών (book building) με την αποσύνθεση των κειμένων του αρχικού ενημερωτικού φυλλαδίου σε τυποποιημένοι (στις πρόσφατες και το παρελθόν δημόσιες έγγραφες) και ενημερωτικό περιεχόμενο.

Η έρευνα επικεντρώνεται στο αν υπάρχει ένας εναλλακτικός μηχανισμός για τις εταιρείες εκδόσεις και τους εκδότες (underwriters) να μετρήσουν τις πιθανές υψηλές αρχικές αποδόσεις που σχετίζονται με το βιβλίο προσφορών (book building). Η υπόθεση είναι πως το μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο πρέπει να βελτιώσει την ακρίβεια των τιμών όπως μετριέται με χαμηλότερη απόλυτη μεταβολή στην προσφορά και χαμηλότερη απόλυτη μεταβολή στην τιμή προσφοράς και χαμηλότερες αρχικές αποδόσεις.

Αντίθετα, το μεγαλύτερο τυποποιημένο περιεχόμενο συνεπάγεται μεγαλύτερη εξάρτηση από τους επενδυτές να τιμολογήσουν το θέμα κατά τη διάρκεια της διαδικασίας του βιβλίου προσφορών (book building) και υψηλότερες αρχικές επιστροφές. Κάτι που υποστηρίζεται από τα αποτελέσματα της έρευνας τους.
Το μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο μειώνει (αυξάνει) τόσο την αλλαγή τιμής από το μέσο της κατάθεσης έως της τιμής IPO όσο και την υποτίμηση.

Η μείωση έχει οικονομικό αντίκτυπο, αφού υποδεικνύει ότι η παραγωγή πληροφοριακού περιεχομένου πριν από τη πρώτη αγορά (premarket) μπορεί να αυξήσει σημαντικά την ακρίβεια των τιμών και να μειώσει τα απαιτούμενα «ενοίκια» πληροφοριών που καταβάλλονται κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της δημιουργίας του βιβλίου προσφορών (book building).

Η μεγαλύτερη βελτίωση της ακρίβειας τιμών σχετίζεται με πληροφοριακό περιεχόμενο όπου «παράγεται» στο τμήμα συζήτησης της διοίκησης μιας εταιρείας. Τα αποτελέσματα που έδωσε η εμπειρική διαδικασία υποδεικνύουν ότι ο ρόλος του διαχειριστή στην προληπτική δέουσα επιμέλεια και στην παραγωγή πληροφοριών είναι σημαντικό σημείο που αγνοείται από πολλές μελέτες, την τιμολόγηση του IPO.

Βρίσκει, επίσης, αποδεικτικά στοιχεία που συνάδουν με τις διαφορές ως προς το πόσο της προσπάθειας που δαπανάται στην προ-εμπορική (premarket) .Τα τέλη του δικηγόρου και του ελεγκτή είναι σημαντικά υψηλότερα ‘όταν υπάρχει περισσότερο ενημερωτικό περιεχόμενο στο αρχικό ενημερωτικό δελτίο (prospectus).

Η υπόθεση του ακαθάριστου επιτοκίου δείχνει ότι το τέλος (έξοδο) διαχείρισης, στο στοιχείο που πιθανότατα αντανακλά την προσπάθεια του αναδόχου σε εύλογη διαφορά αυξάνεται επίσης με το ποσό του ενημερωτικού περιεχομένου .Το μόνο στοιχείο της εικασίας είναι ότι οι δημόσιες εγγραφές με πιο τυποποιημένο περιεχόμενο είναι και το έξοδο της πώλησης.

Αυτό υποτιμά την εικασία ότι τα IPOs με περισσότερο ενσωματωμένο τυποποιημένο περιεχόμενο απαιτούν μεγαλύτερη προσπάθεια πώλησης κατά τη διάρκεια της δημιουργίας του βιβλίου προσφορών (book building).Αυτές υποστηρίζουν την ύπαρξη ενός συνδυασμού μεταξύ μεγαλύτερης προσπάθειας και προ-εμπορικής (premarket) δέουσας επιμέλειας και δαπανηρής διακόσιες συλλογής πληροφοριών για τη συγγραφή του βιβλίου προσφορών (ακριβό book building).

Να σημειωθεί ωστόσο ότι τα αποτελέσματα δεν μπορούν να καθορίσουν εάν οι εταιρείες έκδοσης που επιλέγουν να αποφύγουν τη συλλογή πληροφοριών πριν από την αγορά (premarket) ενεργούν επαρκώς.

Υπάρχει κόστος και οφέλη για την συλλογή πληροφοριών πριν από την κατάθεση που ενδέχεται να διαφέρουν μεταξύ των επιχειρήσεων. Εάν όλες οι εταιρείες ενεργούν με τον καλύτερο τρόπο τότε ο επιχειρήσεις ενεργούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τότε αναμενόμενο είναι πως οι εταιρείες θα συλλέγουν λιγότερα στοιχεία με υψηλότερο κόστος πληροφόρησης.

Απαιτείται συμπληρωματική έρευνα για να καθοριστεί πόσες επιχειρήσεις επωφελήθηκαν περισσότερο από τη μεγαλύτερη συγκέντρωση πληροφοριών πριν από την πρώτη πώληση (premarket).

Εξετάστηκε επίσης ο ρόλος του μοναδικού περιεχομένου ανάδοχης για την ακρίβεια των τιμών και διαπιστώθηκε ότι το μοναδικό περιεχόμενο των εκδοτών (underwriter) βελτιώνει επίσειε την ακρίβεια των τιμών.

Η μείωση αυτή ωστόσο είναι σημαντικό μόνο για τους ασφαλιστές που έχουν στην κατοχή τους το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς καθώς και φήμη. Επιπλέον διευρύνθηκε το είδος του πληροφοριακού περιεχομένου που σχετίζεται άμεσα με τις εισροές σε μοντέλο αποτίμησης, που πιθανότατα χρησιμοποιείται από τους επαγγελματίες , φαίνεται να είναι μεγαλύτερης σημασίας.

Επίσης, οι Jenkinson and Jones (2009) διαπίστωσαν ότι τα μισά δείγματα ερωτηθέντων επιλέγουν μοντέλα αποτίμησης για την αξιολόγηση των IPOs, τα αποτελέσματα τους υποδεικνύουν ότι η παθητική αξιολόγηση των ενημερωτικών δελτίων των IPOs σε συνδυασμό με την τεχνική της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) μπορεί να είναι χρήσιμη για του επενδυτές.

Στη συνέχεια οι Hanley and Hoberg παραθέτουν αρκετή βιβλιογραφία για τον δικαστικό κίνδυνο (litigation risk). Με τη χρήση της ανάλυσης περιεχομένου λέξεων, είναι εύκολο να αξιολογήσουμε τη στρατηγική αποκάλυψης των εταιρειών σε απάντηση στις πληροφορίες που αποκτήθηκαν κατά τη διάρκεια της βιβλιοδεσίας του βιβλίου προσφορών (book building).τα ευρήματα της έρευνας υποδεικνύουν ότι προηγούμενα εμπειρικά συμπεράσματα προσδίδουν υπερβολική εξάρτηση από την υποτίμηση ως αντιστάθμιση του κινδύνου (litigation risk).

Η γνωστοποίηση και η υποτίμηση υφίστανται κίνδυνο και μόνο εταιρείες με υψηλό κίνδυνο σημαντικής παράλειψης είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν τις αρχικές αποδόσεις ως αντιστάθμιση.

Παρουσιάστηκε επίσης μια ασύμμετρη απάντηση στις πληροφορίες που αντλήθηκαν κατά τη διάρκεια της διαδικασίας προσφοράς. Οι δημόσιες εγγραφές με καλή πληροφόρηση που αποκαλύφθηκαν κατά τη διάρκεια της διαδικασίας δημιουργίας του βιβλίου προσφορών έχουν κίνητρο να αποκρύψουν πληροφορίες για λόγους ιδιοκτησίας και να υποστούν σημαντική παράλειψη.

Επίσης στην περίπτωση αυτή, τα έσοδα, είναι μεγαλύτερα από το αναμενόμενο, η επιχείρηση έχει ευελιξία στην τιμολόγηση και η υποτίμηση είναι δυνητικά φθηνότερη ως αντιστάθμιση έναντι αναγκών.

Αντίθετα, υπάρχει ελάχιστο κόστος για την παρατήρηση κακών πληροφοριών καθώς έχει χαμηλότερη ιδιοκτησιακή αξία στους αντίπαλους και είναι δύσκολο να συγκαλυφθεί για οποιαδήποτε χρονικό διάστημα.

Με βάση τα έσοδα αυτά, οι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες υποτιμήσεις είναι δαπανηρές (ζημιογόνες) και αυτές οι επιχειρήσεις έχουν περισσότερες πιθανότητες να χρησιμοποιήσουν την αποκάλυψη πληροφοριών αντί να υποτιμούν την μετοχή ώστε να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των διαφορών (litigation risk).

Αποδείχτηκε ότι αυτές οι σχέσεις είναι περισσότερο έντονες όταν ο αντιπρόσωπος αντιμετωπίζει μεγαλύτερο κίνδυνο εκ των προτέρων. Σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία, διαπιστώνουμε ότι αποτελέσματα απομείωσης στις αρχικές επιστροφές στις οποίες η μεγαλύτερη υποτίμηση σχετίζεται με μεγαλύτερο εκ των προτέρων δικαστικό κίνδυνο (litigation risk).

Τα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας των προαναφερθέντων ερευνητών διαφέρουν με δύο τρόπους.

Αφενός αποδεικνύεται ότι η αποκάλυψη πληροφοριών κατά την κατασκευή του βιβλίου προσφορών (book building) έχει ισχυρό αποτρεπτικό αποτέλεσμα έναντι όλων τύπων αναγνωστών ανεξάρτητα από τον τύπο του αναγνώστη. Αφετέρου, διαπιστώθηκε ότι οι υψηλές αρχικές αποδόσεις μπορούν να αποτρέψουν τους επενδυτές στο να εμπιστευτούν μια νέα μετοχή.

Συνολικά, τα συμπεράσματα τους υποδεικνύουν ότι μεγάλο μέρος της αναμενόμενης μερικής προσαρμογής μπορεί να αποδοθεί στις προσπάθειες του εκδότη και του αναδόχου να μετριάσει την έκθεση σε δικαστικό κίνδυνο (litigation risk). Σε μεμονωμένες περιπτώσεις η μερική προσαρμογή δεδομένου ότι οι υποθέσεις απαιτούν πολύ υψηλά επίπεδα υποτίμησης για τη διατήρηση του κύρους της φήμης τους σε περίπτωση που οι εκδότες επιλέξουν να μην αναθεωρήσουν το ενημερωτικό δελτίο τους αφού μάθουν νέες πληροφορίες.

Επειδή οι δράσεις αυτές βασίζονται σε λογικά οικονομικά κίνητρα που συνυπάρχουν στο νομικό σύστημα, τα αποτελέσματα μας παρέχουν μια εξήγηση για το τι φαινόμενο μερικής προσαρμογής είναι.

Εν συνεχεία, χρησιμοποιώντας μερικές αναφορές από το άρθρο των Tsukioka,Yanagi and Takada είναι διαθέσιμα κάποια συμπεράσματα. Οι υψηλές αποδόσεις και η μακροχρόνια χαμηλή απόδοση των δημοσίων εγγράφων αποτελούν ένα πάζλ στην εταιρική χρηματοδότηση.

Εξετάστηκε πως το συναίσθημα των επενδυτών επηρεάζει αυτούς τους γρίφους. Το επενδυτικό συναίσθημα σε κάθε IPO πριν την πρώτη εγγραφή, εξετάζεται σε πίνακες μηνυμάτων χρησιμοποιώντας τη μηχανή της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) καθώς και δίνεται υψηλή προσοχή στο συναίσθημα των επενδυτών.

Διαπιστώθηκε επιπλέον πως η προσοχή των επενδυτών και η αισιόδοξη επενδυτική στάση επηρεάζουν θετικά τις τιμές προσφοράς των IPOs και τις αρχικές αποδόσεις που οδηγούν σε μετέπειτα πτώση των τιμών κάτι που εξηγεί το γρίφο των IPOs.

Μπαίνοντας στο κύριο μέρος της εργασίας, λαμβάνοντας υπόψιν την εμπειρική έρευνα του Loughran (2016), οδηγούμαστε στα εξής συμπεράσματα.

Αρχικά, οι πληροφορίες διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο οι λογιστές καταγράφουν τις δραστηριότητες μια επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο οι χρηματοπιστωτικές αγορές αξιολογούν την τιμή.

Μια γενιά ερευνητών εξέτασε προσεκτικά πως τα ποσοτικά δεδομένα στην λογιστική και την χρηματοοικονομική βελτιώνουν την κατανόηση των επιχειρηματικών και χρηματοπιστωτικών αγορών, αναλύοντας τα κείμενα που έχουν στην διάθεσή τους σε στόχο να αποκτήσουν βαθύτερη γνώση.

Στην παρούσα εργασία γίνεται προσπάθεια να αναθεωρηθεί η συνεχώς αυξανόμενη βιβλιογραφία, σχετικώς με την κειμενική ανάλυση στον τομέα της λογιστικής και χρηματοοικονομικής. Παρακάτω αναφέρονται οι πιο συνήθεις μέθοδοι και μερικές από τις ιδιαιτερότητες που σχετίζονται με αυτές. Συνοψίζοντας τα πέντε βασικά σημεία είναι τα ακόλουθα

- Η παραδοσιακή έννοια της αναγνωσιμότητας, όπου το μήκος των λέξεων και των όρων είναι σημαντικοί και καθοριστικοί παράγοντες της κατανόησης σε υψηλό επίπεδο (δεν χαρτογραφείται καλά ο προσδιορισμός της αποτελεσματικότητας, των επιχειρηματικών εγγράφων ως αγωγός πληροφόρησης). Το πιο κοινό μέτρο αναγνωσιμότητας(fog index) είναι αναποτελεσματικό επειδή: α) το μήκος μέτρησης της κατανομής είναι επιρρεπές σε επιχειρησιακά έγγραφα, β) οι περισσότερες πολυγλωσσικές λέξεις στα επιχειρησιακά έγγραφα είναι εύκολα κατανοητές και γ) σε χαμηλότερο βαθμό είναι πιο αποτελεσματική αλλά και πιο αμφισβητήσιμη. Εκτός από την τεκμηρίωση των αδυναμιών του δείκτη, προκύπτει ότι η οικονομική ορολογία συνδέεται θετικά με τα μέτρα ενσωμάτωσης των πληροφοριών. Αυτό το αποτέλεσμα έρχεται σε αντίθεση με την παραδοσιακή ερμηνεία της αναγνωσιμότητας και υποδηλώνει ότι οι λέξεις που απευθύνονται σε ένα οικονομικά περίπλοκο ακροατήριο δύνανται να καταστήσουν αποτελεσματικότερα τα έγγραφα. Επιπλέον, υποστηρίζεται ότι η βασική έννοια της αναγνωσιμότητας που έχει δανειστεί την τεχνική της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) από άλλους κλάδους, θα μπορούσε να καλυφθεί καλύτερα αν εξεταζόταν καλύτερα στο πλαίσιο της πολυπλοκότητας της πληροφορίας, η οποία περιλαμβάνει την πολυπλοκότητα τόσο των εγγράφων όσο και των επιχειρήσεων.

- Σε μια μη παθολογική λίστα λέξεων ένας πολύ μικρός αριθμός αυτών θα κυριαρχήσει στις μετρήσεις συχνότητας. Αυτή η ιδιότητα των κατανομών λέξεων δημιουργεί ένα περιβάλλον έρευνας όπου οι φαινομενικά λανθασμένες ταξινομήσεις λέξεων δεν προσθέτουν απλώς μικρές ποσότητες τυχαίου θορύβου στα αποτελέσματα και μπορούν να παράγουν αποτελέσματα που οδηγούν σε ψευδή συμπεράσματα. Εμπειρικά ο καλύτερος τρόπος για να αποφύγουμε τις πολυάριθμες και ουσιαστικές ταξινομήσεις στην εξεταζόμενη μέθοδο (textual analysis) πρέπει να εξεταστεί προσεκτικά η ικανότητα μιας λίστες λέξεων προγράμματος και στατιστικής μεθόδου που θα λειτουργεί αποτελεσματικά στο συγκεκριμένο πλαίσιο εφαρμογής. Καλό είναι να αποφεύγονται λίστες και αλγόριθμοι που προέρχονται από άλλους κλάδους εκτός αν έχουν αποδειχτεί πρώτα ότι είναι αποτελεσματικοί στο τομέα της έρευνας. Και

επιπλέον ωφέλιμο είναι η αποφυγή έτοιμων προγραμμάτων που εισάγουν έγγραφα και παράγουν αποτελέσματα.

• Οι μέθοδοι ανάλυσης του κειμένου πρέπει να τεκμηριώνονται λεπτομερώς, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου τα υποκείμενα έγγραφα έχουν περίπλοκες δομές. Το λεξικό που χρησιμοποιείται για να προσδιοριστεί πότε ένα διακριτικό είναι μια λέξη πρέπει να ταυτοποιηθεί. Οι μέθοδοι ταξινόμησης, οι προσεγγίσεις λέξεων ή τα περίπλοκα αποτελέσματα από τα εργαλεία μηχανικής μάθησης πρέπει να αποκαλύπτουν τις λέξεις και τα θέματα που οδηγούν τα αποτελέσματα. Αν μια μελέτη μπορεί να επιλύσει πειστικά τα προβλήματα της άρνησης, το θετικό συναίσθημα είναι καλύτερα αφημένο. Το γεγονός ότι πολλά περιοδικά προσφέρουν πλέον διαδικτυακά παραρτήματα καθιστά μια τέτοια διαφάνεια ακόμα περισσότερο πρακτική.

Κεφάλαιο 3:IPOs



3.1.Πώς αποτιμούνται τα IPOs.

Μια αρχική δημόσια προσφορά (IPO) είναι η πρώτη φορά που μια εταιρεία πωλεί μετοχές στο κοινό. Η εταιρεία θα προσλάβει επενδυτική τράπεζα για να καθορίσει την τιμή προσφοράς και να πραγματοποιήσει την εμπορική προώθηση προς δυνητικούς επενδυτές και να εκτελέσει την πώληση των νέων μετοχών.

Καθώς η εταιρεία πηγαίνει προς το να έχουν αποκλειστικά ιδιώτες μετόχους για να ανταλλάξουν τις μετοχές τους πάνω στο χρηματιστήριο, η δημόσια εγγραφή αναφέρεται συνήθως ως "δημόσια". Τώρα η εταιρεία πρέπει να συμμορφώνεται με ένα νέο σύνολο κανόνων και κανονισμών σχετικά με την αποκάλυψη πληροφοριών, την οικονομική πληροφόρηση και τα συναφή. Η συμπεριφορά της εταιρείας θα εποπτεύεται από κυβερνητικούς οργανισμούς και οι τυχόν ενέργειες (ή έλλειψη ενεργειών) που αντιβαίνουν στους κανονισμούς θα αναφέρονται και ενδεχομένως θα διώκονται.

3.2. Ο ρόλος της εταιρείας

Μια εταιρεία που εξετάζει μια δημόσια εγγραφή θα πρέπει να σταθμίσει τα οφέλη από τα μειονεκτήματα. Ένα σημαντικό, και ίσως το πιο συναρπαστικό όφελος της δημόσιας πρόσβασης, είναι η πρόσβαση σε μια μεγάλη κεφαλαιαγορά. Νέες αναπτυσσόμενες εταιρείες (startups) που χρειάζονται χρηματοδότηση για την περαιτέρω επέκταση των δραστηριοτήτων τους μπορούν να προσελκύσουν τους επενδυτές με μετοχές σε μια αγορά υψηλής ρευστότητας σε αντάλλαγμα νέο κεφάλαιο για την επιχείρηση.

Επιπλέον, η καταχώρηση των μετοχών της εταιρείας μπορεί να αυξήσει την ευαισθητοποίηση της επιχείρησης, καθιστώντας την ελκυστικότερη για τους δυνητικούς πελάτες και τους επενδυτές.

Από την αρνητική πλευρά, η εταιρεία θα αντιμετωπίσει το άμεσο κόστος της ύπαρξης δημόσιας επιχείρησης, που σχετίζεται με τα οικονομικά έγγραφα, τα λογιστικά τέλη, τα τμήματα σχέσεων με τους επενδυτές κ.ο.κ.

Πολλοί θα υποστηρίζουν ότι οι δημόσιοι επενδυτές είναι πιο κοντόφθαλμοι από τους ιδιώτες επενδυτές, αναγκάζοντας τη διοίκηση να επικεντρωθεί στη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία. Αυτό μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τη μακροπρόθεσμη απόδοση (James & Fawcett, 2006). Αρχικά, είναι σημαντικό να κατανοηθεί πλήρως ο ρόλος του ενημερωτικού δελτίου του IPO (διαδικασία δημόσιας προβολής).

