

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εις. 76414
Αρ.
ταξ.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ

ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ

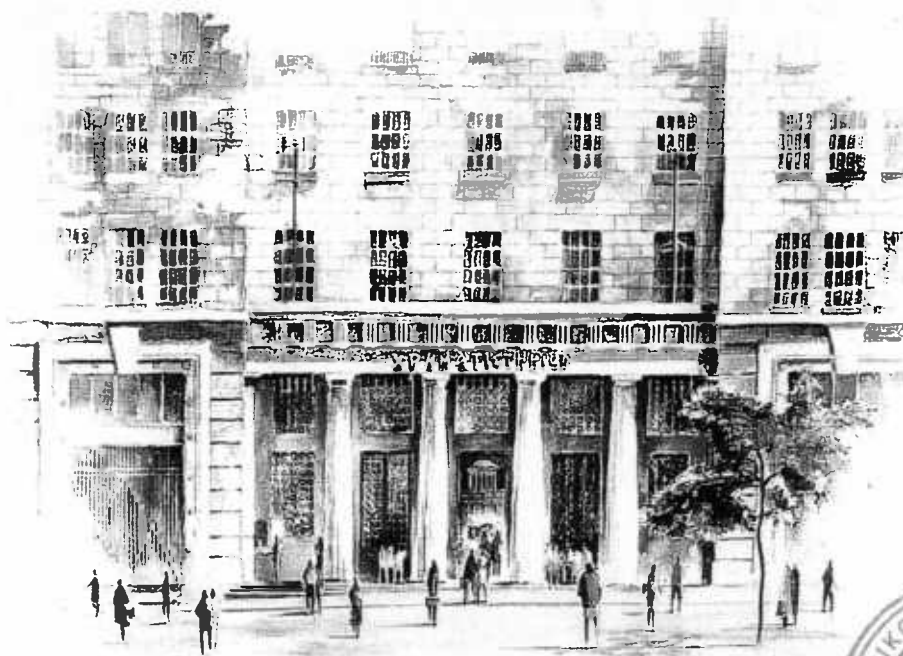
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΤΟ ΚΥΡΟΣ

ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ

ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ

ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ



ΔΑΝΑΗ - ΔΗΜΗΤΡΑ ΠΡΟΚΟΒΑ

Διατριβή υποβληθείσα

προς μερική εκπλήρωση των απαραίτητων προϋποθέσεων

για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού διπλώματος

Αθήνα, Φεβρουάριος 2000



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
ειδ. 76414
Αρ.
σεξ.

Εγκρίνουμε τη διατριβή της Δανάης – Δημήτρας Προκόβα

ΓΑΛΙΑΤΣΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ



ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ



ΑΘΗΝΑ



ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Προερχόμενη από τον Τραπεζικό χώρο και βιώνοντας τις ραγδαίες εξελίξεις στον τομέα των Αγορών Χρήματος και Κεφαλαίων, διαπίστωσα, ότι για να συμμετέχω ενεργά στις εξελίξεις αυτές, δεν αρκεί η μέχρι σήμερα αποκτηθείσα παιδεία και επαγγελματική εμπειρία, αλλά επιβάλλεται η απόκτηση εξειδικευμένων γνώσεων στα σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Η μεγάλη αύξηση των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τα τελευταία 5 έτη και οι υψηλές αποδόσεις των νεοεισαγομένων χρεογράφων με Δημόσια εγγραφή στο Χ.Α.Α., μου έδωσαν το ερέθισμα να μελετήσω τους παράγοντες, που επηρέασαν το γεγονός αυτό, λαμβάνοντας ως θέμα της διατριβής για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού διπλώματος «Το Κύρος του Τραπεζικού Αναδόχου και η απόδοση των Αρχικών Προσφορών Χρεογράφων».

Θα ήθελα να ευχαριστήσω το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και τους φορείς του, που μου προσέφεραν τη δυνατότητα να παρακολουθήσω το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στην Χρηματοοικονομική και Τραπεζική για στελέχη.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον υπεύθυνο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, Καθηγητή κ. Πουρναράκη για την αμέριστη συμπαράστασή του και όλους τους καθηγητές του εν λόγω Μεταπτυχιακού, κ.κ. Δ. Βασιλείου, Δ. Γεωργούτσο, Δ. Γκίκα, Αθ. Επίσκοπο, Ντέμο, και Ι. Χαλικιά, και ιδιαίτερος τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Κωνσταντίνο Γαλιάτσο για τη σημαντική συμβολή του στην εργασία αυτή.

***Αφιερώνω την διατριβή αυτή
στα παιδιά μου Νίκο και Μαριάννα.***



| ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ | ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΕΛΙΔΑΣ |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| Κατάλογος Πινάκων | |
| Περίληψη | 3 |
| Εισαγωγή | 5 |
| A. Το Θεσμικό Πλαίσιο του Χρηματιστηρίου Αθηνών. | 8 |
| 1. Προϋποθέσεις εισαγωγής χρεογράφων που επικρατούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. | 10 |
| 2. Διαδικασία αναλήψεως διαθέσεως χρεογράφων | 13 |
| 3. Οι αρχικές προσφορές χρεογράφων με δημόσια εγγραφή (ΑΠΧ) και η Μεσολάβηση του Αναδόχου | 15 |
| 4. Παράγοντες που είναι ειδικοί στις ΑΠΧ που προωθούνται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. | 16 |
| B. Οικονομική Ανασκόπηση | 18 |
| Γ. Εμπειρική απόδειξη για την υποτιμολόγηση των ΑΠΧ. | 22 |
| 1. Το Κύρος του Τραπεζικού Αναδόχου και η υποτιμολόγηση των ΑΠΧ. | 22 |
| 2. Η Επίδραση της προμήθειας αναδοχής στο επίπεδο της υποτιμολόγησης | 24 |
| 3. Η τιμή ανοίγματος των ΑΠΧ. | 25 |
| 4. Η επίδραση της πολλαπλασιαστική ζήτησης την πρώτη ημέρα απόδοσης των ΑΠΧ στους προεγγραφέντες. | 28 |
| 5. Αποτέλεσμα μεγέθους: Ο λόγος της Τιμής αγοράς ανά μετοχή προς την ονομαστική αξία και η διατμηματική συμπεριφορά των αποδόσεων των ΑΠΧ. | 29 |
| Δ. Δεδομένα και ορισμοί. | 33 |
| 1. Μέτρηση του κύρους του Τραπεζικού Αναδόχου | 37 |
| 2. Μέτρηση της Αρχικής προσφοράς | 40 |
| 3. Ορισμός της τιμής αγοράς προς την Ονομαστική αξία. | 43 |
| 4. Έκταση της Υπέρ/προεγγραφής. | 44 |
| Ε. Μεθοδολογία ελέγχου. | 46 |
| 1. Πως μεταβιβάζομε την αξιολογική κατάταξη (JM) και την κατάσταση κύρους (MW) στον πρώτο ανάδοχο. | 47 |
| 2. Πως η έκταση της υπερκάλυψης των προεγγραφών και ο λόγος P/N επηρεάζουν την πρώτη ημέρα τη ρυθμισμένη απόδοση των ΑΠΧ. | 57 |
| 3. Το μέγεθος της προμήθειας στη διαδικασία ανάληψης διαθέσεως χρεογράφων. | 59 |

ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

| | |
|------------------------------------------------------------------|----|
| 4. Ανάλυση της ισχύος των μεταβλητών (JM), (MW), (DM) και (P/N). | 61 |
| ΣΤ. Αποτελέσματα | 65 |
| Ζ. Συμπέρασμα | 68 |
| Βιβλιογραφία. | 71 |

| ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ | ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΕΛΙΔΑΣ |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| A1. Κεφαλαιοποίηση της Αγοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 1995-98 τιμές κλεισίματος 31.12.98 | 10 |
| Δ1. Αρχικές προσφορές χρεογράφων (ΑΠΧ) με δημόσια εγγραφή το 1995. | 34 |
| Δ2. ΑΠΧ το 1996 | 35 |
| Δ3. ΑΠΧ το 1997 | 36 |
| Δ4. ΑΠΧ το 1998 | 36 |
| Δ5. Αποδόσεις της πρώτης μέρας των πρωτογενών και των προσαρμοσμένων αποδόσεων των ΑΠΧ κατά τη διάρκεια του 1995-1998. | 42 |
| E1. Πρώτος ανάδοχος (Leader). | 49 |
| E2. Κύρια ομάδα αναδόχων. | 50 |
| E3. Δεύτερη σε σημασία ομάδα αναδόχων | 51 |
| E4. Ομάδα άνευ κύρους αναδόχων | 52 |
| E5. 1995-98 Ετήσια διακύμανση των εισαγομένων επιχειρήσεων. | 55 |
| E6. Ζήτηση, Λόγος τιμής εγγραφής /ονομαστικής αξίας και προσαρμοσμένη απόδοση. | 58 |
| E7. Ανάλυση παλινδρόμησης. | 62 |



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ενώ η υποτιμολόγηση των ΑΠΧ υπήρξε ένα κοινό θέμα σχεδόν σε όλες τις μεγάλες κεφαλαιαγορές, το μέγεθός της φαίνεται να εκφράζεται ειδικά σε μερικές ανερχόμενες αγορές. Ο μέσος όρος της αρχικής απόδοσης, παραδείγματος χάριν, των ΑΠΧ στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) για την περίοδο 1995-98 ήταν 37.13%. Κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου, το ΧΑΑ δίνει καλές προδιαγραφές για τον υπολογισμό της επίδρασης του κύρους του αναδόχου, την προμήθεια της αναδοχής, τον λόγο της αγοραίας αξίας προς την ονομαστική αξία και το επίπεδο της δημόσιας ζήτησης για την υποτιμολόγηση των ΑΠΧ. Η εμπειρική ανάλυση των παραγόντων που εξηγούν το μέγεθος των αρχικών αποδόσεων του επενδυτή μας δίνει την ευκαιρία να προτείνουμε ένα εμπειρικό μοντέλο και να δούμε τους παράγοντες που αναφέρονται, ως μεταβλητές μας. Λαμβάνοντας υπόψη την έρευνα που έγινε από άλλους, αναμένουμε την ζήτηση να σχετιστεί θετικά, ενώ το βαθμό της φήμης του αναδόχου και την προμήθεια να σχετιστεί αντίστροφα προς την αρχική απόδοση του προεγγραφέντος. Και πάλι ο λόγος της αγοραίας προς την ονομαστική αξία, που παίζει ρόλο για την επίδραση του βαθμού κεφαλαιοποίησης της αγοράς των εγγεγραμμένων εταιριών, αναμένεται να σχετίζεται θετικά

με την αρχική τιμή των ΑΠΧ. Πριν να βγάλουμε συμπέρασμα θα ληφθούν υπόψη όλοι οι περιοριστικοί όροι που έχει θέσει το Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο. Όπως προχωρούμε την εκτίμηση, συμπεραίνουμε, ότι όλες οι μεταβλητές δεν είναι σημαντικές όπως είχε υποθεθεί. Παραδείγματος χάριν, οι μετρήσεις κύρους δεν φαίνεται να αποδίδουν καθοριστικά παρόλο που δίνουν τις αναμενόμενες ενδείξεις. Γενικώς, η εμπειρία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών επιβεβαιώνει την τάση της υπερβολικής υποτιμολόγησης των ΑΠΧ σε ανερχόμενες κεφαλαιαγορές. Τέλος, το μέγεθος της υπερκάλυψης στην τιμή ανοίγματος των ΑΠΧ είναι σημαντικό και συγκρίσιμο με τα αποτελέσματα που ευρέθησαν σε άλλες μελέτες.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι ΑΠΧ δείχνουν σημαντικά υπερβολικές αποδόσεις την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α.Α. Αυτές οι αποδόσεις συνήθως αποδεικνύουν την απόλυτη υποτιμολόγηση την εποχή της προσφοράς των. Ο μέσος όρος απόδοσης της πρώτης ημέρας στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο (τις δύο χώρες που την βαρύτερη δραστηριότητα των ΑΠΧ) είναι 15%. Αυτό αντιπροσωπεύει ένα έμμεσο κόστος ανερχόμενης αξίας και προστίθεται σε ένα μέσο όρο της τάξεως του 11% που αντιπροσωπεύει τα αμεσα έξοδα (έξοδα αναδοχής) που υπάρχουν στις ΑΠΧ.

Η εμπειρική εργασία στον τομέα αυτόν κάλυψε σχετικά μεγάλες περιόδους με καλά μεγέθη δείγματος και το σημαντικότερο κάλυψε έναν αριθμό εθνικών κεφαλαιαγορών.

Η σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης προεγγραφέντος και προμήθειας αναδόχου είναι συμβατή με το επιχείρημα, ότι ένα χαμηλότερο ποσοστό προμήθειας ενθαρρύνει τους αναδόχους να ορίσουν μία χαμηλότερη τιμή προσφοράς έτσι ώστε να μειωθεί ή πιθανότητα αγοράς μετοχών που δεν έχουν πωληθεί.

Ένα τέτοιο αποτέλεσμα είναι επίσης συμβατό με το Μοντέλο Κόστους του Baron (1982) και την εναλλακτική εξήγηση που πρότειναν οι Carter, Richard και Manaster

(1990), ότι ανάδοχοι με κύρος μπορεί να χρεώνουν ένα μεγαλύτερο ποσοστό προμήθειας και να χρησιμοποιούν την φήμη τους για να διαθέσουν τις ΑΠΧ σε υψηλότερη τιμή και κατ'αυτόν τον τρόπο να μειώσουν την υποτιμολόγηση.

Επιπροσθέτως, οι Menyah, Paudyal και Inyangete, το 1990 στο «The pricing of Initial Offerings of Privatized Companies on the LSE» (Χρηματιστήριο Αξιών Λονδίνου), στην προσπάθειά τους να εξετάσουν το μέγεθος των υψηλότερων αποδόσεων της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ Εταιρειών του ιδιωτικού τομέα στα Χρηματιστήρια του Λονδίνου και άλλων Χρηματιστηρίων του Ηνωμένου Βασιλείου, προτείνουν έναν συντελεστή που σχετίζεται θετικά με την υπερκάλυψή τους.

Βάσει των ανωτέρω θα βρούμε και θα εξηγήσουμε το μέγεθος των αποδόσεων των ΑΠΧ του αρχικού επενδυτή, χρησιμοποιώντας μία διατμηματική ανάλυση σχετικά με τις ακόλουθες μεταβλητές : Ο βαθμός κεφαλαιοποίησης της αγοράς (μετρηθείς με τον λόγο της προσαρμοσμένης τιμής αγοράς προς την ονομαστική αξία), η προμήθεια της αναδοχής, η ζήτηση και το κύρος των αναδόχων. Η εκτίμησή μας καλύπτει την περίοδο 1995-98 και όλες τις εισαγωγές μετοχών που έγιναν κατά την περίοδο αυτή στο ΧΑΑ.

Σε ότι αφορά την δομή της εργασίας, αρχικά εξετάζουμε τους περιοριστικούς όρους που ισχύουν στις ΑΠΧ στο ΧΑΑ και στους ειδικούς κανόνες που τις διέπουν. Μετά, θα

ακολουθήσει μία εμπειρική ανάλυση σχετικά με το υπάρχον υλικό και την έρευνα που έχει γίνει από άλλους για την υποτιμολόγηση των ΑΠΧ.

Όπως προχωρεί η εργασία, παρουσιάζονται οι ορισμοί και τα δεδομένα που περιλαμβάνονται στην μεθοδολογία που προτείνεται. Στο επόμενο βήμα γίνεται μία διατμηματική παλινδρομική ανάλυση για να φωτιστούν τα σχετικά αποτελέσματα. Τέλος, θα ακολουθήσουν τα συμπεράσματα και οι αναφορές.

A. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο του 1876 και είχε ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης τις ομολογίες των Εθνικών Δανείων και τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Το 1909 ορίσθηκε με Βασιλικό Διάταγμα ως ο μοναδικός χώρος για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου ή σε τίτλους αναγνωρισμένων τραπεζών ή άλλων ανωνύμων εταιριών.

Ελέγχεται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Ο Κυβερνητικός Επίτροπος, Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Συμβούλιο του ΧΑΑ ευθύνονται για την προστασία των επενδυτών και την ενδυνάμωση των εσωτερικών νόμων.

Την τελευταία δεκαετία το Χρηματιστήριο παίζει έναν κεντρικό ρόλο στην οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Η καλή απόδοση της αγοράς αύξησε τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών περισσότερο από 58% το 1997. Το επίπεδο των 1,000 μονάδων έσπασε από τον Ιανουάριο και ο Δείκτης πέρασε τις 1,480 μονάδες, κατά μέσο όρο, κατά την διάρκεια του έτους.

Στις 9 Οκτωβρίου, ο Δείκτης έφθασε στις 1,808 μονάδες, για πρώτη φορά από τον υπολογισμό του, καταρρίπτοντας πολλές φορές το ανώτατο σημείο κατά την διάρκεια του έτους. Πριν από το 1997, η υψηλότερη τιμή

που έφθασε ο Δείκτης ήταν 1205 μονάδες στις αρχές του 1994.

Η σύνθεση του Δείκτη είναι ή ίδια από τον Αύγουστο του 1996, όταν αναθεωρήθηκε για τελευταία φορά. Στο τέλος του έτους, ο δείκτης αντανakλούσε περίπου το 76% της εμπορικής δραστηριότητας στο ΧΑΑ και 80% της συνολικής κεφαλαιοποιήσεως της αγοράς.

Από το 1989 στο ΧΑΑ λειτουργούν δύο αγορές : η Κύρια με 196 εισηγμένες εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης και η Παράλληλη με 50 μικρού μεγέθους επιχειρήσεις που θέλουν να αντλήσουν κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά.

