



Α.Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ
ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2002-2006



ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ

ΧΡΟΝΑΚΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΟΥΪΜΑΚΗ ΕΛΕΝΗ

ΑΓΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	8
Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	8
1.1. Ιστορικό ίδρυσης του Χρηματιστηρίου.....	8
1.2. Βασικά χαρακτηριστικά.....	9
1.3. Το Χρηματιστήριο ως αγορά.....	11
1.4. Κατηγορίες Χρηματιστηρίων.....	12
1.4.1. Επίσημα χρηματιστήρια.....	12
1.4.2. Ελεύθερά χρηματιστήρια.....	13
1.4.3. Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων.....	13
1.4.4. Χρηματιστήρια Αξιών.....	13
1.5. Αντικείμενο Συναλλαγών (Αγοραπωλησιών) στο ΧΑΑ.....	14
1.6. Σκοπός και σημασία του ΧΑΑ.....	14
1.7. Χρηματιστήριο και οικονομική ανάπτυξη.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	17
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ.....	17
2.1. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.....	17
2.2. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ.....	18
2.3. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ.....	20
2.4. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του ΧΑΑ.....	21
2.5. Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) του ΧΑΑ.....	23
2.6. Διαδικασία εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ.....	23
2.7. Τιμή και κόστος εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.....	25
2.8. Τρόπος, χρόνος και κόστος πραγματοποίησης συναλλαγών.....	26
2.9. Είδη χρηματιστηριακών συναλλαγών.....	27
2.10. Λόγοι απόρριψής ενδεχομένου εισαγωγής στο ΧΑΑ.....	28
1. Δομή Αγοράς Τσιμέντου.....	28
2. Αξία πλοίου Μεταφοράς τσιμέντου (Market Value).....	28
3. Μέγεθος επιχείρησης και επένδυσης.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	30
ΑΝΑΔΟΧΟΙ.....	30
3.1. Ορισμός Αναδόχου.....	30
3.2. Κριτήρια Επιλογής Αναδόχων.....	34
3.3. Κόστος Αναδοχής.....	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	36
ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	36
4.1. Πλεονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.....	36
1. Μέσο άντλησης Κεφαλαίων.....	36
2. Ανάπτυξη δραστηριοτήτων εισηγμένων εταιρειών.....	37
3. Ενδυνάμωση εταιρειών.....	37
4. Ευκαιρίες για επενδύσεις στο εξωτερικό.....	37
5. Εξύψωση της εταιρικής εικόνας.....	38
6. Εξαγορές και συγχωνεύσεις.....	38
7. Βελτίωση βαθμού ρευστότητας μιας επιχείρησης.....	38
8. Πειθαρχία της διοίκησης για επιδόσεις.....	39

9. Εξασφάλιση υψηλότερης αγοραίας μετοχικής αξίας.....	39
10. Παροχή φορολογικών πλεονεκτημάτων	39
11. Μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα.....	40
4.2. Μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο.....	42
1. Απώλεια Ελέγχου.....	42
2. Αποκάλυψη Πληροφοριών-Διαφάνεια	42
3. Κόστος εισαγωγής	43
4. Δημιουργία συνθηκών εκμεταλλεύσεις των μικρομετόχων	43
5. Επίδραση συγκυριακών παραγόντων στην τρέχουσα τιμή της μετοχής	44
4.3.Εξέταση της βαρύτητας των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων εισαγωγής στο ΧΑΑ	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	46
ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ.....	46
5.1. Συνθήκες τέλει πληροφόρησης	46
5.1.1. Καθυστέρηση διαπραγμάτευσης και άνοδος του χρηματιστηρίου.....	46
5.1.2. Υποτίμηση ως εξασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων	47
5.1.3. Υποτίμηση και υπερκάλυψη της έκδοσης	47
5.2. Θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης	47
5.2.1 Ασύμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε εκδότες και επενδυτές.	48
5.2.2 Ασύμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε εκδότες και αναδόχους.....	49
5.2.3. Ασύμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	51
ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (2002 – 2006) ..	51
6.1.Περιγραφή Δείγματος.....	51
6.2. Περιγραφή Μεθοδολογίας	56
Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 7	60
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ	60
7.1. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα	60
7.2. Αποτελέσματα ανά αγορά.....	63
7.2.1. Αποτελέσματα για την Κύρια Αγορά	63
7.2.2. Αποτελέσματα για την Παράλληλη Αγορά	65
7.2.3. Αποτελέσματα για τη ΝΕΧΑ	67
7.3. Σύγκριση με εμπειρικά ευρήματα από άλλες χώρες.....	68
ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ	71
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	72
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ.....	73
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	73

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όσους βοήθησαν για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας προσφέροντας στοιχεία απαραίτητα για την διεκπεραίωση της έρευνας. Κυρίως θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Χρονάκη Ιωάννη για την πολύτιμη βοήθεια του, για το χρόνο που αφιέρωσε, για την καθοδήγηση και τις χρήσιμες υποδείξεις του.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η τιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών (IPOs) στο χρηματιστήριο αποτελεί εδώ και δεκαετίες ένα σημαντικό παράδειγμα αναποτελεσματικότητας της αγοράς. Η παρούσα πτυχιακή εργασία αναλύει τη βραχυχρόνια συμπεριφορά των τιμών 48 νεοεισερχομένων μετοχών στο Ελληνικό χρηματιστήριο για την περίοδο 2002-2006.

Όπως και η πλειοψηφία των προηγούμενων πανεπιστημιακών ερευνών, συμπεραίνουμε ότι οι επενδυτές που εγγράφονται κατά τη διάρκεια των δημόσιων προσφορών επιτυγχάνουν σημαντικές μέσες αποδόσεις κατά το κλείσιμο της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης που εμφανίζονται όμως μειούμενες κατά τη διάρκεια του πρώτου χρόνου. Το φαινόμενο της υπερτιμολόγησης των IPOs είναι περισσότερο εμφανές όταν η έρευνα περιορίζεται ανά αγορά διαπραγμάτευσης με μεγαλύτερες θετικές αποδόσεις για τις μετοχές που εγγράφονται στη NEXA.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο αποτελεί πολύ σημαντικό σταθμό στην ιστορία της και η έκβαση αποτελεί πρωταρχικό στόχο της εταιρείας που την επιδιώκει.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια έντονη τάση για εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για το λόγο ότι διευκολύνεται έτσι η άντληση μετοχικού κεφαλαίου, δίνοντας τη δυνατότητα σε οικογενειακές επιχειρήσεις να προσφύγουν στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό της κεφαλαιαγοράς.

Οι εισαγωγές εταιρειών στο Χρηματιστήριο αποτελούν μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης και ανάπτυξης κάθε επιχείρησης. Η επιτυχία της εισαγωγής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον καθορισμό της τιμής εισαγωγής. Ο καθορισμός της τιμής αυτής δεν είναι εύκολος και συνεπάγεται αβεβαιότητα τόσο για τους αρχικούς ιδιοκτήτες-μετόχους όσο και για τους νέους επενδυτές που αγοράζουν νέους τίτλους.

Οι νέες εταιρείες εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο υποτιμολογημένες, δηλαδή καθορίζοντας μέσω των αναδόχων τους μία τιμή διάθεσης χαμηλότερη της πραγματικής τους αξίας προκειμένου να κάνουν ελκυστική προς το επενδυτικό κοινό την έκδοση των τίτλων τους και να επιτύχουν πλήρη απορρόφηση ή και υπερκάλυψη αυτής. Έτσι παρέχονται θετικά σήματα στην αγορά για την αξία των νέων εταιρειών συμβάλλοντας στην αύξηση της ζήτησης και της συναλλακτικής δραστηριότητας των νέων μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά, και κατ' επέκταση στη μεγένθυση των αποδόσεων.