3.3.Η απαιτούμενη διαδικασία μιας επιχείρησης

Όταν η επιχείρηση ετοιμάζεται για έκδοση ενός IPO, υπάρχουν πολλά σημαντικά βήματα και διαδικασίες που απαιτούν την υποβολή των απαραίτητων εγγράφων. Ένας από αυτούς είναι το ενημερωτικό δελτίο, το οποίο είναι βασικά το νομικό έγγραφο που περιέχει όλες τις πληροφορίες για την επιχείρηση, την ιστορία και τις επιδόσεις της, τη διαχείριση και το μέλλον τις προβλέψεις, καθώς και νομικά θέματα και σημαντικές οικονομικές πληροφορίες. Το πρόγραμμα οποιασδήποτε επιχείρησης πρέπει να κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (συνήθως αναφέρεται ως SEC → Security Exchange commission) και περιέχει περίπου 20 ενότητες, (όπως Σύνοψη, Χρήση εσόδων, Μερισματική πολιτική, κύριοι μέτοχοι κλπ.).

3.4 Διαδικασίες που απατούνται για έγκριση της έκδοσης IPO

Από την άποψη των οικονομικών ερευνητών, δίνεται έμφαση στο Τμήμα Παράγοντες Κινδύνου καθώς περιέχει σημαντικές πληροφορίες δυνητικούς επενδυτές για τους πιθανούς κινδύνους που συνεπάγεται η αγορά των μετοχών της επιχείρησης. Στο παρακάτω κείμενο γίνεται μια ανάλυση για το πώς γίνεται η αποτίμηση των IPOs αν και υπάρχουν αναπάντητα ερωτήματα στη βιβλιογραφία.

Η παραδοσιακή αποτίμηση συνηθίζει να εστιάζει στο πως η βιβλιογραφία παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για αποτίμηση. Πριν την τελική κυκλοφορία της τελικής έκδοσης του ενημερωτικού δελτίου (prospectus) από το (Security and Exchange Commission) Sec οι εκδότες (underwriter) και οι εταιρείες εκδόσεις περιοδικών πρέπει να δαπανούν κεφάλαια με στόχο να συλλέγουν πληροφορίες που θα ενσωματωθούν για το IPO και λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές μόνο βεβαία αν συνδέονται με πληροφοριακή ενημέρωση.

Η επένδυση στην παράγωγη πληροφορίας έχει κόστος γιατί απαιτεί σημαντική προσπάθεια και χρόνο από τον εκδότη (underwriter), την εταιρεία που εισάγεται στο χρηματιστήριο αλλά και από την νομική αρχή που έχει αναλάβει την επιμέλεια της διαδικασίας. οι εταιρείες αλλά και οι εκδότες επιλέγουν να ολοκληρώσουν την (Premarket) παράγωγη πληροφορίας πριν την πρώτη προσφορά ενώ θα μπορούσαν να βασιστούν στην πληροφορία που παράγεται κατά τη διάρκεια του book building (βιβλίου προσφορών).

Στην εξιδανικευμένη περίπτωση που η πληροφορία (premarket) είναι απαγορεύτηκα ακριβή τότε εταιρείες και εκδότες (issuer underwriter) παρέχουν την ελάχιστη απαιτούμενη για ρυθμιστικούς λόγους πληροφορία και αφήνουν ουσιαστικά τους επενδυτές να αποτιμήσουν το IPO κατά το βιβλίο προσφορών (book building) κάτι που μπορεί να είναι επίσης ακριβό καθώς χρειάζεται να αποζημιωθούν οι επενδυτές για τις αξιολογήσεις που παρέχουν για την αρχική απόδοση (Hanley 1993 Sherman and Titman 2001). Η καλύτερη δυνατή πληροφορία παράγεται κατά την πορεία της αγοράς πριν την πρώτη εγγραφή (premarket) η οποία είναι μοναδική (στοχευόμενη) για ένα υπάρχων IPO και παρέχει πληροφορία στους ενδιαφερομένους για το περιοδικό έκδοσης του.

Περισσότερο πληροφοριακό περιεχόμενο θα έπρεπε να είναι περισσότερο στοχευόμενο στην συσχέτιση της αρχικής- τελικής τιμής πριν το book building μειώνοντας έτσι την ανάγκη. Οι ενδείξεις δείχνουν πως πληροφοριακό περιεχόμενο με στοχευόμενη πληροφορία θα επιφέρουν μικρότερες αλλαγές στην αρχική προσφορά καθώς και στο υποτίμηση (underpricing). Αν από την άλλη εταιρείες έκδοσης και εκδότες(issuers και underwriters) επιλέξουν να επενδύσουν λίγα ή και καθόλου στην προ αγοράς (premarket) έρευνα τότε τα δελτία (prospectus) που θα εκδώσουν θα θεωρηθούν ανακριβή και πιθανόν να έχουν αντιγράψει στοιχεία από ήδη υπάρχοντα του από παροντικά ή παρελθοντικά IPOs. Έτσι σαν αντιστάθμισμα της ανακάλυψη ουσιαστικά της τιμής από του ς ίδιους τους επενδυτές πληροφοριακά έντυπα θα προβλέπουν καλύτερες τιμές προσφοράς καθώς και η υποτίμηση (underpricing) ενδέχεται μεγαλύτερο.

Αποτελέσματα της έρευνας (Sherman and Titman 2002) υποστηρίζουν τα προαναφερόμενα. Όσο περισσότερο πληροφοριακό περιεχόμενο περιέχει η φυλλάδα τόσο μεγαλύτερη είναι η ακρίβεια της τιμής. Η βελτίωση της ακρίβειας χρήζει οικονομικής σημαντικότητας καθώς κατά μια διακύμανση (standard deviation) αύξηση του πληροφοριακού περιεχομένου συνδέεται με μείωση 3% στην αξία προσφοράς (value offer price) και 2% στο επίπεδο τιμής προσφοράς (offer price) καθώς και 8% στην υποτίμηση (underpricing).

Σε αντίθεση αν και η αλλαγή στην τιμή προσφοράς (offer price) είναι οικονομικά ασήμαντη αύξηση μιας διακύμανσης σε τυποποιημένο περιεχόμενο οδηγεί σε αύξηση 1,5% του επίπεδου της τιμής προσφοράς (offer price) και 4% στην αρχική απόδοση. Εν συνεχεία της προαναφερθείσας έρευνας καταγράφηκε πως αναλύοντας τα φυλλάδια ενημέρωσης των επενδυτών προσπαθώντας να γίνει κατανοητό ποιος από τους τέσσερις παράγοντες που έθεσαν σαν ορόσημο οι ερευνητές (prospectus summary,risk factor, use of procced, management's discussion and analysis) παρατηρήθηκε ότι ο μεγαλύτερος σύνδεσμος επηρεασμού τυποποιημένου

πληροφοριακού περιεχομένου και τιμής στο MD&A(Management Discussion and Analysis).

Αν και λοιπόν οι περισσότερες έρευνες είχαν επικεντρωθεί στο ρόλο του εκδότη (underwriter) στην παράγωγη της πληροφορίας τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως ο διευθυντής (manager της issuing firm) μπορεί να χει καίρια σημασία μέσω του MD&A στη διαδικασία παραγωγής πληροφορίας για την μετοχή που πρόκειται να εισχωρήσει στο επενδυτικό κοινό.

Επιβεβαίωση προσδίδουν Jenkinson and Jones (2009) επισημαίνοντας πως fund managers επιζητούν συναντήσεις με μάνατζερ των εκάστοτε εταιρειών με στόχο να χουν μια ματιά στην εκτίμηση. Οι Verrechia (2001), Dye (2001) Healy and Palepu (2001) προσπάθησαν να απαντήσουν στο ερώτημα ποια είναι η σύνδεση τη τελικής τιμής ενός IPOs και τον εξόδων που απαιτείται για την συλλογή των δεδομένων ώστε να παραχθεί η πληροφορία και αν πράγματι υπάρχει μια σχέση ανάμεσα τους (έξοδα για λογιστές δικηγόρους επενδυτικές τράπεζες.

Πράγματι τα ευρήματα της έρευνας τους ήταν πως καλύτερη ποιότητα πληροφορίας συνδέεται με υψηλότερες δαπάνες για νομικά και οικονομικού έλεγχου διαδικασίες.

3.5. Πως επηρεάζει η πληροφορία την τιμή της μετοχής

Το τυποποιημένο περιεχόμενο απο την άλλη συνδέεται μόνο με έξοδα διάθεσης (selling) αλλά και με μικρότερα έξοδα πριν την πρώτη προσφορά (premarket) απαιτεί όμως καλύτερη προσπάθεια διάθεσης κατά τη διαδικασία προσφοράς (περισσότερη πληροφορία κατά το book building).

Οι πληροφορίες που έχει ο εκάστοτε εκδότης (underwriter) στα χέρια του εξετάστηκε κατά πόσο επηρεάζει την ακρίβεια της τελικής τιμής δηλαδή το κατά πόσο είναι αντιπροσωπευτική και συνάδει με την πραγματική και φυσικά το αποτέλεσμα ήταν το αναμενόμενο καθώς παρατηρήθηκε πως όσο καλύτερες είναι οι εκτιμήσεις του εκδότη (underwriter) τόσο πιο ακρίβεια ενδέχεται στην τιμή και προφανώς περισσότερο από την τυποποιημένη και το αντίστροφο.

Παρόλα αυτά , η αύξηση της ακρίβειας μπορεί να επηρεαστεί μόνο από εκδότες (underwriters) με υψηλή φήμη καθώς αυτοί που έχουν χαμηλότερη έχουν μικρή έως καθόλου επίδραση στην ακρίβεια της αρχικής τιμής. Οι ερευνητές ωστόσο συνέχισαν την έρευνα τους και εξερεύνησαν τύπους των εν λόγω περιοδικών και πως αυτοί σχετίζονται με την αποτίμηση και συμπέραναν πως τα δεδομένα αλλά και τα μοντέλα εκτίμησης που χρησιμοποιούνται φαίνεται να επηρεάζουν. Για παράδειγμα, γνωστοποιημένα κείμενα που συνδέονται από τομείς της επιστήμης που συμπεριλαμβάνουν τη λογιστική, εταιρική στρατηγική, αγορές προϊόντων, αποτίμηση, εταιρική διακυβέρνηση συνδέονται με σημαντικές μειώσεις στην αλλαγή της τιμής προσφοράς (offer price και του underpricing). Πρόσφατες έρευνες (papers) στα μέσα ενημέρωσης επισήμαναν την σημαντικότητα του κοινοποιημένου στο κοινό περιεχόμενο για την αποτίμηση του IPO. Οι Schrand and Verrechia (2005) βρήκαν πως η καλύτερη συχνότητα εμφάνισης της πληροφορίας δηλαδή η κατάλληλη

χρονική στιγμή μειώνει την υποτίμηση, ενώ οι Cook Kieschnnienk and Van Ness (2006) παρουσίασαν ενδείξεις ότι όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των άρθρων πριν την δημοσίευση τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αλλαγή που θα επέλθει μετέπειτα στην τιμή καθώς και την υποτίμηση (underpricing). Οι Liu, Sherman and Zhang (2007) διαφώνησαν ότι η επίδραση των μέσων πληροφόρησης διαφέρει μεταξύ θετικής – αρνητικής παρεχομένης πληροφορίας κατά τη διάρκεια δημιουργίας του βιβλίου προσφορών (book building).

3.6 Bookbuilding (Διαδικασία δημιουργίας Βιβλίου προσφορών)

Οι εταιρείες που επιδιώκουν να απαριθμήσουν τις μετοχές τους θα επιλέξουν γενικά είτε τη στρατηγική της σταθερής τιμής είτε τη δημιουργία βιβλίων. Στη στρατηγική σταθερών τιμών, οι σύμβουλοι της εταιρείας καθορίζουν την τελική τιμή προσφοράς χωρίς πρώτα να εξετάσουν επισήμως τις εξωτερικές αντιλήψεις για την αξία της εταιρείας. Φυσικά, οι σύμβουλοι ενδέχεται να διεξάγουν εκ των προτέρων μη δεσμευτικές έρευνες αποτίμησης μεταξύ των επενδυτών, ωστόσο η διαδικασία αυτή δεν επισημοποιείται μέσω διαδικασίας υποβολής προσφορών.

Ο καθορισμός μιας τιμής προσφοράς σε αυτή την περίπτωση, όπου οι επενδυτές δεν αναγκάζονται να αποκαλύψουν την αντίληψη των τιμών τους θα είναι μια διαδικασία ζύγισης των πλεονεκτημάτων της αύξησης της τιμής έναντι της αυξημένης πιθανότητας να μην πωληθεί η μετοχή όπως υποστήριξαν οι Benveniste & Busaba, (1997).

Πιο κοινή στρατηγική για την τιμολόγηση ενός θέματος, είναι η μέθοδος κατασκευής βιβλίου. Ο σύμβουλος ασκεί μια «εμπορική» προσπάθεια προ της προσφοράς (premarket), η οποία παρέχει μη δεσμευτικές ενδείξεις ενδιαφέροντος από την επενδυτική κοινότητα. Μαζί με την εσωτερική αποτίμηση του συμβούλου της εταιρείας, αυτές οι ενδείξεις συμβάλλουν στον καθορισμό του ενδεικτικού εύρους τιμών, το οποίο αντιμετωπίζει ο επενδυτής κατά τη διάρκεια της περιόδου κατασκευής βιβλίου. Σε όλη αυτή την περίοδο ο ασφαλιστής λαμβάνει προσφορές οι οποίες χρησιμοποιούνται για την «κατασκευή του βιβλίου» Jenkinson & Jones,(2002).

Οι ασφαλιστές αποφασίζουν τις κατανομές βάσει ενός συστήματος κλιμάκωσης με διαφορετικά επίπεδα προτίμησης ενδιαφέροντος, με βάση την ποιότητα του επενδυτή, την αξιοπιστία των πληροφοριών που αποκαλύπτουν και σε ποιο βαθμό ο επενδυτής είναι «επαναλαμβανόμενος πλειοδότης» σε πολλές προσφορές. Το όφελος από την επισημοποίηση της διαδικασίας πληροφόρησης έναντι των ερευνών σταθερής τιμής είναι ότι οι επενδυτές αναγκάζονται να αποκαλύψουν την ταυτότητά τους, επιτρέποντας στον διανομέα του βιβλίου να κάνει κατανομές σε διακριτική βάση Jenkinson & Jones, (2002).

Ωστόσο, το δυνητικό μειονέκτημα είναι ο κίνδυνος των επενδυτών να παρέχουν ψευδείς ενδείξεις, καθώς γνωρίζουν ότι η εισροή τους μπορεί να επηρεάσει τη

ρύθμιση του εύρους τιμών. Οι ασφαλιστές αντιμετωπίζουν το ζήτημα αυτό, δίνοντας στους επενδυτές με ειλικρίνεια και εμπιστοσύνη την καλύτερη "δέσμευση" και κατά συνέπεια την ενδεχόμενη πληρέστερη κατανομή, τόσο σε τρέχοντα όσο και σε μελλοντικά θέματα.

Οι Cornelli και Goldreich (2001) διαπίστωσαν ότι οι επαναλαμβανόμενοι υποψήφιοι ευνοήθηκαν γενικά στη διαδικασία κατανομής και ότι η τελική τιμή συχνά ήταν πολύ κοντά στις οριακές εντολές που παρείχαν μεγάλοι και υψηλής ποιότητας επενδυτές. Ο Hanley (1993) διαπίστωσε επίσης ότι η αληθινή αποκάλυψη αξιόπιστων πληροφοριών ανταμείβεται από την αύξηση της κατανομής των μετοχών.

3.7. The Ipo Pricing Process (Διαδικασία Αποτιμησης ενός Ipo)

3.7.1. Βήματα Αποτίμησης ενός IPO

Μετά την επιλογή των εκδοτών (underwriter) από την εταιρεία έκδοσης (issuer) της νέο-εισηγμένης μετοχής τρία είναι τα βασικά βήματα για την αποτίμηση ενός IPO.Πρώτον, η εταιρεία μαζί με τον έκδοτη διεξάγοντας την απαραίτητη επιμέλεια συντάσσουν ένα προσχέδιο του αρχικού περιοδικού υπό την αιγίδα του SEC(stock exchange) και θέτουν μια αρχική τιμή προσφοράς (initial price).

Η θεμελιώδης υποτίμηση των IPO είναι ένας τομέας εκτεταμένης έρευνας και σαφώς σχετικός με αυτό που προσπαθώ να διερευνήσω σε αυτή τη διατριβή. Θεωρητικά, η υποτίμηση είναι πιο συχνά που υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της πρώτης ημέρας και της τιμής προσφοράς διαιρούμενης με την τιμή προσφοράς (επίσης αναφέρεται ως αρχική απόδοση) Georgieva, (2011). Οι δημόσιες εγγραφές έχουν ιστορικό υψηλών θετικών ανώμαλων αρχικών αποδόσεων και, για να εξηγήσουν αυτό το (που φαίνεται να είναι) εύκολο χρήμα, έχουν προταθεί ορισμένες εξηγήσεις.

Μια δημοφιλής εξήγηση είναι η κατάρα του νικητή που προκαλείται από ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ ενημερωμένων και μη ενημερωμένων επενδυτών. Δεδομένου ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές θεωρείται ότι έχουν πρόσβαση σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τον προσδιορισμό της εύλογης αξίας της επιχείρησης, θα εγγραφούν μόνο στις υποτιμημένες δημόσιες εγγραφές.

Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, ένας άλλος υποθέτει ότι οι απρογραμμάτιστοι επενδυτές προσυπογράφουν όλα τα θέματα χωρίς διακρίσεις, τόσο υπερτιμημένα όσο και υποτιμημένα. Κατά συνέπεια, οι μη ενημερωμένοι επενδυτές θα λάβουν πλήρη κατανομή μόνο στις υπερτιμημένες δημόσιες εγγραφές. Εάν οι απρογραμμάτιστοι επενδυτές κατά μέσο όρο χάσουν χρήματα από την εγγραφή στις δημόσιες εγγραφές, θα αποφύγουν την αγορά των εκδόσεων.

Ωστόσο, δεδομένου ότι μόνο οι ενημερωμένοι επενδυτές δεν είναι σε θέση να απορροφήσουν τα θέματα, απαιτούνται απλοί επενδυτές προκειμένου να επιτευχθεί πλήρης εγγραφή. Έτσι, τα θέματα πρέπει κατά μέσον όρο να υποτιμηθούν Georgieva, (2011).

3.7.2 Η Υποτίμηση ενός IPO

Η δεύτερη εξήγηση υποδηλώνει ότι λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης οι εταιρείες υψηλής ποιότητας θα υποβαθμίσουν τις δημόσιες εγγραφές τους για να σηματοδοτήσουν τη δύναμή τους. Αυτή η εξήγηση υποδηλώνει ότι οι εταιρείες υψηλής ποιότητας σηματοδοτούν ότι μπορούν να αντέξουν το κόστος υποτίμησης, προκειμένου να προσελκύσουν περισσότερους επενδυτές στο μέλλον και, συνεπώς, να αντλήσουν κεφάλαια με καλύτερους όρους αργότερα.

3.7.3 Ο ρόλος των υπολοίπων στον επηρεασμό της τιμής του IPO

Μια *τρίτη* εξήγηση υποδηλώνει ότι η εκδότρια εταιρεία υποτιμά την IPO απλά για να αποφύγει αγωγές από δυσαρεστημένους επενδυτές, καθώς αυτές οι αγωγές θα είναι λιγότερο πιθανές εάν η IPO αποδειχθεί υποτιμημένη Yong & Isa, (2003). Μια *τέταρτη* εξήγηση επικεντρώνεται στον ρόλο του αναδόχου στη διαδικασία. Ενώ ο ασφαλιστής θα λάβει υπεραξία από τους τακτικούς πελάτες συναλλαγών, εάν το IPO υποτιμηθεί, ο ασφαλιστής θα χάσει τη φήμη του ως αξιόπιστου αντισυμβαλλόμενου για την εκδότρια εταιρεία, εάν η δημόσια εγγραφή είναι υπερβολικά υποτιμημένη.

3.8 Το Επίπεδο της Υποτίμησης

Ως εκ τούτου, ο ασφαλιστής θα επιλέξει ένα επίπεδο υποτίμησης που ικανοποιεί τους εμπόρους, ενώ ταυτόχρονα δεν είναι τόσο σημαντικά υποτιμημένο, ότι διατρέχουν τον κίνδυνο να χάσουν τη φήμη τους και ενδεχομένως το μερίδιο αγοράς τους στην αγορά IPO Georgieva, (2011).