Οι συνολικές συναλλαγές του ΧΑΑ για το διάστημα 1995 έως και 1998 ανήλθαν σε 23.285 δισ. Δραχμές και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων για το ίδιο διάστημα ήταν 1.958 δισ. Δραχμές

Όπως παρατηρούμε τα δεδομένα που δίδονται στον πίνακα Α1 κατωτέρω, υπήρξε μία σταθερή αύξηση της τάξεως περίπου του 50% στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς κάθε χρόνο από το 1995 μέχρι το 1997. Το έτος 1998 παρουσίασε αύξηση στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς της τάξεως του 130% και οι ιδιωτικοί επενδυτές θεώρησαν ενδιαφέρον να επενδύουν στο ΧΑΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α1**ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ**

(Σε δισεκατομμύρια δρχ.)

| ΕΤΟΣ | ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ | ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ | ΣΥΝΟΛΟ ΧΑΑ |
|-------------|--------------------|------------------------|-------------------|
| 1995 | 3.874,95 | 154,05 | 4.029 |
| 1966 | 5.752,40 | 192,60 | 5.945 |
| 1997 | 9.483,10 | 327,90 | 9.811 |
| 1998 | 21.861,00 | 978,00 | 22.839 |

1. Προϋποθέσεις εισαγωγής χρεογράφων που επικρατούν στον Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).

Σε ότι αφορά το Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο μία εταιρία που κάνει αίτηση εισαγωγής στο ΧΑΑ πρέπει να ικανοποιεί τις προϋποθέσεις εισαγωγής. Οι πιο βασικές από αυτές τις προϋποθέσεις που οι εταιρείες πρέπει να ικανοποιήσουν είναι:

- Πρέπει να λειτουργούν με την μορφή Ανώνυμης Εταιρίας με ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένων και των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης, ίσον με 1 δισ. δραχ. ή 3.5 εκατομμύρια ECU και πρέπει να υφίσταται κατά τις δύο προηγούμενες της αιτήσεως εισαγωγής χρήσεις. Εάν η συναλλαγματική ισοτιμία του ECU, σχετικά με την δραχμή, μεταβληθεί περισσότερο από 10% κατά τη διάρκεια του έτους, ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας αποφασίζει μέσα σε προθεσμία 12 μηνών από

τη λήξη του έτους και αναπροσαρμόζει το προβλεπόμενο ύψος ιδίων κεφαλαίων.

- Πρέπει να έχουν δημοσιεύσει νόμιμα τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για πέντε τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑΑ, να έχουν ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό τους και να έχουν ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως για την τελευταία προ της εισαγωγής πενταετία. Το Δ.Σ. του ΧΑΑ μπορεί να προτείνει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την εισαγωγή εταιριών με διάρκεια ζωής λιγότερη από πέντε χρόνια, υπό την προϋπόθεση ότι η εισαγωγή τους είναι προς όφελος της εταιρίας ή των επενδυτών και οι επενδυτές έχουν επαρκώς πληροφορηθεί τα προγράμματα της εταιρίας και των μετοχών της.
- Εάν μία εισερχόμενη εταιρία κατέχει μετοχές και σε άλλες εταιρίες, πράγμα το οποίο σημαντικά επηρεάζει τα λειτουργικά της αποτελέσματα, το Σώμα των Ορκωτών Λογιστών πρέπει επίσης να ελέγξει και αυτές. Το ίδιο ισχύει και για εταιρίες, που λαμβάνουν μέρος σε σημαντικές οικονομικές συναλλαγές με την εισερχόμενη εταιρία.
- Πρέπει να παρουσιάσουν φορολογική ενημερότητα και βεβαίωση για όλα τα χρόνια που έχουν υποβληθεί

οικονομικές αναφορές. Η μητρική εταιρία πρέπει να παρουσιάσει φορολογική ενημερότητα και βεβαίωση για όλες τις θυγατρικές που περιλαμβάνονται στις οικονομικές τους αναφορές.

- Πρέπει να αυξήσουν το μετοχικό τους κεφάλαιο μέσω δημόσιας προσφοράς και αρχικές προσφορές με δημόσια εγγραφή πρέπει να καλύψουν τουλάχιστον το 25% του μετοχικού τους κεφαλαίου, αυξημένου με οιοδήποτε τύπου τοποθετήσεις. Μετοχές που διανέμονται μέσω άλλου τύπου τοποθέτησης δεν μπορούν να ξεπερνούν το 5% των μετοχών που διανεμήθηκαν μέσω της δημόσιας προσφοράς.
- Η τιμή της νέας έκδοσης των μετοχών που διανέμονται μέσω δημόσιας προσφοράς δεν θα πρέπει να είναι υψηλότερες από την τιμή της νέας έκδοσης των μετοχών που έχουν διανεμηθεί μέσω άλλου τύπου τοποθέτησης, ακόμη και αν αυτή η τοποθέτηση ήταν θέμα δικαιώματος, και έγινε έξι μήνες πριν την λήψη της απόφασης με δημόσια προσφορά.
- Σε περιπτώσεις εξαιρετικώς μεγάλων αυξήσεων κεφαλαίων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να μειώσει μέχρι και 10 ποσοστιαίες μονάδες, το προβλεπόμενο ποσοστό του κεφαλαίου, που διατίθεται προς Δημόσια εγγραφή, υπό την προϋπόθεση της εξασφάλισης ευρείας διασποράς των μετοχών στο Επενδυτικό κοινό.



- Πρέπει να υπογράψουν ένα συμφωνητικό αναδοχής με τον κύριο ανάδοχο της έκδοσης.
- Ένας ανεξάρτητος νομικός και ορκωτός ελεγκτής τις υποβάλλει σε νομικό, λογιστικό και οικονομικό έλεγχο.
- Υπάρχουν εταιρίες που εξαιρούνται από τις ανωτέρω υποχρεώσεις εάν η εισαγωγή τους οφείλεται σε ιδιωτικοποίηση ή εάν το σύνολο του ενεργητικού τους υπερβαίνει τα 500 δισεκατομμύρια Δραχμές. Η εξαίρεση δίνεται, υπό την προϋπόθεση ότι υπάρχει αγορά για τις μετοχές που θα εισαχθούν, υπάρχει σημαντικό επίπεδο διανομής μετοχών στο κοινό και το κοινό έχει κατάλληλα ενημερωθεί για την εταιρία. Υπάρχουν και πρόσθετες προϋποθέσεις που βασίζονται σε αποφάσεις που έχουν ληφθεί από το Δ.Σ. του ΧΑΑ.

2. Διαδικασία αναλήψεως διαθέσεως χρεογράφων

Η δημόσια εγγραφή πραγματοποιείται μέσω Τράπεζας ή Τραπεζών ή/και Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, που προσφέρουν υπηρεσίες αναδόχου της έκδοσης (UNDERWRITER). Ο ανάδοχος εγγυάται την κάλυψη των μετοχών της εκδόσεως και αγοράζει τις μετοχές που δεν θα καλυφθούν από το κοινό στην τιμή εισαγωγής αυτών στο Χρηματιστήριο.

Ανώτατο όριο εγγραφής ανά επενδυτή αποτελεί το σύνολο της αξίας της έκδοσης με δημόσια εγγραφή.

Στις αρχικές δημόσιες προσφορές, ο τραπεζικός ανάδοχος, ερευνά τον εκδότη προς χάριν του επενδυτικού κοινού.

Πιο συγκεκριμένα ο τραπεζικός ανάδοχος:

- Λειτουργεί ως διαμεσολαβητής μεταξύ του εκδότη των νέων μετοχών και των αγοραστών.
- Συμβουλεύει την εταιρία σχετικά με το τύπο του χρεογράφου που θα εκδοθεί και την αγορά που δίνει τους πιο ελκυστικούς όρους.

Η εταιρία θα αποφασίσει αφού εξετάσει:

- α) Τους ειδικούς όρους που υπάρχουν.
 - β) Την δομή του κεφαλαίου της εταιρείας
 - γ) Την άποψη της διεύθυνσης για το πώς έχουν τιμολογηθεί οι κοινές μετοχές.
- Βοηθά την εταιρία να ετοιμάσει τα έγγραφα και τις τιμές.
 - Αναλαμβάνει την αναδοχή των νέων μετοχών, γεγονός που σημαίνει ότι φέρει τον κίνδυνο ότι όλες οι μετοχές μπορεί να μη διατεθούν στην αρχική τιμή προσφοράς.
 - Σχεδιάζει νέες ασφάλειες με απώτερο σκοπό :
 - τον επιμερισμό του κινδύνου διαθέτοντας ένα μέρος των μετοχών σε λοιπούς αναδόχους

- τη μείωση των εξόδων του εκδότη των νέων μετοχών και
 - την αύξηση των αποδόσεων των επενδυτών.
- Δημιουργεί κερδοφόρες χρηματιστηριακές εταιρίες και ευκαιρίες αναδοχής. Η ανανέωση των ασφαλειών είναι ένα τρέχον θέμα, το οποίο ασφαλώς θα αποβεί πολύ ευεργετικό σε όλα τα μέρη που λαμβάνουν μέρος στην συναλλαγή.

3. Οι αρχικές προσφορές χρεογράφων με δημόσια εγγραφή (ΑΠΧ) και η μεσολάβηση του Αναδόχου.

Όταν γίνονται αρχικές δημόσιες προσφορές, νέες μετοχές διατίθενται μέσω της διαμεσολαβήσεως της Τράπεζας ή μίας χρηματιστηριακής εταιρίας ή μέσω μιας ομάδας δύο ή περισσότερων Τραπεζών. Ο ανάδοχος εκδίδει ένα προσπέκτους που ορίζει την τιμή των νέων μετοχών. Όταν η τιμή οριστεί, μπορεί είτε να αλλάξει από την ζήτηση ανερχόμενου επενδυτή πριν την πρώτη ημέρα διάθεσης ή μπορεί να αποσυρθεί. Ο εκδότης λαμβάνει τα έσοδα από την προσφορά αμέσως μετά την κατανομή των μετοχών. Αυτό σημαίνει, κατά μέσο όρο, δύο ή τρεις ημέρες μετά την ημερομηνία κλεισίματος της προσφοράς.

Ο ανάδοχος που τυπικά οργανώνει την διαδικασία αναλήψεως διαθέσεως χρεογράφων μπορεί να είναι, είτε ένα



μόνο οικονομικό ίδρυμα ή μία ομάδα εμπορικών ή επενδυτικών Τραπεζών. Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε, ότι οι προσφορές για διάθεση πάντα προεγγράφονται.

Ο ανάδοχος έχει την αποκλειστική ευχέρεια να αποφασίσει τον χρόνο της πρώτης ημέρας που μπορεί να καθυστερήσει και αυτό να είναι αποτέλεσμα των περιστάσεων που δεν μπορούν να προβλεφθούν. Τυπικώς, η καθυστέρηση αυτή μπορεί να κυμαίνεται από μερικές ημέρες μέχρι μερικούς μήνες και κατά μέσον όρο είναι 5 εργάσιμες ημέρες.

4. Παράγοντες που είναι ειδικοί στις ΑΠΧ που προωθούνται στο ΧΑΑ.

Η πρακτική συναλλαγών στο ΧΑΑ έχει εισαγάγει ορισμένους περιορισμούς για να μειώσει την πιθανότητα ανωμαλιών υποτιμολογήσεως. Οι περιορισμοί αυτοί συνιστούν ότι οι ανάδοχοι θα πρέπει, κατά μέσο όρο, να αποζημιώνουν για τους αντίστοιχους κινδύνους που συμβαίνουν στις ΑΠΧ.

Οι ανάδοχοι δεσμεύονται να αποκαλύψουν πληροφορίες για την πιθανή τιμή των νέων μετοχών στους επενδυτές, πριν τον ορισμό της τιμής των νέων μετοχών. Περαιτέρω, οι ανάδοχοι δεν έχουν την ικανότητα να δώσουν προσέγγιση

προτίμησης σε μετοχές στην περίπτωση υπερκάλυψης καθ'οιονδήποτε τρόπο.

Επιπροσθέτως, το δικαίωμα του αναδόχου να καθυστερήσει την πρώτη ημέρα διάθεσης, που αναφέρθηκε προηγουμένως, προστίθεται στους κινδύνους που αντιμετωπίζουν και οι μελλοντικοί μέτοχοι και οι ανάδοχοι αφού και οι δύο αναλαμβάνουν μετρητά για να χρηματοδοτήσουν την νέα εταιρεία όσο το δυνατόν πλησιέστερα προς την προσφορά.

Τέλος, οι κίνδυνοι αυτοί περιέχουν αυξημένη αβεβαιότητα, σε ότι αφορά το άνοιγμα της αγοραίας τιμής και την ημερομηνία που οι μέτοχοι για πρώτη φορά θα μπορούν να πωλήσουν της μετοχές τους στην Αγορά. Επίσης, το επιτόκιο των αναλαμβανομένων κεφαλαίων θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη.

B. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η οικονομική ανασκόπηση εξετάζει το Μακροοικονομικό περιβάλλον της περιόδου 1995-98 προκειμένου να εξηγηθεί η συμπεριφορά των αποδόσεων των Αρχικών Προσφορών Χρεογράφων σ' αυτό το διάστημα.

Το 1997, οι επιτεύξεις τις οικονομικής πολιτικής ξεπέρασαν όλες τις προσδοκίες αφού το Δημόσιο Έλλειμμα μειώθηκαν κατά περίπου μισή εκατοστιαία μονάδα συγκριτικά με το 1996. Ενώ οι πρωταρχικές δαπάνες ξεπέρασαν κατά 111 δισεκατομμύρια δραχμές τον προϋπολογισμό που είχε εισαχθεί στην αρχή του έτους, η μείωση του επιτοκίου των Ο.Ε.Δ. είχε σαν αποτέλεσμα την εξοικονόμηση 127 δισεκατομμυρίων Ελληνικών δραχμών των εκτιμήσεων του Προϋπολογισμού. Το Εγχώριο Ακαθάριστο Προϊόν αυξήθηκε κατά 3.5% το 1997 σε σύγκριση με την αύξηση του 2.5% του 1996.

Η υψηλή οικονομική ανάπτυξη υποστηρίχθηκε από μία αύξηση της τάξεως του 18.2% σε δημόσιες επενδύσεις και με μία αύξηση των εξαγωγών, προϊόντων και υπηρεσιών, πάνω από 3.5% για πρώτη φορά μετά το 1994. Ο πληθωρισμός μειώθηκε στο 5.6%, κατά μέσο όρο, έναντι του 8.5% το 1996 και 9.3% του 1995. Το ποσοστό στο τέλος του έτους κατέβηκε στο 4.8% περίπου 3 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερο από αυτό στο τέλος του 1996.

Το γενικό Δημόσιο Έλλειμμα έπεσε στο 4.2% του Εγχώριου Ακαθάριστου Προϊόντος, λόγω του υψηλού αρχικού πλεονάσματος της τάξεως του 4.2% του Εγχώριου Ακαθάριστου Προϊόντος στον Κανονικό Προϋπολογισμό. Το Δημόσιο Έλλειμμα όπως ορίστηκε από τα κριτήρια του Μάαστριχτ έπεσε στο 109% του Εγχώριου Ακαθάριστου Προϊόντος για πρώτη φορά από το 1992.

Στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών, το έλλειμμα αυξήθηκε τους πρώτους επτά μήνες του 1997, σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 1996, διότι η αύξηση του 5.2% στο πλεόνασμα του ισοζυγίου των άδηλων πόρων δεν μπόρεσε να αποζημιώσει για την αύξηση του 6.4% στο έλλειμμα του ισοζυγίου του εμπορίου. Έτσι, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι υπάρχουσες μέθοδοι υποτιμούν την εξαγωγική δραστηριότητα προς τα Βαλκάνια, γεγονός που έχει ως αποτέλεσμα μία αύξηση των εξαγωγών περίπου της τάξεως του 13% το 1997, σε σύγκριση με τον επίσημο αριθμό του 1%, που έχει υπολογισθεί από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία. Το 1997, η ανεργία μειώθηκε, αφού 62.000 νέες θέσεις δημιουργήθηκαν. Προσωρινές εκτιμήσεις τοποθετούν το ποσοστό της ανεργίας κάτω από 10% το 1997.

Η μειωμένη τάση των επιτοκίων, τους πρώτους εννέα μήνες του 1997 διακόπηκε από την κρίση στην αγορά της Ασίας, γεγονός το οποίο ανάγκασε την Τράπεζα της Ελλάδος να πάρει μέτρα για τη στήριξη του νομίσματος. Το ετήσιο

επιτόκιο τον Οκτώβριο ανέβηκε στο 11.3% έναντι του 9.5% τον Σεπτέμβριο. Αλλά, ο μέσος όρος του επιτοκίου το 1997 παρέμεινε χαμηλός στο 10.3% σε σύγκριση με το 12.7% που ήταν στο τέλος του 1996.

Οι οικονομικές προοπτικές για το 1998 είναι ενθαρρυντικές αφού 12 Δημόσιες Εταιρείες αναμένεται να ιδιωτικοποιηθούν στην περίοδο 1998-2000. Περαιτέρω, στις προτεραιότητες της Κυβέρνησης είναι να ενισχύσει την ανάμιξη ιδιωτικών εταιριών σε μεγάλες κατασκευαστικές εργασίες, να αυξήσει την συμμετοχή τους στον τραπεζικό τομέα και να αναδομήσει της σχέσεις εργασίας.

Ο στόχος του πληθωρισμού στο 2.5% στο τέλος του 1998, αυξάνει τις πιέσεις για περιορισμό των αυξήσεων μισθών στο 3-3.5% κατά την διάρκεια του έτους. Εν τω μεταξύ, η οικονομική ανάπτυξη θα διατηρηθεί αφού το μέγεθος του προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων υπολογίζεται γύρω στα 2 τρισεκατομμύρια Ελληνικές Δραχμές το 1998, σε σύγκριση με 1 τρις Ελληνικές Δραχμές το 1996 και 0.7 δις Ελληνικές δραχμές το 1993. Ο μέσος όρος της ανάπτυξης του Εγχώριου Ακαθάριστου Προϊόντος κατά την περίοδο 1995-1999 αναμένεται να είναι 2.2%.

Η ανάθεση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 μπορεί να εκληφθεί ως «ένας εθνικός ψήφος εμπιστοσύνης στις προοπτικές της χώρας», όπως αναφέρθηκε στην εφημερίδα Financial Times. Έχει ήδη ιδρυθεί μία ανεξάρτητη Δημόσια



ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

Εταιρία για να διεκπεραιώσει και συντονίσει όλες τις απαραίτητες ενέργειες. Ο υπολογισμός είναι 1.6 δις. Δολάρια ΗΠΑ και η πλειοψηφία της χρηματοδότησης θα προέλθει από αναδόχους. Ο κρατικός δανεισμός θα παραμείνει στο 1% του εγχώριου ακαθάριστου εισοδήματος, όπως ανακοινώθηκε από τον Διοικητή της Τραπέζης της Ελλάδος.