Αναφερόμαστε στο **«Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης των μετοχών»** το οποίο εμφανίζεται ιδιαιτέρως συχνά στις διεθνείς χρηματαγορές για τους λόγους που προαναφέραμε.

Το θέμα που θα μας απασχολήσει στην παρούσα εργασία είναι το «Φαινόμενο της Υποτιμολόγησης» των νέων εισαγωγών στο ΧΑΑ κατά την περίοδο 2002-2006. Για το σκοπό αυτό θα εξετάσουμε τις τιμές των νεοεισερχόμενων μετοχών στο ΧΑΑ τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο και θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα τα οποία θα προκύψουν και θα οδηγήσουν σε κάποια ουσιαστικά συμπεράσματα.

Αναλυτικότερα η οργάνωση της εργασίας διακρίνεται σε 8 κεφάλαια:

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην ιστορία ,στα είδη, στην σημασία, στο σκοπό και γενικότερα στα χαρακτηριστικά του χρηματιστηρίου.

Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο που καθορίζει τις εισαγωγές στο ΧΑΑ, οι προϋποθέσεις, η διαδικασία αρχικής εισαγωγής αλλά και οι λόγοι απόρριψης μιας εισαγωγής από το ΧΑΑ.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τους αναδόχους, ενώ το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στις συνέπειες από την εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο.

Στο πέμπτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται οι θεωρίες σχετικά με την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών των μετοχών στο χρηματιστήριο. Στο κεφαλαίο έξι πραγματοποιείται παρουσίαση του προς εξέταση δείγματος αλλά και η μεθοδολογία της πραγματοποιηθείσας έρευνας. Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προέκυψαν και τέλος το όγδοο κεφάλαιο αναφέρεται στα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Η έννοια του Χρηματιστηρίου είναι γνωστή στους περισσότερους από εμάς. Πρόκειται για οργανισμούς και καταστήματα όπου διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) σε κινητές αξίες και εμπορεύματα των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και ζήτησης. Συγκεκριμένα, Χρηματιστήρια Αξιών καλούνται τα Χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές τίτλων π.χ μετοχών Ανώνυμων Εταιριών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρίες)

Στη χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (ΧΑΑ) το οποίο λειτουργεί από το 1876. Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολόγων, μετοχών) και όχι συναλλάγματος , όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια καθ' ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.

Στη νέα εποχή το ελληνικό Χρηματιστήριο μπορεί να συμβάλει αποφασιστικά στην ανάδειξη ενός νέου αναπτυξιακού δυναμισμού στην ελληνική οικονομία, εφόσον με τη συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη οι προοπτικές της οικονομίας είναι οι καλύτερες των τελευταίων δεκαετιών.

1.1. Ιστορικό ίδρυσης του Χρηματιστηρίου

Το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών ιδρύθηκε στη Φλάνδρα στην Αμβέρσα (σημερινό Βέλγιο) το 1460 ,ενώ το1602 εισήχθη στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ και η πρώτη πολυμετοχική εταιρεία, η ολλανδική Εταιρεία των Ανατολικών Ινδιών

Σήμερα τα χρηματιστήρια είναι ένας απαραίτητος θεσμός για το οικονομικό σύστημα της Δύσης. Στις πλούσιες οικονομίες του κόσμου συναντάμε και τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές που συνήθως βασίζονται σε ένα χρηματιστήριο αξιών, όπως είναι το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, το χρηματιστήριο του Λονδίνου ,του Παρισιού ή της Φρανκφούρτης.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια δεν έχουν τόσο μακρόχρονη ιστορία καθώς η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα άρχισε να λειτουργεί ανεπίσημα το δεύτερο ήμισυ του 19^{ου} αιώνα. Έμποροι και ναυτικοί της εποχής εκείνης ήταν οι πρώτοι που άρχισαν να διαπραγματεύονται συνάλλαγμα και κινητές αξίες στις ανεπίσημες αγορές της Ερμούπολης (Σύρος) και της Αθήνας.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ιδρύθηκε το 1876 ως αυτόνομος κανονιστικά, δημόσιος φορέας ,με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου και είχε ως πρώτα αντικείμενα διαπραγμάτευσης τις ομολογίες των Εθνικών Δανείων και τις μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Τέσσερα χρόνια αργότερα , τον Μάιο του 1880 , εκλέχτηκε η πρώτη Διοικούσα Επιτροπή του Χρηματιστηρίου και το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί επίσημα .

Το Βασιλικό Διάταγμα της 12/16 Ιουνίου 1909 όρισε το χρηματιστήριο ως τον πρώτο οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου και σε τίτλους Τραπεζών και Ανώνυμων Εταιρειών .Το 1918 το Χρηματιστήριο μετατράπηκε σε Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου.

Το ελληνικό χρηματιστήριο εισήλθε βαθμιαία στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος από το 1995 και πιο ενεργά από την ίδρυση της ΟΝΕ το Μάιο του 1998. Στην περίοδο αυτή εφαρμόστηκε πολιτική αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και των επιτοκίων, με σκοπό την έγκριση του αιτήματος για πλήρη ένταξη της Ελλάδας από 1-1-2001. Η αποκλιμάκωση αυτή συνετέλεσε σε απότομη αύξηση των συναλλαγών και των τιμών των μετοχών και στη μαζική είσοδο νέων επενδυτών στο χρηματιστήριο.

Συνεπώς, το ελληνικό χρηματιστήριο μπορεί να συμβάλει αποφασιστικά στην ανάδειξη ενός νέου αναπτυξιακού δυναμισμού στην ελληνική οικονομία.

1.2. Βασικά χαρακτηριστικά

Οι **Κιόχος & Παπανικολάου (2001)** αναφέρουν κάποια βασικά χαρακτηριστικά του χρηματιστηρίου, τα οποία υποστηρίζουν ότι είναι απαραίτητο να γνωρίζει ένας επενδυτής και αξίζει να αναφερθούμε σε αυτά. Είναι τα εξής:

- Το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα βασικό κοινωνικό-οικονομικό θεσμό που στηρίζεται και λειτουργεί σε μία συγκροτημένη αγορά, όπου συναλλάσσονται ελεύθερα τα λεγόμενα «χρηματιστηριακά προϊόντα».
- Σήμερα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαρτίζεται από το λεγόμενο Κύριο Χρηματιστήριο, την Παράλληλη Αγορά, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA).
- Το Χρηματιστήριο αποτελεί δεξαμενή που τροφοδοτείται κυρίως με αποταμιεύσεις των νοικοκυριών που παρέχει υγιείς χρηματοδοτικούς πόρους στις επιχειρήσεις με χαμηλό κόστος κεφαλαίου για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών σχεδίων, εκσυγχρονισμού, συνεργασιών, επέκτασης, δημιουργίας νέων σχέσεων, διείσδυσης σε ξένες αγορές και απόκτησης ανταγωνιστικότητας στα πλαίσια του νέου «τοπίου» τεχνολογικής έκρηξης και διεθνούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος.
- Έχει αναδεχθεί σε μοχλό της διαδικασίας συσσώρευσης πλούτου, ανακατανομής των πόρων και συμμετοχής των εργαζομένων και των ευρύτερων λαϊκών στρωμάτων ως επενδυτών στην προστιθέμενη αξία και υπεραξία που δημιουργείται.
- Διασφαλίζει την ισότιμη πληροφόρηση και αποτελεσματική προστασία των μικροεπενδυτών και την ομαλή και αβίαστη λειτουργία του, με σαφή το ρόλο του κράτους στη θέσπιση ειδικής χρηματιστηριακής νομοθεσίας και την απόλυτη εφαρμογή της.
- Τα χρηματιστηριακά προϊόντα απαιτούν τίτλους απαιτήσεων, που συχνά συναντούνται με τους όρους κινητές αξίες, αξιόγραφα, χρεόγραφα κ.α. Περιλαμβάνει πρωτογενή χρηματιστηριακά προϊόντα δηλαδή ομολογιακούς τίτλους και μετοχές Α.Ε αλλά και ενδιάμεσους μετατρέψιμους τίτλους και τα λεγόμενα «παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα», τα οποία ονομαζόταν στο παρελθόν «χαρτιά», ενώ σήμερα μετά από τη λεγόμενη «αποϋλοποίηση», αποτελούν απλά λογιστικές εγγραφές και τίτλους απαιτήσεων και επενδυτών.
- Εκατοντάδες εκατομμύρια επενδυτών παραμένουν μακροπρόθεσμα στο χρηματιστήριο σε ολόκληρο τον κόσμο, καθότι είναι στατιστικά αποδεδειγμένο ότι σ' αυτό επιτυγχάνονται σχετικά υψηλές αποδόσεις, με προσεκτικές επιλογές και υπεύθυνη παρουσία σ' αυτό. Με κανονικές συνθήκες, το χρηματιστήριο αποτελεί «καθρέπτη» των εξελίξεων και των μακροπρόθεσμων προοπτικών και επιχειρήσεων και γενικότερα της οικονομίας.

- Οι υψηλότερες αποδόσεις συνοδεύονται από τον κίνδυνο να μην πραγματοποιηθούν, με συνέπεια ο επενδυτής να απολέσει τμήμα ή και ολόκληρο το κεφαλαίο του. Διότι, οι υψηλότερες αποδόσεις αποτελούν αμοιβή του υψηλότερου κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές. Όσο υψηλότερες αποδόσεις επιδιώκει ένας επενδυτής τόσο υψηλότερο κίνδυνο ζημιών αναλαμβάνει. Γενικά το χρηματιστήριο αποτελεί μια «αγορά προσδοκιών», με σαφώς ποιοτική διάσταση την προσεκτική επιλογή τίτλων με σχετικά υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο.
- Ως κατεξοχήν ελεύθερη και διεθνοποιημένη αγορά, το Χρηματιστήριο έχει ορισμένο «εύρος» και «βάθος», ώστε να λειτουργεί ελεύθερα και να διαμορφώνονται οι τιμές σ' αυτό χωρίς παρεμβάσεις από παράγοντες που στρεβλώνουν την αγορά και συντελούν σε διαταραχές στην ομαλή λειτουργία της.
- Το χρηματιστήριο αποτελεί τομέα σύγκλισης του ατομικού με το κοινωνικό όφελος λόγω των ωφελειών που αποκομίζουν από αυτό πολλές κατηγορίες πολιτών και τομείς της οικονομίας και των δυνατοτήτων που δίνει στους νέους να αποκτήσουν κατάλληλη εξειδίκευση για απασχόληση και επαγγελματική σταδιοδρομία σε πολλούς φορείς που ασχολούνται με χρηματιστηριακές συναλλαγές.

1.3. Το Χρηματιστήριο ως αγορά

Το ΧΑ είναι η αγορά όπου ανταλλάσσονται χρηματιστηριακές αξίες ή χρηματιστηριακοί τίτλοι που εκδίδονται από τις επιχειρήσεις ή το Κράτος και κρατούνται από τους επενδυτές.

Το ΧΑ αποτελεί τμήμα της λεγόμενης «κεφαλαιαγοράς», σε αντιδιαστολή από τη «χρηματαγορά» που μαζί με τις νομισματικές αρχές συναποτελούν το Χρηματοοικονομικό Σύστημα μιας Χώρας. Η βασική διαφορά είναι ότι στη χρηματαγορά συναλλάσσονται τίτλοι διάρκειας μικρότερης από ένα έτος και έχουν συνήθως χαμηλότερο κίνδυνο αθέτησης σε σχέση με την κεφαλαιαγορά. Η κεφαλαιαγορά περιέχει όλες τις διαθέσιμες δυνατότητες για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων από τράπεζες ή από το χρηματιστήριο. Ειδικότερα οι μετοχικοί τίτλοι που εκδίδονται από εταιρίες και διαθέτονται στο χρηματιστήριο δεν έχουν

χρηματοδοτικές επιβαρύνσεις (τοκοχρεολύσια) καθότι οι επενδυτές που τους προμηθεύονται γίνονται μέτοχοι των εταιριών.

Το χρηματιστήριο ως αγορά έχει δύο τουλάχιστον βασικές διαφορές από τις γνωστές αγορές προϊόντων:

Πρώτον: Στη χρηματιστηριακή αγορά ανταλλάσσονται σήμερα άυλα και όχι υλικά προϊόντα. Αποτελούν τίτλους απαιτήσεων των επενδυτών και υποχρεώσεων των φορέων που τους εκδίδουν (απούλοποίηση των τίτλων).

Δεύτερο: Η παραδοσιακή χρηματιστηριακή αγορά (κύρια αγορά) βρίσκεται σε συγκεκριμένο χώρο ,αλλά με τις σημερινές συνθήκες της σύγχρονης ηλεκτρονικής τεχνολογίας, με πλήρες μηχανογραφημένο ηλεκτρονικό σύστημα, δίκτυα και διαδίκτυα, τεχνητούς δορυφόρους και το Internet ,υπάρχουν τμήματα της, όπου οι συναλλαγές γίνονται χωρίς να υπάρχει γεωγραφικός χώρος (Μαλινδρέτου & Μαλινδρέτος, 2000).

1.4. Κατηγορίες Χρηματιστηρίων

Οι **Κιόχος & Παπανικολάου (2001)** αναφέρουν επίσης τις κατηγορίες των Χρηματιστηρίων ανάλογα με τον τρόπο της σύστασης και λειτουργίας τους αλλά και ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται.

Οι κατηγορίες των Χρηματιστηρίων ανάλογα με τον τρόπο της σύστασης και λειτουργίας τους είναι οι έξης :

1.4.1. Επίσημα χρηματιστήρια

Τα επίσημα χρηματιστήρια ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος , το οποίο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του.

Τα περισσότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα (π.χ Ελλάδα , Γαλλία , Γερμανία , Ιταλία κ.τ.λ).

1.4.2. Ελεύθερά χρηματιστήρια

Τα ελεύθερα χρηματιστήρια ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ιδίων εταιριών και το κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Τα χρηματιστήρια ανάλογά με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται διακρίνονται στις παρακάτω κατηγορίες:

1.4.3. Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων

Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) εμπορευμάτων , όπως για παράδειγμα σιταριού , βαμβακιού , πολυτίμων μετάλλων , ναυλώσεις πλοίων κ.τ.λ

Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα. Στη Χώρα μας λειτουργούν δύο Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων, του Πειραιώς(1924) και της Θεσσαλονίκης(1925).

1.4.4. Χρηματιστήρια Αξιών

Χρηματιστήρια Αξιών καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων ,π.χ μετοχών Ανώνυμων Εταιριών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρίες).

Στη Χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) το οποίο όπως αναφέραμε παραπάνω λειτουργεί από το 1976. Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών και μετοχών) και όχι συναλλάγματος όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια καθ'ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος (Κιόχος & Παπανικολάου, 2001).