Όπως επισημαίνει και η Georgieva, το φαινόμενο υποτιμήσεων διαφέρει σημαντικά μεταξύ των διαφόρων χωρών. Μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι αυτό μπορεί να οφείλεται σε διαφορές στα χαρακτηριστικά και στις προσδοκίες ανάπτυξης των εταιρειών σε σχέση με άλλες χώρες, ωστόσο, δεν έχει βρεθεί καμία έρευνα για να υποστηρίξει αυτόν τον ισχυρισμό.

Η αρχική τιμή προσφοράς θεωρείται σαν ορόσημο – μέσος (benchmark) του εύρους που μεταβάλλεται η τιμή. Δεύτερον μια τελική τιμή προσφοράς καθορίζεται ή μάλλον εμπεριέχει την πληροφορία που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές κατά το book building.

Εάν δεν φανερωθεί-υπάρξει καθόλου πληροφορία τότε είναι αναμενόμενο πως η αρχική τιμή και η τελική τιμή προσφοράς θα πρέπει να είναι ίσες. Και τρίτον, μια τιμή αγοράς καθορίζεται όταν γίνει η πρώτη αγοραπωλησία (trading) και τότε η αρχική απόδυση (return) ή και το (underpricing) υποτίμηση καθορίζονται.

Η περισσότερη βιβλιογραφία των IPOs εστιάζει στο πως η τελική τιμή προσφοράς συνδυάζεται, με έμφαση κυρίως στο βιβλίο προσφορών (book building) για την αποτίμηση μιας μετοχής. Παρόλα αυτά η πληροφορία που προέρχεται από τους επενδυτές κατά το βιβλίο προσφορών (book building) είναι ένας μηχανισμός για αποτίμηση κατά το Hanley(1993).

Έχουν γίνει πολλές προσπάθειες για να καθοριστεί αν υφίσταται διαφορετικός μηχανισμός για το βιβλίο προσφορών (book building) που θα μπορούσε να μειώσει το υψηλό κόστος. Με την παρέμβαση των Kim and Ritter (1999) και Lowry and Schwert (2002) υποστηρίζεται ότι είναι περιορισμένη η έρευνα που έχει γίνει στο πως οι εταιρείες και οι εκδότες (issuers και οι underwriters) καθορίζουν την αρχική αξία των IPOs. Οι περισσότερές εργασίες (papers) υποθέτουν πως η αρχική τιμή προσφοράς (offer price) είναι ένα αμερόληπτο μέσο πρόβλεψης για την αναμενόμενη (offer price) δίνοντας θεμελιώδη πληροφορία για την εκάστοτε εταιρεία.

Σημαντικές πήγες ωστόσο διαφωνούν αρκετά για την επιμέλεια των εκδοτών (underwriters), της εταιρείας έκδοσης και των νομικών σύμβουλων που συγκεντρώνουν πληροφορία – ενημέρωση για την εταιρεία. Ενώ μερικά από τα έξοδα γίνονται για τα ρυθμιστικά και τα υπόλοιπα προβλήματα κατά την διαδικασία της τιμολόγησης (pricing) είναι εύλογο ότι καλύτερη προσπάθεια σε έξοδα στην (premarket) αγορά για την απόκτηση πληροφορίας και από τα δυο μέρη εταιρείας έκδοσης (issuing firm) και των υπολοίπων ανταγωνιστών ίσως οδηγήσει σε μεγαλύτερη ακρίβεια πρόβλεψης της αρχικής τιμής προσφοράς και πιο κοντά στην τελική.

Είναι γεγονός πως εταιρείες και εκδότες (issuer-underwriter) αν το επιδιώξουν μπορούν να συμβάλουν στην ανακάλυψη της (premarket) τιμής ή στην διάρκεια του βιβλίου προσφορών (book building).Αν οι δύο πλευρές (issuer και underwriter) επιλέξουν να έχουν περισσότερη ακρίβεια στην αποτίμηση της τιμής κατά την (premarket) διαδικασία τότε θα ξοδέψουν περισσότερα στην προσπάθεια απόκτησης χρήσιμης πληροφορίας μέσα από την βελτίωση της επιμελείας των εταιρειών (issuer)-ανταγωνιστών.

Το όφελος από την αύξηση της απαίτησης για πληροφορία στην (premarket)αγορά πριν την πρώτη έκδοση είναι ότι η αρχική τιμή θα είχε αξιολογηθεί με περισσότερη ακρίβεια και από την τελική πρόσφορα και από τις (aftermarket) συναλλαγές μετά την πρώτη έκδοση (trading). Επειδή η λιγότερη πληροφορία συνήθως θα συγκεντρωθεί κατά το book building από τους επενδυτές, οι εκδότες «μεταφέρουν» οφέλη από τις μικρότερες αλλαγές της τιμής και τις μικρότερες αποζημιώσεις στους πληροφορημένους επενδυτές (investors) με τη μορφή της υποτίμησης (underpricing) Benveniste and Spindt (1989).

Το όφελος παρόλα αυτά αντισταθμίζεται από το πιθανό κόστος του αντίκτυπου της ιδιωτικής πληροφορίας των αντιπάλων. Επιπλέον, η βελτίωση της απαιτουμένης συνέπειας ίσως γίνει πολύ ακριβή λόγω των υψηλοτέρων νομικών εξόδων αλλά και της πληρωμής των εκδοτών (underwriters), κάτι το όποιο είναι εν μέρει σωστό, η αμοιβή τους (underwriters) δεν μπορεί να αυξηθεί αρκετά ώστε να αποζημιωθεί η αντίστοιχη προσπάθεια τους Chen and Ritter (2000).

Εάν το κόστος της συσσωρευμένης πληροφορίας στην πρώιμη αγορά (premarket) γίνεται αρκετά ακριβό συνδεδεμένο με το όφελος από την ακρίβεια της τιμής και της χαμηλότερης αρχικές απόδοσης η εταιρεία και οι εκδότες (underwriter) ίσως επιλέξουν να τιμολογήσουν τη μετοχή χρησιμοποιώντας την συσσωρευμένη πληροφορία των επενδυτών που συλλέχτηκε κατά το book building.Στην περίπτωση

αυτή, εταιρείες και εκδότες (issuers και underwriter) δεν χρειάζεται να σπαταλήσουν πόρους ώστε να ορίσουν αρχική τιμή προσφοράς αλλά χρησιμοποιούν πληροφορία που έχει παραχθεί κατά την διάρκεια της δημιουργίας του βιβλίου προσφορών για να τιμολογήσουν την μετοχή (Lowry and Schwert(2004)).

Ενώ αυτή η διαδικασία θα μπορούσε να μειώσει το κόστος παράγωγης της (premarket) πληροφορίας οι επενδυτές θα πρέπει να επιβραβεύονται με αύξηση ποσοστού και αρχικής απόδοσης για την συμμέτοχη τους στην αξιολόγηση της μετοχής. Οι Jenkinson and Jones (2004) επισημαίνουν πως το κόστος επιβράβευσης είναι πολύ υψηλό και πιο συγκεκριμένα κατά την περίοδο δράσης τους το κόστος του υποτίμηση ανέρχονταν στο 66%. Η τελευταία επιλογή μεταξύ αποτίμησης της μετοχής χρησιμοποιώντας προ-διαπραγμάτευσης παράγωγη της πληροφορίας ή εύρεσης πληροφορίας κατά την εξέλιξη της δημιουργίας βιβλίου προσφορών ίσως θα έπρεπε να αποτελεί σημείο τριβής μεταξύ εκδότη και εκδότριας εταιρείας.

Οι εκδότες ίσως έχουν ένα επιπλέον κίνητρο ώστε να φτάνουν στα όρια τα έξοδα για την προσπάθεια τους στην προ-διαπραγμάτευσης αγορά ειδικά εάν αχούν τεθεί ανώτατα όρια συγκεντρωμένη πληροφορία κατά την δημιουργία βιβλίου προσφορών.

Εάν το κόστος της φανερωμένης στο κοινό πληροφορίας δεν είναι απαγορευτικό τότε αρκετοί εκδότες θα προτιμήσουν να έχουν περισσότερη ακρίβεια αποτίμησης και χαμηλότερη αρχική απόδοση (initial return) παρά μια επένδυση σε προ-διαπραγμάτευσης παράγωγη πληροφορίας. Οι Loughran and Ritters (2002) υποστηρίζουν πως οι πιο δυναμικοί εκδότες είναι πιο πιθανό να είναι πιο επιτυχημένοι σε περίπτωση που δεν είναι αρκετά τα έξοδα έκδοσης για αντιστάθμιση να πείσουν τους εκδότες να κάνουν περισσότερα έξοδα στην προσπάθεια τους στην πριν την διαπραγμάτευση αγορά.

Οι Khan et al.(2008) αναφέρουν κάτι που δεν έχουν τονίσει οι προηγούμενοι ερευνητές – επιστήμονες, πως οι περιορισμοί πόρων ίσως παίζουν ένα ρόλο (σημαντικό) κατά την διάρκεια «καυτών» αγορών έκδοσης. Γι' αυτό μοντελοποίησαν στα έξοδα. Γι' αυτό αυτοί που δεν μπορούν να αντέξουν τις συνέπειες του κόστους της έκδοσης βιβλίου προσφορών και ίσως επειδή επωφελούνται καλυτέρα από μία υποτίμηση ίσως τότε να δουν σαν πλεονέκτημα κόστους και αποτελεσματικότερη την ευκαιρία για την επίδραση μιας μικρής αγοράς εργασίας στον κλάδο της επενδυτικής τραπεζικής σε συνολική υποτίμηση. Στο μοντέλο τους αύξησαν την ζήτηση για τις υπηρεσίες που προσφέρουν οι εκδότες σε συνδυασμό με τους περιορισμούς στην αγορά μειώνοντας την δυνατότητα παραγωγής πληροφορίας ενώ ταυτόχρονα αυξάνοντας το κόστος το οποίο αυξάνει την υποτίμηση (underpricing). Το μοντέλο τους προτείνει ότι οι underwriters ίσως θα έπρεπε να αντικαταστήσουν εσωτερικό (μέσα από την αγορά) ή από την προ-διαπραγμάτευση παράγωγη πληροφορίας με πληροφοριακό υλικό το οποίο συγκεντρώνεται κατά τη διάρκεια του book building όταν αυτό είναι πιο αποτελεσματικό να γίνει. Τα αποτελέσματα που θα δίνε μια καλύτερη παραγωγική διαδικασία στην (premarket) αγορά θα έπρεπε να δίνουν περισσότερο ενημερωτικό περιεχόμενο (υλικό) στο προπαρασκευαστικό prospectus. Διαφορετικά, όταν (οι issuers και οι underwriter) επιλέξουν να χρησιμοποιήσουν το book building, το αρχικό prospectus είναι πιθανότερο να είναι γραμμένο

(επηρεασμένο) από τα στοιχεία , τα οποία είναι δημόσια (δημοσιευμένα) διαθέσιμα από πρόσφατες (παρούσες) ή παρελθοντικές έρευνες για IPOs (industry), και σίγουρο είναι πως θα είναι αρκετά επηρεασμένα από τυποποιημένα στοιχειά (μερικά τυποποιημένα) έντυπα ίσως να περιέχονται ώστε να είναι επαρκής η πληροφορία στο έντυπο που επέκειτο να δημοσιεύει).

Επιπροσθέτως, η ανταλλαγή μεταξύ (premarket) συγκεκριμένης πληροφορίας και αυτής που παράγεται κατά το βιβλίο προσφορών (book building) όσο καλύτερη είναι η επιλογή ενός νομικά εντίμου σύμβουλου (ή δικηγόρου) και εκδότη (underwriter) ίσως επηρεαστεί από αντιλαμβανόμενες ρυθμιστικές αντιδράσεις από τις ρυθμιστικές αρχές που καθορίζουν το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου (prospectus).

Καθώς διανέμεται η πληροφορία στην αρχική έκδοση ενός εντύπου σε τυποποιημένη και νεοεισηγμένη ενημερωτική μορφή έχουμε τη δυνατότητα για μια εκ νέου προσπάθεια με ένα αντίστοιχο κόστος φυσικά να τιμολογήσουμε την εταιρεία και να αξιολογήσουμε τη επίδραση της στην αρχική αποτίμηση. Προτείνεται ότι ολοκληρώνοντας το αρχικό έντυπο θα είναι αντιπροσωπευτικό της συνολικής προσπάθειας (με συνέπεια στην αρχή στην premarket αγορά)

Οι παραπάνω εμπειρικές ενδείξεις προκύπτουν δείχνοντας μια ματιά στην αποτίμηση ενός IPO

1. *Πρώτον,* οι εκδότες και οι underwriters οι όποιοι επιλέγουν να επενδύσουν περισσότερο στην παραγωγική διαδικασία ενημερωτικού περιεχομένου πριν την έκδοση ενός IPO είναι πιθανότερο ότι το αρχικό τους prospectus δίνει καλύτερη ενημερώσει στους ενδιαφερομένους επενδυτές και θα χρειάζεται να βασιστεί λιγότερο στο book building στην αποτίμηση της μετοχής. Γι' αυτό εμείς υποστηρίζουμε ότι το καλύτερο ενημερωτικό έντυπο θα πρέπει να αποσυνδέεται με περισσότερη ακρίβεια στην αρχική τιμή προσφοράς η οποία θα είναι «κοντά» με την τελική τιμή προσφοράς (φυσικά μικρότερες αλλαγές προσφοράς). Η υποτίμηση θα είναι επίσης η μικρότερη δυνατή ενώ οι εκδότες-underwriters δε θα χρειάζονται να αποζημιώσουν πληροφορημένους επενδυτές οι οποίοι θα τους παρέχουν την απαραίτητη ενημέρωση κατά τη διάρκεια του book building (Benveniste and Spindt 1989)
2. *Δεύτερον*, issuers και underwriters οι οποίοι επιλέγουν να ξοδέψουν περισσότερα στην premarket αγορά θα έχουν περισσότερες πληροφορίας στο αρχικό έντυπο που θα εκδοθεί , οι οποίες θα είναι τυποποιημένες ή κατά κάποιο τρόπο αντιγραμμένες από άλλες πηγές και θα βασιστούν αρκετά στο book building για την ανακάλυψη της τιμής. Αντιστρόφως, στην περίπτωση πολύ καλά πληροφορημένου περιεχομένου, αναμένεται ότι το περισσότερο τυποποιημένο θα πρέπει να καταλήγει σε μεγαλύτερες φυσικά αλλαγές της τιμής (περισσότερες πληροφορίας γίνονται κατά τη διάρκεια του book building) και ταυτόχρονα υψηλότερες αρχικές αποδόσεις σαν αποζημίωση στους επενδυτές για την παρέχει πληροφοριών. Η παραπάνω συζήτηση βασίζεται στην υπόθεση (και χρησιμοποιήθηκε από πολλές έρευνες της βιβλιογραφίας των IPO) ότι η αρχική τιμή ενός IPO είναι μια δίκαιης άξιας εκτίμησης από την τελική τιμή προσφοράς δοσμένων όλων των πληροφοριών της αρχικής αρχειοθέτησης. Επειδή δίνονται διαφορετικές προσπάθειες (κόστος στη premarket) η

ανάγκη για πληροφορία που γεννάτε κατά τη διάρκεια του βιβλίου προσφορών (book building) δεν αχεί την ίδια ομοιογένεια για όλους τους εκδότες. Εάν η πληροφορία ήταν ακριβή για να μπορέσουν να την αποκτήσουν οι επενδυτές (Sherman and Titman 2002) δεν θα ήταν πάντα αποδοτικό για τους επενδυτές να παράγουν την ίδια ποσότητα ενημερωτικοί υλικού για κάθε επίπεδο προσφοράς.

Ένας πιθανός μηχανισμός είναι να θέσεις την αρχική τιμή προσφοράς κάτω από την δίκαιη τιμή για την απόκτηση πληροφορίας την στιγμή της αίτησης υποβολής ενός IPO.Η επιθυμία των εκδοτών για περισσότερη πληροφορία μπορεί να επηρεάσει την αρχική τιμή. Γι' αυτό σηματοδοτούμαι την ανάγκη για παράγωγη ενημερωτικού περιεχομένου και υποσχόμενων μεγάλων οικονομικών αποζημιώσεων δια μέσου του μηχανισμού προσαρμογής.

Όπως ειπώθηκε (από τους Sherman and Titman 2002), η πολιτική αποτίμησης παρέχει επαρκές κίνητρο στους επενδυτές ώστε να ασχοληθούν με την απόκτηση ενημέρωσης όταν θα έχουν τότε και επαρκή κίνητρο για να την αποκαλύψουν. Κάτω από αυτές τις συνθήκες ταχτοποιημένα ενημερωτικά περιεχόμενα θα έπρεπε να είναι πιθανώς συνδεδεμένα όχι μόνο με αλλαγές της τιμής αλλά και με υψηλότερες αλλαγές τιμής προσφοράς.

Οι Drake and Vetsugeens (1993) , στο πρώτο εμπειρικό paper με στόχο να μελετήσουν τα αποτελέσματα- επίδρασης των δικαστικών εξόδων (φόβος των underwriters σε περίπτωση αποτυχίας μην κατηγορηθεί), εξετάζω τις διαφορές στην αρχική απόδοση μεταξύ IPOs στα οποία έχουν γίνει αγωγές και σε αυτά που δεν έχουν υποβάλει.

Οι παραπάνω επιστήμονες δεν βρήκαν ενδείξεις ότι υπάρχει underpricing από την επίπτωση μιας αγωγής . Παρόλα αυτά Lowry and Shu (2002) έλαβαν σοβαρά υπόψιν τους την ενδογένεια των αρχικών αποδόσεων και των δικαστικών αποφάσεων και βρήκαν υποστήριξη από θεωρίες για litigation risks(δικαστικές επιπτώσεις σε περίπτωση αποτυχίας ενός IPo- δεν μπορεί να μειωθεί η τιμή-φόβος underpricing) για ασφάλεια των αποτελέσματα όπως προβλέπεται.

Παρά τις πρόσφατες ενδείξεις, μερικές έρευνες παραμένουν σε σκεπτικισμό Ritter and Welch(2002) με το όρθρο τους «In our opinion , leaving money on the table appears to be a cost-effective way of avoiding lawsuit», δηλαδή το άλλοθι που θα χρησιμοποιήσουν οι underwriters σε περίπτωση που κάτι πάει λάθος. η συγκεκριμένη έρευνα (paper) προβάλει ένα πλούσιο περιεχόμενο σε γνώση όσον αφορά τον κίνδυνο διαφορών (litigation risk) που μπορούν να υποστηρίξουν τις παραπάνω απόψεις.

3.9 Κίνδυνος Διαφορών ή Δικαστικός :Litigation risk

Ο κίνδυνος που διατρέχει τις εταιρείες που αποφασίζουν να εκδώσουν μια νέα μετοχή, με το να κατηγορηθούν πως απέκρυψαν σημαντικά στοιχεία που δίνουν σωματικές πληροφορίες για την αξιολόγηση της εταιρίας σε περίπτωση υψηλής υποτίμησης και μεγάλων ζημιών.)

Η υποκείμενη θεώρηση που έχουν στηριχτεί οι υπάρχων μελέτες είναι πως η ζημιά από πώληση μετοχών από μόνη της μπορεί να αποτελεί επαρκή στοιχεία για ποινικές κυρώσεις και δικαστικές διαμάχες (litigation risk).

Στην πραγματικότητα θα έπρεπε να συμβούν δυο πράγματα για να συμβεί αυτό. *Πρώτον*, οι επενδυτές θα έπρεπε να επιβαρύνονται και αυτοί σε περίπτωση που παρουσιάζονται ζημίες από μια επένδυση και *δεύτερον*, οι επενδυτές θα έπρεπε να είναι σε θέση να παρουσιάσουν αποδεικτικά στοιχεία με έλλειψη από την εταιρεία σε απαιτούμενα έντυπα όταν και έγινε η αρχική τους επένδυση.

Οι επενδυτές λοιπόν για να εμπλουτίσουν την γραμμή υπεράσπισης τους θα έπρεπε να βρουν στοιχεία για τις ζημίες και για την ελλιπή πληροφορία. Γι' αυτό λοιπόν οι εταιρείες έκδοσης (issuers) για να μειώσουν τον κίνδυνο (litigation risk), χρειάζεται να αντισταθμίσουν μονό ένα από τα στοιχεία, η αντιστάθμιση hedging μπορεί να γίνει με την υποτίμηση (μειώνοντας ζημίες) ή βελτιώνοντας τα πληροφοριακά έντυπα προς τους επενδυτές για να μειώσει την πιθανότητα απώλειας στοιχειών.