Γ. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΧ.

1. Το Κύρος του Τραπεζικού Αναδόχου και η υποτιμολόγηση των ΑΠΧ.

Η επίδραση του κύρους του Τραπεζικού Αναδόχου στον βαθμό της υποτιμολόγησης των ΑΠΧ εξετάστηκε για πρώτη φορά στην αρχή της δεκαετίας του 1970. Επί τη βάσει της υπόθεσης ότι οι διάφοροι ανάδοχοι επιδεικνύουν διαφορετική συμπεριφορά στην τιμολόγηση νέων μετοχών, οι McDonald και Fisher το 1969 εξέτασαν 142 μετοχές που εισήχθησαν στο ΧΑΛ με δημόσια εγγραφή την περίοδο εκείνη. Ανέφεραν μία σημαντική διαφορά σε υποτιμολόγηση μεταξύ των πιο δραστήριων αναδόχων που εξετάστηκαν.

Ο Logue (1973) στην εργασία του «On the pricing of unseasoned equity issues», αφού εξέτασε 250 μετοχές που προσφέρθηκαν για δημόσια εγγραφή κατά την περίοδο 1965-1969, συμπεραίνει ότι μία μικρή εταιρία μπορεί να είναι πρόθυμη να πληρώσει ένα πριμ για να προσελκύσει έναν ανάδοχο με κύρος και ότι οι επενδυτές μπορεί να προσδώσουν αξία στο κύρος του αναδόχου. Το δεύτερο θέμα του Logue αναφέρει, ότι οι τραπεζικοί ανάδοχοι με κύρος μπορούν να χειριστούν μόνο μεγάλες μετοχές υγιών, εταιριών με μικρούς κινδύνους που θα είχαν αντίστοιχα μικρότερο κίνδυνο στον ορισμό της τιμής προσφοράς.

Οι προτάσεις αυτές συμφωνούν με τις προτάσεις των Carter και Manaster (1990, «Initial Public Offerings and the Underwriter Reputation»), οι οποίοι συμπεραίνουν ότι το κύρος των αναδόχων προσδιορίζει το αναμενόμενο επίπεδο της δραστηριότητας του πληροφορημένου επενδυτή και το επίπεδο υποτιμολόγησης. Αυτό σημαίνει, ότι το κύρος του τραπεζικού αναδόχου σχετίζεται αρνητικά με τον κίνδυνο που υπάρχει σε μία ΑΠΧ και κατά συνέπεια με τον βαθμό υποτιμολόγησης της ΑΠΧ.

Έτσι, οι ανάδοχοι με κύρος συνδέονται με μετοχές χαμηλότερου ρίσκου απ' ό,τι οι ανάδοχοι χωρίς κύρος. Η υπόθεση αυτή μπορεί επίσης να συναχθεί από τα μοντέλα των Beatty και Ritter (1986 «Investment Banking reputation and the underpricing of securities») και του Rock (1986) στην εργασία του «Why new issues are underpriced?», που δείχνουν ότι υπάρχει ένα επίπεδο ισορροπίας για την υποτιμολόγηση που είναι αναγκαία για νέες μετοχές. Ειδικότερα, έλαβαν υπόψη τους την αβεβαιότητα που υπάρχει σε μία ΑΠΧ και βρήκαν ότι όσο πιο μεγάλη είναι η «αβεβαιότητα» που προηγείται τόσο μεγαλύτερη είναι η αναμενόμενη υποτιμολόγηση. Με άλλα λόγια, εάν υπάρχει αβεβαιότητα, τότε το επίπεδο κύρους του Τραπεζικού Αναδόχου δεν θα προσέφερε πρόσθετη πληροφόρηση για τον βαθμό της υποτιμολόγησης.

Επιπροσθέτως, η εμπειρική μελέτη των 816 μετοχών που είδε το φως της δημοσιότητας την περίοδο 1965-69 και που έγινε από τους Neuberger και Hammond (1974 «A Study of underwriters' experience with unseasoned issues») υπήρξε ουσιαστικά μία προέκταση της μελέτης των McDonald και Fisher. Αφού ελέγχθηκε, εάν υπάρχει σημαντική διαφορά στο βαθμό υποτιμολόγησης μεταξύ των αναδόχων, συμπέραναν ότι η υποτιμολόγηση εκφράζεται λιγότερο για αναδόχους με κύρος.

Συνοπτικά, όλες οι μελέτες στόχευαν στην εμπειρική εξέταση της σχέσης μεταξύ της φήμης του αναδόχου και του βαθμού υποτιμολόγησης των ΑΠΧ που παρατηρήθηκε στην αγορά. Όλοι ανέφεραν τα ίδια αποτελέσματα: οι ανάδοχοι με κύρος έχουν την τάση να υποτιμολογούν λιγότερο.

2. Η επίδραση της προμήθειας αναδοχής στο επίπεδο της υποτιμολόγησης.

Η φήμη των αναδόχων και η αντίληψή τους για την πιθανή ζήτηση της αγοράς για μία μετοχή επηρεάζουν το επίπεδο της προμήθειάς τους.

- Ένα υψηλό ποσοστό προμήθειας θα μείωνε την ανάγκη των αναδόχων να χρησιμοποιήσουν υποτιμολόγηση για να

μειώσουν την πιθανότητα να μείνουν με ένα μεγάλο αριθμό απούλητων μετοχών.

- Ένας υψηλού κύρους ανάδοχος μπορεί επίσης να χρεώσει μεγάλη προμήθεια και να χρησιμοποιήσει τη φήμη του για να επιβεβαιώσει την ποιότητα μιας μετοχής και έτσι να μειώσει το μέγεθος της υποτιμολόγησης όπως υπογραμμίζεται από τους Carter και Manaster (1990).

3. Οι τιμές ανοίγματος των μετοχών που διατίθενται με Δημόσια εγγραφή (ΑΠΧ)

Οι εμπειρικές αποδείξεις δείχνουν ότι οι ΑΠΧ γεννούν μεγάλες σύντομες αποδόσεις, κατά μέσο όρο, για επενδυτές οι οποίοι πέτυχαν να αγοράσουν μετοχές στην τιμή προσφοράς. Αυτό αποδεικνύεται από την σημαντική αύξηση των τιμών τους την πρώτη στιγμή διαπραγμάτευσης. Αλλά, αφού πολλοί αγοραστής μεταπωλούν τις μετοχές τους αμέσως, δεν είναι καθαρό εάν αυτές οι αποδόσεις αυξάνουν ή όχι, την αρχική προσφορά ή τους μετά την αγορά αγοραστής.

Οι Barry και Jennings (1993), έκαναν μία ανάλυση 175 εταιριών των NYSE, AMEX AND OTC, και 54 κλεισμένων ΑΠΧ για την περίοδο 1988-1990 για να δείξουν την αντίθεση των τιμών ανοίγματος και των τιμών κλεισίματος. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αρχικοί αγοραστής κερδίζουν

90% των αρχικών αποδόσεων των κοινών μετοχών αφού οι υποτιμολογήσεις των ΑΠΧ είναι υψηλότερες κατά την διάρκεια της συναλλαγής ανοίγματος. Κατ' αυτό τον τρόπο οι τιμές ανοίγματος αντανακλούν πλήρως τις ρυθμισμένες τιμές των μετοχών (πιν.Δ.5 σελ.42), οι οποίες γρήγορα συγκλίνουν σε εξισορρόπηση.

Διάφορες θεωρητικές ερμηνείες έχουν προταθεί για την τιμή ανοίγματος των ΑΠΧ. Ο Baron (1982) στην εργασία του «A model of the demand for Investement Banking, advice and distribution services» αναφέρει ότι μία πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ των αναδόχων και των εκδοτών μπορεί να προκαλέσει την μεγάλη απόδοση της πρώτης ημέρας. Αλλά, οι Myscarella και Vetsuypens (1989 «A simple test of Baron's model of I.P.O. underpricing»), αποδεικνύουν ότι οι τραπεζικοί ανάδοχοι υποτιμολογούν τις μετοχές των εταιριών τους, όταν διαθέτουν τις μετοχές τους σε δημόσια εγγραφή.

Από την άλλη πλευρά, ο Rock (1986 «Why new issues are underpriced?»), θέτει το πρόβλημα των ασυμμέτρως διανεμημένων πληροφοριών, αλλά επιμένει στο πλεονέκτημα της πληροφόρησης των επενδυτών που υπάρχει έναντι των απληροφόρητων. Το μοντέλο του υποστηρίζεται από τα αποτελέσματα των Koy και Walter (1980 «A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues»).

Οι Benveniste και Spindt (1989) στην εργασία τους «How Investment Bankers determine the offer price and allocate new issues» συμπεραίνουν ότι όλος ο μηχανισμός της αγοράς λειτουργεί κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να παρακινούνται οι επενδυτές να «παράγουν» και να «αποκαλύπτουν» ιδιωτικές πληροφορίες.

Κάθε μία από τις παραπάνω ερμηνείες προτείνει, ότι η αγορά τείνει να αναγνωρίσει και να διορθώσει την κατάσταση στην αρχή των συναλλαγών του χρεογράφου. Έτσι, στα σενάρια που προτείνονται από τους Rock και Benveniste και Spindt, είναι σημαντικό αυτοί οι επενδυτές που λαμβάνουν την αρχική κατανομή των χρεογράφων, να κερδίζουν τα οφέλη που σχετίζονται με την υποτιμολόγηση. Στις περιπτώσεις αυτές, αναμένουμε μία μεγάλη αρχική απόδοση να πραγματοποιηθεί στο άνοιγμα της αγοράς διότι η υποτιμολόγηση αντιπροσωπεύει μία «αποζημίωση» σ' αυτούς που συμμετέχουν στην αρχική διανομή.

Από την άλλη πλευρά, μία εναλλακτική ερμηνεία υποδεικνύει την πιθανότητα μιας μεγάλης απόδοσης την ίδια ημέρα όπως λέγει και ο Welch (1998) στην εργασία του «Bubbles, Crashes and endogenous expectations in experimental spot asset markets», αναπτύσσει την αντίληψη των πληροφοριακών καταρρακτών, σύμφωνα με τους οποίους οι ιδιώτες αγνοούν την προσωπική τους πληροφόρηση και ακολουθούν την συμπεριφορά του προηγούμενου ατόμου. Για



το θέμα των ΑΠΧ, ο Welch αναφέρει ότι μία μετοχή μπορεί να υποτιμολογηθεί για να παρακινήσει τις αποφάσεις των πρώιμων επενδυτών που ζητούν να αγοράσουν μία ερχόμενη ΑΠΧ. Επεκτείνοντας το θέμα του μετά την αγορά, ο Welch επίσης προτείνει, ότι αυτές οι μετοχές που απολαμβάνουν μιας μεγαλύτερης του μέσου όρου απόδοσης της ίδιας ημέρας, θα μπορούσαν να απολαύσουν μία μεγαλύτερη του μέσου όρου απόδοση αφού οι επενδυτές προσπαθούν να μπουν σε αυτό το «παιγνίδι».

Συμβατή με την πρόταση αυτή είναι η μελέτη των Smith, Suchanek και Williams (1992) «Sequential sales, learning and cascades». Διαμορφώνεται επομένως μία τάση για θεαματικές «φούσκες» που αναπτύσσονται στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

4. Η επίδραση της ζήτησης την πρώτη ημέρα απόδοσης των ΑΠΧ στους προεγγραφέντες.

Οι Menyah και Paudyal (1995) στην εργασία τους «Share Issue Privatization, the U.K. Experience», ενώ μελετούν την πώληση των κρατικών μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου από την Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου, συνήθιζαν να επεκτείνουν μία υπερκάλυψη για να εξηγήσουν τις υψηλότερες αποδόσεις της πρώτης ημέρας στους

προεγγραφέντες. Ως ανεξάρτητη μεταβλητή, η ζήτηση όταν παλινδρομεί προς το μέγεθος της απόδοσης της πρώτης ημέρας του προεγγραφέντα, έδειξε μία θετική σχέση. Οι ΑΠΧ που δείχνουν μεγάλη ζήτηση κατά την περίοδο προ-πώλησεως έχουν την τάση να δίνουν υψηλότερες αποδόσεις την πρώτη ημέρα στους προεγγραφέντες.

5. Αποτέλεσμα μεγέθους: Ο λόγος της τιμής αγοράς ανά μετοχή προς την ονομαστική αξία και η διατμηματική συμπεριφορά των αποδόσεων των Α.Π.Χ.

Μία από τις θεμελιώδεις αντιλήψεις των σύγχρονων αναλυτών οικονομικών αναφέρεται στο αντίστοιχο επίπεδο του συστηματικού κινδύνου, ή παράγοντα Beta, που προσδιορίζει τις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών. Επίσης, μελέτες κατά την διάρκεια των τελευταίων 30 ετών υποστηρίζουν την θετική και γραμμική σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου Beta, που δίδεται από το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model CAPM). Εν τούτοις στην αρχή της δεκαετίας του 1980 ένας αυξανόμενος αριθμός μελετών προσπάθησαν να αποδείξουν την παρουσία επίμονων προτύπων που δεν υποστηρίζουν το CAPM.

Η εμπειρική απόδειξη προτείνει ότι τα Beta μετοχών δεν εξηγούν ικανοποιητικά τις δια-τμηματικές διαφορές σε

αποδόσεις μετοχών. Αντί αυτού άλλες μεταβλητές χωρίς βάση στα τρέχοντα θεωρητικά μοντέλα φαίνονται να έχουν πιο σημαντική προβλεπτική ικανότητα από τα Beta. Οι μεταβλητές αυτές περιλαμβάνουν το μέγεθος της εταιρίας όπως μετράται από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς καθώς και από άλλα, όπως η τιμή αγοράς και οι προγενέστερες αποδόσεις.

Το μεγαλύτερο μέρος της έρευνας για την δια-τμηματική πρόβλεψη των αποδόσεων των μετοχών στόχευε στην σχέση μεταξύ **αποδόσεων και αγοραίας τιμής της μετοχής**, που κοινώς αναφέρεται ως **αποτέλεσμα μεγέθους**. Η επάρκεια της αγοράς φαίνεται ότι είναι χαμηλότερη μεταξύ των μικρότερων εταιριών. Οι μετοχές μικρότερων εταιριών τείνουν να δώσουν υψηλότερο μέσο όρο απόδοσης απ' ότι αυτές των μεγαλύτερων εταιριών συγκριτικού κινδύνου. Μερικές από τις διαφορές μπορεί να ληφθούν υπόψη λόγω του υψηλότερου κινδύνου και των εξόδων που υπάρχουν στις συναλλαγές των μικρότερων εταιριών. Μία άλλη ερμηνεία μπορεί να είναι η «Institutional Neglect» (θεσμική παραμέληση). Τα Πιστωτικά Ιδρύματα που κυριαρχούν στην αγορά συχνά παραμελούν τις προσφορές των μικρών εταιριών, που φαίνεται να είναι υψηλών αποδόσεων, διότι η μέγιστη επένδυση είναι σχετικά μικρή. Πιο εξειδικευμένες ερμηνείες δίνονται από την υπάρχουσα βιβλιογραφία, η οποία είναι ασφαλώς ευρεία και διαφωτιστική.



Παραδείγματος χάριν, κάποιος μπορεί να πει ότι οι μετοχές με μεγαλύτερο λόγο ονομαστικής/τρέχουσα αξία έχουν μεγαλύτερο μέσο όρο αποδόσεων από τις μετοχές με μικρότερο λόγο, διότι είναι πιο επικίνδυνες κατά την έννοια του Beta. Ο Stattman (1980 «BookMarket and Expected Stock Returns»), βρήκε μία σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της ονομαστικής (λογιστικής) τιμής και της τιμής αγοράς της μετοχής και της απόδοσής της, καθώς επίσης αναφέρει ότι η σχέση αντιπροσωπεύει το αποτέλεσμα του μεγέθους.

Από την άλλη πλευρά, οι στρατηγικές οι σχετικές με τα κέρδη, που συνιστούν την αγορά μετοχών που πωλούνται με χαμηλά ποσοστά κερδών, μπορούν να αναζητηθούν τουλάχιστον στην πρωτοποριακή εργασία των Graham και Dodd. Η πρόσφατη εργασία του Reinganum (1980, «Misspecification of CAMP Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values») εξουδετέρωσε τη σχέση τιμή / κέρδη (price/earning) ως μεταβλητή. Βρίσκει ότι, όπως αναφέρει ο Basu (1977), η σχέση price/earnings εξαφανίζεται για τις μετοχές και της NYSE ΚΑΙ της AMEX όταν ελέγχει το μέγεθος αλλά ότι υπάρχει μεγάλη επιρροή λόγω μεγέθους ακόμη και όταν ελέγχει το ποσοστό price/earnings. Αυτό σημαίνει ότι το αποτέλεσμα price/earnings ισχύει για την επιρροή του μεγέθους αλλά όχι και αντιστρόφως.



Σύμφωνα με αυτά, η σχέση στην οποία εδόθη σημαντική προσοχή πρόσφατα, λόγω της σημαντικής προβλεπτικής του δυνάμεως είναι αυτό της τιμής ανά μετοχή προς την ονομαστική αξία ανά μετοχή (p/b). Δεδομένων των άλλων μεταβλητών που έχουμε συζητήσει ήδη, δεν υπάρχει θεωρητικό μοντέλο που λέγει γιατί η σχέση τιμής μετοχής προς την ονομαστική αξία ανά μετοχή θα έπρεπε να εξηγεί την διά-τμηματική συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών. Άλλοι αναλυτές επενδύσεων διαφοροποιούνται και υποστηρίζουν, ότι το μέγεθος της απόκλισης της τρέχουσας τιμής από την λογιστική τιμή ανά μετοχή είναι ένας σημαντικός δείκτης των αναμενόμενων αποδόσεων.

Υπάρχουν μερικές αποδείξεις του αποτελέσματος του p/b έξω από τις ΗΠΑ. Το αποτέλεσμα του p/b έχει καταγραφεί για τις μετοχές που διαπραγματεύονται στο Τόκιο, το Λονδίνο, την Γαλλία, την Γερμανία και την Ελβετία. Το αναφερόμενο μέγεθος του αποτελέσματος του p/b στις αγορές αυτές είναι μικρότερο από αυτό που παρατηρήθηκε στις ΗΠΑ και μόνο οριακά σημαντικό.