1.5. Αντικείμενο Συναλλαγών (Αγοραπωλησιών) στο ΧΑΑ

Οι κινητές αξίες που είναι διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο Αξιών ονομάζονται «χρηματιστηριακά πράγματα» και είναι τα εξής :

- Οι μετοχές και οι ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιριών.
- Οι μετοχές και οι ομολογίες αλλοδαπών ανώνυμων εταιρειών με την προϋπόθεση να έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της Πολιτείας της οποίας έχουν την ιθαγένεια.
- Τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια καθώς και οι ομολογίες των δανείων του Ελληνικού Κράτους και των Ξένων Κρατών.
- Τα ομόλογα και οι ομολογίες των Δήμων και Κοινοτήτων καθώς και των ΝΠΔΔ και γενικά των ΝΠΔΔ
- Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα και ο χρυσός και άργυρος .σε ράβδους εφόσον το επιτρέπει ο Νόμος.

Στη Χώρα μας όπως ήδη αναφέραμε οι συναλλαγές επί του συναλλάγματος καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών έχουν ανατεθεί αποκλειστικά στην Τράπεζα της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

Οι συναλλαγές γίνονται με τη μεσολάβηση των μελών του Χρηματιστηρίου.(ΑΧΕ).Οι αγοραστές τίτλων είτε εξοφλούν άμεσα το σχετικό τίμημα (καταβολή του αντίστοιχου ποσού τρεις ημέρες μετά την ημέρα αγοράς) είτε χρηματοδοτούνται από τις διαμεσολαβούσες ΑΧΕ με τη μέθοδο του «λογαριασμού περιθωρίου». Ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών καθημερινά αφορά τις συναλλαγές μετοχών (Γκλεζάκος, 2005).

1.6. Σκοπός και σημασία του ΧΑΑ

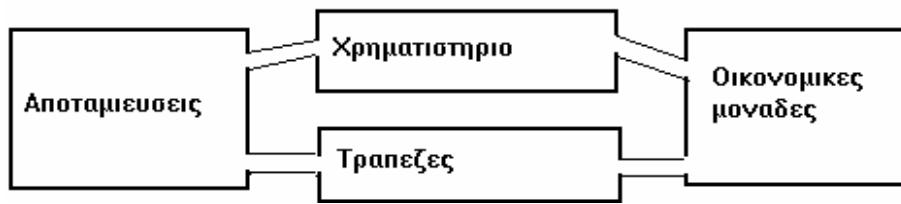
- Στο ΧΑΑ και μέσω αυτού, στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό καταφεύγουν οι επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών και ομολόγων (ομολογιακών δανείων) προς άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων (επέκταση δραστηριότητας και εκσυγχρονισμού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων κ.τ.λ)

- Στο ΧΑΑ και μέσω αυτού στο ευρύ επενδυτικό κοινό καταφεύγουν επίσης το Κράτος ,οι Δήμοι ,οι Δημόσιοι Οργανισμοί Κοινής Ωφέλειας, για τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση έργων τα οποία συμβάλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας.
- Το ΧΑΑ δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό και τις επιχειρήσεις να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμα τους σε χρεόγραφα (μετοχές ,ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα.
- Στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η συγκέντρωση της συνολικής προσφοράς και ζήτησης των χρηματιστηριακών αξιών και η διαμόρφωση της πραγματικής τιμής τους.
- Το ΧΑΑ παρέχει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν αντλώντας κεφάλαια από τους επενδυτές του οποίους προστατεύει μέσω της νομοθεσίας και διασφαλίζει την πλήρη και ίση πληροφόρηση για όλους.
- Το ΧΑΑ διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς διευρύνοντας την με την εισαγωγή νέων εταιρειών από την Κύπρο και από το εξωτερικό και εισάγει νέα χρηματιστηριακά προϊόντα.

1.7. Χρηματιστήριο και οικονομική ανάπτυξη

Τα χρηματιστήρια αξιών αποτελούν μηχανισμούς διοχέτευσης κεφαλαίων μακράς διάρκειας στις οικονομικές μονάδες, διότι τους δίνουν τη δυνατότητα να αντλήσουν κεφάλαια μέσω της έκδοσης και πώλησης νέων μετοχών και ομολογιών. Ειδικότερα, η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών και η ρευστότητα που διασφαλίζουν σε αυτούς οι οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές, τους ενθαρρύνουν να μετέχουν στις πιο πάνω εκδόσεις. Έτσι, η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων μπορεί να αριστοποιηθεί όσο αφορά τη συμμετοχή ιδίων και ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών πόρων.

Διαγραμματικά, η συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών στην ισορροπημένη διοχέτευση των αποταμιεύσεων στις οικονομικές μονάδες θα μπορούσε να παρασταθεί ως εξής:



Πηγή: Γκλεζάκος, (2005)

Θα πρέπει να τονιστεί ότι το χρηματιστήριο δε μεταφέρει, απλά αποταμιεύσεις στην παραγωγή και γενικότερα στις οικονομικές δραστηριότητες. Διοχετεύει επιλεκτικά τα κεφάλαια αυτά. Ειδικότερα, οι επενδυτές προτιμούν τους τίτλους των επιχειρήσεων που πείθουν ότι έχουν καλές προοπτικές. Η προτίμησή τους αυτή, όμως, δίνει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις της πιο πάνω κατηγορίας να αντλήσουν με σχετική ευκολία τα κεφάλαια που τους χρειάζονται, πουλώντας νέες μετοχές/ ομολογίες.

Δηλαδή, το χρηματιστήριο ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς (αλλιώς δε θα είχαν καλές προοπτικές). Κατά συνέπεια, μέσα από το μηχανισμό αυτό ευνοούνται οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην ανάπτυξη.

Η συμβολή των χρηματιστηριακών αγορών στην οικονομική ανάπτυξη μπορεί να αποδειχθεί και αποθετικά, ως εξής:

- Ανεπαρκής λειτουργία ή απουσία του χρηματιστηρίου
- Μείωση των επενδύμενων αποταμιεύσεων ή συγκέντρωσή τους στις Τράπεζες
- Χαμηλότεροι ρυθμοί χρηματοδότησης της οικονομίας ή χρηματοδότησή της, κύρια, με δανειακά κεφάλαια
- Διαμόρφωση αναποτελεσματικής κεφαλαιακής διάρθρωσης των οικονομικών μονάδων
- Επιδείνωση της ρευστότητας σε επίπεδο επιχείρησης
- Πρόκληση δυσλειτουργιών στην αγορά
- Μείωση της ανταγωνιστικότητας των επιμέρους επιχειρήσεων
- Μείωση της ανταγωνιστικότητας της εθνικής οικονομίας
- Μείωση του ρυθμού ή του επιπέδου της οικονομικής δραστηριότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ

2.1. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Οι επιχειρήσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά προγράμματα τους και τις φιλοδοξίες τους, ξεκινούν τις διαδικασίες εξεύρεσης κεφαλαίων. Οι επιλογές τους είναι:

- Να δανειστούν κεφάλαια από τραπεζικά ιδρύματα
- Να συνεισφέρουν νέα κεφάλαια οι ιδιοκτήτες / μέτοχοι
- Να διαθέσουν από τα αποθεματικά τους κεφάλαια (αν υπάρχει αυτή η δυνατότητα)
- Να συνάψουν συνεργασίες με Εταιρίες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.)
- Να εισαχθούν στην αγορά του χρηματιστηρίου

Οι επιχειρήσεις που πληρούν τις νομικές και οικονομικές προϋποθέσεις μπορούν να ξεκινήσουν τις διαδικασίες εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο για άντληση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων.