Τα ευρήματα όμως των Honley and Hoberg(2010) διαφέρουν από προγενέστερες μελέτες στον κίνδυνο διαφέρων στα IPOs γι αυτό εξέτασαν ταυτοχρόνως τα αποκαλυπτικά – πληροφοριακά έντυπα των εταιρειών καθώς και τιμολογιακή στρατηγική. Υπέθεσαν πως ότι και τα δυο αντισταθμίστηκαν εναντίον των κίνδυνων των ευθυνών που θα επιβαρύνονταν βελτιώνοντας την αρχικοί έκθεση τους . Η υποτίμηση τότε θα ήταν υψηλή μόνο όταν μια εταιρεία έχει πιθανότητα παράλειψης σημαντικών πληροφοριακών στοιχείων. Με άλλα λόγια , δεν επιλέγουν όλες οι εταιρείες που εκδίδουν μετοχές (IPO) να το χρησιμοποιήσουν τη μέθοδο της υποτίμησης σαν αντιστάθμιση κινδύνου. Γι' αυτό οι επιδράσεις της υποτίμησης στη μείωση των επιπτώσεων σε περίπτωση εμφάνισης συμπτωμάτων litigation risk θα συσσωρευτεί μονό στις εταιρείες με υψηλή απόκρυψη πληροφοριών.

Ένας λόγος που δεν έχει δοκιμαστεί ακόμα η βιβλιογραφία με μελέτες για κίνδυνο ευθύνης είναι ότι η απώλεια μιας είδησης στο ενημερωτικό φυλλάδιο μιας εταιρείας είναι δύσκολο να μετρηθεί, με την προσθήκη όμως της ανάλυσης κειμένου η στρατηγική της επιχείρησης είναι εφικτό να μετρηθεί. Εξέτασαν δηλαδή πως μια νεοεισηγμένη εταιρεία αντιδρά στην έλευση νέας πληροφορίας – δεδομένων κατά τη διάρκεια της περιόδου προσφοράς.

Αυτές οι δραστηριότητες συχνά καταλήγουν σε στοιχεία αρκετά για να παράξουν μεγάλες αναθεωρήσεις τιμών από το αρχικά όψης τιμής μέχρι την τελική αποτίμηση του IPO. Ο τυπικός εκδότης αφού δημιούργησε το αρχικό φυλλάδιο ενημέρωσης και δυο με τρεις βελτιώσεις του , στην περίοδο των επομένων τριών μηνών μεταξύ της αρχικές αποτίμησης και της έκδοσης του IPO μας δίνει τα δυνατότητα να αξιολογήσουμε οποιαδήποτε αλλαγή – βελτίωση κάθε στιγμή. Έχει κατασκευαστεί ένα πληρεξούσιο σε περίπτωση λαθών που χρίζουν δικαστικών αποφάσεων βασιζόμενη σε δυο αρχές, αυτές της έκτασης της αναθεώρησης (δηλαδή αναθεώρηση της τιμής του IPO από την αρχική του εκτίμηση) και αν το αρχικό φυλλάδιο δεν έχει ενημερωθεί επιπρόσθετα κατά τη διάρκεια της περιόδου προσφοράς.

Η πρώτη αρχή δείχνει τις πληροφορίες σχετικά με την τιμή κατά τη διάρκεια της δημιουργίας βιβλίου προσφορών. Αν η πρώτη αρχή είναι επαρκή τότε η δεύτερη συνθήκη αποκαλύπτει ότι η καινούρια πληροφορία δεν περιέχεται στο αρχικό prospectus κάτι που οδηγεί στο συμπέρασμα της απώλειας στοιχείων. Εμείς προβλέπουμε ότι τα αποτελέσματα της αποκατάστασης της τιμολόγησης αυξάνονται με την πιθανότητα μιας απώλειας ενός στοιχείου.

Μεγάλες αναθεωρήσεις τιμών υποδεικνύουν ότι νέα δεδομένα παίζουν καθοριστικό ρόλο στον καθορισμό της τιμής προσφοράς σαν αποτέλεσμα ένας εκδότης που δεν θα επιλέξει να βελτιώσει την ενημέρωση προς τους επενδυτές και αφού ακολουθήσει μια μεγάλη μεταβολή της τιμής είναι πιθανή να του ασκηθούν ποινικές διώξεις. Ο κίνδυνος να αποδοθούν ευθύνες στους εκδότες παίζει ένα σημαντικό ρόλο καθώς είναι ένα ρυθμιστικό φαινόμενο και μπορεί να εξηγήσει γιατί η υποτίμηση ενός IPO που συνδέεται με θετική πληροφορία φαίνεται να είναι τόσο δύσκολο να εξηγηθεί σαν μια μέθοδο αντιστάθμισης της ισορροπίας για την αποκάλυψη ευνοϊκών πληροφοριών Ritter and Welch (2002).

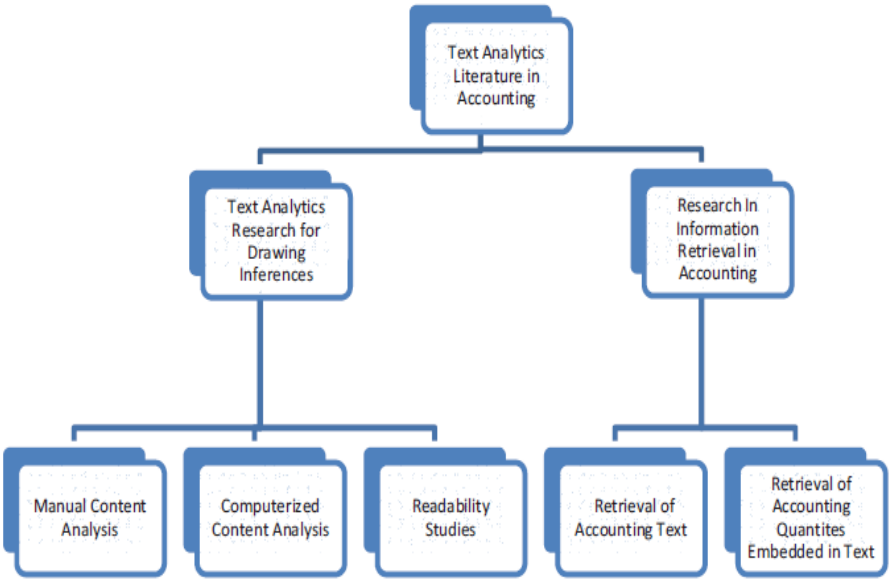
Η παραδοσιακή υποτίμηση μπορεί να αποτρέψει όλες τις δικαστικές διαμάχες με τη μείωση των ζημιών αλλά η υποτίμηση ισχύει μόνο σε αυτούς που αγοράζουν ένα IPO γι αυτό δεν μπορούν να αποτρέψουν μια δικαστική αγωγή με μια αγορά μετά την αρχική αγορά. Παρόλα αυτά η συνεχής ενημέρωση μπορεί ναι είναι ένας ακριβός μηχανισμός στην προσπάθεια απόκτησης αντιστάθμισης του κινδύνου ποινικών διώξεων από μια υποτίμηση η πληροφορία που εισάγεται προσδίδει υψηλή αξία στην εκδότρια εταιρεία.

3.10.Κινητρά ενημέρωσης

Αφού γίνει η αξιολόγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του αρχικού φυλλαδίου, εκδότης και εκδότρια εταιρεία ξεκινούν τη διαδικασία της δημιουργίας βιβλίου προσφορών. Κατά τη διάρκεια ο εκδότης προσπαθεί να δώσει πληροφορίες για μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας και οι επενδυτές παρέχουν πληροφορίες και στοιχεία (feedback) για την προτεινόμενη τιμή προσφοράς μέσω ενδείξεων στο προτεινόμενο εύρος τιμών.

3.11 Textual Analysis

FIGURE 1
Research Streams in Text Analytics and Information Retrieval in the Accounting and Business Domains



Εικόνα 1

Πηγή : The Role of Text Analytics and In 1

Το βασικό μέρος αυτής της εργασίας στοχεύει στο textual analysisμια νέα μορφή έρευνας στη χρηματοοικονομική επιστήμη αν και υπάρχει σε διάφορα επιστημονικά πεδία με άλλες ονομασίες, συμπεριλαμβανομένης της υπολογιστικής γλωσσολογίας , την επεξεργασία της (ή στατιστικής) γλώσσας, ανάρτηση πληροφορίας και ανάλυση περιεχομένου. Η έννοια της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) έχει μακριά ιστορία. Για παράδειγμα το 1901 T.C Mendehall χρησιμοποίησε την νέα αυτή μέθοδο για να εξετάσει αν κάποια χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν έργα του Shakespeare είχαν γραφτεί από τον Baron(Williams 1975).

Κατά τη διάρκεια πολλών πολέμων, η μεθοδολογία αυτή ήταν άρρηκτα συνδεδεμένη με τον πολιτικό λόγο όπου οι προσεκτικά ρητορικές επιλογές των εκάστοτε ομιλητών ερμηνεύτηκαν ως σήματα διπλωματικής τάσης.

Μερικές δεκαετίες πριν, η απελευθέρωση (νομικά) του σχολιασμού με επέμβαση των WSJ οδήγησε σε αύξηση στην ακρίβεια της στατιστικής ανάλυσης (Markwill, Santorini and Markowitz 1993).

Πολλές πρόσφατες εργασίες με εκθετικά αυξανόμενη δύναμη της τεχνολογίας από τα μισά του περασμένου αιώνα και μετά και με την αύξηση των μεθόδων ανάλυσης κειμένων καθοδηγούμενες από τις απαιτήσεις των μηχανών αναζήτησης του διαδικτύου οι εφαρμογές της τεχνικής αυτής εισχωρούν σχεδόν δε κάθε κλάδο με τον έναν ή τον άλλο τρόπο.

Στον κλάδο της λογιστικής και χρηματοοικονομικής η διαθεσιμότητα στο διαδίκτυο νέων άρθρων, συνεντεύξεων, αρχείων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και κείμενα από διάφορα μέσα κοινωνικής δικτύωσης (social media) προβάλουν ένα μεγάλο εύρος εφαρμογής της τεχνολογίας αυτής. Ένα ερώτημα που έχει τεθεί είναι αν μπορούμε να αφαιρέσουμε τον παράγοντα συναίσθημα από τη μετοχή μιας εταιρείας έτσι ώστε να αλλάξουμε δεδομένα (ποσοτικά) για μια μελλοντική πρόβλεψη στατιστικών στοιχείων

Μπορούμε να διαβάσουμε μέσω υπολογιστή νέα δημοσιευμένα άρθρα και να κάνουμε συναλλαγές πριν οι επενδυτές ανακαλύψουν και αφομοιώσουν την νέα πληροφορία .

Εάν τα tweets στο μέσω ενημέρωσης tweeter αποτελούν τον σφυγμό της πληροφορίας, θα μπορούσαμε να ελέγξουμε αυτά τα μηνύματα σε πραγματικό χρόνο (real time) με στόχο να κερδίσουμε σε πληροφορία ; Θα μπορούσαμε άραγε η ανάλυση των κειμένων να προβλέψει μια ενδεχόμενη νέα πληροφορία που ίσως να «κρύβεται» μέσα σε ένα άρθρο; Θα μπορούσε άραγε αυτή η νέα τεχνική να αναδείξει τον υπολογιστή ως τον καλύτερο αναλυτή που τα δεδομένα του είναι απλές συνδιαλέξεις της διοίκησης (inputs);Μπορούμε να εξετάσουμε ποσοτικά και ποιοτικά μηνύματα που σε μια συλλογή κειμένων με μηνύματα που φανερώνεται εκούσια ή ακούσια . Αυτά και άλλα πολλά ενδιαφέροντα ερωτήματα προσπαθεί να απαντήσει η χρηματοοικονομική θεωρία με τη χρήση της τεχνολογίας και συγκεκριμένα της τεχνικής της ανάλυσης κειμένου (textual analysis).

Η νέα αυτή τεχνική μέθοδος της χρηματοοικονομικής επιστήμης, που ονομάζεται ανάλυση κειμένου (textual analysis) είναι ένας αναδυόμενος τομέας την επιστήμη της λογιστικής και χρηματοοικονομικής (Accounting and Finance). Μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα υποσύνολο μιας ευρύτερης ποιοτικής ανάλυσης με αυτήν την τεχνική ,όμως επικεντρώνεται σε συγκεκριμένες (στοχευόμενες) φράσεις , ανάλυση αισθήματος συγγραφέα, τη μοντελοποίηση του θέματος ή μέτρηση ιδίων φαινομένων-δεδομένων.

Υπάρχει μια άλλη εκδοχή της τεχνικής αυτής , η οποία διαφοροποιείται με μερικές από τις προηγούμενες μεθόδους στην οποία καταγράφεται η απόπειρα να μετρηθεί η ικανότητα του αναγνώστη να αποκρυπτογραφήσει τα μηνύματα που προορίζονται για δημοσίευση σε σχέση με άλλες μεθόδους που απλά προσπαθούν να εξακριβώσουν τη σημασία των κειμένων που έχουν συλλέξει για ανάλυση. Άλλα παραδείγματα, από πιο γενικά θέματα για ποσοτική ανάλυση θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε (Covd and Shuway 2001) πως η πληροφορία μεταφέρεται από το θόρυβο που δημιουργούνται ομόλογα δημοσίου (treasury bonds futures) τα οποία βρίσκονται στη καθημερινή συναλλαγή (trading) ή οι Mayew and Venkatackolm (2012) οι οποίοι εξέτασαν τον θόρυβο που παράγεται από συνδιασκέψεις για κέρδη ώστε να καθορίσουν την συναισθηματική αντίδραση. Ακολουθώντας πρωταρχικά papers όπως Frazier Ingram and Tennesyn (1984), Antweiler and Frank (2004), Das and Chen (2007), Tetlock (2007) and Li(2008) καταξιωμένοι ερευνητές στον κλάδο της λογιστικής και χρηματοοικονομικής έχουν ενεργά εξετάσει στην επίπτωση της ποσοτικής πληροφορίας. Οι λέξεις που επιλέγονται από τους μάνατζερ ώστε να

περιγράψουν τις λειτουργίες τους και η γλώσσα που χρησιμοποιούν από τα μέσα ενημέρωσης (media) ώστε να γράψει το κατάλληλο άρθρο-έκθεση για τις εταιρείες και τις συνδεδεμένες με μελλοντικές αποδόσεις μετοχών, κέρδη και μελλοντικές δραστηριότητες τις διοίκησης.

Επενδυτές που ασχολούνται κυρίως με αγοραπωλησία μετοχών, δραστηριοποιούνται στην απόκτηση ενσώματων στοιχείων, περισσότερα από τα ποιοτικά δεδομένα στις αξιολογήσεις τους αλλά η επιστήμη της λογιστικής και χρηματοοικονομικής πειθαρχεί σε αυτήν ρη νέα τεχνολογία και έτσι μπορεί με επιφύλαξη τι σκοπό έχουμε να το μετράμε στην πραγματικότητα. Η εκκολαπτόμενη βιβλιογραφία για την νέα τεχνική της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) είναι ήδη συγκεντρωμένοι αρκετά καλά σε διάφορες επιστημονικές έρευνες αν και η δημοσιότητα της μεθόδου συνεχώς αυξάνεται, ανανεώνει πρόσθετες έρευνες φιλτράροντας τες (το θέμα τους- πληροφοριακό περιεχόμενο, ποιότητα κερδών και αποτελεσματικές αγορές) και καταγράφει κάθε τι ξεχωριστά σε μια λίστα (πρόβλεψης) για πιθανή χρήση.

Το αποτέλεσμα του, σε αυτό το άρθρο ήταν ότι η βιβλιογραφία χρειάζεται να είναι λιγότερο επικεντρωμένη στο να βρίσκει τρόπους να εφαρμόζει την μέθοδο της ανάλυσης κειμένου που από μόνη της δανείζεται από υψηλά αναπτυσσόμενες τεχνολογίες αυτήν την διαδικασία της υπολογιστικής γλωσσολογίας και αντί να παρακινείται περισσότερο από υποθέσεις που συνδέονται στενά με τις οικονομικές θεωρίες (Li 2010a).

Οι Kearny and Liou (2014) και Ferris, S. P.; G. Hao; and M. Liao. προβάλουν με ένα πιο πρόσφατο άρθρο τους, μεθόδους και βιβλιογραφία στοχευμένη στο συναίσθημα του κειμένου.

Επιπροσθέτως, ο Dass (2014) κάνοντας μια ανασκόπηση της ακαδημαϊκής διαθέσιμης βιβλιογραφίας, παρέχει στον ενδιαφερόμενο αναγνώστη ένα εξαιρετικό πλοηγό για αρχάριους, που περιέχει αποσπάσματα κωδικοποιημένα για μερικά από τα βασικά εργαλεία της τεχνικής της ανάλυσης κειμένου (textual analysis).

Παρακάτω, γίνεται πιο επικεντρωμένη αναφορά στο πως το η τεχνική της ανάλυσης κειμένου εφαρμόζεται στην οικονομική επιστήμη αλλά και στην λογιστική και χρηματοοικονομική βιβλιογραφία μέσα από μια περιγραφή μερικών μεθόδων όπου και προστέθηκαν επιπλέον αναβαθμίσεις στις βιβλιογραφικές ανασκοπήσεις προσπαθώντας να προσεγγίσουν όσο το δυνατόν περισσότερο την καινούρια τεχνολογία.

Ποιοτικά δεδομένα απαιτούν επιπρόσθετα βήματα μετάφρασης και επεξεργασίας κειμένων με χρήση ποιοτικών μέτρων τα οποία χρησιμοποιούνται σαν δεδομένα σε παραδοσιακές μεθόδους ανάλυσης κειμένων. Περισσότερη έμφαση δίνεται στη σημαντικότητα, στην έκθεση και στη διαφάνεια αυτής της διαδικασίας μετατροπής επειδή εκεί φέρεται να παρουσιάζει περισσότερη ανακρίβεια η υπάρχουσα τεχνογνωσία της ανάλυσης κειμένου (textual analysis)

Γενικότερα δίνεται περισσότερη έμφαση στη σημασία της επαναληψημότητας στις λιγότερες δομημένες μεθόδους που εφαρμόζουν την εξεταζόμενη τεχνολογία. Όσων αφορά τώρα, το πόσο ευανάγνωστο είναι ένα κείμενο, συντονίζεται σημαντικότητα

των στοχευόμενων προσδιορισμών, τι σημαίνει δηλαδή ή μάλλον ποιες έννοιες (σενάρια- εικασίες) κρύβει μέσα ένα κείμενο με επιχειρηματικό περιεχόμενο, όπου παραδοσιακά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της αναγνωσιμότητας (πολυσύλλαβες λέξεις και μεγάλες προτάσεις) σπάνιας διακρίνουν χαρακτηριστικά στην ερμηνεία των χρηματοοικονομικών κειμένων (finance).

3.12. Πληροφοριακό περιεχόμενο, δομή κειμένου, αναγνωσιμότητα (Information Content, Document Structure, Readability)

Υπάρχουν αναγνωρισμένες τεχνικές που χρησιμοποιούν εργαλεία με πλούσια μεθοδολογία για να αξιολογούν συλλογές από δεδομένα. Οι μέθοδοι που χρήζουν προς μελέτη έχουν επιπτώσεις στην ανάλυση κειμένου στον επιστημονικό τομέα της λογιστικής και χρηματοοικονομικής. Αναλύοντας διάφορες μεθόδους, η έρευνα επικεντρώνεται στο βασικό ζήτημα της εξεύρεσης πληροφορίας μέσω της δομής του κειμένου. Το τελευταίο αυτό κριτήριο, για το κατά πόσο ο καταναλωτής των δεδομένων που προκύπτουν μέσα από το κείμενο , μπορεί να αποκρύψει αποτελεσματικά τις παραμορφώσεις που περιέχονται στο έγγραφο.
Τα δεδομένα δομούνται με τέτοιο τρόπο ώστε να αντανακλούν στο σχεδιασμό των παραγράφων σε συνδυασμό με την κουλτούρα γραφής (χαρακτηριστικά-ύφος) που χρησιμοποιείται. Η χαρακτήρας γραφής θεωρείται υποκείμενος της αναγνωσιμότητας (το ποια πληροφορία έχει εύκολη πρόσβαση στον αναγνώστη) και έχει γίνει ένα συχνό χαρακτηριστικό των δεδομένων της συγκεκριμένης βιβλιογραφίας.