Δ. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΙ

Τα τεστ του μοντέλου γίνονται σε ένα δείγμα αρχικών δημόσιων προσφορών χρεογράφων. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε συμπεριλαμβάνει 70 εταιρίες που εισήχθησαν στην κύρια και παράλληλη αγορά κατά την χρονική περίοδο από τον Ιανουάριο 1995 μέχρι τον Δεκέμβριο 1998. Αναγνώριση των εκδιδόντων εταιριών για τη βάση δεδομένων γίνεται μέσω της χρήσεως αναφορών που δημοσιεύονται στο Τμήμα Πληροφοριών του ΧΑΑ.

Όλα τα δεδομένα που είναι σχετικά με τα ατομικά χαρακτηριστικά μιας προσφοράς όπως το ποσόν των χρημάτων, ο αριθμός των μετοχών μετά την έκδοση, η τιμή της μετοχής και η πραγματική ημερομηνία εισαγωγής λαμβάνονται από τα ενημερωτικά δελτία των ιδιωτικών εταιριών και το «Ετήσιο Στατιστικό Δελτίου του ΧΑΑ 1998»

Περαιτέρω δεδομένα που αφορούν την διαδικασία αναδοχής κάθε προσφοράς πηγάζουν από συνεντεύξεις με έμπειρους τραπεζικούς επενδυτές. Η αναγνώριση του πρώτου αναδόχου γίνεται μέσω αναγγελιών που παίρνονται από τα αντίστοιχα προσπέκτους. Τέλος, τα δεδομένα που σχετίζονται με το μέγεθος της υπερκάλυψης κατά την διάρκεια της περιόδου προ-πώλησεως λαμβάνονται από το Τμήμα Πληροφοριών του ΧΑΑ.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι νέες εισαγωγές που έγιναν κατά την περίοδο 1995 έως 1998. Το μέσο μέγεθος 70 προσφορών ήταν 4,224 εκατομμύρια Ελληνικές δραχμές. Το συνολικό ποσό που συνελέγη ήταν 295,714 εκατομμύρια δραχμές. Επιπροσθέτως, η ημερομηνία κατά την οποία έγινε η αναγγελία δίδεται στην τρίτη στήλη (ημερομηνία γεγονότος). Ο αριθμός των νέων μετοχών μαζί με την νέα ονομαστική τιμή μετά την έκδοση παρουσιάζεται επίσης. Τέλος, βάσει των ανωτέρω η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου παρουσιάζεται στην τελευταία στήλη.

ΠΙΝΑΚΑΣ Δ1

ΑΡΧΙΚΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΤΟ 1995

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ | ΣΥΛΛΕΓΜΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΑ | ΝΕΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΟΝΟΜ. ΑΞΙΑ | ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ |
|------|------------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|------------|------------------|
| 75 | ΑΣΠΙΣ ΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε. | 13.02.95 | 253750000 | 250000 | 1000 | 250000000 |
| 266 | ΝΙΡΕΥΣ Α.Ε. | 15.02.95 | 1038473000 | 903020 | 100 | 903020000 |
| 116 | ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε. | 21.02.95 | 812250000 | 855000 | 100 | 855000000 |
| 73 | ΑΛΦΑ ΦΙΝΑΝΣ ΑΕ | 28.02.95 | 3093750000 | 1375500 | 250 | 343750000 |
| 117 | ΜΑΧΙΜ Σ.Μ. ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ | 14.03.95 | 725725000 | 500500 | 500 | 250240000 |
| 128 | ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΦΡΑΚΗΣ | 9.05.95 | 2573120000 | 1169600 | 375 | 438600000 |
| 249 | ΕΛΒΕ Α.Ε. | 24.05.95 | 402500000 | 350000 | 100 | 350000000 |
| 102 | ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΛΕΣΒΟΣ | 20.06.95 | 2069485000 | 1881350 | 200 | 376270000 |
| 243 | ΑΛΤΕΚ | 28.06.95 | 400000000 | 250000 | 150 | 275000000 |
| 265 | ΕΠΙΧ. ΜΥΤΙΛΙΝΑΙΟΣ ΑΕ | 5.07.95 | 481782400 | 341620 | 250 | 854050000 |
| 262 | ΜΕΤΑΛΛΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ ΑΕ | 10.07.95 | 481782400 | 437984 | 500 | 218992000 |
| 274 | ΚΑΤΑΣΚ.Κ. ΚΩΝΣ/ΔΗΣ | 2.08.95 | 581000000 | 415000 | 100 | 415000000 |
| 255 | ΙΝΤΕΡΤΕΧ ΑΕ ΙΝΤΕΡ ΤΕΧ | 6.09.95 | 408000000 | 340000 | 500 | 170000000 |
| 267 | PIREAEUS LEASING | 06.12.95 | 2205000000 | 735000 | 1000 | 735000000 |
| 124 | ESHA ΑΕ | 19.09.95 | 634100000 | 634100 | 200 | 126820000 |
| 131 | ΛΑΒΙΦΑΡΜ ΑΕ | 26.09.95 | 2975000000 | 1487500 | 250 | 371875000 |
| 275 | ΥΑΛΚΟ ΚΩΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΑΕ | 11.10.95 | 508000000 | 462000 | 100 | 462000000 |
| 271 | ΡΕΜΕΚ ΦΑΡΜ./ΚΑΛ. | 13.12.95 | 997584000 | 831320 | 100 | 831320000 |
| 250 | ΕΛΒΙΕΜΕΚ | 18.12.95 | 791252000 | 565180 | 500 | 282590000 |

Το έτος 1995 νέες εισαγωγές έλαβαν χώρα και το συνολικό ποσό ανήλθε σε 21,361 εκατομμύρια δραχμές ενώ

το 1996 το ποσόν ανήλθε από 19 προσφορές σε 131,141 εκατομμύρια δραχμές και ήταν το 24.5% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Αντιθέτως το έτος 1997 δεν ήταν τόσο σημαντικό αφού υπήρξαν μόνο 12 αρχικές δημόσιες προσφορές που ανήλθαν σε 19,503 εκατομμύρια δραχμές. Τέλος το έτος 1998 απεδείχθη ότι ήταν το πιο δυναμικό και επικερδές αφού όλοι οι τομείς φαίνεται ότι ακολουθούν μία σταθερή αύξηση κατά μέσο όρο της τάξεως του 85%.

Περαιτέρω, 20 νέες εισαγωγές αύξησαν δραστικά το σύνολο της κεφαλαιοποίησης της αγοράς κατά 141.708 εκατομμύρια δραχμές.



ΠΙΝΑΚΑΣ Δ2

ΑΡΧΙΚΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΤΟ 1996

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ | ΣΥΛΛΕΓΕΝΤΑ ΧΡΗΜΑΤΑ | ΝΕΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΟΝΟΜ. ΑΞΙΑ | ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑ |
|------|---------------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|------------|---------------|
| 237 | ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ ΑΕ | 6.1.96 | 1492700000 | 1357000 | 125 | 169625000 |
| 246 | GENER A.E. | 31.1.96 | 1575000000 | 750000 | 100 | 75000000 |
| 251 | ΗΕΛΛΑΤΕΧ ΑΕ | 7.2.96 | 1000000000 | 800000 | 223 | 178400000 |
| 260 | ΑΣΦ. ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΕ | 21.2.96 | 400050000 | 266700 | 150 | 400050000 |
| 269 | ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ | 29.2.96 | 400004000 | 363640 | 100 | 36364000 |
| 277 | ΕΛΕΧΟΡΑΣΚ Α.Ε. | 6.3.96 | 638028000 | 531690 | 250 | 132922500 |
| 147 | ΑΤΕΜΚΕ Α.Ε. | 12.3.96 | 2521980000 | 1401100 | 100 | 140110000 |
| 99 | ΟΤΕ | 26.3.96 | 96057536000 | 24014384 | 750 | 18010788000 |
| 112 | ΝΝΑΥΠΑΚΤΟΣ Γ. ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΣ | 11.4.96 | 1839580000 | 1936400 | 200 | 387280000 |
| 172 | ELVAM ALUM. PROCESS ΑΕ | 7.5.96 | 567000000 | 810000 | 128 | 103680000 |
| 268 | ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ ΚΑΙ ΣΙΑ | 22.5.96 | 1200000000 | 750000 | 100 | 75000000 |
| 132 | ΟΜΑΔΑ ΠΑΠΑΔΕΛΛΗΝΑ | 18.6.96 | 1602250000 | 1105000 | 400 | 422000000 |
| 254 | ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΕ | 24.7.96 | 544160000 | 286400 | 250 | 71600000 |
| 244 | ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΓΙΩΤ | 4.996 | 429000000 | 286000 | 250 | 71500000 |
| 258 | ΚΑΡΝΤΙΚΟ ΑΕ | 11.9.96 | 602300000 | 414700 | 100 | 41470000 |
| 376 | ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ-ΦΑΛΗΡΟΥ ΑΕ | 9.10.96 | 602300000 | 317000 | 100 | 31700000 |
| 377 | ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ | 5.11.96 | 852592000 | 655840 | 109 | 71486560 |
| 378 | ΕΝΔΥΣΗ ΑΕ | 29.11.96 | 450000000 | 600000 | 200 | 120000000 |
| 380 | Ε. ΠΑΙΡΗΣ ΑΕ | 4.12.96 | 471684000 | 410160 | 150 | 61524000 |



ΠΙΝΑΚΑΣ Δ3

ΑΡΧΙΚΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΤΟ 1997

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ | ΣΥΛΛΕΓΕΝΤΑ ΧΡΗΜΑΤΑ | ΝΕΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΟΝΟΜ. ΑΣΙΑ | ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑ |
|------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|---------------|------------------|
| 384 | ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΕ | 15.01.97 | 514512500 | 411610 | 320 | 131715200 |
| 481 | EURELIANCE CO.A.E. | 18.03.97 | 2115691500 | 876620 | 165 | 144642300 |
| 403 | ΧΙΟΣBANK A.E. | 15.04.97 | 4430959000 | 1672060 | 1000 | 1672060000 |
| 495 | BABYLAND TOYS ΑΕ | 7.05.97 | 68850000000 | 810000 | 200 | 162000000 |
| 496 | ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕ | 27.05.97 | 4250000000 | 2125000 | 300 | 637500000 |
| 499 | ΕΤΑΝΕ ΕΦΚΛΕΙΔΙΣ ΑΕ | 2.06.97 | 7770000000 | 420000 | 100 | 42000000 |
| 501 | HOUSE OF ARG.SPYROU A.E. | 25.06.97 | 1012500000 | 750000 | 100 | 75000000 |
| 513 | SYSWARE ae | 30.07.97 | 5700000000 | 300000 | 100 | 30000000 |
| 540 | FOLIE FOLIE ΑΕ | 24.09.97 | 1443000000 | 555000 | 100 | 55500000 |
| 547 | NICK GALISAL SA | 22.10.97 | 4290000000 | 660000 | 200 | 132000000 |
| 554 | SEAFARM IONIAN A.E. | 10.12.97 | 5182500000 | 375000 | 160 | 60000000 |
| 555 | ΜΥΛΟΝΑΣ ΑΔΟΥΜ.ΑΕ | 16.12.97 | 2690875000 | 2446250 | 100 | 244625000 |

ΠΙΝΑΚΑΣ Δ4

ΑΡΧΙΚΕΣ ΠΡΟΣΦΟΡΕΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΓΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΓΓΡΑΦΗ ΤΟ 1998

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΓΕΓΟΝΟΤΟΣ | ΣΥΛΛΕΓΕΝΤΑ ΧΡΗΜΑΤΑ | ΝΕΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΟΝΟΜ. ΑΣΙΑ | ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑ |
|------|----------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------|---------------|------------------|
| 559 | Γ.ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΕ | 5.1.98 | 5985000000 | 570000 | 250 | 142500000 |
| 560 | DIS ΑΕ | 21.1.98 | 6120000000 | 360000 | 100 | 36000000 |
| 563 | DUTY FREE SHOPS ΑΕ | 17.2.98 | 244000000000 | 7625000 | 100 | 762500000 |
| 564 | ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤ.ΑΕ | 25.2.98 | 744408000 | 531720 | 500 | 265860000 |
| 573 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ | 7.4.98 | 15390260000 | 4964600 | 750 | 3723450000 |
| 562 | ΤΕΧΑΡΕΤ ΑΕ | 6.5.98 | 450345000 | 428900 | 344 | 147541600 |
| 561 | ΧΗΜΙΚΑ ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ | 27.5.98 | 523820000 | 476200 | 200 | 95240000 |
| 579 | ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ | 16.6.98 | 52899233800 | 27841702 | 500 | 13920851000 |
| 594 | ΚΑΡΑΤΖΗΣ ΑΕ | 24.6.98 | 45990000000 | 511000 | 200 | 102200000 |
| 589 | CORINTH PIPEWORKS ΑΕ | 1.7.98 | 7260000000 | 1452000 | 250 | 363000000 |
| 593 | ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 7.7.98 | 44640000000 | 1660000 | 1000 | 1860000000 |
| 595 | CONNECTION ΑΕΒΕΕ | 22.7.98 | 4400000000 | 400000 | 300 | 120000000 |
| 527 | ASPIS MORTGAGE BANK | 4.8.98 | 17600000000 | 1600000 | 1000 | 1860000000 |
| 565 | ΣΙΦΙΑΣ ΑΕ | 30.9.98 | 1191450000 | 916500 | 200 | 183300000 |
| 601 | ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΛΑΜΠΡΑΚΗ | 20.10.98 | 18375000000 | 5250000 | 200 | 1050000000 |
| 622 | Ε.ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕ | 4.11.98 | 781920000 | 651600 | 125 | 81450000 |
| 593 | DRUCKFARBEN ΑΕΒΕ | 11.11.98 | 638064000 | 531720 | 100 | 53172000 |
| 610 | ΔΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ | 20.11.98 | 5625000000 | 450000 | 100 | 45000000 |
| 623 | INFO QUEST ΑΕ | 30.11.98 | 3263570200 | 882046 | 250 | 220511500 |
| 458 | Ν.Κ.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ | 8.12.98 | 6892879000 | 2813420 | 100 | 281342000 |

1. Μέτρηση του κύρους του Τραπεζικού Αναδόχου

Για να ελεγχθούν οι κατάλληλες υποθέσεις, είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθεί ένα μέγεθος μέτρησης για τον υπολογισμό του κύρους του τραπεζικού αναδόχου. Αφού ο Τραπεζικός Ανάδοχος δεν δίνει εύκολα τον εαυτόν του για εξέταση, χρησιμοποιούμε μία ορισμένη μεθοδολογία.

Οι Carter και Manaster (1990) χρησιμοποιούν τις σχετικές τοποθετήσεις των αναδόχων σε αναγγελίες «δημοσιεύσεων» σε προσφορές μετοχών. Το αποτέλεσμα της μέτρησης κατά CM είναι μία κουραστική διαδικασία, διότι κάθε δημοσίευση έχει την δυνατότητα να επιδράσει στην εντολή της σχετικής θέσης κάθε αναδόχου στην τράπεζα δεδομένων.

Από την άλλη πλευρά, οι μετρήσεις των Johnson και Miller (1988) και οι Megginson και Weis (1991) απαιτούν μικρότερη προσπάθεια. Οι Johnson και Miller (JM) χρησιμοποιούν ένα τροποποιημένο σχήμα της μεθόδου των Carter και Manaster. Οι Johnson & Miller ταξινομούν τους αναδόχους από μία έως τρεις κατηγορίες. Οι Megginson και Weis (MW) χρησιμοποιούν την αντίστοιχη μετοχή αγοράς των αναδόχων ως πληρεξούσιο της φήμης τους. Οι MW δείχνουν έναν υψηλότερο βαθμό σύνδεσης μεταξύ των μετρήσεών τους και των κλιμάκων των CM.



Πρώτα από όλα, υιοθετούμε την περιγραφή της «κατάταξης σε τέσσερις κατηγορίες των αναδόχων ανάλογα με τη φήμη τους» που αναπτύχθηκε από τους Johnson και Miller (1988) στην εργασία τους «Investment banker prestige and the underpricing of IPO's».

- Στην κατηγορία τρία, κατατάσσεται ο πιο φημισμένος Τραπεζικός Επενδυτής που αναγνωρίζεται ως μέλος της «bulge bracket». Η «ομάδα τραπεζών» είναι ένας όμιλος τραπεζών επενδύσεων που έχουν διαδραματίσει έναν ηγετικό ρόλο σε αναδοχές χρεογράφων υψηλής ποιότητας, κατά την διάρκεια των ετών 1995–1998. Ο όμιλος αυτός περιλαμβάνει εταιρίες όπως η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.
- Στην κατηγορία δύο, κατατάσσονται αυτοί που θεωρούνται μέλη του «major bracket». Αυτό αφορά τον επόμενο πιο φημισμένο τραπεζικό ανάδοχο. Ο όμιλος αυτός περιλαμβάνει εταιρίες όπως η Εμπορική Τράπεζα Α.Ε., η Άλφα Τράπεζα Πίστεως Α.Ε. κ.λ.π.
- Στην κατηγορία ένα, κατατάσσονται οι ανάδοχοι που ανήκουν στην «sub-major bracket». Η ομάδα αυτή τραπεζικών αναδόχων έχει συχνά μία μεγάλη σε μέγεθος αναδοχή, αλλά κατά μέσο όρο οι αναδοχικές τους αναλογίες είναι μικρότερες από αυτές των παραπάνω δύο ομάδων. Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει εταιρίες όπως η



Ιονική Τράπεζα Α.Ε., η Α.Β.Ν. AMRO BANK, η Επενδυτική Τέλεσις κλπ.

- Τέλος, όλοι οι άλλοι ανάδοχοι παίρνουν την ολιγότερο φημισμένη σειρά, μηδέν. Η ομάδα αυτή περιλαμβάνει εταιρίες χαμηλού προφίλ όπως η Επενδύσεις Ωμέγα , οι Επενδύσεις Σάρρος Α.Ε. κλπ.