Τα νέα αυτά κεφάλαια είναι ιδιαίτερα υγιή για τις επιχειρήσεις λόγω της απαλλαγής τους από το άγχος της επιστροφής με αποτέλεσμα έναν ορθότερο προγραμματισμό του οικονομικού προγράμματος των επιχειρήσεων.

Ένα άλλο στοιχείο που δίνει την έννοια του υγιούς χρήματος που προέρχεται από την Κεφαλαιαγορά, είναι η απαλλαγή του από τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα οποία αποτελούν τροχοπέδη για κάθε οικονομική δραστηριότητα, επειδή η ευκολία στη λήψη δανείων και η αλόγιστη χρήση τους, δρουν καταλυτικά και αντικοινωνικά στην πορεία κάθε οικονομικής μονάδας.

Όταν οι επιχειρήσεις χρειάζονται κεφάλαια για επένδυση σε παραγωγικά μέσα, πωλούν μετοχές στο ευρύτερο κοινό, σε καθένα δηλαδή από αυτούς που

θέλουν να γίνουν αντίστοιχα ιδιοκτήτες ή δανειστές. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για κεφαλαιαγορά ή πρωτογενή αγορά, δηλαδή για αγορά από την οποία αντλούνται αόριστης ή μακροπρόθεσμης διάρκειας επιχειρηματικά κεφάλαια, πάνω από 8-10 έτη. Για να μπορέσει να αντλήσει κεφάλαια μία εταιρία από την κεφαλαιαγορά θα πρέπει να πληροί τους όρους και τις προϋποθέσεις της εισαγωγής στην κύρια ή την παράλληλη (ανάλογα του επιχειρησιακού μεγέθους), χρηματιστηριακή αγορά.

2.2. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ

Η διαδικασία των εγκρίσεων εισαγωγής των εταιριών στο Χρηματιστήριο, που τους δίνει το δικαίωμα για έκδοση και διάθεση χρηματιστηριακών τίτλων στο ευρύ επενδυτικό κοινό, έχει θεσπιστεί σε διεθνές επίπεδο μετά τη διεθνή οικονομική κρίση το 1929-36 με σκοπό την προστασία των επενδυτών και τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των Χρηματιστηρίων. Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο ΧΑ μπορεί να συνδυάζεται με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Οι προϋποθέσεις για εισαγωγή των εταιριών στο Χρηματιστήριο και για εκδόσεις και διάθεση χρηματιστηριακών τίτλων στο επενδυτικό κοινό, επιβάλλουν πρόσθετες υποχρεώσεις και διοίκηση της εταιρίας. Στην περίπτωση του ΧΑΑ οι υποχρεώσεις αυτές καθορίζονται νομοθετικά, με γενικά τυπικά κριτήρια. Οι χρηματιστηριακές αρχές σε διεθνές επίπεδο, με ευελιξία, πνεύμα διορατικότητας και χρησιμοποίηση ειδικών και έμπειρων αναλυτών, προβαίνουν σε εκτίμηση και αξιολόγηση των πραγματικών προοπτικών των εταιριών.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ διέπονται από την ελληνική νομοθεσία (Π.Δ.348 και 350/1985, Ν.2396/1996). Στις προϋποθέσεις αυτές περιλαμβάνεται η κατάρτιση και ελεύθερη διάθεση Ενημερωτικού Δελτίου (prospectus) στους επενδυτές, ώστε να ενημερώνονται επαρκώς για την κατάσταση και τις προοπτικές των εταιριών, στις οποίες πρόκειται να εμπιστευτούν τις αποταμιεύσεις τους

Ειδικές ρυθμίσεις καθορίζουν την εισαγωγή στο ΧΑΑ μετοχών εταιριών με έδρα ένα Κράτος-Μέλος της ΕΕ καθώς και με έδρα τρίτο κράτος, με σκοπό να διασφαλίζονται επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των Ελλήνων επενδυτών.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ χαλαρώθηκαν σε πρόσφατη νομοθεσία (τελευταίος Ν.2651/1998). Οι νέες προϋποθέσεις για εισαγωγή στο ΧΑΑ

με το Ν.2651/1998 είχαν κύριο προγραμματικό σκοπό να αυξηθεί το «βάθος» του ΧΑΑ με διευκόλυνση της εισαγωγής δυναμικών ελληνικών εταιριών αποτρέποντας την προσφυγή τους σε ξένα Χρηματιστήρια και διευκολύνοντας την προσέλκυση της εισόδου ξένων εταιριών στο ελληνικό Χρηματιστήριο.

Πιο συγκεκριμένα, και σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο που ισχύει σήμερα για την εισαγωγή μετοχών στο ΧΑΑ απαιτούνται τα εξής:

- Η επιχείρηση που ζητά εισαγωγή των μετοχών της να έχει μορφή Α.Ε και τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια που ορίζονται κάθε φορά με απόφαση της εποπτεύουσας αρχής. Με βάση την Απόφαση ΕΚ 3/302/26-5-2004 το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται προκειμένου μια εταιρία να καταθέσει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της για διαπραγμάτευση είναι δεκαπέντε εκατομμύρια ευρώ.
- Η επιχείρηση να έχει λειτουργήσει με ικανοποιητικά αποτελέσματα στις τρεις τουλάχιστον διαχειριστικές χρήσεις που προηγούνται της αίτησης της για εισαγωγή. Ακόμα η οικονομική κατάσταση της, όπως προκύπτει από τους πιο πρόσφατους ισολογισμούς της, και οι προοπτικές της είναι απαραίτητο να χαρακτηρίζεται ως πολύ καλή.
- Η επιχείρηση που υποβάλει αίτηση εισαγωγής, να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου και να διαθέσει τις νέες μετοχές σε δημόσια εγγραφή. Σε περίπτωση που μέρος των νέων μετοχών διανέμεται μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, θα πρέπει το μέρος αυτό να μην υπερβαίνει το 5% των μετοχών που διανέμονται με δημόσια εγγραφή.
- Οι υπό εισαγωγή μετοχές να παρουσιάζουν ικανοποιητική διασπορά, η οποία εξετάζεται από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς με βάση τα στοιχεία των μετόχων που της υποβάλει η αντίστοιχη επιχείρηση. Η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο της αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανομημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Το ποσοστό αυτό μπορεί να περιορισθεί μέχρι το 5% όταν το μέγεθος της εταιρίας είναι πολύ μεγάλο, ο αριθμός των μετοχών της αντίστοιχα μεγάλος και επομένως διασφαλίζεται η αναγκαία διασπορά και με μικρότερο ποσοστό.
- Οι μετοχές να έχουν εκδοθεί σύμφωνα με την Ελληνική νομοθεσία και να μην εκφράζονται με προσωρινούς τίτλους.

- Η εταιρεία να δημοσιεύσει Ενημερωτικό Δελτίο που να παρουσιάζει όλες τις πληροφορίες που χρειάζονται οι επενδυτές και οι επαγγελματίες του χώρου έτσι ώστε να αποτιμήσουν ορθά τόσο την αξία των μετοχών όσο και την χρηματοοικονομική θέση του φορέα του φορέα της εταιρίας. Το Ενημερωτικό Δελτίο επιτρέπεται να κυκλοφορήσει ή να δημοσιευτεί μόνο μετά από έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου του ΧΑΑ.
- Οι τρεις τελευταίοι ισολογισμοί τουλάχιστον, των υπό εισαγωγή επιχειρήσεων να έχουν ελεγχθεί από ορκωτούς λογιστές.
- Η προς εισαγωγή επιχείρηση να έχει ελεγχθεί φορολογικά.