3.12.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο

Η ανάλυση κειμένου και γενικότερα η ποιοτική ανάλυση, είναι ιδιαίτερα οριοθετημένη από τις ποσοτικές αναλύσεις με τις ανακρίβειές της. Φυσικά, ακόμη και σε μια ποσοτική ανάλυση είναι εφικτό να συζητήσουμε τις μετρήσεις που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία δεδομένων, για παράδειγμα αν τα κέρδη πρέπει να μετρηθούν χρησιμοποιώντας γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές (GAAP or no-GAAP) και η τελική εξειδίκευση ενός εμπειρικού μοντέλου μπορεί να είναι μια από πολλές πιθανές μεταλλαγές. Η ποσοτική έρευνα είναι επαρκώς ώριμη έτσι ώστε να υπάρχουν τυπικά ειδικά πειθαρχικά πρότυπα για τη μέτρηση εισροών και την επιλογή μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αντιμετώπιση συγκεκριμένου εμπειρικού ζητήματος. Η παραδοσιακή ποσοτική έρευνα προσπαθεί να εντοπίσει τις πληροφορίες που περιέχονται σε ένα δείγμα στο πλαίσιο των κατευθυνόμενων υποθέσεων, όπου οι υποθέσεις αυτές μαζί με τις πειθαρχικές παραδόσεις υπαγορεύουν τα συγκεκριμένα στατιστικά μέτρα και τις χρησιμοποιούμενες τεχνικές εισαγωγής. Στη τυπική ποσοτική έρευνα, ενώ το μέτρο μπορεί να είναι ανακριβές (ο αριθμός που συνδέεται με τις υποχρεώσεις για τις συντάξεις

δεν αντικατοπτρίζει πλήρως την τρέχουσα αξία και την αβεβαιότητα που συνδέεται με τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις του), η μονάδα μέτρησης είναι σαφής.

Με την ανάλυση κειμένου υπάρχει μια ριζική μεταμόρφωση που πρέπει να πραγματοποιηθεί καθώς προσπαθούμε να μετακινηθούμε από μια συλλογή χαρακτήρων στην εξαγωγή πληροφοριών που μεταδίδονται από αυτούς τους χαρακτήρες.

Η σημασία των χαρακτήρων δεν είναι αμφίσημη και στις περισσότερες περιπτώσεις εξαρτάται ουσιαστικά από το πλαίσιο μια πρόταση, ένα έγγραφο ή μια συλλογή κα πότε και από ποιόν γράφτηκε. Παρόλο που ορισμένοι τομείς της φυσικής γλώσσας δηλώνουν τον ερμηνευτικό τους στόχο ως προς το προορισμένο μήνυμα του εγγράφου (οδηγίες, κατανάλωση πληροφοριών κλπ) , να έχετε κατά νου ότι για τις σκόπιμες όσο και άσκοπες πληροφορίες που μεταφέρονται από το κείμενο (για παράδειγμα, ο διευθυντής σε κλήση κερδών μπορεί να χρησιμοποιήσει ακούσια πιο αδύναμους τρόπους μεταφοράς (λέξεις όπως, ίσως θα μπορούσε) γιατί είναι γεγονός πως η σηματοδότηση είναι ένα πρόβλημα για την επιχείρηση.

Για αυτές τις μελέτες που επικεντρώνονται στις αιτήσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν την πλήρη έκταση των μάλλον περιορισμένων διαδικτυακών (online) χρονοσειρών που ξεκινούν το 1996. Η διαμόρφωση της HTML αποτελεί πιθανή πηγή συστηματικών λαθών (ορισμένες μεγάλες εταιρείες άρχισαν την ηλεκτρονική κατάθεση το1994, η ηλεκτρονική αρχειοθέτηση απαιτείται από όλες τις επιχειρήσεις με μικρές εξαιρέσεις που αρχίζουν το 1996).

Η ανάλυση εγγράφων βασίζεται στη συνέπεια, στη δομή του κειμένου και σε πολλές σχετικές γλώσσες σήμανσης. Για πολλές αρχειοθετήσεις πριν από περίπου το 2005, υπήρχε έλλειψη συνέπειας στο σχηματισμό HTML.Ένας ανιχνευτής που εξουδετερώνει πρώτα τους πίνακες από το έγγραφο θα αποτύχει στην ακριβή ανάλυση αυτού του αρχείου καταγραφής.

Με σταθερό μέγεθος και χρονική περίοδο , προκαλώντας έτσι συστηματική αναμέτρηση και όχι απλώς θόρυβο. Το μέγεθος αυτών των σφαλμάτων μπορεί να είναι σημαντικότερον η δύναμη συμπεριλαμβάνεται ως μέτρο αβεβαιότητας, αν η ανάλυση δεν κάνει διάκριση μεταξύ κατώτερου και κεφαλαίου, τότε θα βρεθεί μια εκπληκτική εποχικότητα στα αποτελέσματα της έρευνας.

Αν χρησιμοποιηθούν λίστες λέξεων που κατηγοριοποιούν κάποιες λέξεις ως αρνητικές και κάποιες ευρέως χρησιμοποιούμενες λίστες τότε είναι αρκετά σίγουρο πως θα παρατηρηθεί μια απαισιοδοξία για τους τομείς που σχετίζονται.

Η ανακρίβεια της κλασσικής ανάλυσης δεν είναι κάτι που αποκλείει τη χρήση της αλλά είναι ένα χαρακτηριστικό γνώρισμα που πρέπει να αντιμετωπιστεί στην παραγωγή εμπειρικών αποτελεσμάτων, που αναμένεται να έχουν αξιόπιστο αντίκτυπο και μπορούν εύλογα να αναπαράγονται.

Παρά τη σπουδαιότητα του αρχικού μετασχηματισμού από το κείμενο σε ποσοτικά σύνολα, οι περισσότερες αναλύσεις κειμένων στη λογιστική και τη χρηματοοικονομική παρέχουν ασαφείς δηλώσεις πως γίνεται η ανάλυση ενός

εγγράφου και στη συνέχεια να παράγονται μειωμένα ποσά από το πακέτο λογισμικού, όπου οι κινητήριες δυνάμεις πίσω από τα αποτελέσματα είναι αδιαφανείς.

Για να διευκολυνθεί διαδικασία της παραγωγής συνίσταται ότι τα άρθρα περιλαμβάνουν ένα παράρτημα που παρέχει συγκεκριμένες λεπτομέρειες για τη διαδικασία επεξεργασίας, μια επέκταση που διευκολύνεται από ηλεκτρονικά παραρτήματα περιοδικών.

Παρόλο που είναι αδύνατον να προσδιοριστεί η συνολική πληροφορία που περιέχει μια συλλογή λέξεων και αριθμών, ο στόχος οποιασδήποτε ανάλυσης είναι να προσεγγίσουμε αυτό το όριο. Όπως εξάγουμε πληροφορίες από το κείμενο του εγγράφου, πρέπει να προσπαθήσουμε να καθορίσουμε πόσο περιθώριο χάνεται από μεθόδους που υποθέτουν ότι οι λέξεις είναι ανεξάρτητες μονάδες που είναι μέθοδοι όπου η ακολουθία λέξεων είναι ασήμαντη. Καθώς γίνεται προσπάθεια για πιο στοχευμένη και πιο σύνθετη ανάλυση που δεν κάνει αυτή την υπόθεση πρέπει να δίνεται περισσότερο προσοχή ώστε η ανακρίβεια της μεθόδου να μην κατακλύζει κάθε ελπίδα για κέρδη.

Όπως τονίστηκε μετά από πολλά σφάλματα λανθασμένης ταξινόμησης στην μέθοδο της ανάλυσης κειμένου (textual analysis) μπορεί να κάνει αρκετά περισσότερα από το να προσθέτει «θόρυβο» στα δεδομένα, που μπορεί ακούσια να δημιουργήσει λάθος εκτιμήσεις για άλλες εταιρείες ή το μέγεθος της βιομηχανίας.

3.13 Μέγεθος της εταιρείας IPO

Οι επαγγελματίες, το πρώτο πράγμα που επισημαίνουν προσπαθώντας να εξηγήσουν τις μεγάλες αποκλίσεις στις μη φυσιολογικές επιστροφές είναι το μέγεθος των εταιρειών που πρόκειται να γίνουν δημόσιες. Επιπλέον, προηγούμενη έρευνα έχει αποδείξει ότι το μέγεθος της εταιρείας IPO μπορεί να έχει αντίκτυπο στην απόδοση μετά την αγορά.

Ο Yong (2011) διαπίστωσε αρνητικό μέγεθος, δηλαδή ότι οι μικρές εταιρείες IPO υπερέβησαν σημαντικά τις μεγάλες εταιρείες IPO. Μπορεί να είναι λογικό να υποθέσουμε ότι το μέγεθος της εταιρείας μπορεί επίσης να επηρεάσει τη σχετική τιμολόγηση της εταιρείας. Επομένως, αν το μέγεθος δεν ελέγχεται, το μοντέλο μπορεί να παρέχει προκατειλημμένες εκτιμήσεις.

Για να ενισχύσει περαιτέρω αυτό το επιχείρημα, οι Ritter and Kim (1999) επεσήμαναν ότι το σφάλμα τιμολόγησης με βάση την αξιολόγηση ομοτίμων ήταν μεγαλύτερο για τις νέες εταιρείες. Δεδομένου ότι η ηλικία και το μέγεθος πιστεύεται ότι είναι στενά συσχετισμένα, μια μεταβλητή ελέγχου στο μέγεθος μπορεί να περιορίσει το πιθανό σφάλμα τιμολόγησης για αυτές τις εταιρείες.

Επιπλέον, πολλοί θεσμικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν περιορισμούς όσον αφορά το μέγεθος των εταιρειών στις οποίες επιτρέπεται να επενδύσουν. Το φαινόμενο (ceteris paribus) είναι ότι οι επενδυτές που διαθέτουν μετοχές στις μεγάλες επιχειρήσεις κατά μέσον όρο είναι υψηλότερης ποιότητας από ό, τι για τις μικρές επιχειρήσεις.

Οι δημόσιες εγγραφές, με μεγάλο ποσοστό υψηλής ποιότητας επενδυτές, έχουν ιστορικά συνδεθεί με καλύτερη απόδοση μετά την αγορά από τις δημόσιες εγγραφές με μεγάλο ποσοστό επενδυτών χαμηλής ποιότητας. Αυτή η πτυχή μπορεί μόνο να κάνει το μέγεθος καθοριστικό παράγοντα για την απόδοση μετά την αγορά.

Για τον καθορισμό του μεγέθους της εταιρείας μπορεί κανείς να εφαρμόσει τόσο την αξία των ιδίων κεφαλαίων όσο και την αξία της επιχείρησης. Όπως αναλύεται στο τμήμα θεωρίας, είναι η πιο αντικειμενική εκτίμηση του μεγέθους, καθώς αυτή η μέτρηση θα καλύπτει ολόκληρη την επιχείρηση και θα αγνοεί τις πιθανές διαφορές στη δομή κεφαλαίου. Αυτό θα περιορίσει τις πιθανές πηγές σφαλμάτων στη διαδικασία εκτίμησης.

Το μέγεθος μπορεί να συμπεριληφθεί τόσο ως ποσοτική μεταβλητή όσο και ως ψευδομεταβλητή. Η ποσοτική μεταβλητή θα ήταν απλώς η εταιρική αξία των εταιρειών με βάση τη NOK. Ωστόσο, η έρευνα του Ellingsen (2012) υποστήριξε ότι μια εικονική μεταβλητή που διακρίνει μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιριών αποδείχθηκε η πιο αποτελεσματική λύση. Η επιλογή της εφαρμογής της μεταβλητής μεγέθους στο μοντέλο παλινδρόμησης θα περιγραφεί στην εισαγωγική ανάλυση σε επόμενα τμήματα.

Σημαντικότερες Αναφορές της Βιβλιογραφίας

Συγγραφείς	Έτος	Χώρα	Αναφορές
Yermack	2015	USA	Οι καινοτομίες του FinTech συμβαίνουν και είναι πιθανό να έχουν αντίκτυπο σε πολλούς τομείς χρηματοδότησης.
Benveniste and Spindt	1989	USA (North Carolina)	Οι παραδοσιακές απόψεις των τιμών IPO έχουν επικεντρωθεί κυρίως στον ρόλο του βιβλίου προσφορών για την παροχή πολύτιμων πληροφοριών.
Spatt and Srivastava	1991	USA	Οι νέες μετοχές θα υποτιμηθούν προτεραιότητα διανομής θα δοθεί στους τακτικούς επενδυτές ενός αναδόχου.
Cornelli and Goldreich	2003	USA	Οι πληροφορίες στις προσφορές που περιλαμβάνουν μια οριακή τιμή επηρεάζουν την τιμή έκδοσης. Η υπερκάλυψη έχει μικρότερο αλλά σημαντικό αντίκτυπο στις δημόσιες εγγραφές. Η ενημέρωση του κοινού επηρεάζει την τιμή έκδοσης στο βαθμό που αντανακλάται στις προσφορές.
Bhattacharya and Ritter	1983	USA	Η αποκάλυψη πληροφοριών μπορεί να καταστεί πολύτιμη.
Sherman and Titman	2002	USA	Η επιλογή χρήσης πληροφοριών που παράγονται από τους επενδυτές μπορεί επίσης να είναι δαπανηρή για τους εκδότες, επειδή οι επενδυτές πρέπει να αποζημιωθούν για την παροχή μια ακριβής εκτίμηση της αξίας μέσω υψηλότερων αρχικών αποδόσεων.
Hanley	1993	USA	Οι πληροφορίες που συλλέγονται από τους επενδυτές κατά τη διάρκεια του bookbuilding είναι ένας ακριβός μηχανισμός για την τιμολόγηση μιας προσφοράς.
Tetlock	2007	USA	Αυτό συμβαδίζει με τον ρόλο αυτού του τμήματος στην

			αξιολόγηση και τον περιορισμό του κινδύνου αστικής ευθύνης. Δεδομένου ότι ο ασφαλιστής και ο εκδότης είναι υπεύθυνοι, και οι δύο νομικά και με καλή φήμη, για τυχόν ανακρίβειες στο ενημερωτικό δελτίο, καθαρό θετικό ο τόνος στέλνει ένα ισχυρό μήνυμα στους επενδυτές σχετικά με την αναμενόμενη επικινδυνότητα και αποτίμηση του θέματος.
Jenkinson and Jones	2009	USA	Το πληροφοριακό περιεχόμενο των ενημερωτικών δελτίων IPO χρησιμοποιώντας την ανάλυση κειμένου μπορεί να είναι χρήσιμη σε επενδυτές διαπίστωσαν ότι πολλοί οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκουν συναντήσεις one-on-one με τη διοίκηση για να είναι χρήσιμες όρους διαμόρφωσης μιας άποψης για την αποτίμηση.
Liu, Sherman, and Zhang	2007	USA	Υποστηρίζουν ότι η επίδραση της προ-IPO η κάλυψη των μέσων ενημέρωσης διαφέρει όταν αποκαλύπτονται θετικές και αρνητικές πληροφορίες κατά τη διάρκεια βιβλιοπωλείο.
Hoberg and Phillips	2008	USA	Χρησιμοποιούν την ανάλυση ομοιότητας κειμένου για να δοκιμάσουν .των επιπτώσεων των συγκεντρώσεων και των αποτελεσμάτων
Loughran and McDonald	2008	USA	Δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν απλά αγγλικά έχουν μεγαλύτερη συμμετοχή μικρών επενδυτών και φιλική προς τους μετόχους εταιρική διακυβέρνηση.
Beatty and Ritter	1986	USA	Παρουσιάζουν ενδείξεις ότι είναι μεγαλύτερες οι πληροφορίες στη Χρήση των Προϊόντων αυξάνουν την υποτίμηση
Verrecchia , Dye Healy and Palepu	2001		τα ισχυρά αποτελέσματα στην τιμολόγηση οφείλονται σε διαφορές στο ποσό αποκάλυψη γνωστών πληροφοριών ή πράγματι συνδέονται με ετερογενείς τα επίπεδα της προσπάθειας που δαπανώνται για τη δέουσα επιμέλεια
Henry	2006	USA	Η συμπερίληψη των λεκτικών μεταβλητών έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερη προβλέψιμη ακρίβεια πέραν της συμπερίληψης χρηματοοικονομικών πληροφοριών.
Li	2006		Εμφανίζεται μια αύξηση του αισθήματος κινδύνου των ετήσιων εκθέσεων σημαντικά χαμηλότερα μελλοντικά κέρδη. η μεταβολή του αισθήματος κινδύνου είναι επίσης αρνητικά συνδεδεμένες με τις μελλοντικές αποδόσεις σε εσοχές. το απόθεμα η αγορά δεν αντανακλά πλήρως τις πληροφορίες που περιέχονται στα κείμενα της ετήσιες εκθέσεις για τη μελλοντική κερδοφορία.
Das and Chen	2007		ο συναίσθημα συγκεντρώνεται σε όλες τις αποδόσεις των αποθεμάτων. η συσσωμάτωση του συναισθήματος μειώνει μέρος του θορύβου από μεμονωμένες καταχωρίσεις αποθεμάτων. η δραστηριότητα της αγοράς σχετίζεται με μικρές το επενδυτικό κλίμα και τη δραστηριότητα του πίνακα μηνυμάτων.
Tetlock	2007		Οι υψηλές τιμές της απαισιοδοξίας των μέσων προκαλούν πίεση προς τα κάτω τιμές αγοράς · ασυνήθιστα υψηλές ή χαμηλές τιμές απαισιοδοξίας οδηγούν σε προσωρινά υψηλό όγκο συναλλαγών στην αγορά. τις

			αλλαγές στην αγορά οι επιστροφές που ακολουθούν το απαισιόδοξο περιεχόμενο των μέσων είναι διασκορπισμένες κατά τη διάρκεια της ημέρας διαπραγμάτευσης. ο απαισιόδοξος προβλέψεις αυξήσεις στην αστάθεια της αγοράς.
Henry	2008		Οι μη φυσιολογικές αποδόσεις της αγοράς είναι υψηλότερες από τον τόνο του Τύπου η απελευθέρωση γίνεται πιο θετική.
Tetlock et al.	2008		Οι αρνητικές λέξεις μεταδίδουν αρνητικές πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη των επιχειρήσεων πάνω και πέρα από τις προβλέψεις των χρηματιστηριακών αναλυτών και τα ιστορικά στοιχεία λογιστικά δεδομένα · οι χρηματιστηριακές τιμές ανταποκρίνονται στις πληροφορίες ενσωματωμένο σε αρνητικές λέξεις με μια μικρή καθυστέρηση μιας ημέρας. αρνητικές λέξεις στις ιστορίες σχετικά με τις βασικές αρχές προβλέπουν τα κέρδη και επιστρέφει πιο αποτελεσματικά από αρνητικά λόγια σε άλλες ιστορίες
Henry and Leone	2009		Οι ερευνητές κεφαλαιαγορών με στόχο τη μέτρηση της ποιοτικής οι πληροφορίες στη δημοσιοποίηση πληροφοριών μπορούν να αυξήσουν σημαντικά την δύναμη για τις δοκιμές τους χρησιμοποιώντας μια λίστα λέξεων για συγκεκριμένο τομέα. ο ο οικονομικός αντίκτυπος του θετικού τόνου είναι μικρότερος σε σύγκριση με τον αρνητικό τόνος.
Li	2010		Μέσος τόνος των δηλώσεων μελλοντικής εκπλήρωσης σε ένα M & A της εταιρείας συσχετίζεται θετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τη ρευστότητα και έχει επεξηγηματική ισχύ αυξανόμενη για άλλες μεταβλητές στο πρόβλεψη μελλοντικών επιδόσεων. ο τόνος της MD & As σχετίζεται με η συγχρονική συσχέτιση των δεδουλευμένων με μελλοντικό απόθεμα επιστρέφει; εμπειρικά αποτελέσματα βάσει της λεξικογραφικής προσέγγισης δεν υποστηρίζουν την υπόθεση ότι η MD & As περιέχει πληροφορίες περιεχόμενο σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις.
Loughran and McDonald	2011a		Σχεδόν τα τρία τέταρτα των αρνητικών λέξεων υπολογίζονται σε 10-Ks με βάση το λεξικό του Χάρβαρντ δεν είναι συνήθως αρνητικό σε μια οικονομική συμφραζόμενα; οι συντάκτες δημιουργούν μια λίστα λέξεων που συνήθως έχουν α αρνητική σημασία στις οικονομικές εκθέσεις, και να δημιουργήσουμε μια σύνθετη ισοτιμία που μπορεί να μειώσει το θόρυβο που εισάγεται από τη λέξη εσφαλμένες ταξινομήσεις; προτείνουν τη χρήση των καταλόγων χρηματοοικονομικών λέξεων τους για να αποφύγετε αυτές τις λέξεις στη λίστα του Χάρβαρντ που θα μπορούσαν ενδεχομένως να πληρούν

			τις προϋποθέσεις η βιομηχανία ή άλλα αθέλητα αποτελέσματα.
Loughran and Mcdonald	2011b		Η χρήση των 13 φράσεων που εμφανίζονται στη λίστα του Barron για το worrisome οι λέξεις σχετίζονται σημαντικά με τις υπερβολικές αποδόσεις της περιόδου κατάθεσης, αναλυτική πρόβλεψη κερδοφορίας διασποράς, μεταγενέστερη μεταβλητότητα απόδοσης, και ισχυρισμοί περί απάτης.
Loughran and McDonald	2013b		Μεγάλες ποσότητες αβέβαιου κειμένου σε μια κατάθεση S-1 γενικά οδηγούν σε μεγαλύτερη αβεβαιότητα αποτίμησης και, με τη σειρά του, υψηλότερη πρώτη ημέρα δημόσιας εγγραφής επιστροφές, απόλυτες αναθεωρήσεις τιμών προσφοράς και μετέπειτα απόδοση μεταβλητότητα (περίοδος 60 ημερών μετά την IPO).