Αλλά για να δοθεί μια πιο εκτενής ανάλυση μία δεύτερη χρήσιμη προσέγγιση είναι να ακολουθηθεί η περιγραφή που αναπτύχθηκε από τους Megginson και Weis (1991) στην εργασία τους «Venture capitalist certification in IPO's» Πιο συγκεκριμένα, εισήγαγαν μία πιο ρεαλιστική μέτρηση του κύρους των τραπεζικών επενδυτών, η οποία βασιζόταν στο «ποσοστό συμμετοχής σε αναδοχές». Αυτό ορίζεται από την διαίρεση του συνολικού ποσού του αναδόχου δια του ποσού που συνελέγη από τις ΑΠΧ που μπήκαν στην αγορά από το 1995 έως το 1998. Για παράδειγμα, ο τραπεζικός επενδυτής που ανήκει στον «όμιλο των τραπεζών» ή «bugle bracket» κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό αναδοχών του συνολικού ποσού που αναλήφθηκε.

2. Μέτρηση της Αρχικής τιμής προσφοράς

Προηγούμενες μελέτες όπως του Backland (1987, «The Costs and Returns of the Privatization of Nationalized Industries» ο Menyah, ο Paudyal, και ο Inyangete (1995, «Subscriber Return, Underpricing and Long-Term Performance of Privatization Initial Public Offers») δίνουν υπολογισμούς των υπερβολικών αποδόσεων της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ με την χρήση της εξίσωσης (1):

$$R_i = [(P_1 - P_0) / P_0] - [(M_1 - M_0) / M_0]$$

όπου:

P_0 είναι η τιμή της αρχικής προσφοράς,

P_1 η τιμή της μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης,

M_0 ο δείκτης της αγοράς την ημέρα του ορισμού της τιμής προσφοράς και

M_1 ο δείκτης αγοράς την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης.

Με άλλα λόγια, η απόδοση της πρώτης ημέρας για κάθε αρχική δημόσια προσφορά ορίζεται ως εκατοστιαία αλλαγή της τιμής από την ημερομηνία της προσφοράς μέχρι το κλείσιμο κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης μείον την αντίστοιχη απόδοση της αγοράς στον κατάλληλο γενικό δείκτη (που εξαρτάται από τον τομέα που λειτουργεί η εταιρία).

Αλλά, οι εισαγωγές που έγιναν κατά τα έτη 1995-1996 ήσαν υποκείμενες στην διαμεσολάβηση των τιμών. Σύμφωνα με

αυτό, οι αποδόσεις της πρώτης ημέρας περιορίζοντουσαν μεταξύ +8% και -8%. Για την περίοδο αυτή, όταν η διαμεσολάβηση τιμών λειτουργούσε, οι αποδόσεις της πρώτης ημέρας υπολογίζονται με την υπόθεση ότι η ύπαρξη ενός τέτοιου περιορισμού δεν επιτρέπει στον νόμο της προσφοράς και ζήτησης να ορίσει την τιμή της μετοχής ελεύθερα στην δίκαιη τιμή της σε μία ειδική ημέρα.

Στις περιπτώσεις αυτές υπολογίζουμε την απόδοση της πρώτης ημέρας ότι είναι συνολική απόδοση του αριθμού των επομένων ημερών, αρχής γενομένης από την ημερομηνία εκδόσεως. Παραδείγματος χάριν, εάν οι κινήσεις της τιμής της μετοχής στις τέσσερις συνεχόμενες ημέρες μετά την είσοδο ήταν στο «limit up/down» και απελευθερώθηκαν την Πέμπτη ημέρα, η απόδοση της πρώτης ημέρας θα πρέπει να υπολογιστεί ως ακολούθως:

$$\cdot \left[\frac{\text{τιμή κλεισίματος την 5}^{\text{η}} \text{ ημέρα} - \text{Τιμή προσφοράς}}{\text{τιμή προσφοράς}} \right].$$

Ο πίνακας Δ5 κατωτέρω δείχνει πώς εξάγουμε την ρυθμισμένη απόδοση της αγοράς από την παρέκκλιση της απόδοσης των μετοχών από την αλλαγή του αντίστοιχου δείκτη που ορίζεται από τον κατάλληλο τομέα στον οποίο λειτουργεί η επιχείρηση. Πάλι, όλα τα δεδομένα λαμβάνονται από το Τμήμα Πληροφοριών του ΧΑΑ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Δ5ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΡΩΤΗΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΩΝ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΚΑΙ
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΠΧ.

| Κωδ. | ΤΟΜΕΑΣ | ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΤΙΜΗ ΕΚΔΟΣΕΩΣ | ΡΥΘΜΙΣΜΕΝΗ ΤΙΜΗ | ΑΛΛΑΓΗ ΤΙΜΗΣ % | ΑΛΛΑΓΗ ΔΕΙΚΤΗ % | ΑΠΟΔΟΣΗ ΡΥΘΜΙΣΜΕΝΗ % |
|------|-------------|------------------------|------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------------|
| 75 | ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ | 07.04.1995 | 1.015 | 1.096 | 7.98 | -1.10 | 9.08 |
| 266 | ΤΡΟΦΙΜΑ | 29.03.1995 | 1.150 | 1.880 | 63.48 | 2.59 | 60.89 |
| 116 | ΥΦΑΣΜΑΤΑ | 20.04.1995 | 950 | 935 | -1.58 | 2.50 | -4.08 |
| 73 | ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ | 26.04.1995 | 2.250 | 2.225 | -1.11 | 1.03 | -2.14 |
| 117 | ΥΦΑΣΜΑΤΑ | 31.05.1995 | 1.450 | 1.390 | -1.14 | -0.10 | -4.03 |
| 128 | ΧΗΜΙΚΑ | 26.06.1995 | 2.200 | 2.125 | -3.41 | -0.67 | -2.74 |
| 249 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 10.07.1995 | 1.150 | 1.330 | 15.65 | 1.12 | 14.53 |
| 102 | ΕΙΠΗΝΓ | 28.08.1995 | 1.100 | 917 | -16.64 | 1.70 | -18.33 |
| 243 | ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ | 02.08.1995 | 1.600 | 2.100 | 31.25 | 0.25 | 31.00 |
| 265 | ΜΕΤΑΛ/ΓΙΑ | 31.07.1995 | 1.200 | 2.052 | 71.00 | 0.49 | 70.51 |
| 262 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 18.08.1995 | 1.100 | 1.800 | 63.63 | -0.76 | 64.39 |
| 274 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 25.09.1995 | 1.400 | 1.890 | 35.00 | -2.49 | 37.49 |
| 255 | ΔΙΑΦΟΡΑ | 09.10.1995 | 1.200 | 1.395 | 16.25 | -0.52 | 16.77 |
| 267 | ΧΗΜΙΚΑ | 28.12.1995 | 3.000 | 3.020 | 0.67 | 0.55 | 0.11 |
| 124 | ΦΑΡ/ΚΑ | 06.11.1995 | 1.000 | 2.080 | 108.00 | -0.43 | 108.43 |
| 131 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 08.11.1995 | 2.000 | 2.332 | 16.00 | 1.32 | 15.28 |
| 275 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 13.11.1995 | 1.100 | 1.650 | 50.00 | 4.28 | 45.72 |
| 271 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 11.01.1996 | 1.200 | 1.400 | 16.67 | 2.42 | 14.54 |
| 250 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 27.12.1995 | 1.400 | 1.970 | 40.71 | 0.55 | 40.16 |
| 237 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 07.03.1996 | 1.100 | 1.170 | 6.36 | -1.01 | 7.38 |
| 246 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 18.03.1996 | 2.100 | 2.125 | 1.19 | -1.06 | 2.25 |
| 251 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 19.03.1996 | 1.250 | 1.245 | -0.40 | -1.16 | 0.76 |
| 260 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 21.03.1996 | 1.500 | 1.950 | 30.00 | -0.02 | 30.02 |
| 269 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 26.03.1996 | 1.100 | 1.920 | 74.55 | -2.83 | 77.38 |
| 277 | ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ | 02.04.1996 | 1.200 | 1.735 | 44.58 | -8.37 | 52.95 |
| 147 | ΤΗΛ/ΝΙΕΣ | 04.04.1996 | 1.800 | 2.095 | 16.39 | -1.31 | 17.70 |
| 99 | ΥΦΑΣΜΑΤΑ | 19.04.1996 | 4.000 | 4.320 | 8.00 | -0.07 | 8.07 |
| 112 | ΜΕΤΑΛ/ΚΑ | 08.07.1996 | 950 | 840 | -11.58 | -3.30 | -8.28 |
| 172 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 10.06.1996 | 700 | 756 | 8.00 | 0.17 | 7.83 |
| 268 | ΦΑΡΜ/ΚΑ | 03.07.1996 | 1.600 | 1.710 | 6.88 | 0.24 | 6.63 |
| 132 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 24.07.1996 | 1.450 | 1.691 | 16.62 | 0.43 | 16.19 |
| 254 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 19.08.1996 | 1.900 | 2.430 | 27.89 | 2.17 | 25.72 |
| 244 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 24.09.1996 | 1.500 | 1.800 | 20.00 | -0.59 | 20.59 |
| 258 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 09.10.1996 | 1.200 | 1.610 | 34.17 | -1.88 | 36.05 |
| 376 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 09.12.1996 | 1.900 | 2.005 | 5.53 | -0.34 | 5.86 |
| 377 | ΜΕΤΑΛ/ΚΗ | 27.12.1996 | 1.300 | 1.290 | -0.77 | -1.21 | 0.44 |
| 378 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 24.12.1996 | 750 | 762 | 1.60 | -1.07 | 2.67 |
| 380 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 08.01.1997 | 1.150 | 1.150 | 0.00 | 0.72 | -0.72 |
| 384 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 10.02.1997 | 1.250 | 1.300 | 20.00 | 0.11 | 19.89 |
| 481 | ΑΕΦΑΛΕΙΑ | 29.04.1997 | 2.200 | 2.100 | -4.35 | -0.03 | -4.52 |
| 403 | ΤΡΑΠΕΖΕΣ | 27.05.1997 | 2.650 | 3.180 | 20.00 | -0.60 | 20.60 |
| 495 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 19.06.1997 | 850 | 1.300 | 52.94 | -0.07 | 53.02 |
| 496 | ΔΙΑΦΟΡΑ | 18.06.1997 | 2.000 | 2.060 | 3.00 | 1.57 | 1.43 |
| 499 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 08.07.1997 | 1.850 | 1.980 | 7.03 | 0.25 | 6.78 |
| 501 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 28.07.1997 | 1.350 | 1.950 | 44.44 | -0.63 | 45.07 |
| 513 | ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ | 27.08.1997 | 1.900 | 3.781 | 99.00 | 0.16 | 98.84 |
| 540 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 29.10.1997 | 2.600 | 3.920 | 50.77 | -3.61 | 54.38 |
| 547 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 03.12.1997 | 650 | 1.293 | 98.92 | -0.44 | 99.36 |
| 554 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 04.02.1998 | 1.550 | 1.970 | 27.10 | 3.08 | 24.02 |
| 555 | ΜΕΤΑΛ/ΚΗ | 26.01.1998 | 1.100 | 1.785 | 62.27 | -3.08 | 65.35 |
| 559 | ΥΦΑΣΜΑΤΑ | 18.02.1998 | 1.050 | 1.235 | 17.62 | -0.06 | 17.68 |
| 560 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 16.03.1998 | 1.700 | 3.383 | 99.00 | 0.23 | 98.77 |
| 563 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 30.03.1998 | 3.200 | 3.330 | 4.06 | -1.74 | 5.81 |
| 564 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 10.04.1998 | 1.400 | 2.635 | 88.21 | 5.88 | 82.33 |
| 573 | ΠΛΟΙΑ | 05.05.1998 | 3.100 | 6.169 | 99.00 | -1.97 | 100.97 |
| 562 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 01.07.1998 | 1.050 | 1.300 | 32.81 | 1.49 | 22.32 |
| 561 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 22.07.1998 | 1.100 | 2.189 | 99.00 | -0.99 | 99.99 |
| 579 | ΕΝΕΡΓΙΑ | 30.06.1998 | 1.900 | 2.485 | 30.79 | 1.81 | 28.98 |
| 594 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 29.07.1998 | 900 | 1.791 | 99.00 | 1.83 | 97.17 |
| 589 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 30.07.1998 | 3.000 | 6.850 | 37.00 | 0.31 | 36.69 |
| 393 | ΤΡΑΠΕΖΕΣ | 11.08.1998 | 2.400 | 4.760 | 98.33 | 0.49 | 97.84 |
| 595 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 24.08.1998 | 1.100 | 2.189 | 99.00 | -2.39 | 101.39 |

| | | | | | | | |
|-----|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 527 | ΤΡΑΠΕΖΕΣ | 08.09.1998 | 1.100 | 2.189 | 99.00 | 1.83 | 97.17 |
| 565 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 09.11.1998 | 1.300 | 1.470 | 13.08 | -0.71 | 13.79 |
| 601 | ΕΚΔΟΣΕΙΣ | 06.11.1998 | 3.500 | 4.400 | 25.71 | -0.23 | 25.94 |
| 622 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 16.12.1998 | 1.200 | 1.990 | 63.83 | 0.69 | 65.14 |
| 593 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 11.12.1998 | .200 | 2.388 | 99.00 | -0.79 | 99.79 |
| 610 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 17.12.1998 | 1.250 | 2.487 | 98.96 | -0.47 | 99.43 |
| 623 | ΠΑΡΑΛΛΕΛ | 17.12.1998 | 3.700 | 7.363 | 99.00 | -0.47 | 99.47 |
| 458 | ΕΚΔΟΣΕΙΣ | 30.12.1998 | 2.450 | 3.290 | 34.29 | 2.30 | 31.98 |

3. Ορισμός τιμής αγοράς προς την ονομαστική αξία (P/N).

Πολλοί αναλυτές των επενδύσεων διαφωνούν ότι το μέγεθος της απόκλισης της τρέχουσας τιμής από την λογιστική τιμή ανά μετοχή είναι ένας σημαντικός δείκτης των αναμενόμενων αποδόσεων.

Υπό την έννοια ότι οι ρυθμισμένες τιμές που έχουν ορισθεί από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης μέσα στο ΧΑΑ αντανακλά την τιμή της αγοράς ανά μετοχή της εταιρίας τον καιρό της προσφοράς, θεωρούμε τον λόγο της τιμής προς την ονομαστική αξία (P/N) ως τον καθοριστικό παράγοντα της απόδοσης (R_1).

Η ανάλυση που ακολουθεί στοχεύει στον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ αποδόσεων και τιμής αγοράς της μετοχής, που κοινά αναφέρεται ως αποτέλεσμα του μεγέθους. Είναι προφανές, ότι η επάρκεια της αγοράς φαίνεται να είναι χαμηλότερη μεταξύ των μικρότερων εταιριών. Οι μετοχές των μικρότερων εταιριών τείνουν να δώσουν υψηλότερο μέσο όρο απόδοσης πρώτης ημέρας από αυτές των μεγαλύτερων εταιριών

συγκριτικού κινδύνου (δηλ. ανήκουν στον ίδιο τομέα). Ο λόγος P/N επιτρέπει την εκτίμηση αυτού του αποτελέσματος.

4. Έκταση της Υπέρ/Προεγγραφής

Σε περίπτωση υπέρ/προεγγραφής οι μετοχές διανέμονται είτε με τη διαδικασία αναλογικής, είτε με τη διαδικασία της λαχειοφόρου αγοράς ή με συνδυασμό αναλογικής και λαχειοφόρου αγοράς. Η ικανότητα του ΧΑΑ να απορροφήσει την Αρχική δημόσια Προσφορά μετριέται με τον πολλαπλαστή ζήτησης (ΠΖ) ή (DM), η οποία μπορεί να αναγνωριστεί κατά την διάρκεια της περιόδου προ της πωλήσεως. Δεδομένου του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης αναμένουμε τη ζήτηση να αυξήσει αντίστοιχα την απόδοση της πρώτης ημέρας.

Η Ελληνική ζήτηση είναι ιδιαιτέρως υψηλή και η πολιτική τοποθέτησης του ΧΑΑ ενθαρρύνει αυτούς τους μεταπωλητές επενδυτές που έχουν προεγγράψει ένα μεγαλύτερο ποσό χρημάτων στην εισαγόμενη εταιρεία για να αγοράσουν περισσότερες μετοχές. Επιπροσθέτως το ελάχιστο όριο εγγραφής για κάθε προεγγραφόμενο μπορεί να είναι δέκα μετοχές. Μειωμένες τοποθετήσεις ασφαλώς οδηγούν σε μία μείωση στην τοποθέτηση των Ελλήνων θεσμικών και ξένων επενδυτών. Στην περίπτωση αυτή αναμένουμε η απόδοση των

προεγγραφέντων να είναι υψηλή, ειδικά όταν η αναλογία των μετοχών που πωλήθηκαν είναι αντίστοιχα μικρή.



Ε. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΛΕΓΧΟΥ

Στην παρούσα εργασία, θα ελέγξουμε την υπόθεση, ότι κάθε μια από τις μεταβλητές, η φήμη του πληρεξουσίου αναδόχου, ο λόγος τιμή/ονομαστική αξία και μέγεθος υπερ/προεγγραφής συνδέονται σημαντικά με τις αρχικές αποδόσεις των ΑΠΧ χρησιμοποιώντας ένα πολυποίκιλο σχήμα παλινδρόμησης.

Όπως προχωρούμε στον υπολογισμό των ρυθμισμένων αποδόσεων της πρώτης ημέρας για τις ΑΠΧ κατά την διάρκεια όλης της περιόδου από 1995-98 (βάσει της εξίσωσης (1)) είναι απαραίτητο να δείξουμε τις περιγραφικές στατιστικές. Ο μέσος όρος της ακαθάριστης απόδοσης της πρώτης ημέρας είναι 37.28% και η ρυθμισμένη απόδοση 37.01%, το μέσον των ρυθμισμένων αποδόσεων είναι 23.17%. Η μεγάλη διαφορά μεταξύ του μέσου όρου και του μέσου (της κατανομής) υποδεικνύει την θετική έκταση ασυμμετρίας της κατανομής μέσω του γύρω από το διάμεσο με μία τιμή 0.65. Έτσι, ο συντελεστής κυρτώσεως του -0.97 δείχνει μία σχετικά επίπεδη κατανομή χωρίς σημαντική παρέκκλιση από την φυσιολογική. Αυτή η γενική απόδειξη υποστηρίζει την υπερβολική υποτιμολόγηση των ΑΠΧ σε ανερχόμενες κεφαλαιαγορές και συγκρίνεται με τα αποτελέσματα που βρίσκονται και στις δύο μελέτες. Παραδείγματος χάριν το 58% στην Ταϊλάνδη από τους Wethyavinorn και Koo-Smith

(1991), 45% στην Ταϋβάν από τον Chen (1992), 54% στην Πορτογαλία από τον Alpalhao (1992) κλπ.