Στο ΧΑΑ μπορούν να εισαχθούν, μετά από έγκριση του Δ.Σ και επιχειρήσεις χωρών εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικά για τις ξένες επιχειρήσεις, για τις οποίες έχει επιτευχθεί επαρκής, κατά την κρίση, του Δ.Σ, διασπορά στο κοινό των τρίτων χωρών, όπου είναι εισηγμένες δεν απαιτείται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή στην Ελλάδα.

2.3. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ

Η λεγόμενη Παράλληλη Αγορά αφορά επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν όλες τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Αγορά και άρχισε η λειτουργία της στη Χώρα μας το 1990 και σ' αυτήν διεξάγονται μόνο συναλλαγές τοις μετρητοίς.

Η σύγκριση της Κύριας και της Παράλληλης Αγοράς δείχνει ότι παρά τη σημαντική αύξηση των συναλλαγών στην τελευταία, αυτή βρίσκεται ακόμη γύρω στο 10% της πρώτης. Αυτό δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική κατάσταση, όπου δεσπόζουσα μορφή της ελληνικής επιχειρηματικής δομής είναι οι Μικρομεσαίες Επιχειρήσεις. Είναι ενδεικτικό του ότι οι ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν συμμετέχουν επαρκώς στην άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά με συνέπεια δυσμενέστερους όρους και κόστος δανεισμού και συνθήκες άνισου ανταγωνισμού με τις εταιρίες μεγάλου μεγέθους.

Αντίθετα από το μικρό μέγεθος της ελληνικής Παράλληλης Αγοράς για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, στα ώριμα Χρηματιστήρια έχει σημειωθεί ραγδαία ανάπτυξη και έχει δημιουργηθεί ένα πλέγμα αγορών στη διάρκεια της τελευταίας

25ετίας, με συναλλαγές που υπερβαίνουν σήμερα τις αντίστοιχες στο κύριο Χρηματιστήριο.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στην Παράλληλη Αγορά είναι οι ίδιες με την τυπική διαδικασία εισαγωγής στην Κύρια Αγορά. Δεν υπάρχει διαφορά μεταξύ Κύριας και Παράλληλης Αγοράς του Χρηματιστηρίου ως προς τον τρόπο λειτουργίας, διαπραγμάτευσης των τίτλων, φορολογικής μεταχείρισης κ.λ.π

Οι βασικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή εταιρειών αφορούν το ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό και αποθεματικό) 500 εκατ. δραχμές, τη δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων καταρχήν για δυο τουλάχιστον ετήσιες προηγούμενες οικονομικές χρήσεις, ελεγμένες από Ορκωτό Λογιστή, και ικανοποιητική Κεφαλαιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό της εταιρίας, το φορολογικό έλεγχο για τις προηγούμενες χρήσεις, την απόφαση έγκρισης εισαγωγής με πλειοψηφία 3/5 των μελών του ΧΑΑ, διάθεση με δημόσια εγγραφή μετοχών τουλάχιστον το 15% του μετοχικού κεφαλαίου και της αυξήσεως, διασπορά τουλάχιστον σε 300 φυσικά και νομικά πρόσωπα, έκδοση μόνο μέσω τραπεζών ή ΕΠΕΥ, προηγούμενη δημοσίευση Ενημερωτικού Δελτίου όπου μπορεί να αναγγέλλεται και η τιμή έκδοσης τρεις τουλάχιστον εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη της δημόσιας εγγραφής και διετής παραμονή της εταιρίας στην Παράλληλη Αγορά για δυνατότητα μετάταξης στην Κύρια Αγορά.

Οι εισηγμένες στην Παράλληλη Αγορά εταιρίες έχουν υποχρέωση να δημοσιεύουν εξαμηνιαίες καταστάσεις και υπόκεινται στις ίδιες διατάξεις του Κανονισμού Λειτουργίας του ΧΑΑ με τις εισηγμένες εταιρίες στην Κύρια Αγορά..

2.4. Προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του ΧΑΑ

Το Ιανουάριο του 2000 άρχισε στη Χώρα μας η λειτουργία της « Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς» (NEXA) βάση του νόμου που ψηφίστηκε από το ελληνικό κοινοβούλιο το Σεπτέμβριο του 1999.

Σκοπός της αγοράς αυτής είναι να δώσει τη δυνατότητα σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων μέσω Χρηματιστηρίου πέρα από το συνήθη δανεισμό τους μέσω του τραπεζικού συστήματος. Έτσι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις που εμφανίζουν δυναμική ανάπτυξη θα διευκολύνονται στη χρηματοδότηση της υλοποίησής τους με τους ευνοϊκούς όρους που προσφέρει η NEXA, παράγοντας τον

ανταγωνισμό με μεγαλύτερες εταιρίες που έχουν ήδη εισέλθει στην κύρια ή στην παράλληλη χρηματιστηριακή αγορά.

Σημαντικά πλεονεκτήματα της NEXA είναι η συμβολή της στην αλλαγή της επιχειρηματικής νοοτροπίας και η εντατικοποίηση της ενεργοποίησης των εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου, καθότι έχει συντομευτεί ο χρόνος για την εισαγωγή μικρομεσαίων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη NEXA είναι οι εξής:

1. Ίδιο μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 200 εκατ. δραχμές και 250 εκατ. δραχμές εφόσον ταυτόχρονα θα πραγματοποιηθεί αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των εισερχόμενων εταιριών.
2. Δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων ως ΑΕ για μια τουλάχιστον οικονομική χρήση και να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό λογιστή.
3. Δυνατότητα εισαγωγής και ΕΠΕ που τηρούν βιβλία Γ' κατηγορίας με την προϋπόθεση μετατροπής σε ΑΕ κατά το χρόνο λήψης της απόφασης για εισαγωγή στη NEXA.
4. Διάθεση στο ευρύ επενδυτικό με δημόσια εγγραφή 100.000 νέων μετοχών που θα εκπροσωπούν υποχρεωτικά το 80% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου.
5. Δυνατότητα ιδιωτικής τοποθέτησης στο προσωπικό, σε ποσοστό που δε θα υπερβαίνει το 5% της δημόσιας εγγραφής.
6. Έναρξη διαπραγμάτευσης της εταιρείας μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής, υπό τον όρο ότι τουλάχιστον το 20% των μετοχών θα έχει διατεθεί σε 150 φυσικά ή νομικά πρόσωπα εκ των οποίων κανένα δεν επιτρέπεται να κατέχει άνω του 2% των προς διάθεση μετοχών.
7. Μέτοχοι που κατέχουν τουλάχιστον 5% προ της αίτησης εισαγωγής δεσμεύονται να μη διαθέσουν επί μια τριετία το 80% των μετοχών που κατέχουν στην αρχή της διαπραγμάτευσης (δέσμευση σε χρηματοπιστωτικό ή άλλο οργανισμό ως θεματοφύλακα).
8. Δυνατότητα μετάταξης στην παράλληλη ή στην κύρια αγορά μετά από τριετή διαπραγμάτευση, εφόσον έχουν υλοποιήσει το επενδυτικό τους σχέδιο και δεν έχουν υποπέσει σε σοβαρές ή επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.
9. Δημοσίευση τριμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων μετά από την εισαγωγή μιας εταιρείας στη NEXA.

Σε ότι αφορά το κόστος εισαγωγής επιχειρήσεων στη ΝΕΧΑ δεν υπάρχουν ακριβής εκτιμήσεις.