*Κεφάλαιο 4:*Ανάλυση Δεδομένων και Μεθοδολογία

4.1.Χαρακτηριστικά των Οικονομετρικών Δεομένων

Για την ανάλυση των πτυχών που περιγράφονται παραπάνω θα πρέπει να εφαρμοστεί ένα οικονομετρικό μοντέλο. Το δείγμα δεδομένων μπορεί να είναι δεδομένα διατομής, καθώς έχουμε μια τυχαία συλλογή διαφορετικών εταιρειών που διέρχονται από τη διαδικασία IPO. Ωστόσο, μια παραδοχή για στοιχεία εγκάρσιας τομής είναι ότι τα δεδομένα συλλέγονται στο ίδιο χρονικό σημείο.

Οι δημόσιες εγγραφές στο δείγμα έγιναν σε μια περίοδο τεσσάρων ετών (2007-2010) και ως εκ τούτου έχουμε μια τροποποιημένη έκδοση των δεδομένων εγκάρσιας τομής, τα οποία ονομάζονται συγκεντρωτικά δεδομένα εγκάρσιας τομής. Για πρακτικούς σκοπούς, τα συγκεντρωτικά δεδομένα εγκάρσιας τομής θα αναλυθούν κατά τον ίδιο τρόπο με τα κανονικά δεδομένα διατομής, αν και είναι σημαντικό να γνωρίζουμε τις διαφορές που μπορεί να εμφανιστούν διαχρονικά για τις μεταβλητές ενδιαφέροντος.

Η βάση μιας οικονομετρικής ανάλυσης σε ένα συγκεντρωτικό δείγμα δεδομένων εγκάρσιας τομής συχνά οδηγεί σε προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα. Για να αντιμετωπιστεί αυτό το ζήτημα, εφαρμόζονται οι συνεκτικές εκτιμήσεις της προσαρμοσμένης έρευνας του White για όλες τις παλινδρομήσεις.

4.1.1.Τελική Τιμή σε σχέση με το εύρος τιμών

Στην ακόλουθη εικόνα (εικόνα 2) ο Ritter (2009) διερεύνησε τον καθορισμό των τιμών σε σχέση με το ενδεικτικό εύρος τιμών που περιγράφεται στο προκαταρκτικό ενημερωτικό δελτίο. Κατά την περίοδο 1980-2008, το 49% όλων των πρωτοκόλλων των ΗΠΑ ήταν εισηγμένες με τελική τιμή εντός του εύρους, ενώ το 28% και το 23% των πρωτογενών δημόσιων προσφορών ήταν χαμηλότερες από το εύρος, αντίστοιχα. Περαιτέρω, εξετάζονται οι διαφορές στις αποδόσεις για τα διαφορετικά επίπεδα τιμολόγησης . Οι τιμές IPO που ήταν χαμηλότερες από το εύρος τιμών είχαν μέση απόδοση πρώτης ημέρας 3%, ενώ τα τιμολόγια εντός του εύρους είχαν μέση απόδοση πρώτης ημέρας 11%. Οι τιμές IPO που ήταν πάνω από το εύρος τιμών είχαν μέση απόδοση πρώτης ημέρας 39% (Ritter, 2009)

Εικόνα 2

Percentage of IPOs relative to indicative price range			
	Below	Within	Above
1980-1989	30%	57%	13%
1990-1998	27%	49%	24%
1999-2000	18%	38%	44%
2001-2008	34%	44%	22%
1980-2008	**28%**	**49%**	**23%**
Average first-day returns relative to indicative price range			
	Below	Within	Above
1980-1989	0%	6%	20%
1990-1998	4%	11%	32%
1999-2000	8%	26%	121%
2001-2008	3%	10%	30%
1980-2008	**3%**	**11%**	**39%**

Σχεδόν τρείς δεκαετίες νωρίτερα, ο Hanley (1993) πραγματοποίησε παρόμοια μελέτη. Εξέτασε τις δημόσιες εγγραφές στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1983-1987 και βρήκε χαμηλότερες αρχικές αποδόσεις από ό, τι ο Ritter (2009). Ο Hanley διαπίστωσε ότι το 63% των δημόσιων δημοσκοπήσεων θα δημοσιευθεί με τιμή προσφοράς εντός του εύρους τιμών και κατά 27% και 10% κάτω και πάνω από το εύρος, αντίστοιχα. Στο δείγμα του Hanley, οι προσφορές που πήγαν δημόσια κάτω από το ενδεικτικό εύρος τιμών κατά μέσο όρο είχαν αρχική απόδοση 0,6%, ενώ οι προσφορές που ήταν δημόσιες εντός του εύρους είχαν αρχική απόδοση 10%. Οι προσφορές που επρόκειτο να γίνουν δημόσιες πέρα από το εύρος είχαν μέση αρχική απόδοση 20,7%.

Ο Hanley διαπίστωσε ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των επιπέδων τιμολόγησης διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν σε επίπεδο 99%. Επίσης ότι παρόλο που οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις σχετίζονται με τη σχέση μεταξύ της τελικής τιμής προσφοράς και του ενδεικτικού εύρους τιμών, η μακροπρόθεσμη απόδοση δεν μπορεί να εξηγηθεί από αναθεωρήσεις στην τιμή προσφοράς. (Hanley, 1993). Ο Bakke, et all. (2011) διερεύνησε πάνω από 5.000 αμερικανικές δημόσιες εγγραφές κατά το χρονικό διάστημα 1981-2008. Οι συγγραφείς καθορίζουν τις δημόσιες προσφορές κάτω από το εύρος τιμών, όπως της κατάστασης χαμηλής ζήτησης (Low Demand State,LDS), τις προσφορές που υπερβαίνουν το εύρος ως κατάσταση υψηλής ζήτησης (High Demand State,HDS) και τις προσφορές που γίνονται δημόσιες εντός της περιοχής (MDS,Medium Demands State). Επιπρόσθετα επιβεβαιώνουν τα ευρήματα του Ritter και του Hanley, παρατηρώντας ότι η μέση αρχική απόδοση για το LDS είναι χαμηλή, ενώ είναι υψηλότερη για το MDS και υψηλότερη για το HDS.

Επιπλέον, διερεύνησαν τον τρόπο με τον οποίο η κατανομή σε όλα τα επίπεδα τιμών επηρεάστηκε από τις γενικές συνθήκες της αγοράς. Σε πτωτικές αγορές , το 48% των προσφορών αποτελούσαν οι LDS, ενώ σε αγορές ανόδου το 42% των προσφορών ήταν HDS. Ανεξάρτητα από την κατάσταση της αγοράς, ο Ritter βρήκε το 28% και το 23% των IPO ως LDS και HDS, αντίστοιχα. Όπως ο Bakke, et all. εξέτασε την ίδια αγορά IPO κατά την ίδια περίοδο με τον Ritter, συνεπώς τα ευρήματα αυτά δείχνουν ότι οι συνθήκες της αγοράς ενδέχεται να επηρεάσουν τη

θέση της τελικής τιμής σε σχέση με την περιοχή. Έτσι, θα είναι σημαντικό να ελέγξω για τις συνθήκες της αγοράς στο μοντέλο παλινδρόμησης. (Bakke et al., (2011).

Οι Samuelsen και Tveter υποστηρίζουν επίσης ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων είναι λιγότεροι πρόθυμοι να "αφήσουν χρήματα στο τραπέζι", καθώς οι ερευνητές έχουν ρίξει φως στην πτυχή της υποτίμησης και των τεράστιων αφύσικων αρχικών επιστροφών. Οι Ritter (2009) και Hanley (1993) διερευνούν περαιτέρω τη διαφορά απόδοσης σε σχέση με την τιμολόγηση σε σχέση με την περιοχή. Καθώς παρατηρούσαν λίγες δημόσιες εγγραφές σε τιμές εκτός του εύρους τιμών, οι Samuelsen και Tveter διέκριναν αντ 'αυτού τις τιμές IPO πάνω και κάτω από το μεσαίο σημείο τιμών. Στο δείγμα τους, το 61% των πρωτοβουλιών IPO διατέθηκαν κάτω από το μέσο όρο. Για όλες τις εταιρείες (ανεξάρτητα από τον κλάδο), οι εταιρείες με τιμές χαμηλότερες από το μέσο όρο είχαν μέση μη φυσιολογική απόδοση -1,31%, ενώ οι τιμές IPO πάνω από το μέσο όρο είχαν μη φυσιολογική απόδοση 5,5%. Ωστόσο, ούτε οι μη φυσιολογικές αποδόσεις ούτε η διαφορά μεταξύ των δύο ομάδων αποδείχθηκαν σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν. (Samuelsen & Tveter, 2006).Ο Ellingsen (2012) εξέτασε τις νορβηγικές δημόσιες εγγραφές κατά την περίοδο 2006-2011. Όπως αναφέρεται η μέση ανώμαλη αρχική απόδοση για το σύνολο του δείγματος ήταν 2,41%, σύμφωνα με τις αποδόσεις της περιόδου 2001-2005 (Samuelsen & Tveter, 2006). Στα χρόνια πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση το 2008, η μέση μη φυσιολογική απόδοση της πρώτης ημέρας ήταν 3,68%, ενώ ήταν τα -0,97% τα χρόνια μετά την κρίση. Για το σύνολο του δείγματος, η Ellingsen διαπίστωσε αρνητική πρώτη εβδομάδα μη φυσιολογική απόδοση ύψους -1,06%, με ιδιαίτερα χαμηλή επίδοση τα έτη μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, όταν η πρώτη εβδομάδα μη φυσιολογικές αποδόσεις ήταν -4,6%.

4.1.2 Υπερκάλυψη – Απόδοση

Η σχέση μεταξύ του επιπέδου υπερκάλυψης και της απόδοσης μετά την αγορά είναι σε ερευνητικό πλαίσιο μια σχετικά άχρηστη περιοχή, καθώς απαιτεί πληροφορίες που δεν δημοσιοποιούνται. Οι Kenourgios, et al (2007) είναι μερικοί από τους λίγους ερευνητές που έχουν αγγίξει αυτή τη σχέση. Οι συγγραφείς εξέτασαν τη σχέση αυτή για την ελληνική αγορά IPO κατά την περίοδο 1997-2002, για την πρώτη ημέρα, την πρώτη εβδομάδα και τον πρώτο μήνα μετά την εισαγωγή. Διαπίστωσαν μια συσχέτιση μεταξύ της υπερκάλυψης και των μη φυσιολογικών επιστροφών την πρώτη ημέρα των 0.799, γεγονός που υποδηλώνει μια πολύ ισχυρή σχέση. Στο δείγμα τους, το μέσο ποσοστό υπερκάλυψης διαπιστώθηκε ότι ήταν 89,96 φορές ο αριθμός των προς έκδοση μετοχών. Αυτά τα επίπεδα υπερκάλυψης σχετίζονταν με μη φυσιολογικές αποδόσεις 54,3%, 45,3% και 43,8% για πρώτη ημέρα, εβδομάδα και μήνα αντίστοιχα. Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι το επίπεδο υπερκάλυψης είναι σημαντικό για τις αρχικές αποδόσεις. (Kenourgios, et al., 2007)

Το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (Nasdaq) αποκαλύπτει όλες τις νέες καταχωρίσεις στον ιστότοπο του με ημερομηνία, τιμή, αριθμό μετοχών και συνολικό

μέγεθος έκδοσης. Ένας μεγάλος αριθμός καταχωρίσεων έχει εκτελεστεί με επιτυχία τα τελευταία 10 χρόνια, ωστόσο, η χρηματοπιστωτική κρίση το 2008 επιβράδυνε τη διαδικασία εισαγωγής.

4.1.3.Παρατηρήσεις Ερευνητών για την εισαγωγή IPOs

Ο Henry και ο Γρηγορίου (2013) υποστηρίζουν ότι υπήρξε σημαντική αύξηση του επιπέδου ελέγχου νέων θεμάτων τόσο από επενδυτές όσο και από ρυθμιστικές αρχές, οι οποίες με τη σειρά τους κατέστησαν δυσκολότερες και μακρύτερες τις διαδικασίες IPO. Υποστηρίζουν επίσης ότι οι επιχειρήσεις που είναι δημόσιες μετά την κρίση είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τον όγκο των πωλήσεων από τις δημόσιες εγγραφές πριν από την κρίση (Henry & Gregoriou, 2013). Η διαφορά στο κλίμα IPO υποστηρίζεται από τους Fauzi, et al. (2012), ο οποίος βρήκε την οικονομική κρίση να επηρεάσει σημαντικά και αρνητικά τις βραχυπρόθεσμες αρχικές αποδόσεις για δημόσιες εγγραφές.

Ο Ellingsen (2012) θα μπορούσε να επιβεβαιώσει αυτή την τάση και για τη νορβηγική αγορά, καθώς βρήκε υψηλότερες ανώμαλες αποδόσεις για δημόσιες εγγραφές πριν από την κρίση. Καθώς ο κύριος στόχος αυτής της εργασίας είναι να αναλύσει τη σχέση μεταξύ της απόδοσης μετά την αγορά και των δύο παραγόντων της αρχικής ζήτησης και της σχετικής τιμολόγησης από ομότιμους, οι θεμελιώδεις κοσμικές διαφορές στην εξαρτημένη μεταβλητή (δηλαδή η απόδοση μετά την αγορά) ενδέχεται να οδηγήσουν σε προκατειλημμένες και παραπλανητικές εκτιμήσεις. Αυτό, με τη σειρά του, μπορεί να επιδεινώσει τη συμπερίληψη του μοντέλου. Επιπλέον, οι Ritter και Kim (1999) συνιστούν περιορισμό της χρονικής διάρκειας κατά τη διεξαγωγή της ανάλυσης με βάση τα πολλαπλάσια αποτίμησης, καθώς αυτά έχουν αποδειχθεί ότι αλλάζουν θεμελιωδώς σε μεγαλύτερες χρονικές περιόδους.

Οι προφανείς πρακτικοί περιορισμοί επιβάλλουν επίσης περιορισμούς στην ικανότητα παράτασης της χρονικής περιόδου, σε σχέση με την οικονομική κρίση. Η διαθεσιμότητα εταιρειών ομότιμων εταιρειών για τις παλαιότερες δημόσιες εγγραφές ενδέχεται να είναι περιορισμένη, καθώς μεγάλος αριθμός συναφών συναδέλφων μπορεί να έχουν καταχωριστεί αργότερα και οι σχετικοί ομότιμοι κατά την ημερομηνία εισαγωγής τους ενδέχεται να έχουν διαγραφεί. Μετά από μια συνολική αξιολόγηση των ανωτέρω επιχειρημάτων, θα βασίσω την ανάλυσή μου στις νορβηγικές δημόσιες εγγραφές κατά τα έτη 2009 και μέχρι τον Οκτώβριο του 2014, συνολικά σε 49 καταχωρίσεις.

Η σχέση μεταξύ του επιπέδου υπερκάλυψης και της απόδοσης μετά την αγορά είναι σε ερευνητικό πλαίσιο μια σχετικά άχρηστη περιοχή, καθώς απαιτεί πληροφορίες που δεν δημοσιοποιούνται. Οι Kenourgios, et all.(2007) είναι μερικοί από τους λίγους ερευνητές που έχουν αγγίξει αυτή τη σχέση. Οι συγγραφείς εξέτασαν τη σχέση αυτή για την ελληνική αγορά IPO κατά την περίοδο 1997-2002, για την πρώτη ημέρα, την πρώτη εβδομάδα και τον πρώτο μήνα μετά την εισαγωγή. Διαπίστωσαν μια συσχέτιση μεταξύ της υπερκάλυψης και των μη φυσιολογικών επιστροφών την πρώτη ημέρα των 0.799, γεγονός που υποδηλώνει μια πολύ ισχυρή σχέση. Στο δείγμα τους, το μέσο ποσοστό υπερκάλυψης διαπιστώθηκε ότι ήταν 89,96

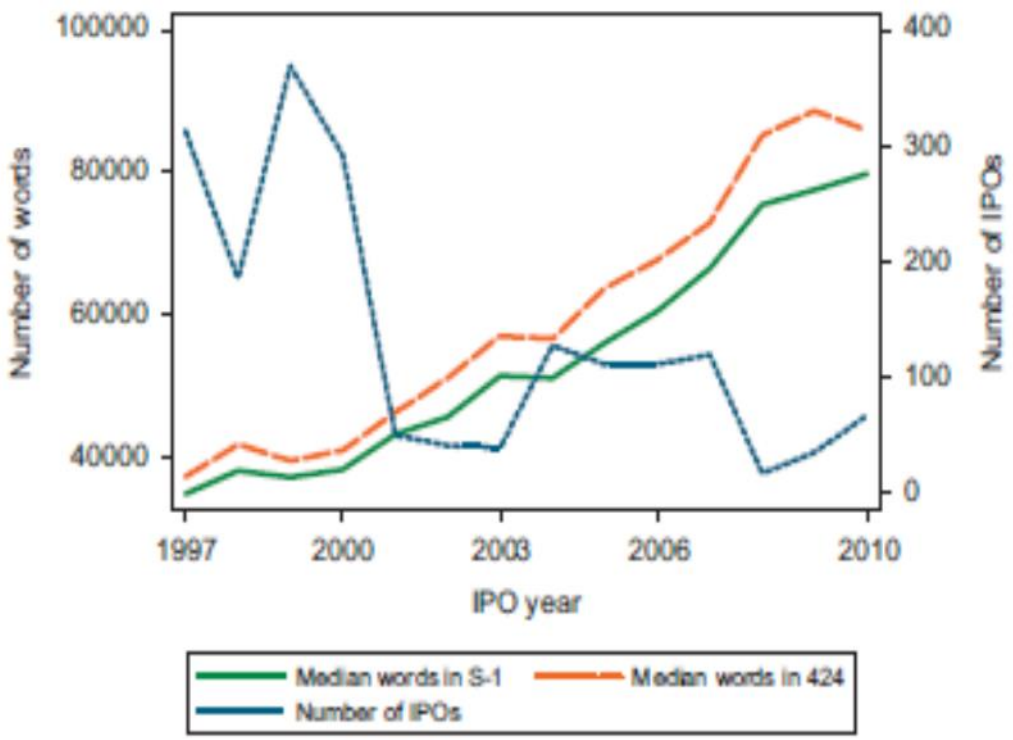
φορές ο αριθμός των προς έκδοση μετοχών. Αυτά τα επίπεδα υπερκάλυψης σχετίζονταν με μη φυσιολογικές αποδόσεις 54,3%, 45,3% και 43,8% για πρώτη ημέρα, εβδομάδα και μήνα αντίστοιχα. Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι το επίπεδο υπερκάλυψης είναι σημαντικό για τις αρχικές αποδόσεις. (Kenourgios, et al., 2007. Όπως περιγράφηκε προηγουμένως, οι προηγούμενες έρευνες βασίζουν την ανάλυσή τους στην πρόταση ότι οι αποδοτικές αγορές εξαλείφουν την εσφαλμένη τιμολόγηση της πρώτης ημέρας. Δεδομένου ότι υποψιάζομαι ότι οι αγορές χρειάζονται περισσότερο χρόνο για να εξαλείψουν αυτήν την εσφαλμένη τιμολόγηση,

Για να λάβω τις επιστροφές μετά την πρώτη ημέρα, την εβδομάδα και τον μήνα, θα χρειαστώ τις ιστορικές τιμές κλεισίματος για τις εταιρείες IPO, οι οποίες αντλούνται από την πλατφόρμα Thompson. Περαιτέρω, εάν μια εταιρεία εκτελέσει μια διάσπαση στο χρονικό πλαίσιο που αναλύουμε, οι αποδόσεις θα εμφανιστούν λανθασμένες εάν εφαρμοστούν οι μη προσαρμοσμένες τιμές των μετοχών. Ωστόσο, δεδομένου ότι καμία από τις εταιρείες του δείγματος δεν διενήργησε διαχωρισμούς εντός του πρώτου μήνα μετά την εισαγωγή, οι μη προσαρμοσμένες τιμές των μετοχών μπορούν να εφαρμοστούν απευθείας μαζί με την τιμή προσφοράς από το ενημερωτικό δελτίο. Καθώς η τιμή προσφοράς από προεπιλογή δεν είναι προσαρμοσμένη, αυτό θα παρέχει τις σωστές αποδόσεις.
Για να υπολογίσω τις μη φυσιολογικές αποδόσεις, χρειάζομαι επίσης τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος ενός δείκτη αναφοράς την ίδια περίοδο. Ως μέτρο σύγκρισης (benchmark) χρησιμοποιείται ο δείκτης 15prior/Nasdaq οποίος βασίζεται στις 15 καλύτερες εταιρείες της Αμερικής. Κατά τη σύγκριση των αποδόσεων των εταιρειών IPO με εναλλακτικές επενδύσεις, αυτός ο ευρύς δείκτης θα είναι κατάλληλος, ειδικά επειδή τα χαρακτηριστικά, το μέγεθος και η ωριμότητα των εταιρειών του δείγματος μας διαφέρουν σημαντικά. Καθώς οι εταιρείες που διέρχονται τη διαδικασία της IPO είναι συχνά μικρές.