Ως πρωταρχική εξέταση των μη μεταβλητών σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών στην μελέτη, υπολογίζονται οι συντελεστές συσχέτισης. Τα δεδομένα που παρέχονται για τον υπολογισμό της σχέσεως μεταξύ των μεταβλητών φαίνονται στους παρακάτω πίνακες. Πολλά από τα ευρήματα αναφέρθηκαν σε προηγούμενη έρευνα και είναι αποδεικτικά για τις τιμές που ευρέθησαν.

1. Πως μεταβιβάζουμε την αξιολογική κατάταξη (Johnson-Miller) και την κατάταξη κύρους (Megginson-Weiss) στον πρώτο ανάδοχο.

Πρώτα από όλα οι μετρήσεις κύρους των Megginson και Weiss για κάθε ανάδοχο ορίζονται με την διαίρεση του ποσού του γενικού συνόλου του συγκεκριμένου αναδόχου δια του ποσού που αποκτήθηκε από όλες τις ΑΠΧ που ήλθαν στην αγορά από το 1995 έως το 1998. Με άλλα λόγια, η θέση μίας Τράπεζας Επενδύσεων στον όμιλο ορίζεται από το ποσόν του συνόλου των μετοχών που αναλαμβάνει. Θεωρούμε την αναλογία αυτή ως τη σχετική μετοχή αγοράς του αναδόχου και την εκφράζουμε με εκατοστιαίους όρους. Το επίπεδο της σχετικής μετοχής αγοράς συμπεραίνεται ότι μετρά το κύρος

του αναδόχου. Όσο πιο υψηλά είναι η σχετική μετοχή αγοράς, τόσο πιο υψηλά είναι η φήμη του αναδόχου. Πάλι τα ποσά μπορούν να ευρεθούν στο ενημερωτικό δελτίο που συνοδεύει κάθε νέα εταιρική έκδοση.

Σε ότι αφορά το JM, η κρίση βασίζεται στην ποιότητα και το μέγεθος της έκδοσης. Επίσης, θα ληφθούν υπόψη και άλλα χαρακτηριστικά όπως η παράδοση του τραπεζικού αναδόχου στον τομέα της αναδοχής και ο δυναμισμός του μέσα στην Ελληνική αγορά.

Ο «όμιλος των τραπεζών» είναι ένας όμιλος τραπεζών αναδόχων, που έχουν έναν ηγετικό ρόλο σε αναδοχές χρεογράφων υψηλής ποιότητας, που έχουν αναληφθεί κατά τα έτη 1995-1998. Ο όμιλος αυτός περιλαμβάνει την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος μόνον, ο οποίος διατηρεί επίσης το υψηλότερο ποσοστό 71.24% σε αναδοχές εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Συνολικά συγκέντρωσε 209,821 εκατομμύρια Ελληνικές δραχμές και είναι ο «ηγέτης» σε 15 από τις 70 ΑΠΧ κατά την διάρκεια του 1995-98. Επίσης ηγήθηκε της μερικής ιδιωτικοποίησης των δημοσίων οργανισμών όπως ο ΟΤΕ και τα Ελληνικά Πετρέλαια. Άλλες εταιρείες περιλαμβάνουν τράπεζες όπως η Δωρική και η Τράπεζα Χίου και κεφαλαιοποιημένων βιομηχανιών όπως τα Σωληνουργεία Κορίνθου και η Εταιρία Πουλιάδης. Επίσης, η οικονομική του στρατηγική είναι κεντρική στην οικονομική φιλοσοφία



της κυβέρνησης και ενδυναμώνει τη σύγκλιση που ενθαρρύνεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε1

«ΠΡΩΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ» LEADER «BULGE GROUP»

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΠΡΩΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ | JM | ΣΥΝΟΛΟ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΓΟΡΑΣ (mw) |
|------|-----------------------------|-------------------|----|-------------------------------------|
| 99 | ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛ/ΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 102 | ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 128 | ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ ΘΡΑΚΗΣ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 131 | ΛΑΒΙΦΑΡΜ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 268 | ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΟΥΛΙΑΔΗ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 384 | ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 393 | ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 403 | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 561 | ΧΗΜΙΚΑ ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 562 | ΤΕΧΑΠΡΕΤ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 573 | ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 579 | ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 589 | ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 593 | ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |
| 601 | ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΛΑΜΠΡΑΚΗ | ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 3 | 71.24 |

Από την άλλη μεριά, η «μέγιστη ομάδα» περιλαμβάνει μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα που προσφέρουν ποικιλία υπηρεσιών για να ανταγωνιστούν τις μεγάλες Ευρωπαϊκές Τράπεζες. Ως ηγέτες έχουν ειδικευτεί στις ΑΠΧ που αφορούν τα «μπλού τσίπς» (Τα Ελληνικά Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών, η ομάδα εταιριών Παπαέλληνα, η Ασπίς Κτηματική Τράπεζα κλπ.) Επειδή θεωρούνται ειδικοί σε μια ομάδα αναδόχων, πάντα καλούνται από τον κύριο ανάδοχο να

ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

συμμετέχουν σε ένα σχετικά μεγάλο τμήμα της εκδόσεως, κατά μέσο όρο 4%. Η ομάδα αυτή συμμετείχε στο 25% του συνόλου των ΑΠΧ. Κάθε ένας από τους αναδόχους συνέλεξε κεφάλαια που ποικίλουν από 3,500 έως 38,000 εκατομμύρια Ελληνικές δραχμές.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε2**«ΚΥΡΙΑ ΟΜΑΔΑ» ΑΝΑΔΟΧΩΝ «MAJOR GROUP»**

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΠΡΩΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ | JM | ΣΥΝΟΛΟ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΓΟΡΑΣ (mw) |
|------|----------------------------------------|-----------------------|----|-------------------------------------|
| 73 | ΑΛΦΑ ΦΙΝΑΝΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΑΛΦΑ ΠΙΣΤΕΩΣ | 2 | 2.49 |
| 496 | ΕΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΛΦΑ ΠΙΣΤΕΩΣ | 2 | 2.49 |
| 132 | ΟΜΑΔΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 147 | ΑΤΕΜΚΕ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 243 | ΑΛΤΕΚ ΠΛΗΡΟΦ.ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝ. | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 249 | ΕΛΒΕ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 250 | ΕΛΒΙΕΜΕΚ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 251 | ΕΛΛΑΤΕΧ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 254 | ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 257 | ΚΑΡΝΤΙΚΟ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 269 | ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 380 | ΠΑΙΡΗΣ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 513 | ΣΥΣΓΟΥΕΡ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 563 | ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΔΕΦΟΡΩΔΕΤΩΝ ΕΤΕΩΝ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 622 | ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 623 | ΙΝΦΟ ΚΟΥΕΣΤ ΑΕ | ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | 2 | 12.78 |
| 117 | ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ | 2 | 1.08 |
| 237 | ΤΑΣΟΓΛΟΥ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ | 2 | 1.08 |
| 275 | ΥΑΛΚΟ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ | 2 | 1.08 |
| 594 | ΒΑΡΓΚΗΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ | 2 | 1.08 |
| 260 | ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΕΦΑΛΙΕΣ ΑΕ | ΕΤΕΒΑ | 2 | 1.94 |
| 481 | EUROPEAN RELIANCE INS.AE | ΕΤΕΒΑ | 2 | 1.94 |
| 527 | ΑΣΠΙΣ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | ΕΤΕΒΑ | 2 | 1.94 |
| 540 | ΦΟΛΙ ΦΟΛΙ ΑΕ | ΕΤΕΒΑ | 2 | 1.94 |
| 267 | PIRAEUS LEASING | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 2 | 1.78 |
| 376 | ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΦΑΛΗΡΟΥ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 2 | 1.78 |

ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

| | | | | |
|-----|-----------------------------|------------------|---|------|
| 377 | ΧΑΛΚΟΡ ΑΕ (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΟΡ) | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 2 | 1.78 |
| 501 | THE HOUSE OF AGAR.SRIROY ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 2 | 1.78 |
| 534 | SEAFARM IONIAN AQUA ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 2 | 1.78 |
| 124 | ESSHAΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ | 2 | 3.88 |
| 277 | ΦΛΕΞΟΠΑΚ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ | 2 | 3.38 |
| 458 | Χ.Κ.ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ | 2 | 3.88 |
| 555 | ΑΛΟΥΜΙΑ ΜΙΛΩΝΑΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ | 2 | 3.88 |
| 610 | ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ | 2 | 3.38 |

Επιπροσθέτως κατατάσσουμε στην κατηγορία 1 τους αναδόχους που στοχεύουν περισσότερο σε μικρές εταιρίες χαμηλότερης κεφαλαιοποίησης. Ο «δεύτερος μεγάλος όμιλος» περιλαμβάνει τράπεζες επενδύσεων χαμηλού προφίλ και πολυεθνικά πιστωτικά ιδρύματα όπως η Τράπεζα ABN AMRO που έχουν περιορισμένο δυναμικό στην Ελληνική αγορά, σε ότι αφορά τους αναδόχους. Ο μέσος όρος συμμετοχής στη συνολική κεφαλαιοποίηση των ΑΠΧ είναι 0.8% και αντιπροσωπεύει το 5% των κεφαλαίων που συνελέγησαν στις ΑΠΧ κατά την διάρκεια της περιόδου 1995-1998.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε3

ΔΕΥΤΕΡΗ ΣΕ ΣΗΜΑΣΙΑ ΟΜΑΔΑ ΑΝΑΔΟΧΩΝ «SUB-MAJOR GROUP»

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΠΡΩΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ | JM | ΣΥΝΟΛΟ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΓΟΡΑΣ (mw) |
|------|------------------------|--------------------|----|-------------------------------------|
| 116 | ΠΛΕΚΤΑ ΜΙΝΕΡΒΑ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ABN AMRO | 1 | 0.57 |
| 244 | ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΓΙΟΤ | ΤΡΑΠΕΖΑ ABN AMRO | 1 | 0.57 |
| 547 | ΝΙΚ ΓΚΑΛΙΣ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ABN AMRO | 1 | 0.57 |
| 75 | ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΣΠΙΣ ΑΕ | 1 | 0.09 |
| 112 | ΝΑΥΠΑΚΤΟΣ Γ.ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΣ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΓΟΥΟΡΜΣ ΑΕ | 1 | 0.96 |
| 271 | ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΡΕΜΕΚ | ΤΡΑΠΕΖΑ ΓΟΥΟΡΜΣ ΑΕ | 1 | 0.96 |
| 172 | ELVAL ALUM PROCESS ΑΕ | ΣΙΤΙ ΜΠΑΝΚ | 1 | 0.19 |

ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

| | | | | |
|-----|-----------------------------|-------------------|---|------|
| 559 | Γ. ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΕ | EUROBANK ΑΕ | 1 | 0.41 |
| 560 | DIS ΑΕ | EUROBANK ΑΕ | 1 | 0.41 |
| 262 | ΜΑΤΑΛ/ΓΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ ΑΕ | ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 1 | 0.16 |
| 255 | ΙΝΤΕΡΤΕΚ ΑΕ | ΙΝΤΕΡΜΠΑΝΚ ΑΕ | 1 | 0.28 |
| 265 | ΜΥΤΙΛΙΝΑΙΟΣ ΑΕ | ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 1 | 0.28 |
| 246 | GENERA ΑΕ | ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 1 | 0.94 |
| 565 | ΣΙΦΙΑΣ ΑΕ-ΨΑΡΑΔΙΚΑ ΚΑΒΑΛΑΣ | ΙΟΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | 1 | 0.94 |
| 274 | ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΚΩΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗ | SOCIETE GENERAL | 1 | 0.43 |
| 495 | BABYLAND ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ ΑΕ | SOCIETE GENERAL | 1 | 0.43 |
| 266 | ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ | TELESIS INVEST ΑΕ | 1 | 0.62 |
| 499 | ΕΤΑΝΕ ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΕ | TELESIS INVEST ΑΕ | 1 | 0.62 |

Τέλος, «η ομάδα άνευ κύρους» αποτελείται από αναδόχους, που είναι νέοι στην αγορά και αναλαμβάνουν την αναδοχή εταιριών με την χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση αγοράς. Τους τοποθετούμε επίσης στην σειρά μηδέν λόγω του γεγονότος ότι δεν έχουν ποτέ συμμετάσχει ως υπό-ανάδοχοι σε δημόσια προσφορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε4**«ΟΜΑΔΑ ΑΝΕΥ ΚΥΡΟΥΣ» ΑΝΑΔΟΧΩΝ.**

| ΚΩΔ. | ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΠΡΩΤΟΣ ΑΝΑΔΟΧΟΣ | JM | ΣΥΝΟΛΟ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΓΟΡΑΣ (mw) |
|------|----------------------------------------|------------------|----|-------------------------------------|
| 378 | ΕΝΔΥΣΙΣ ΑΕ | OMEGA INVEST ΑΕ | 0 | 0.41 |
| 564 | ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΕΣ ΚΡΟΥΑΣΙΕΡΕΣ ΑΕ | OMEGA INVEST ΑΕ | 0 | 0.41 |
| 595 | CONNECTION ΑΕΒΕΕ | SARROS INVEST ΑΕ | 0 | 0.15 |

Περαιτέρω ο Rock (1986) συμπεραίνει ότι οι αποδόσεις των ΑΠΧ που απαιτούνται από απληροφόρητους επενδυτές ως αποζημίωση για τον κίνδυνο αγοράς να είναι μεγαλύτερες έναντι των καλύτερα πληροφορημένων. Η εμπορική φήμη των αναδόχων αποκαλύπτει το αναμενόμενο επίπεδο της

πληροφορημένης δραστηριότητας. Φημισμένοι ανάδοχοι σχετίζονται με προσφορές χαμηλότερου κινδύνου. Με λιγότερο κίνδυνο υπάρχει χαμηλότερο κίνητρο αγοράς πληροφοριών και ολιγότεροι πληροφορημένοι επενδυτές. Συνεπώς, οι ανάδοχοι με κύρος σχετίζονται με τις ΑΠΧ που έχουν χαμηλότερη απόδοση.

Βάσει των ανωτέρω, ελέγχουμε την υπόθεση, ότι όσο πιο υψηλού κύρους είναι οι τράπεζες ανάδοχοι τόσο πιο μεγάλες και πιο καλά καθιερωμένες εταιρίες είναι. Όπως θα περίμενε κανείς, αυτές είναι οι ολιγότερο επικίνδυνες ΑΠΧ, μετρούμενες με την χρονική σειρά της διακύμανσης των ακαθάριστων αποδόσεων κατά την διάρκεια του χρόνου που κάθε ΑΠΧ έλαβε χώρα. Η ιστορική διακύμανση (volatility) ορίζεται ως η τυπική απόκλιση των λογαριθμικών αλλαγών της τιμής που μετρούνται σε κανονικά χρονικά διαστήματα. Πρώτα βρίσκουμε την παρέκκλιση του μέσου των ημερήσιων αποδόσεων, και μετά υπολογίζουμε τη μεταβλητικότητα (variance) και την τυπική απόκλιση (standard deviation). Η ετήσια διακύμανση για κάθε χρεόγραφο βρίσκεται τότε από την εξίσωση: $\text{Year's volatility} = \text{st. deviation} * \sqrt{\text{No of trading days in the ASE-1}}$

Ετήσια διακύμανση = $\text{standard deviation} * \sqrt{(\text{Αριθμός ημερών συναλλαγών στο ΧΑΑ} - 1)}$

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε5**ΕΤΗΣΙΑ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΩΝ ΕΙΣΑΓΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

| ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ | ΕΤΗΣΙΑ ΑΣΤΑΘΕΙΑ (5) | | | | ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ | JM |
|--------------------------------|---------------------|-------|-------|-------|------------|----|
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | | |
| ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΛΑΜΠΡΑΚΗ | - | - | - | 27.42 | 27.42 | 3 |
| ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΕ | - | 21.97 | 31.55 | 32.28 | 28.80 | 2 |
| ΟΤΕ | - | 14.76 | 32.47 | 42.60 | 29.64 | 3 |
| ALFA FINANCE ΑΕ | 25.71 | 19.76 | 36.11 | 45.65 | 31.81 | 2 |
| DRUCKFARBEN ΑΕΒΕ | - | - | - | 32.85 | 32.85 | 3 |
| ΙΜΠΕΡΙΟ ΑΕ | - | 34.21 | 35.50 | 32.32 | 34.01 | 2 |
| ΕΤΑΝ-ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ ΑΕ | - | - | 36.79 | 35.82 | 36.31 | 1 |
| ΗΕΛΛΑΤΕΧ ΑΕ | - | 29.02 | 40.99 | 41.13 | 37.05 | 2 |
| ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ | - | - | - | 37.46 | 37.46 | 3 |
| ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ | - | 33.77 | 37.06 | 46.21 | 39.01 | 2 |
| HALKOR ΑΕ | - | 17.45 | 44.57 | 55.39 | 39.14 | 2 |
| ΟΜΙΛΟΣ ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑ | - | 32.77 | 39.45 | 45.71 | 39.31 | 2 |
| ALCO HELLAS ΑΕ | - | - | 33.70 | 45.55 | 39.63 | 3 |
| CARDICO ΑΕ | - | 42.03 | 36.38 | 41.18 | 39.86 | 2 |
| ΝΗΡΕΥΣ ΑΕ | 44.06 | 23.86 | 43.83 | 49.32 | 40.27 | 1 |
| FLEXORACK ΑΕ | - | 35.95 | 35.75 | 49.25 | 40.32 | 2 |
| ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ | - | - | - | 40.67 | 40.67 | 3 |
| ΝΑΥΠΑΚΤΟΣ Κ. ΠΟΛΥΧΡΟΝΟΣ | - | - | - | 41.02 | 41.02 | 3 |
| ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ | 40.33 | 27.88 | 38.08 | 59.76 | 41.51 | 3 |
| ΕΝΔΥΣΗ ΑΕ | - | 47.67 | 34.45 | 42.54 | 41.55 | 0 |
| THE HOUSE OF AGR. SPRIOY ΑΕ | 49.77 | 23.17 | 48.54 | 55.22 | 44.18 | 1 |
| ΕΛΒΕ ΑΕ | 42.43 | 37.79 | 43.14 | 56.18 | 44.89 | 2 |
| ΠΛΕΚΤΑ ΜΙΝΕΡΒΑ ΑΕ | 28.72 | 38.18 | 56.62 | 56.60 | 45.03 | 1 |
| ΜΑΞΙΜ Κ.Μ. ΠΕΡΤΣΙ- ΝΙΔΗΣ | 51.13 | 40.87 | 40.77 | 48.47 | 45.31 | 2 |
| GENER ΑΕ | - | 48.45 | 41.65 | 45.86 | 45.32 | 1 |
| ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ ΑΕ | - | 35.31 | 38.69 | 61.99 | 45.33 | 2 |
| ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ | - | - | - | 45.42 | 45.42 | 3 |
| ΙΑΤΡΙΚΟ ΦΑΛΗΡΟΥ ΑΕ | - | 21.18 | 53.58 | 62.35 | 45.70 | 2 |
| Ε. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΑΕ | - | - | - | 45.73 | 45.73 | 2 |
| ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΟΥΛΙΑΔΗ | - | 27.99 | 50.18 | 60.33 | 46.17 | 3 |
| ΛΑΒΙΦΑΡΜ ΑΕ | 41.30 | 29.12 | 45.85 | 58.85 | 46.28 | 3 |
| ΓΙΩΤ ΒΕΡΝΙΚΟΣ | - | 47.43 | 38.51 | 55.07 | 47.00 | 1 |
| ELBAL ALUM PROCESS ΑΕ | - | 52.63 | 41.06 | 47.90 | 47.20 | 1 |
| ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ ΚΩΣΤΑΝ/ΔΗ | 45.62 | 39.81 | 51.12 | 56.12 | 48.17 | 1 |
| ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ ΑΕ | - | - | 38.39 | 58.49 | 48.44 | 3 |
| ΑΛΤΕΚ | 49.86 | 31.80 | 51.63 | 63.66 | 49.24 | 2 |
| Ε. ΡΑΙΣΗΣ ΑΕ | - | - | 54.08 | 45.72 | 49.90 | 2 |
| YALCO ΚΩΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΑΕ | 59.69 | 43.47 | 40.28 | 57.09 | 50.13 | 2 |