Σύμφωνα με μια μελέτη ειδικών επιστημόνων για λογαριασμό του ΧΑΑ, αυτό θα κυμαίνεται μεταξύ 24-35 εκατ. δραχμές για την άντληση κεφαλαίων ύψους 300 εκατ. δραχμών και 30-43 εκατ. δραχμές για άντληση κεφαλαίων ύψους 500 εκατ. δραχμών.

2.5. Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) του ΧΑΑ

Η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) συστάθηκε το 1997 με το νόμο 2533/1997. Το θεσμικό πλαίσιο για τη λειτουργία της συμπληρώθηκε με μια σειρά Υπουργικών Αποφάσεων και Κανονιστικών Αποφάσεων των ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ).

Η αγορά αυτή υποστηρίζεται από το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης και έχει αντικείμενο συναλλαγών:

1. Τα ελληνικά πιστοποιητικά
2. Τα μερίδια «Επενδυτικών Κεφαλαίων Αναδυόμενων Αγορών». Αυτά αποτελούν ομάδες περιουσίας που τελούν υπό τη διαχείριση πιστωτικών ιδρυμάτων και άλλων ΕΠΕΥ και θέτονται από τα ίδια σε δημόσια εγράφη.

Μετοχές «Εταιρειών Αναδυόμενων Αγορών». Οι εταιρείες αυτές διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια παραγωγών χρηματοοικονομικών προϊόντων

2.6. Διαδικασία εισαγωγής μετοχών στο ΧΑΑ

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της εταιρείας στη συνεδρίαση της θα πρέπει να αποφασίσει ομόφωνα για την εισαγωγή ή μη των μετοχών της εταιρείας στην αγορά του Χρηματιστηρίου.

Με την ομόφωνη απόφαση για εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στο Χρηματιστήριο θα πρέπει να παρθούν αποφάσεις:

- Για την εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην Κύρια Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου.
- Για την μείωση της ονομαστικής αξίας των μετοχών.

- Για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- Για τη διάθεση, με ή χωρίς Δημόσια Εγγραφή του απαιτούμενου αριθμού υφιστάμενων μετοχών προκειμένου να επιτευχθεί η προβλεπόμενη από το νόμο διασπορά για την εισαγωγή των μετοχών στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου.
- Για την κατάργηση του δικαιώματος προτιμίας των κατά το χρόνο της εκδόσεως μετοχών, όσον αφορά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά .
- Για την εξουσιοδότηση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρίας να διαπραγματευτεί με τον Κύριο ανάδοχο την τιμή διάθεσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο.
- Για πιθανή αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με κεφαλαιοποίηση αφορολόγητων αποθεματικών, κέρδη χρήσης, αναπροσαρμογές από πάγια.

Επιπλέον θα πρέπει να αποφασισθούν:

- Η διαφορά από την έκδοση των μετοχών υπέρ το άρτιο θα αχθεί σε πίστωση του λογαριασμού «Αποθεματικό από έκδοση Μετοχών υπέρ το Άρτιο».
- Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της Εταιρίας με καταβολή μετρητών μέσω Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής Τοποθέτησης.
- Η διάθεση μέρους των υφισταμένων μετοχών μέσω Δημόσιας Εγγραφής ή και Ιδιωτικής Τοποθέτησης.

Με την προϋπόθεση ότι ορίστηκαν τα παραπάνω για την εισαγωγή της εταιρίας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου η έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετοχών στη συνέχεια θα αποφασίσει για τα εξής:

- Το ποσό της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, με την έκδοση νέων ονομαστικών μετοχών ορισμένης ονομαστικής αξίας που θα διατεθούν μέσω Δημόσιας Εγγραφής.
- Η τιμή διάθεσης των υφιστάμενων κοινών ονομαστικών μετοχών της Ιδιωτικής Τοποθέτησης είναι η ίδια με την τιμή διάθεσης των νέων μετοχών που διατίθενται στο κοινό με Δημόσια Εγγραφή και καθορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο και από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας.

- Η διαφορά από την έκδοση των μετοχών υπέρ το άρτιο θα αχθεί σε πίστωση λογαριασμού Αποθεματικό από Έκδοσή Μετοχών Υπέρ το Άρτιο.
- Την κατάργηση του δικαιώματος προτίμησης των κατά το χρόνο της εκδόσεως μετοχών με τη διάταξη της παρ.6 του άρθρου 13 του κ.ν.2190/1920.

2.7. Τιμή και κόστος εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Για την εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χρηματιστήριο πρέπει να καταβληθούν κάποιες δαπάνες. Από τα πρώτα στάδια της διαδικασίας εισαγωγής απαιτούνται οι υπηρεσίες των αναδόχων και άλλων εμπειρογνομόνων καθώς και δαπάνες για τη διαφήμιση της έκδοσης και τη συγγραφή και κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου, οι οποίες συνιστούν διοικητικές δαπάνες. Επίσης οι εταιρείες οφείλουν να καταβάλλουν το κόστος τιμολόγησης των μετοχικών τίτλων. Το κόστος εισαγωγής μετοχών στο ελληνικό Χρηματιστήριο με δημόσια εγγραφή είναι σχετικά μικρό (της τάξης του 4-8%) σε σχέση με το κόστος εισαγωγής ομολόγων ή άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Κάτω από ιδανικές συνθήκες η τιμή εισαγωγής θα έπρεπε να είναι η ίδια με την τιμή αγοράς των νέων μετοχών. Τότε η εμφανής διαφορά (διαφορά ανάμεσα στην τιμή εισαγωγής και στην τιμή εισαγωγής μειωμένη κατά την αμοιβή του αναδόχου) αντανακλά το προσδοκώμενο κόστος εισαγωγής σε τιμή εισαγωγής ίση με την τιμή αγοράς. Σε περίπτωση που η τιμή εισαγωγής αποδειχθεί χαμηλότερη από την τιμή αγοράς, τότε η αναδοχή έχει πραγματοποιηθεί με λιγότερο κίνδυνο απ' ότι αρχικά αναμενόταν και η διανομή έχει πραγματοποιηθεί με λιγότερη προσπάθεια και συνεπώς λιγότερες δαπάνες. Σε αυτή την περίπτωση ο ανάδοχος καρπώνεται καθαρό κέρδος ου αντιπροσωπεύει αμοιβή πέρα από το αναμενόμενο κόστος εισαγωγής. Στην αντίθετη περίπτωση όμως που η τιμή εισαγωγής αποδεικνύεται υψηλότερη από την τιμή αγοράς, οι συνέπειες στο κόστος εισαγωγής είναι αντίθετες και ο ανάδοχος έχει απώλειες στην αμοιβή του.

Όπως είναι φυσικό, στόχος του εκδότη των νέων μετοχών είναι η μεγιστοποίηση των προσόδων του από τη διάθεση των νέων τίτλων στην αγορά. Έτσι δεν είναι προς το συμφέρον του ο ορισμός της τιμής εισαγωγής σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά

της αναμενόμενης τιμής εισαγωγής των τίτλων παρόλο που αυτή η τακτική μειώνει τα έξοδα εισαγωγής κι επομένως και την εμφανή διαφορά.

Ο εκδότης ωφελείται από την υποτίμηση των νέων τίτλων μόνο στην περίπτωση που το καθαρό ποσό που θα αποκομίσει στη χαμηλότερη τιμή εισαγωγής είναι μεγαλύτερο από αυτό που αντιστοιχεί σε πλήρη τιμή.