4.2 Πρωταρχική Φάση της μετοχής IPO (S-1)

Η χρονική στιγμή S-1 είναι η πρώτη φάση της μετοχής στην αρχική διαδικασία δημόσιας προσφοράς (IPO). Η S-1, ο συνδυασμός της πολυπλοκότητας που χαρακτηρίζει την επιχειρησιακή στρατηγική της επιχείρησης. Θα πρέπει να υπάρχουν όσες πρώτες μέρες επιστρέφουν, απόλυτες υπερβολικές προβολές. Οι επιφυλάξεις παρέχουν τεράστιες αποδείξεις για τα θεωρητικά μοντέλα της αβεβαιότητας, της βιβλιογραφίας και της θεώρησης. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι οι δέσμες S-1 με υψηλότερη αναλογίες ασαφών / αδύνατων λέξεων - τρόπων (όπως μπορεί, θα μπορούσε να εξαρτηθεί) ή αρνητικές λέξεις (όπως η απώλεια, η αποτυχία, ο τερματισμός και οι δυσμένειες) θα πρέπει να το κάνουν περισσότερο δύσκολο για τους επενδυτές να εξακριβώσουν με ακρίβεια την αξία σχετικές πληροφορίες, δημιουργώντας έτσι περισσότερη αβεβαιότητα σχετικά με το μέλλον. Οι Epein και Schneider (2008) σημειώνουν ότι η πληροφορία αυτή από την ανάλυση των αναγκών, οι επενδυτές θα ως διφορούμενη και απαίτηση και αντιστάθμιση το περιουσιακό

στοιχείο. Οι χαρτογραφικές μας συνδέσεις δεν έχουν συγκεκριμένο χαρακτήρα στο S-1 γλώσσα με τις πρώτες μέρες της ημέρας, προσφερόμενες προβολές, και μεταγενέστερη πτητικότητα. Προτείνουμε ότι ο τόνος του S-1 παρέχει άμεση εξουσιοδότηση για την αβεβαιότητα σχετικά με την αξιολόγηση της IPO.



Αυτή η εικόνα περιγράφει τον αριθμό των λέξεων που περιέχονται στο S-1 και 424 καταθέσεις και ο αριθμός των IPO για τα ημερολογιακά έτη 1997-2010. Το έντυπο S-1 είναι η αρχική κατάθεση στο EDGAR για την εγγραφή της προσφοράς IPO με η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC).

4.2.1.Η Μέθοδος Ελαχίστων Τετραγώνων. (OLS)-Εφαρμογή στο Δείγμα.

Η οικονομετρική ανάλυση θα εφαρμόσει ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης OLS. Αυτό μας επιτρέπει να διερευνήσουμε την επιρροή της εξαρτημένης μεταβλητής από ένα σύνολο ανεξάρτητων μεταβλητών. Το μοντέλο μπορεί να γραφτεί με τον ακόλουθο τύπο

$y=\beta_0+\beta_1x_1+\beta_2x_2+\beta_3x_3+\ldots+\beta_nx_n+u$

όπου κάθε x_i αντιπροσωπεύει μια νέα ανεξάρτητη μεταβλητή και η αντίστοιχη β_i είναι η παράμετρος κλίσης του σχετικού πληθυσμού. Εάν το u είναι σταθερό, η αλλαγή στο y εξαρτάται αποκλειστικά από τις αλλαγές στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Πολλοί παράγοντες μπορεί να επηρεάσουν το σφάλμα u. Η ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ μιας ανεξάρτητης μεταβλητής και μιας μεταβλητής που έχει αγνοηθεί, μπορεί να κάνουν τις εκτιμήσεις του μοντέλου αρκετά προκατειλημμένες. Προκειμένου το μοντέλο OLS να παρέχει αμερόληπτες εκτιμήσεις για τις παραμέτρους του

πληθυσμού, υπάρχουν μερικές βασικές υποθέσεις που πρέπει να πληρούνται. Αρχικά, το μοντέλο OLS θα πρέπει να παρέχει τους καλύτερους γραμμικούς αμερόληπτους εκτιμητές (BLUE) των παραμέτρων του πληθυσμού ώστε το μοντέλο να είναι κατάλληλο για συμπεράσματα. Για την εφαρμογή ποιοτικών πληροφοριών στο οικονομετρικό μοντέλο, μια ποσοτική ανεξάρτητη μεταβλητή μπορεί να μην είναι επαρκής. Προκειμένου να εκπροσωπούν ειδικά χαρακτηριστικά της ενότητας ενδιαφέροντος, μπορεί να εφαρμοστούν δυαδικές μεταβλητές, οι οποίες συχνά αναφέρονται ως ψευδό-μεταβλητές (Dummy). (Balsvik, 2013)

4.3 Λίστα Λέξεων Loughran and Mcdonald (Xi)

Για την ποσοτικοποίηση του συναισθήματος που περιέχεται σε κάθε έγγραφο, δηλαδή την αβεβαιότητα, την αδυναμία, την θετική ή αρνητική προδιάθεση, τις λέξεις νομικού περιεχομένου χρησιμοποιούμε τη λίστα Loughran και McDonald (2011) έξι λέξεων. Οι λίστες αυτές χρησιμοποιούνται στην βιβλιογραφία για να μετρήσουν την επιρροή του συναισθήματος σε επιστημονικά άρθρα και ιστοσελίδες όπως, των Gurun και Batler (2012) Dougal, et al (2012), (Feldman, et al (2010) Jegadeesh and Wu (2011), Chen, et al (2011), και Mayew και Venkatachalam (2012). Οι έξι λίστες λέξεων δημιουργήθηκαν ειδικά για οικονομικά έγγραφα, όπως την χαμηλή πτώση των πωλήσεων IPO με υψηλή αβεβαιότητα που ως συνέπεια δημιουργεί αρνητική επιρροή την χρονική στιγμή S-1 και υποστηρίζεται συχνά από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (VC). Η θετική σύνδεση του προσδιορισμού μεταξύ του αβέβαιου-αρνητικού κείμενου δεν πρέπει να έχει μεγάλη συσχέτιση.

Συνήθως οι IPO υποστηρίζονται από τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (VC) , δεδομένου ότι αρκετές φορές αποτελούν φορείς παροχής κεφαλαίου τελευταίας λύσης. Οι Beatty και Ritter (1986) υπογραμμίζουν την ύπαρξη θετικής σύνδεσης μεταξύ της αβεβαιότητα και αρχικής απόδοσης για την αξία της IPO και της αναμενόμενης τιμής. Σύμφωνα με αυτούς τους δύο συντάκτες, οι εταιρίες με υψηλότερη αβεβαιότητα τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσής θα πρέπει να έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να επιβιώσουν. Βάσει της υπόθεσή τους, οι λέξεις που προσδίδουν αβεβαιότητα και αδυναμία σχετίζονται σημαντικά με τις επιστροφές της πρώτης ημέρας (FormS-1).

Είναι προφανές ότι οι λέξεις που προσδίδουν χροιά αβεβαιότητας και αδυναμίας προκαλούν αίσθημα ασάφειας κατά την αρχική διαδικασία αποτίμησης. Οι λέξεις με αρνητική επίδραση στην διαδικασία έκδοσης των IPO συνήθως μειώνουν την αναμενόμενη τιμή προσφοράς. Ωστόσο, στην περίπτωση που η επιρροή του συναισθήματος έχει ήδη ενσωματωθεί κατά την χρονική περίοδο S-1 στην τιμή προσφοράς, οι αρνητικές λέξεις δεν θα έχουν καμία επίδραση στην πρώτη υποτίμησης. Επιπρόσθετα, οι αρνητικές λέξεις μπορούν να θεωρηθούν και ως μια εναλλακτική πηγή αβεβαιότητας στις ταμειακές ροές.

Οι επιχειρήσεις που έχουν αρνητικές οικονομικές χρήσεις έχουν τις περισσότερες φορές χαμηλότερες τιμές στην έκδοση των IPO σε σχέση με κερδοφόρες επιχειρήσεις . Στην περίπτωση αυτή, οι αρνητικές λέξεις προκαλούν μεγαλύτερη αβεβαιότητα στην διαδικασία της αρχικής αποτίμησης και συμβάλουν σε επίπεδα μεγαλύτερης υποτίμησης. Σε αντίθεση με τους Hanley and Hoberg (2010,

2012) και Hoberg and Phillips (2010), οι Loughran and McDonald (2011) χρησιμοποιούν λίστες διαφορετικής ποσοτικοποίησης της ποιότητας των λέξεων που ανήκουν στις ακόλουθες κατηγορίες - αδύναμη, αρνητική, θετική, νόμιμη και αδύναμη. Επομένως, όσες λέξεις ανήκουν στις κατηγορίες αυτές, επηρεάζουν τις αποδόσεις των IPO στα χρηματοοικονομικά έγγραφα. Χαρακτηριστικά αποτελούν τα παραδείγματα της κατηγορίας των αβέβαιων λέξεων όπως οι λέξεις κίνδυνος και πιστεύω.

Οι άλλες λίστες περιλαμβάνουν 27 αδύναμες λέξεις-κλειδιά (π.χ., μπορεί, θα μπορούσαν, θα μπορούσαν, και πιθανές), 2,349 αρνητικές λέξεις (π.χ., απώλεια, αποτυχία, μείωση, ρήξη και δύσκολη), 354 θετικές λέξεις (π.χ., ωφέλιμες, επιτυχής και ισχυρή), 871 νομικές λέξεις (π.χ., σύμβαση, αγωγές, και ενάγοντες), και δυνατές λέξεις (π.χ., πάντα, πρέπει, και θα). Για παράδειγμα, οι 27 λέξεις-κλειδιά είναι χαμηλές ποιότητας λέξεων. Επίσης, λέξεις όπως αστάθεια, επικίνδυνη, απρόσμενη, και απρόβλεπτη προκαλούν αβέβαιο και η αρνητικό συναίσθημα στους επενδυτές. Παρόλα αυτά, η λίστα λέξεων των Loughran and McDonald με βάση τα δείγματα των 10-Ks, θα πρέπει να εφαρμοσθεί τη χρονική στιγμή S-1 και για 424 αρχεία. Για την ύπαρξη περισσότερη πληρότητας, θα χρησιμοποιηθούν αρχικά, λέξεις-κλειδιά αναζήτησης που λήφθηκαν από τους Loughran και McDonald (2011). Έτσι, οι επιδραστικότερες λέξεις την χρόνικη στιγμή S-1 θα έπρεπε να μην επηρεάζουν τους επενδυτές όπως σε περιόδους υπερβολικής έντασης. Οι Veronesi (1999), Epstein και Schneider (2008) υποστηρίζουν στις έρευνες τους ότι η επιρροή των λέξεων έχει τόσο θετικά όσο και αρνητικά, τα οποία δεν είναι απαραίτητα συμμετρικά. Επιπρόσθετα, οι λέξεις με θετική επίδραση έχουν μικρότερη επίδραση σε σχέση με τις αρνητικές, διότι οι θετικές λέξεις δεν δημιουργούν αρνητικά σε συναισθήματα (Tetlock 2007). Ακόμη οι Loughran και McDonald (2011) τονίζουν ότι πολλές φορές οι θετικές λέξεις συνδυάζονται με αρνητικές για να προκαλέσουν ισχυρότερα συναισθήματα.

4.4 Εμπειρική Ανάλυση

4.4.1 Μεταβλητή Y στο οικονομετρικό Μοντέλο

Το αρχικό δείγμα εξετάζει τις επιστροφές πρώτης ημέρας για
το δείκτη IPO. Οι επιστροφές πρώτης ημέρας ορίζονται ως ποσοστό μεταβολής από την τιμή προσφοράς έως το κλείσιμο τιμή. Στις παλινδρομήσεις, χρησιμοποιούμε δέκα διαφορετικές μεταβλητές που λαμβάνονται βάσει της προηγούμενης βιβλιογραφίας IPO και της ικανότητάς τους να εξηγούν τις επιστροφές πρώτης ημέρας.

Οι συγκεκριμένες μεταβλητές ελέγχου της IPO είναι: οι δύο ψευδομεταβλητές (dummies) (1) EPS-dummie μια ψευδομεταβλητή που έχει οριστεί σε ένα εάν το IPO έχει θετικά κέρδη ανά μετοχή (EPS) κατά τους δώδεκα μήνες πριν από τη μετάβαση στο κοινό, αλλιώς μηδέν, (2) Top-tier-dummy, μια ανυπολόγιστη διαφορά για την αποτυχία του ασφαλιστή έχει αξία ένα διαφορετικά μηδέν. Καθώς και δύο μεταβλητές ελέγχου που ουσιαστικά βοηθούν στην βελτίωση της έρευνας (control variable) (3) Up-revision ποσοστιαία αναθεώρηση προς τα άνω από το μέσο της

βαθμολογίας εάν η τιμή προσφοράς υπερβαίνει το μέσο όρο, αλλιώς μηδέν, (4) Share Overhung - ανταλλαγή μετοχών ,ο αριθμός των μετοχών που διατηρήθηκαν διαιρούμενο με τον αριθμό των μετοχών στην αρχική προσφορά.

4.4.2Συνοπτικά οι Μεταβλητές του Μοντέλου Παλινδρόμησης

Μεταβλητές Xi

f1per_pos : Λέξεις με θετικό συναίσθημα
f1per_neg : Λέξεις με αρνητικό συναίσθημα
f1per_legal : Λέξεις με νόμιμο συναίσθημα (legal)
f1per_uncert : Λέξεις που προκαλούν συναίσθημα αβεβαιότητας
f1per_smod : Λέξεις που έχουν θετική επίδραση στον επενδυτή (strong modals)
f1per_wmod : Λέξεις που έχουν αρνητική επίδραση στον επενδυτή (weak modals)

Μεταβλητές Ελέγχου (Control Variable)s

EPS : κέρδη ανά μετοχή
Top Tier : αξιολόγηση του εκδότη (πάνω από 8)

Dummies

Up Rev : αξιολόγηση της offer price (πάνω από midpoint)
Share Overhung : ο αριθμός των μετοχών που διατηρήθηκαν διαιρούμενο με τον αριθμό των μετοχών της αρχικής προσφοράς.

4.4.3 Περιγραφικά Στατιστικά Δεδομένων.

Πίνακας 1:Στατιστική Περιγραφική

	f1per_pos	f1per_neg	f1per_legal	f1per_uncert	f1per_smod	f1per_wmod
Μέσος	0,954	1,551	0,810	1,393	0,495	0,694
Τυπικό σφάλμα	0,008	0,015	0,013	0,010	0,007	0,009
Διάμεσος	0,946	1,544	0,771	1,392	0,488	0,710
Μέση απόκλιση τετραγώνου	0,121	0,241	0,207	0,151	0,107	0,139
Διακύμανση	0,015	0,058	0,043	0,023	0,012	0,019
Κύρτωση	0,288	0,668	14,429	0,414	4,546	-0,460
Ασυμμετρία	-0,041	0,390	2,621	-0,061	1,288	-0,255
Εύρος	0,780	1,398	1,903	0,959	0,790	0,652
Ελάχιστο	0,602	0,962	0,467	0,988	0,278	0,352
Μέγιστο	1,382	2,361	2,370	1,947	1,068	1,004
Άθροισμα	230,807	375,441	195,948	337,195	119,739	167,877
Πλήθος	242,000	242,000	242,000	242,000	242,000	242,000

Στον πίνακα 1 αναφέρονται τα ποσοστά της λίστας λέξεων του συναισθήματος για τα αρχεία την χρονική στιγμή S-1. Παρατηρείται ότι οι λέξεις που κρύβουν βεβαιότητα και προσάπτουν σίγουρο συναίσθημα έχουν μέσο όρο κάτω του ένα (positive, legal, strong modal, weak modal) εν αντιθέση με τις λέξεις που κρύβουν αρνητισμό και αβεβαιότητα (negative, uncertain). Την ίδια πορεία ακολουθούν και οι διάμεσοι των μεταβλητών.

Πίνακας 2: Συνδιακύμανση

	f1per_pos	f1per_neg	f1per_legal	f1per_uncert	f1per_smod	f1per_wmod
f1per_pos	0,014					
f1per_neg	0,001	0,058				
f1per_legal	-0,004	0,023	0,043			
f1per_uncert	0,005	0,008	-0,002	0,023		
f1per_smod	0,001	0,001	0,001	0,003	0,011	
f1per_wmod	0,005	0,011	0,000	0,015	0,006	0,019

Στον πίνακας 2 ελέγχεται η ετεροσκεδαστικότητα των μεταβλητών Xi, η οποία παρατηρείται να είναι σε καλά επίπεδα καθώς είναι πολύ κάτω του ορίου του 50%, πράγμα που δηλώνει πως η πολυσυγγραμικότητα δεν υφίσταται στα δεδομένα.

Πίνακας 3:Συσχέτιση

	f1per_pos	f1per_neg	f1per_legal	f1per_uncert	f1per_smod	f1per_wmod
f1per_pos	1					
f1per_neg	0,038	1				
f1per_legal	-0,155	0,470	1			
f1per_uncert	0,252	0,217	-0,062	1		
f1per_smod	0,098	0,027	0,054	0,191	1	
f1per_wmod	0,309	0,332	0,016	0,705	0,412	1

Πίνακας 3: Δείχνει την συσχέτιση και την πιθανή αλληλοεπίδραση μεταξύ των μεταβλητών (Xi) που χρησιμοποιούνται στην έρευνα αυτή. Όπως διακρίνεται η συσχέτιση είναι σε πολύ καλά επίπεδα καθώς δεν υπάρχει παρά μόνο μεταξύ λέξεων με αρνητικό συναίσθημα κάτι που είναι και λογικό αφού πολλές από αυτές συνυπάρχουν και στα δύο πεδία ή προκύπτουν από άλλες (αλλά κατηγοριοποιούνται στο άλλο)

4.5 Μεθολογία

Στην ενότητα αυτή γίνεται μια λεπτομερή ανάλυση της διαδικασίας- μεθοδολογίας που ακολουθείται κατά την εμπειρική ανάλυση των δεδομένων ώστε να καταλήξει η έρευνα σε ένα εμπεριστατωμένο συμπέρασμα.
Αρχικά γίνεται μια παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας όλα τις μεταβλητές Xi ώστε να γίνει έλεγχος ποιες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές και ποιες όχι.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.314685	0.181951	1.729501	0.0850
F1PER_LEGAL	-0.006816	0.073596	-0.092613	0.9263
F1PER_NEG	0.015344	0.066690	0.230075	0.8182
F1PER_POS	-0.062887	0.114748	-0.548049	0.5842
F1PER_SMOD	-0.026410	0.136326	-0.193730	0.8466
F1PER_UNCERT	-0.304197	0.122937	-2.474412	0.0141
F1PER_WMOD	0.414902	0.152954	2.712592	0.0072

R-squared	0.040253	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.015749	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.201209	Akaike info criterion	-0.340442
Sum squared resid	9.514025	Schwarz criterion	-0.239523
Log likelihood	48.19352	Hannan-Quinn criter.	-0.299788
F-statistic	1.642687	Durbin-Watson stat	1.754434
Prob(F-statistic)	0.136187		

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.270720	0.122270	2.214128	0.0278
F1PER_UNCERT	-0.303340	0.119930	-2.529309	0.0121
F1PER_WMOD	0.397618	0.130377	3.049756	0.0025

R-squared	0.038561	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.030516	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.199694	Akaike info criterion	-0.371739
Sum squared resid	9.530793	Schwarz criterion	-0.328488
Log likelihood	47.98046	Hannan-Quinn criter.	-0.354316
F-statistic	4.792885	Durbin-Watson stat	1.751724
Prob(F-statistic)	0.009102		

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρείται πως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι μόνο οι μεταβλητές F1PER_UNCERT και F1PER_WMOD καθώς πληρούν τα κριτήρια της μηδενικής υπόθεσης (prob≤5%) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 95%. Επίσης το R^2 είναι στο 4.025% δηλαδή τα δεδομένα ερμηνεύουν τα αποτελέσματα κατά 4% περίπου ενώ το 96% (1-R^2) είναι ανερμήνευτο, κάτι που δεν είναι και τόσο επιθυμητό (όσο μεγαλύτερο R^2 τόσο το καλύτερο), είναι ένα παρατηρήσιμο και ενδιαφέρον στατιστικό στοιχείο όχι όμως και το πιο αναγκαίο. Παρατηρείται επίσης το Durbin-Watson στο 1.75 (επιθυμητό επίπεδο κοντά στο 2) , το οποίο μας δείχνει την αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων, ένα αρκετά καλό στατιστικό.
Η έρευνα χρήζει βελτίωσης γι αυτό και γίνεται μια δεύτερη παλινδρόμηση μόνο με τις μεταβλητές Xi οι οποίες ήταν στατιστικά σημαντικές στην πρώτη.