ΤΟ ΚΥΡΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΑΝΑΔΟΧΟΥ ΚΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

| | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|---|
| ΒΑΡΑΓΚΗΣ ΑΕ | - | - | - | 50.42 | 50.42 | 2 |
| Γ.ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΕ | - | - | - | 50.45 | 50.45 | 1 |
| ESHA ΑΕ | 63.60 | 33.70 | 49.09 | 61.04 | 51.86 | 2 |
| SEAFARM IONIAN ΑΕ | - | - | - | 52.74 | 52.74 | 2 |
| ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΑΕ | - | - | 49.85 | 56.00 | 52.93 | 2 |
| ΑΤΕΜΚΕ ΑΕ | - | 33.65 | 59.68 | 66.65 | 53.33 | 2 |
| ΜΥΛΩΝΑΣ ΑΛΟΥΜ.ΒΙΟΜ.ΑΕ | - | - | - | 55.11 | 55.11 | 2 |
| BABYLAND TOYS ΑΕ | - | - | 54.66 | 56.29 | 55.48 | 1 |
| ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ | - | - | - | 45.74 | 45.74 | 3 |
| EU RELIANCE GEN.INS ΑΕ | - | - | 55.14 | 60.60 | 57.87 | 2 |
| FOLIE FOLIE ΑΕ | - | - | 61.77 | 56.19 | 58.98 | 2 |
| ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΡΕΜΕΚ | - | 54.22 | 61.93 | 62.59 | 59.58 | 1 |
| ΚΙΡΙΑΚΟΥΛΙΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΑΕ- | - | - | - | 59.79 | 59.79 | 0 |
| ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ ΑΕ | - | - | - | 63.86 | 63.86 | 2 |
| ΕΙΦΙΑΣ ΑΕ | - | - | - | 63.88 | 63.88 | 1 |
| ΧΗΜΙΚΑ ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΑΕ | - | - | - | 47.30 | 47.30 | 3 |
| ΝΙΚ ΓΚΑΛΗΣ ΑΕ | - | - | 118.25 | 67.09 | 92.67 | 1 |
| ΑΣΠΙΣ ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ | - | - | - | 93.99 | 93.99 | 2 |
| DIS ΑΕ | - | - | - | 94.32 | 94.32 | 1 |
| INFO QUEST ΑΕ | - | - | - | 151.62 | 151.62 | 2 |
| CONNECTION ΑΕΒΕΕ | - | - | - | 154.83 | 154.83 | 0 |

Μία παρατήρηση του πίνακα Ε5 ανωτέρω αποδεικνύει ότι οι Κύριοι ανάδοχοι με υψηλότερη σειρά κατάταξης αναλαμβάνουν στις Α.Π.Χ., εταιρίες, οι οποίες είχαν κατά την διάρκεια του έτους εκδόσεως χαμηλότερη διακύμανση. Παραδείγματος χάριν, η μέση διακύμανση των εταιριών που είχαν δοθεί για αναδοχή από αντίθετο προς τον κίνδυνο τραπεζικό ανάδοχο όπως η Εθνική Τράπεζα (σειρά του 3) είναι 36.74%. Αντίθετα οι ανάδοχοι που έχουν την σειρά 2 και 1 είχαν την ευθύνη της αναδοχής των εταιριών που είχαν μέσο όρο διακύμανσης της τάξεως του 49.35% και 52.83% αντίστοιχα. Τέλος, οι «άνευ κύρους» ανάδοχοι (σειρά 0) φαίνεται ότι αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο

αφού η διακύμανση του μέσου όρου των προς αναδοχή εταιριών είναι 87,43%. Έτσι φαίνεται ότι οι έγκυροι ανάδοχοι σχετίζονται με μετοχές χαμηλότερου κινδύνου και όχι οι μη έγκυροι.

Ο συντελεστής της συσχέτισης (correlation coefficient) μεταξύ του JM και της διακύμανσης των εταιριών που εισήχθησαν κατά τη διάρκεια του έτους δίνει μια μεγαλύτερη προσέγγιση. Ένας συντελεστής συσχέτισης της τάξεως του -0.354 προτείνει ότι υπάρχει μία μικρή αλλά σημαντική αντίθετη σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Αυτό δίνει περαιτέρω υποστήριξη για την σχέση του JM που εφαρμόζεται στον κάθε ανάδοχο.

Ενώ, τα κριτήρια υιοθέτησης και των δύο μέτρων κύρους μπορεί να διαφέρουν, περαιτέρω ανάλυση προτείνει ότι υπάρχει μία συσχέτιση μεταξύ τους. Ένας συντελεστής συσχέτισης της τάξεως του 0.794 δείχνει ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της διαβάθμισης του κύρους που εφαρμόζεται και της σχετικής τιμής μετοχής κάθε αναδόχου, πράγμα που είναι σημαντικό. Η ομάδα των τραπεζών (Leader) κατείχε ένα ηγετικό ρόλο αφού συνέλεξε ένα ποσόν 209.81 εκατομμυρίων Ελληνικών δραχμών από τις ΑΠΧ κατά την διάρκεια της χρονικής περιόδου 1995-1998, ενώ η μέγιστη ομάδα μόνο 70,568 εκατομμύρια δραχμές. Η επόμενη πιο έγκυρη ομάδα αναδόχων, το επόμενο υπο-μέγιστο γκρουπ, ανάλαβε ΑΠΧ που ανέρχονται σε 13,683 εκατομμύρια δραχμές

και οι ανάδοχοι με πολύ μικρή φήμη μόνο 1,635 εκατομμύρια Ελληνικές δραχμές. Πάλι αυτό μας δίνει περαιτέρω απόδειξη και υποστήριξη ότι η μέθοδος από την οποία προέρχονται οι μετρήσεις του κύρους είναι αμερόληπτη.

2. Πως η έκταση της υπερκάλυψης των προεγγραφών και ο λόγος P/N επηρεάζουν την Πρώτη ημέρα την προσαρμοσμένη απόδοση των ΑΠΧ.

Όπως παρατηρούμε στον Πίνακα Ε6 αναγνωρίζουμε ότι εταιρίες με ευρύτερη απόκλιση μεταξύ της αγοραίας τιμής τους και της λογιστικής τιμής του ανά μετοχή αποφέρουν μεγαλύτερη απόδοση πρώτης ημέρας. Ουσιαστικά ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών είναι 0.256, που είναι και θετικός και σημαντικός.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε6**ΖΗΤΗΣΗ, ΛΟΓΟΣ ΤΙΜΗΣ/ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ****ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ.**

| CODE | Ri (5) | (DM) | (P/N) | CODE | Ri (%) | (DM) | (P/N) | CODE | Ri (%) | (DM) | (P/N) |
|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|
| 75 | 9.08 | 3 | 1.1 | 277 | 52.95 | 69 | 6.94 | 547 | 99.36 | 38 | 6.47 |
| 266 | 60.89 | 103 | 18.8 | 147 | 17.7 | 25 | 20.95 | 554 | 24.02 | 52 | 12.31 |
| 116 | -4.08 | 1 | 9.35 | 99 | 8.07 | 7 | 5.76 | 555 | 65.35 | 26 | 17.85 |
| 73 | -2.14 | 2 | 8.9 | 112 | -8.28 | 2 | 4.2 | 559 | 17.58 | 31 | 4.94 |
| 117 | -4.03 | 1 | 2.78 | 172 | 7.83 | 48 | 5.91 | 560 | 98.77 | 137 | 33.83 |
| 128 | -2.47 | 2 | 5.67 | 268 | 6.63 | 4 | 17.1 | 563 | 5.81 | 11 | 33.3 |
| 249 | 14.53 | 6 | 13.3 | 132 | 16.19 | 24 | 4.23 | 564 | 82.33 | 34 | 5.27 |
| 102 | -18.33 | 1 | 4.59 | 254 | 25.72 | 46 | 9.72 | 573 | 100.97 | 75 | 8.23 |
| 243 | 31 | 8 | 14 | 224 | 20.59 | 46 | 7.2 | 562 | 22.32 | 80 | 3.78 |
| 265 | 70.51 | 65 | 8.21 | 258 | 36.05 | 66 | 16.1 | 561 | 99.99 | 185 | 10.95 |
| 262 | 64.39 | 23 | 3.6 | 376 | 5.86 | 56 | 20.03 | 579 | 28.98 | 29 | 4.97 |
| 274 | 37.49 | 27 | 18.9 | 377 | 0.44 | 16 | 11.83 | 594 | 97.17 | 156 | 8.96 |
| 255 | 16.77 | 19 | 2.79 | 378 | 2.67 | 6 | 3.81 | 589 | 36.69 | 62 | 27.4 |
| 267 | 0.11 | 1 | 3.02 | 380 | -0.72 | 3 | 7.67 | 393 | 97.84 | 173 | 4.76 |
| 124 | 108.43 | 155 | 10.4 | 384 | 19.89 | 8 | 4.69 | 595 | 101.39 | 147 | 7.3 |
| 131 | 15.28 | 2 | 9.33 | 481 | -4.52 | 1 | 12.73 | 527 | 97.17 | 340 | 2.19 |
| 275 | 45.72 | 58 | 16.5 | 403 | 20.6 | 112 | 3.18 | 565 | 13.79 | 23 | 7.35 |
| 271 | 14.54 | 17 | 14 | 495 | 53.02 | 35 | 6.5 | 601 | 2.94 | 32 | 22 |
| 250 | 40.16 | 39 | 3.94 | 496 | 1.43 | 7 | 6.87 | 622 | 65.14 | 77 | 15.92 |
| 237 | 7.38 | 41 | 9.36 | 499 | 6.78 | 10 | 19.8 | 593 | 99.79 | 131 | 23.88 |
| 246 | 2.25 | 44 | 21.25 | 501 | 45.07 | 43 | 19.5 | 610 | 99.43 | 307 | 24.87 |
| 251 | 0.76 | 28 | 5.58 | 513 | 98.84 | 62 | 37.81 | 623 | 99.47 | 173 | 29.45 |
| 260 | 30.02 | 11 | 13 | 540 | 54.38 | 60 | 39.2 | 458 | 31.98 | 81 | 32.9 |
| 269 | 77.38 | 74 | 19.2 | | | | | | | | |

Η ζήτηση και το μέγεθος της απόδοσης των προεγγραφέντων (Ri) αναμένεται να σχετίζεται θετικά (συντελεστής του DM πρέπει να έχει θετικό πρόσημο). Μεγαλύτερη ζήτηση, ενεργοποιεί μία «ανάκτηση» μετοχών από θεσμικούς και ξένους επενδυτές, και τους ενθαρρύνει να προσφέρουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές όταν οι συναλλαγές αρχίζουν. Πάλι όπως ελέγχουμε τον συσχετισμό μεταξύ των ρυθμισμένων αποδόσεων και το μέγεθος της υπερκάλυψης των προεγγραφών βρίσκουμε τον συντελεστή 0.738, ο οποίος δείχνει μία σημαντική σχετική κίνηση προς την ίδια κατεύθυνση.

3. Το μέγεθος της προμήθειας στη διαδικασία ανάληψης διαθέσεως χρεογράφων.

Όλες οι υπηρεσίες που παρέχονται από τον ανάδοχο έχουν ένα ειδικό κόστος στον εκδότη, το οποίο αναφέρεται ως προμήθεια αναδοχής. Η προτεινόμενη προμήθεια αναδοχής υπολογίζεται ως κλάσμα του μεγέθους του ποσού που έχει αναληφθεί σε κάθε αρχική δημόσια προσφορά. Δυστυχώς, δεν υπήρχε δυνατότητα πληροφόρησης στους όρους που όρισαν την προμήθεια αναδοχής που χρεώνεται από τον κύριο ανάδοχο και που έχει να κάνει άμεσα με την εταιρία και είναι υπεύθυνος για κάθε σχηματισμό ομάδας και επίσης για την τελική πληρωμή εις όφελος της ομάδας (χειριστής της μετοχής).

Αλλά, υπάρχει μία σχέση μεταξύ του επιπέδου της προμήθειας του αναδόχου και της φήμης του. Είναι προφανές ότι το επίπεδο της προμήθειας του αναδόχου ποικίλει σχετικά με το μέγεθος του ποσού που έχει αναληφθεί. Με δεδομένο αυτό, όταν εξετάσαμε την συσχέτιση μεταξύ της μέτρησης κύρους των Megginson και Weiss και την απόδοση της τιμής ανοίγματος της προσφοράς την ίδια εποχή υπολογίζουμε εν μέρει το επίπεδο των εξόδων της προμήθειας. Το συμπέρασμα αυτό συνάγεται από έναν αριθμό συνεντεύξεων με διευθυντές των Τραπεζών Αναδόχων. Σύμφωνα με τον Αν. Γεν. Διευθυντή της ΙΟΝΙΚΗΣ Τράπεζας κ.

Γ.Μπαλόγιαννη, «..... οι τρέχουσες συνθήκες της αγοράς αφήνουν πολύ μικρή πιθανότητα να μείνει κανείς με μεγάλο αριθμό αδιάθετων μετοχών. Η υπερβάλλουσα δημόσια ζήτηση κατά την διάρκεια των πέντε τελευταίων ετών μειώνει την ανάγκη των αναδόχων να χρησιμοποιήσουν υποτιμολόγηση και τα έξοδα της προμήθειας είναι πολύ διαπραγματεύσιμα. Ειδικά όταν πρόκειται για ιδιωτικοποίηση, Δημοσίων οργανισμών λόγω μεγέθους τα έξοδα προμήθειας είναι σχετικά μικρά. Ο κύριος ανάδοχος δέχεται όλα τα έξοδα για την μερίδα της διαπραγμάτευσης που αναλαμβάνει και διανέμει το ποσό στα άλλα μέλη της ομάδας ανάλογα με το σύνολο των κεφαλαίων που αναλήφθηκαν».

Από την άλλη πλευρά, ο διευθυντής του Τμήματος Επενδύσεων της Ιονικής Τράπεζας κ. Ι. Παπαδόπουλος προσθέτει «.....η φήμη του Τραπεζικού Επενδυτή σε όρους της κεφαλαιακής δέσμευσης στην συνδιαλλαγή δεν επηρεάζει το επίπεδο των εξόδων αναδοχής που αποκτά. Όμως, ο κίνδυνος ή η δέσμευση που ενέχονται σε μία προεγγραφή είναι σημαντικά μειωμένοι όταν η εταιρεία ικανοποιεί τις απαιτήσεις των κανόνων εισαγωγής του ΧΑΑ οι οποίοι κατά τη γνώμη μου είναι επαρκείς».

Βάσει των ανωτέρω, η προμήθεια του αναδόχου ως μεταβλητή που επηρεάζει το μέγεθος της απόδοσης της αρχικής τιμής μιας ΑΠΧ μπορεί να παραληφθεί και δεν περιλαμβάνεται στην ανάλυση της παλινδρόμησης που

ακολουθεί. Αντ'αυτού η χρήση της μετρήσεως κύρους (που βασίζεται στην τιμή της μετοχής) θα αποδειχθεί εν μέρει.

4. Ανάλυση της επεξηγηματικής ισχύος των μεταβλητών *Johnson-Miller (JM)*, *Megginson-Weiss (MW)*, *Demand-Multiplie (DM)*, και *Price/Nominal value ratio (P/N)*.

Η πρωταρχική μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για να εξετασθεί η επεξηγηματική ισχύς των μέτρων της φήμης του αναδόχου είναι συνήθεις δευτεροβάθμιες εξισώσεις. Η προηγούμενη έρευνα προτείνει ότι η φήμη του αναδόχου σηματοδοτεί τους θεμελιώδεις κινδύνους της προσφοράς που περιορίζονται στην άμεση μετά την αγορά απόδοση, όσο καλύτερη είναι η φήμη του αναδόχου, τόσο λιγότερη είναι η βραχυπρόθεσμη υποτιμολόγηση.

Έτσι, χρησιμοποιούμε την αρχική απόδοση της ρυθμισμένης αγοράς (R_i) ως εξαρτώμενη μεταβλητή στην ανάλυση της παλινδρόμησης. Η αρχική απόδοση για κάθε ΑΠΧ παλινδρομεί στα δύο μέτρα κύρους (MW και JM), και ξεχωριστά και συνολικά. Για να συμβαδίζουμε με προηγούμενη έρευνα, ο συντελεστής για κάθε μέτρηση θα πρέπει να είναι αρνητικός.

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων στο R_i παρουσιάζονται στον πίνακα Ε3. Οι κύριες μεταβλητές είναι οι MW , JM που εκφράζουν το κύρος

αναδόχου. Ενωμένες μεταβλητές παλινδρομής για κάθε μέτρηση κύρους ευρίσκονται σε παλινδρομήσεις ένα και δύο. Η τρίτη παλινδρόμηση παρουσιάζει τα αποτελέσματα και με τις δύο μετρήσεις κύρους. Η έκτη αναφέρεται στο μέγεθος της υπερ/προεγγραφής (DM). Περαιτέρω η έβδομη ανάλυση παλινδρόμησης λαμβάνει υπόψη της την τιμή αγοράς στην αναλογία της ονομαστικής τιμής.

Πολυμεταβλητές παλινδρομήσεις (IV) και (V) περιλαμβάνουν τις μεταβλητές ελέγχου (DM) και (P/N) αλλά κάθε μία από αυτές επιτρέπει μόνο μία μέτρηση κύρους. Τέλος, μία πολυμεταβαλλόμενη παλινδρόμηση που περιλαμβάνει τις ανεξάρτητες μεταβλητές του λόγου P/N (P/N), τον πολλαπλασιαστή ζήτησης (DM) και τον συνδυασμό των δύο μετρήσεων κύρους (MW, JM) φαίνεται στην τελική παλινδρόμηση.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ε7

ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

1. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (I) είναι:

$$R1=40.5 - 1.87 (JM)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 40.52 | 11.52 | 3.52 |
| (JM) | -1.837 | 5.671 | -0.33 |

2. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (II) είναι :

$$R1 = 37.3 - 0.014 (MW)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 37.278 | 5.403 | 6.90 |
| (MW) | -0.0142 | 0.1613 | -0.09 |

3. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (III) είναι :

$$R1 = 43.1 - 3.99 (JM) + 0.076 (MW)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 43.07 | 14.67 | 2.94 |
| (JM) | -3.993 | 9.391 | -0.43 |
| (MW) | 0.0759 | 0.2669 | 0.28 |

4. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (IV) είναι :

$$R1 = 13.6 - 0.040 (MW) + 0.412 (DM) + 0.105 (P/N)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 13.572 | 6.271 | 2.16 |
| (MW) | -0.0400 | 0.1131 | -0.35 |
| (DM) | 0.41174 | 0.04678 | 8.80 |
| (P/N) | 0.1053 | 0.3432 | 0.31 |

S = 25.65 R-sq=54.8% R-sq(adj)=52.7%

5. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (V) είναι :

$$R1 = 22.3 - 5.20 (JM) + 0.417 (DM) + 0.101 (P/N)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 22.310 | 9.079 | 2.46 |
| (JM) | -5.200 | 3.853 | -1.35 |
| (DM) | 0.41729 | 0.04635 | 9.00 |
| (P/N) | 0.1007 | 0.3309 | 0.30 |

S = 25.32 R-sq=55.9% R-sq(adj)=53.9%

6. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (VI) είναι

$$R1 = 14.1 + 0.413(DM)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 14.075 | 3.949 | 3.56 |
| (DM) | 0.41310 | 0.04569 | 9.04 |

7. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (VII) είναι

$$R1 = 30.5 + 0.0.519(P/N)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 30.505 | 7.504 | 4.07 |
| (P/N) | 0.5188 | 0.4814 | 1.08 |

8. Η εξίσωση της παλινδρόμησης (VIII) είναι

$$R1 = 28.2+0.217(P/N)+0.419(DM)-11.4(JM)+0.226(MW)$$

| Πρόβλεψη | Συντελεστής | St. dev. | t-ratio |
|----------|-------------|----------|---------|
| Σταθερά | 28.23 | 10.28 | 2.75 |
| (P/N) | 0.2175 | 0.3434 | 0.63 |
| (DM) | 0.41917 | 0.04621 | 9.07 |
| (JM) | -11.449 | 6.419 | -1.78 |
| (MW) | 0.2260 | 0.1860 | 1.21 |

S = 25.23 R-sq=56.9% R-sq(adj)=54.2%



ΣΤ. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Όπως ελέχθη προηγουμένως όλοι οι σημαντικοί συντελεστές έχουν τις αναμενόμενες ενδείξεις. Οι συντελεστές για (MW) και το (JM) είναι αρνητικοί και οι συντελεστές για το (DM) και (P/N) είναι θετικοί για τις τέσσερις μη μεταβλητές παλινδρομήσεις. Όμως, εκτός των συντελεστών του (DM), οι οποίοι ευρέθησαν στατιστικώς σημαντικοί στο επίπεδο του 5% σε όλες τις παλινδρομήσεις, όλοι οι άλλοι συντελεστές είναι ασήμαντοι. Εκτός από την εξίσωση (VIII) όπου ο συντελεστής του (JM) είναι αρνητικός και σημαντικός στο επίπεδο του 10%, τα δύο μέτρα κύρους δεν φαίνονται να εξηγούν την συμπεριφορά των υπερβολικών αποδόσεων της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ. Έτσι, θεωρώ ότι ο μόνος σημαντικός συντελεστής είναι πλαστός. Στις πολυμεταβαλλόμενες εξισώσεις (IV), και (V), παίρνουμε τις ίδιες αναμενόμενες ενδείξεις, όπου κάθε μέτρο κύρους περιλαμβάνεται ξεχωριστά στις μεταβλητές των ελέγχων (DM) και (P/N). Είναι επίσης φανερό ότι η ζήτηση, ο λόγος του P/N και το μέγεθος του κύρους του αναδόχου εάν ληφθούν μαζί μπορούν να εξηγήσουν περίπου το 54.2% της μεταβλητότητας των αρχικών αποδόσεων, ενώ τα μέτρα κύρους του (JM) και (MW) ξεχωριστά εκφράζουν μόνο το 53% και 52% της μεταβλητότητας αντίστοιχα.

Σε όλες τις παλινδρομήσεις που εξετάζονται, το (JM) είναι πολύ ανώτερο από το άλλο μέτρο της φήμης του αναδόχου το (MW). Στην παλινδρόμηση τέσσερα αναλύουμε το μέτρο (MW) μαζί με τις μεταβλητές ελέγχου. Στην παλινδρόμηση V αναφέρουμε τα αποτελέσματα της ανάλυσης της παλινδρόμησης με την χρήση του JM. Η μεταβλητή του ελέγχου (DM) παραμένει θετική και σημαντική και στις δύο παλινδρομήσεις ενώ το μέτρο P/N) παραμένει ασήμαντο. Το μέτρο (MW) χάνει την αρνητική του ένδειξη όταν το μέτρο (JM) εισάγεται ταυτόχρονα στην ανάλυση (παλινδρόμηση (III)). Το γεγονός ότι οι αρνητικοί συντελεστές του (JM) είναι μεγαλύτεροι από αυτούς του (MW) δείχνει ότι το (JM) έχει σχετικά μεγαλύτερη επεξηγηματική ισχύ απ'ότι το άλλο (που δεν είναι σημαντικό). Στην παλινδρόμηση VIII κι οι δύο παράγοντες φήμης περιλαμβάνονται στην ανάλυση μαζί με τις μεταβλητές του ελέγχου. Ακόμη μία φορά, από τα δύο μέτρα φήμης, ο συντελεστής του (JM) δείχνει την αντίθετη σχέση με μεγαλύτερη σημασία (ενώ δεν πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη), ενώ ο συντελεστής (MW) ούτε καν έχει αρνητική ένδειξη όπως αναμενόταν.

Συνοπτικά, ενώ οι συντελεστές για κάθε μία από τις μεταβλητές (JM), (MW) και (P/N) είναι οικονομικώς συμβατές με τις προσδοκίες, η σημασία φαίνεται ότι εξαρτάται από το μέτρο (DM) που εισάγεται στην παλινδρόμηση. Έτσι, σε όλα τα σενάρια η διαδικασία που αναπτύχθηκε από τους



Johnson και Miller (1988) φαίνεται ότι δίνει πιο σταθερά αποτελέσματα, εάν χρησιμοποιηθεί ως παράγοντας κύρους αλλά παραμένουν στατιστικώς ασήμαντοι.



Ζ. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εργασία αυτή εξέτασε τις αποδόσεις που επιτυγχάνονται με προεγγραφή στις Αρχικές Δημόσιες Προσφορές μετοχών στο ΧΑΑ κατά την περίοδο 1995-1998. Εξετάζουμε δύο εναλλακτικά μέτρα του κύρους του αναδόχου και την σχέση τους με τις προσαρμοσμένες αρχικές αποδόσεις των ΑΠΧ, που αναπτύχθηκαν από τους Johnson και Miller (1988) και Megginson και Weiss (1991).

Κάθε μέτρο φήμης όταν εξετάζεται αυτό καθ'αυτό ή όταν άλλες μεταβλητές περιλαμβάνονται συγκεντρωτικά, εξηγεί την αντίθετη σχέση με την αρχική απόδοση των ΑΠΧ αλλά όχι με την σημασία που αναμενόταν. Έτσι, από τα δύο μέτρα κύρους μόνο ο συντελεστής Johnson-Miller παραμένει αρνητικός, όταν εκτιμάται ταυτόχρονα με τα μέτρα των Megginson και Weiss. Από τα δύο μέτρα της φήμης του αναδόχου, πιστεύουμε, ότι το JM εξυπηρετεί καλύτερα, για να ελεγχθεί το κύρος του αναδόχου στις μελέτες των ΑΠΧ. Επιπροσθέτως μετά από συζητήσεις με έμπειρους Τραπεζικούς Αναδόχους, συμπεραίνουμε ότι η προμήθεια της αναδοχής παραμένει εξαρτημένη από την δέσμευση του κεφαλαίου υπό τους όρους της αναλογίας των κεφαλαίων που αναλήφθηκαν από κάθε ανάδοχο.

Για να εκτιμηθεί η οριακή επιρροή των μέτρων της φήμης, περιλαμβάνουμε επιπρόσθετα δύο ανεξάρτητες



μεταβλητές. Κάθε μια από αυτές έχει χρησιμοποιηθεί σε προηγούμενη και σχετική έρευνα, αρχικά για τους εμφανείς κινδύνους των ΑΠΧ. Όπως προελέχθη, το μέγεθος της υπερπροεγγραφής των 70 εισερχομένων εταιριών ευρέθη να είναι θετικό και σημαντικό, στο επίπεδο του 5%, συνδεδεμένο με την αρχική προσαρμοσμένη απόδοση. Από την άλλη πλευρά, ο λόγος της τιμής της μετοχής προς την ονομαστική αξία, ενώ κινείται προς την ίδια κατεύθυνση με το μέγεθος των υπερβολικών αποδόσεων δεν έχει καμία επεξηγηματική ισχύ.

Τα αποτελέσματα για τα μέτρα κύρους είναι οικονομικώς σημαντικά αλλά στατιστικώς ασήμαντα. Αυτό σημαίνει ότι δεν έχουν προβλεπτική ισχύ της προσαρμοσμένης απόδοσης της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ, αφού δεν μπορούν να εξηγήσουν την μεταξύ τους συμπεριφορά. Φαίνεται, ότι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δεν είναι ούτε λειτουργικά ούτε πληροφοριακά επαρκές. Η τιμή των μετοχών, ανεξάρτητα από την φήμη του Τραπεζικού Αναδόχου και του βαθμού της υποτιμολόγησης πρέπει να επηρεάζεται από άλλα θέματα, ίσως ψυχολογικά, που έχουν κάποια επιρροή στο επενδυτικό κοινό και ορίζουν την απόδοση της αρχικής τιμής των μετοχών των ΑΠΧ. Αλλά θεωρητικά τα ευρήματα συμφωνούν με αυτά του Carter και Manaster (1990) και έτσι έχουν μία σημαντική πολιτική για το ΧΑΑ. Αυτό σημαίνει ότι η κατάσταση κύρους του Τραπεζικού Αναδόχου σχετίζεται αρνητικά με τον κίνδυνο που υπάρχει σε μία ΑΠΧ και

συνεπώς με τον βαθμό της υποτιμολόγησης. Επιπροσθέτως, τα συμπεράσματα είναι συμβατά με αυτά των Rock (1986) και Beatty και Ritter (1986) αφού η υποτιμολόγηση των ΑΠΧ στο ΧΑΑ τείνει να είναι μικρότερη για τους αναδόχους υψηλού κύρους.

Έτσι, ο λόγος της τιμής της μετοχής προς την ονομαστική τιμή, στον οποίον εδόθη μεγάλη σημασία στο πλαίσιο της εργασίας λόγω της μεγάλης προβλεπτικής του δυνάμεως, απέδωσε καλά όταν χρησιμοποιήθηκε ως επεξηγηματική μεταβλητή της δια-τμηματικής ανάλυσης της συμπεριφοράς των αποδόσεων της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ. Εταιρίες με υψηλότερη παρέκκλιση της λογιστικής αξίας από την τιμή εγγραφής ανά μετοχή, τείνουν να δώσουν υψηλότερες αποδόσεις πρώτης ημέρας αλλά αυτό δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ως επεξηγηματικό μέτρο αυτών.

Από την άλλη πλευρά, η εμπειρία του ΧΑΑ υποστηρίζει τις θέσεις των Menyah και Paudyal (1995). Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής δείχνουν μία θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους των αποδόσεων της πρώτης ημέρας των ΑΠΧ και του μεγέθους της υπερ-προεγγραφής. Η μεγάλη ζήτηση εξηγεί σημαντικά την συμπεριφορά των υπερβολικά υψηλών αποδόσεων στους προεγγραφέντες. Αυτό αποδεικνύει ότι οι μεταβλητές που έχουν προβλεπτική δύναμη, πρέπει να είναι ειδικές για κάθε εταιρία και εξαρτώνται από την δυνατότητα του επενδυτικού κοινού να απορροφήσει μία νέα έκδοση.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ.

- Affleck-Graves, John, Shantaram P.Hedge, Robert E.miller, και Frank K. Reilly, 1993 «**The Effect of the Trading System on the Underpricing of Initial Public Offerings**», Financial Management, 22:99-108.
- Aggarwal, Reena, και Pietra Rivoli, 1990 «**Fads in the Initial Public Offering Market?**» Financial Management, 19 :45-47.
- Barry, Christofer B., και Robert H.Jennings, 1993 «**The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock**», Financial Management, 22 :54-63.
- Bae, Sung C. και Haim Levy, 1990, «**The valuation of Firm Commitment Underwriting Contracts for Seasoned New Equity Issues:Theory and Evidence**», Financial Management, 19:48-59.
- Bowers, Helen M., και Robert E.Miller, 1990, «**Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions**», Financial Management, 19 :34-44.



- James, Christopher, και Peggy Wier, 1990, «**Borrowing Relationships, Intermediation, and the Cost of Issuing Public Securities**», Journal of Financial Economics, 28:149-172.
- Johnson, James M., και Robert E./Miller, 1988, «**Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings**», Financial Management, 17:19-29.
- Menyah, K., Paudyal K. και Inyangete C.G., 1990, «**The pricing of Initial Offerings of Privatized Companies on the LSE**», Accounting and business research, 21:50-56.
- Miller, Robert E., και Frank K.Reilly, 1987, «**An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings**», Financial Management 16:33-88.

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

- Baron, D.P., 1982 «**A model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issue**», Journal of Finance, 37:955-976.



- Beatty, R.P. και J.R. Ritter, 1986, «**Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings**» Journal of Financial Economics, Τομ. 15, σελ. 213-232.
- Buckland, R., 1987, «**The Costs and Returns of the Privatization of Nationalized Industries**», Public Administration 65Q241-257.
- Carter, Richard, και Steven Manaster, 1990 «**Initial Public Offerings and Underwriter Reputation**», Journal of Finance, 45Q1045-1067.
- Carter, R.B. και F.H. Dark, 1992 «**An Empirical Examination of Investment Banking Reputation Measures**» The Financial Review, Τομος 27, ριθ. 3 (Αύγουστος), σελ. 355-374.
- Hansen, Robert S., και Paul Torregrosa, 1992, «**Underwriter Compensation and Corporate Monitoring**» Journal of Finance, 47:1537-1556.
- Ibbotson, R.G., J. Sindelar και J. Ritter, 1988, «**Initial Public Offerings**» Journal of Applied Corporate Finance, τομος 1, σελ. 37-42.



- Logue, D.E., 1973 «*On the Pricing of Unseasoned Equity Issues*», Journal of financial and quantitative Analysis, τόμος 8, σελ., . 91-104.
- Menyah, K, Paudyal K., και Inyangete C.G., 1995 «*Subscriber Return, Underpricing and Long-term Performance of Privatization Initial Public Offers*», Journal of Economic and Business.
- Rock, K., 1986 «*Why New Issues Are Underpriced?*» Journal of Financial Economics, τόμος 15, σελ. 187-212.

ΒΙΒΛΙΑ

- Copeland TE και Weston JF, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison Wesley.
- Emery R. και Finnerty J., (1997) *Corporate Financial Management*, Prentice Hall.
- Pike R, και Neale B. (1966) *Corporate Finance and Investment*, Prentice Hall.
- Clark E., Levasseur M., και Rousseau P., *International Finance*, France, International Thomson Publishing Company.



- Barnea A., Haugen R., και Senbet L. (1985), **Agency Problems and Financial Constracting** Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Walter, Ingo, (1990) **Investment Banking in Europe : Restructuring for the 1990's**, Oxford:Basil Blackwell.
- Charles R. Geisst, (1995) **Investment Banking in the Financial System**, englewood Cliffs, N.J.:Prentice Hall.
- Mario Levis (εκδότης) **Empirical Issues in Raising Equity Capital**, Amsterdam, Oxford : Elsevier.
- Vittorio Conti & Rony Hamawi, (1993), **Financial Markets Liberalization and the Role of Banks**, London Cambridge University Press.
- Eddi Cade (1997) **Managing Banking Risks**, London, Cambridge Gresham.
- Philip Arestis (εκδότης) (1993), **Money & Banking: Issues for the 21st Century**, Essays in honour of Stevn F.Frowen, Basingstoke:Macmillan.



Δωρεά