Οι Xi μεταβλητές F1PER_UNCERT και F1PER_WMOD συνεχίζουν να παραμένουν στατιστικά σημαντικές. Το R^2 μειώθηκε στο 3,8% (ελάχιστη αλλαγή) όπως και το Durbin-Watson (από 1,7544 σε 1,7517) είχε μια ελάχιστη μείωση κάτι που δεν επηρεάζει την αξία των στοιχείων.

Στη συνέχεια, για περαιτέρω έλεγχο με στόχο την βελτιστοποίηση, γίνεται από μια παλινδρόμηση τις κάθε μεταβλητής Xi στατιστικά και μη σημαντικής όπως μας πληροφόρησε η αρχική. Παρατηρείται πως οι μεταβλητές που ήταν στατιστικά σημαντικές στις αρχικές ενέργειες παραμένουν ακόμα και όταν ελέγχονται μεμονωμένα με τη μόνη διαφορά είναι πως στις μεμονωμένες παλινδρομήσεις η μόνη μεταβλητή Xi που ικανοποιεί την μηδενική υπόθεση είναι η μεταβλητή F1PER_WMOD η οποία βέβαια είναι οριακά σημαντική καθώς βρίσκεται ελάχιστα εκτός ορίου (prob=7%, επιθυμητό επίπεδο prob≤5%),το R^2 πέφτει στο 12% (περίπου) και το Durbin-Watson πέφτει στο 1.73.Δηλαδή οι μεμονωμένες παλινδρομήσεις δεν βελτίωσαν καθόλου τα στατιστικά στοιχεία.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.241896	0.188579	1.282727	0.2009
F1PER_LEGAL	-0.002189	0.073847	-0.029639	0.9764
F1PER_NEG	0.021824	0.066630	0.327546	0.7435
F1PER_POS	-0.039286	0.115004	-0.341610	0.7330
F1PER_SMOD	0.017211	0.137996	0.124720	0.9009
F1PER_UNCERT	-0.283125	0.123881	-2.285469	0.0232
F1PER_WMOD	0.352430	0.156994	2.244869	0.0257
UP_REV	0.084115	0.048247	1.743422	0.0826
SHARE_OVERHUNG	0.006704	0.007519	0.891606	0.3735

R-squared	0.055983	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.023571	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.200408	Akaike info criterion	-0.340440
Sum squared resid	9.358086	Schwarz criterion	-0.210686
Log likelihood	50.19321	Hannan-Quinn criter.	-0.288170
F-statistic	1.727213	Durbin-Watson stat	1.790243
Prob(F-statistic)	0.092955		

Στο επόμενο βήμα εισάγονται στην παλινδρόμηση και οι μεταβλητές ελέγχου (control variables) και εκτελείται μια παλινδρόμηση αυτή τη φορά με όλες τις μεταβλητές Xi και την προσθήκη των μεταβλητών ελέγχου. Όσων αφορά τις μεταβλητές Xi δεν μεταβάλλονται τα στατιστικά στοιχεία (οι μεταβλητές που ήταν στατιστικά σημαντικές συνεχίζουν να είναι και σε αυτή την φάση της έρευνας), αλλά από τις μεταβλητές που προστέθηκαν στην έρευνα η πρώτη (f1per_uncert) μπορεί να θεωρηθεί οριακά στατιστικά σημαντική (περίπου prob = 8%) ενώ η δεύτερη (f1per_wmod) δεν είναι (prob=37.35%).Επίσης παρατηρείται μια βελτίωση στο R^2 (περίπου 5.5%) καθώς και στο Durbin Watson (περίπου 1.79).

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	0.244375	0.124979	1.955325	0.0517
F1PER_UNCERT	-0.288361	0.120266	-2.397693	0.0173
F1PER_WMOD	0.363841	0.131797	2.760613	0.0062
UP_REV	0.083829	0.047406	1.768318	0.0783
SHARE_OVERHUNG	0.006722	0.007305	0.920255	0.3584

R-squared	0.054861	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.038909	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.198828	Akaike info criterion	-0.372309
Sum squared resid	9.369215	Schwarz criterion	-0.300224
Log likelihood	50.04939	Hannan-Quinn criter.	-0.343270
F-statistic	3.439176	Durbin-Watson stat	1.784906
Prob(F-statistic)	0.009362		

Μετά από αυτές τις εναλλαγές στα στατιστικά γίνονται άλλες δύο παλινδρομήσεις με όλες τις ανεξάρτητες Xi αλλά η πρώτη με τη πρώτη μεταβλητή ελέγχου και η δεύτερη με την προσθήκη ης δεύτερης.
Δεν παρατηρείται κάποια μεταβολή στα σημαντικά στοιχεία της έρευνας μόνο κάποιες μικρές μεταβολές που δεν επηρεάζουν τη εξέλιξη (στην πρώτη παλινδρόμηση μειώθηκε το R^2 στο 4.3% και το Durbin Watson στο 1.76 και στη δεύτερη μειώθηκε το R^2 στο 5.2% και το Durbin Watson στο 1.77).

Dependent Variable: UNDERPRICING__FIRST_DAY_
Method: Least Squares
Date: 11/13/18 Time: 17:50
Sample: 1 242
Included observations: 242

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.232292	0.124395	1.867379	0.0631
F1PER_UNCERT	-0.305534	0.120057	-2.544912	0.0116
F1PER_WMOD	0.386621	0.136577	2.830786	0.0050
S1_UNCERT	0.027656	0.019346	1.429543	0.1542
S1_WMOD	0.053584	0.051941	1.031629	0.3033

R-squared	0.049106	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.033058	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.199432	Akaike info criterion	-0.366239
Sum squared resid	9.426259	Schwarz criterion	-0.294154
Log likelihood	49.31493	Hannan-Quinn criter.	-0.337200

F-statistic	3.059808	Durbin-Watson stat	1.724921
Prob(F-statistic)	0.017473		

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.235039	0.124797	1.883375	0.0609
F1PER_UNCERT	-0.313826	0.120975	-2.594134	0.0101
F1PER_WMOD	0.404075	0.130495	3.096469	0.0022
S2_UNDERT	0.026546	0.026784	0.991117	0.3226
S2_WMOD	0.046421	0.038536	1.204620	0.2296

R-squared	0.046738	Mean dependent var	0.123885
Adjusted R-squared	0.030649	S.D. dependent var	0.202813
S.E. of regression	0.199681	Akaike info criterion	-0.363751
Sum squared resid	9.449739	Schwarz criterion	-0.291666
Log likelihood	49.01390	Hannan-Quinn criter.	-0.334713
F-statistic	2.904985	Durbin-Watson stat	1.726268
Prob(F-statistic)	0.022498		

Επόμενο στάδιο είναι η προσθήκη των ψευδό-μεταβλητών (dummies).Στην παλινδρόμηση με όλες τις μεταβλητές Xi, όλες τις μεταβλητές ελέγχου καθώς και όλες τις ψευδό-μεταβλητές δεν υπάρχει καμία βελτίωση οπότε είναι ωφέλιμο να εκτελεστεί μια νέα παλινδρόμηση με όποιες μεταβλητές μου έδειξαν οι παραπάνω έλεγχοι στατιστικά σημαντικές με την προσθήκη ψευδό-μεταβλητών.
Δημιουργούνται δύο νέες χρονοσειρές για να μπορέσουν να εισαχθούν οι ψευδό-μεταβλητές στην παλινδρόμηση.
Από τους παραπάνω πίνακες φαίνεται πως δεν υπάρχει κάποια ιδιαίτερη μεταβολή στις ανεξάρτητες μεταβλητές Xi. Οι ψευδό-μεταβλητές δεν θεωρούνται στατιστικά σημαντικές όπως επίσης το R^2 και το Durbin Watson δεν βελτιώνονται.

4.6 Συμπέρασμα

Λαμβάνοντας υπόψιν όλα τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι η τιμής προσφοράς μιας νέο-εισηγμένης μετοχής (IPO) επηρεάζεται κυρίως από δυο παράγοντες με δεδομένο ότι ο εκάστοτε επενδυτής διαβάζει και ενημερώνεται από ενημερωτικά δελτία και φυλλάδια. Αφενός, ο πρώτος παράγοντας επηρεασμού είναι η λέξεις που υπάρχουν μέσα σε ένα κείμενο οι οποίες έχουν αβέβαιο χαρακτήρα και αφετέρου οι λέξεις που έχουν αρνητική υπόσταση (όπως και τα weak modals). Επίσης, ενδιαφέρον έχει κι η επίδραση του παράγοντος των διατηρούμενων μετοχών (share_overhung).

Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα συμφωνούν εν μέρει με τις έρευνες των Lougrhan and McDonald(2013), Hanley and Hoberg(2010), Ferris et al.(2013), Li(2010) Kearney and Liu(2014) και Tetlock(2007), καθώς όλες οι έρευνες των παραπάνω βρίσκουν στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην προ-ανακοινωθείσα απόδοση της μετοχής και τις λέξεις αρνητικού περιεχομένου. Πιο συγκεκριμένα, λέξεις που δύνανται να προκαλέσουν αρνητικά συναισθήματα έχουν κατηγοριοποιηθεί σε τρεις επιμέρους λίστες λέξεων, αυτές που προκαλούν συναίσθημα αδυναμίας(weak), αβεβαιότητας(uncertainty) και αρνητικότητας(negative). Η παρούσα έρευνα εντοπίζει στατιστικά σημαντική σχέση μόνο με τις δύο πρώτες ενώ όλες οι παραπάνω διαφοροποιούνται ότι βρίσκουν στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην απόδοση και τις μεταβλητές της αδυναμίας και της αρνητικότητας.

Αντιθέτως, η έρευνα της διεθνούς βιβλιογραφίας, η οποία διαφωνεί σημαντικά στα ευρήματα με την παρούσα ερευνητική προσπάθεια είναι αυτή του Loughran(2015), καθώς υποστηρίζει πως οι λέξεις αρνητικού περιεχομένου που δημοσιεύονται από διοικητικά στελέχη δεν επιφέρουν συναίσθημα απαισιοδοξίας και πεσιμισμού.

Εν κατακλείδι, πρέπει να τονιστεί ότι η συγκεκριμένη έρευνα θα μπορούσε να αποτελέσει έναυσμα για παρόμοιες μελλοντικές μελέτες πάνω στην επιρροή της ανάλυσης κειμένου στην υποτίμηση της εκδοθείσας μετοχής. Σε μελλοντικές έρευνες θα μπορούσαν να διαφοροποιηθούν προσθέτοντας μεταβλητές το μέγεθος της εταιρείας και την ποιότητα του εκδότη του IPOs. Είναι πάντως σίγουρο πως η ανάλυση κειμένου ως πρωτότυπη και ρηξικέλευθη τεχνική θα συνεχίσει να απασχολεί και να επηρεάζει κομβικά τον τομέα των χρηματοοικονομικών.

Βιβλιογραφία

Arnold, T. R. (2008). The Effects of Ambiguous Information on Initial and Subsequent IPO Returns University of Richmond.

Barry, C. M. (1990). Theroleofventure capital in the Creation of Public Companies. . *Journal of Financial Economics27,*, pp. 447–471.

Bazot, G. (2013). Financial Consumption and the Cost of Finance: Measuring Financial Efficiency in Europe . Working Paper Paris School of Economics.

Beatty, R. a. (1986). Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings.:. *Journal of Financial Economics 15*, p. .

Benveniste, L. (1990). A Comparative Analysis of IPO.

Benveniste, L. M. (1989). How Investment Bankers Determine the Offer Price.

Benveniste, L. M. (1989). How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. ,. *Journal of Financial Economics*, pp. 24(2), 343–361.

Benveniste, L. M. (1997). Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. Journal of Financial and Quantitative Analysis, December, 32(4),. pp. 383-403.

Bhattacharya, S. (1995.). Proprietary Information, Financial Intermediation, and Research Incentives. *Journal of Financial Intermediation* , pp. 4,328–357.

Bhattacharya, S. a. (1983). Innovation and Communication: Signaling with Partial Disclosure. . *Review of Economic Studies*, pp. 50:331–46.

Bhattacharya, S. a. (1995). Proprietary Information, Financial Intermediation, and Research Incentives. . *Journal of Financial Intermediation*, p. 4:32 57.

Bradley, D. (2002). Partial Adjustment to Public Informatio.

Chen, H. C. (2000). The Seven Percent Solution. *Journal of Finance*, pp. 55:1105–31.

Cook, D. R. (2006.). On the Marketing of IPOs. *Journal of Financial Economics*, pp. 82:35–61.

Cornelli, F. (2003). Bookbuilding:How informative is the Order Book? *Journal of Finance*, pp. 1415–144.

Cornelli, F. a. (2003). Bookbuilding: How Informative Is the Order Book . *Journal of Finance* , pp. 58:1415–43.

Das, S. R. (2007). Yahoo! for Amazon: Sentiment Extractionfrom Small Talk on the Web. *Management Science*, pp. 1375–1388.

Dye, R. A. (2001). An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Finance*.

Ellingsen, B. H. (2012.). Initial Public Offerings - An Empirical Study of How the IPOs on Oslo Stock Exchange are Priced Relative to the Indicative Price Range. *The Norwegian School of Economics*.

F, L. (n.d.). Textual Analysis of Corporate Disclosures: A Survey of the Literature. *Journal of Accounting Literature 29(2010a)*, pp. 143–65.

Ferris Stephen, Q. H. (2013). The Effect of Issuer Conservatism on IPO Pricing and Performance. *Review of Finance*, pp. 993-1027.

FERRIS, S. P., HAO, G., & LIAO, A. M. (2013). "The Effect of Issuer Conservatism on IPO Pricing and Performance. *Review of Finance 17*, pp. 993-1027.

Field L., K. (2002). .Takeover Defenses of IPOfirms. *Journal of Finance*, pp. 57,1857–1889.

Field L., L. (2005). .Does Disclosure Deter or Trigger Litigation? *Journal of Financial Economics* , pp. 39,487–507.

Georgieva, K. (2011.). The Issue of Underpricing in Initial Public Offerings. *University of Essex*.

Hanley K. W., .. (1993). The Pricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. . *Journal of Financial Economics*, pp. 2(34), pp. 231-250.

Hanley K., H. G. (2010). The Information Conten of IPO Prospectuses. *Review of Financial Studies*, pp. 2821–2864.

Hanley K., H. G. (2012). Litigation Risk, Strategic Disclosure and theUnderpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* , pp. 103,235–254.

Hanley K., W. (1995). .Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* , pp. 37,239–257.

Hanley, K. W. (n.d.). The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. . *Journal of Financial Economics*, pp. 34:231–50.

Healy P., P. K. (2001). Information a symmetry, corporate disclosure, and the capital markets : Are View of the Empirical Disclosure Literature . *Journal of Accounting and Economics* , pp. 31,405–440.

Healy, P. M. (2001.). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets:A Review of the Empirical Disclosure Literature. . *Journal of Accountin and Economics .Working Paper, University of Maryland*, pp. 31:405–40.

Henry, S. C. (2013.). IPO Firm Characteristics pre- and post- Financial Crisis.

Hoberg, G. G. (2010). .Product Market Synergies and Competitionin Mergers and Acquisitions: A Text-based Analysis. . *Review of Financial Studies* , pp. 23,3773–3811.

Jenkinson T., a. H. (2004). Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding. . *Journal of Finance*, pp. 59:2309–38.

Jenkinson, T. &. (2002). Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding. *Oxford University*.

Jenkinson, T. H. (2004.). Bids and allocations in Europe an IPO bookbuilding. *Journal of Finance 59*, pp. 2309–2338.

Kearney Colm, S. L. (2014). Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. *International Review of Financial Analysis 33*, pp. 171–185.

Kenourgios, D. F. (2007). Initial performance of Greek IPOs, Underwriter's Reputation and Oversubscription. *Managerial Finance*, pp. 332-343.

Loughran T., M. (2010). Is Federal Regulation of Securitie markets effective? The Impact of Plain English. . *Unpublished Working Paper University of North Dame*.

Loughran T., R. J. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs. *Review of Financial Studies*, pp. 413–433.

Loughran T., R. J. (2004). Why has IPO underpricing changed overtime? . *Financial Management* , pp. 33,5–37.

Loughran, T. (2004). Why has IPO Underpricing Changed Over Time. *? Financial Management* , pp. 5–37.

Loughran, T. a. ((2015):). The Use of Word Lists in Textual Analysis. *Journal ofBehavioral Finance* , pp. 1–11.

Loughran, T. a. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs. *Review of Financial Studies*, pp. 15:413–33.

Loughran, T. a. (2008). Plain English. Working Paper, Notre Dame University.

Loughran, T. a. (2013). IPO First-day Returns Offer Price Revisions,Volatility, and Form S-1 Language. *Journal of Financial Economics*, pp. pp. 307–326.

Loughran, T. a. (2014). Measuring Readability in Financial Disclosures. *" Journal of Finance* , pp. 1643–71.

Loughran, T. a., & Yun., a. H. (2009). A Wolf in Sheep's Clothing: The Use of Ethics Related Terms in 10-K Reports. *Journal of Business Ethics* , pp. 39–49.

Lowry M., a. W. (2002.). IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *Journal of Finance*.

Lowry M., S. (2004). Is the IPO Pricing Process Efficient. *Journal of Financial Economics*, pp. 71,3–26.

Lowry M., S. (2002). Litigation Risk and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics* , pp. 309–335.

Lowry M., S. W. (2002). IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning. *Journal of Finance*, pp. 1171–1200.

Lowry, M. (,2002). Litigation risk and IPO underpricing. . *Journal of Financial Economics* , pp. 65,309–355.

Lowry, M. (2009.). Discussion of Shareholder Litigation and Changes in Disclosure behavior. *Journal of Accounting and Economics*, pp. 157–159.

Mayew, W. (2012). The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance. *Journal of Finance* , pp. 67, 1–44.

McDonald., L. T. (2013). IPO First-Day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language. *Journal of Financial Economics 109*, pp. 307–26.

Philippon, T. (2015). Has the Us Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation. *The American Economic Review* , pp. 105(4), 1408–38.

Ritter J., W. I. (2002). Are view of IPO Activity, Pricing, and Allocations.

Ritter, J. (1984). .The'Hot Issue' Market of 1980.Journal of Business.

Ritter, J. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations.

Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings., 46(1), . *Journal of Finance*, pp. 3-27.

Ritter, J. R. (1999). Valuing IPOs. . *Journal of Financial Economics, September, 53(3), pp.* 409-437.

Ritter, J. R. (2009). Some Factoids About the 2008 IPO Market. *University of Florida.*

Ritter, J. R. (2014). Initial Public Offerings: International Insights. . *Pacific-Basin Finance Journal, Volume 2*, pp. 165-199.

Ritter, J. R. (2014). Initial Public Offerings: International Insights. . *Pacific-Basin Finance Journal, Volume 2, pp.*165-199.

Rogers J., B. A. (2009). Shareholder Litigation and Changes in Disclosure Behavior. 47,. *Journal of Accounting and Economics*, pp. 136–156.

Rogers, J. (2010). Disclosure Tone and Share- Holder Litigation. . *Unpublished Working Paper, University of Chicago and Ohio State University.*

Schrand, C. A. (2005). Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing. *Working Paper, Wharton School.*

Sherman, A. (2002). Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits With Costly Information. . *Journal of Financial Economics*, pp. 65,3–29.

Sherman, A. a. (2002). Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information. . *Journal of Financial Economics*, pp. 65:3–29.

Spatt, C. a. (1991). Preplay Commmunication, Participation Restrictions and Efficiency in Initial Public Offerings. . *Review of Financial Studies* , pp. 4:709–26.

Tetlock, P. (2007). Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *Journal of Finance* , pp. 62:1139–68.

Tetlock, P. C. (2007). Journal of Finance. *Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market.*, pp. 1139–68.

Tetlock, P. S.-T. (2008). More ThanWords: Quantifying Language to Measure.