2.8. Τρόπος, χρόνος και κόστος πραγματοποίησης συναλλαγών

Παλαιότερα, η εκτέλεση των χρηματιστηριακών εντολών γινόταν με το σύστημα εκφώνησης - αντιφώνησης στην αίθουσα συναλλαγών (“Κύκλος”). Σήμερα, έχει εγκατασταθεί και λειτουργεί το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ), το οποίο διαδέχθηκε το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ) προκειμένου να ικανοποιήσει τις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες της αγοράς και να προσφέρει μεγαλύτερη ασφάλεια και διαφάνεια στις συναλλαγές.

Το σύστημα αυτό βασίζεται στην αρχή της διασταύρωσης των εντολών και περιλαμβάνει δύο κεντρικές μονάδες (οι οποίες λειτουργούν παράλληλα ώστε να υποκαθιστά η μία την άλλη με μηδενική χρονική υστέρηση σε περίπτωση βλάβης) και ένα δίκτυο τερματικών σταθμών που είναι συνδεδεμένοι με αυτές μέσω καλωδιώσεων υψηλής αξιοπιστίας.

Οι ημερήσιες συνεδριάσεις του Χρηματιστηρίου Αθηνών αρχίζουν στις 11.30. Μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα, ορίζονται οι χρόνοι διαπραγμάτευσης των εισηγμένων μετοχών, ανάλογα με την κατηγορία διαπραγμάτευσης στην οποία έχουν ενταχθεί..

Επίσης, μεταξύ 11.15 και 11.30 πραγματοποιείται η Προσυνεδρίαση, μεταξύ 16.30 και 16.45 η δημοπρασία διαμόρφωσης της κλεισίματος και μεταξύ 16.45 και 17.00 γίνονται πράξεις στην τιμή κλεισίματος :

Τα μέλη του ΧΑ δικαιούνται να εισπράξουν προμήθεια από τους επενδυτές των οποίων τις εντολές υλοποιούν. Οι προμήθειες αυτές διαμορφώνονται ελεύθερα από τον Οκτώβριο 1995, υπό την προϋπόθεση ότι δεν γίνεται διάκριση μεταξύ επενδυτών οι οποίοι έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά στοιχεία. Λοιπά έξοδα συναλλαγών: Φόρος,

ο οποίος υπολογίζεται ως ποσοστό επί της αξίας συναλλαγής και ισχύει μόνο για τις πωλήσεις, Μεταβιβαστικά / Έξοδα Εντολών κλπ.

2.9. Είδη χρηματιστηριακών συναλλαγών

Τα πιο συνήθη είδη χρηματιστηριακών συναλλαγών και συμβάσεων είναι τα εξής:

- **Συναλλαγές μετρητοίς.** Η σύναψη της αγοραπωλησίας χρειάζεται μία απλή εντολή στο χρηματιστηριακό γραφείο και η εκτέλεση και ολοκλήρωση της είναι σύντομη.
- **Αγορές με πιστωτική διευκόλυνση.** Η κατηγορία αυτή αγορών έχει λάβει σήμερα σημαντικές διαστάσεις.
- **Βραχυπρόθεσμες ή προθεσμιακές πωλήσεις ή προπωλήσεις.** Εδώ αντιστρέφεται η συνήθης πρακτική, δηλαδή ο επενδυτής προβαίνει πρώτα σε πώληση και στη συνέχεια σε αγορά, ή η πώληση προπορεύεται της αγοράς. Με τον τρόπο αυτό ο επενδυτής αποκομίζει όφελος στην περίπτωση πτωτικής πορείας των τιμών και ζημιές στην περίπτωση εν συνεχεία αύξησης της τιμής. Ο βραχυπρόθεσμος πωλητής προμηθεύεται από ένα χρηματιστή τους τίτλους που προπουλάει και στη συνέχεια προβαίνει σε αγορά για την κάλυψη της βραχυπρόθεσμης θέσης του, όπως λέγεται. Εφόσον ο αγοραστής αποφασίζει άμεση διάθεση, ο χρηματιστής θα πρέπει να δανειστεί προσωρινά τους υπόψη τίτλους από έναν άλλο χρηματιστή (σε περίπτωση αδυναμίας ο βραχυπρόθεσμος επενδυτής προβαίνει σε άμεση αγορά για αντικατάσταση των τίτλων που έχει δανειστεί). Σημειωτέον ότι με σκοπό την διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και της αποφυγής κερδοσκοπικών πράξεων και στρέβλωσης των τιμών, οι προπωλήσεις διέπονται από μια σειρά κανόνων και περιορισμών.
- **Διασφαλιστικές συμβάσεις.** Αποτελούν συμβάσεις με δικαίωμα επιλογής (option) για την πραγματοποίηση τους ή όχι σε προσυμφωνημένη τιμή στη διάρκεια ή στη λήξη ορισμένης προθεσμίας. Οι συμβάσεις αυτές υπάγονται στα λεγόμενα παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα .

2.10. Λόγοι απόρριψής ενδεχομένου εισαγωγής στο ΧΑΑ

Έχοντας απαριθμήσει τόσο τα πλεονεκτήματα όσο και τα μειονεκτήματα της εισόδου μιας οποιασδήποτε εταιρίας στο Χρηματιστήριο, μπορούμε πλέον να επικεντρωθούμε σε μια εταιρία την οποία θα πάρουμε ως παράδειγμα και θα αναλύσουμε τους λόγους που οδήγησαν στην απόρριψη της εισόδου της, στο χρηματιστήριο ως μέσο χρηματοδότησης. Ας αναφερθούμε λοιπόν σε μια εταιρία με πλοία μεταφοράς τσιμέντου και ας απαριθμήσουμε τους λόγους για τους οποίους η συγκεκριμένη εταιρία δεν έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο.

1. Δομή Αγοράς Τσιμέντου

Η αγορά τσιμέντου, παρά το γεγονός ότι ανήκει στη ναυλαγορά charter και θεωρητικά θα έπρεπε να χαρακτηρίζεται από τέλει ανταγωνισμό και ελευθέρη δρομολόγια, στην πραγματικότητα είναι μια ιδιαίτερα κλειστή αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται πολλοί πλοιοκτήτες. Επιπλέον, ακριβώς επειδή τα πλοία είναι εξειδικευμένα και το φορτίο συγκεκριμένο, τα περιθώρια ανάπτυξης και κερδών είναι πολύ μικρότερα απ' ό,τι σε μια πιο «ανοιχτή» αγορά, όπως είναι για παράδειγμα η ναυλαγορά των δεξαμενόπλοιων. Το γεγονός αυτό καθίσταται εμφανές και από την πολύ μικρή διακύμανση των ναύλων στο πέρασμα των χρόνων. Τέλος θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι πρόκειται για μία «μεικτή οικονομία / αγορά», πράγμα το οποίο σημαίνει ότι μέρος της οικονομικής δραστηριότητας και παραγωγής ελέγχεται από τον κρατικό μηχανισμό είτε άμεσα είτε έμμεσα, καθώς οι περισσότερες εταιρίες παραγωγής τσιμέντου είναι κρατικές και μονάχα ένα μικρό κομμάτι αφήνεται στις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Συνεπώς τα περιθώρια ανάπτυξης είναι σχετικά περιορισμένα.

2. Αξία πλοίου Μεταφοράς τσιμέντου (Market Value)

Η δομή αυτή καθεαυτή της αγοράς μεταφοράς τσιμέντου και συγκεκριμένα το γεγονός ότι είναι εξειδικευμένη καθιστά ιδιαίτερα δύσκολη τη γνώση της τρέχουσας αξίας ενός πλοίου τσιμέντου, πόσο μάλλον την πρόβλεψη της μελλοντικής του αξίας. Επιπλέον, η είσοδος ή έξοδος ενός και μόνο πλοίου στην αγορά, επηρεάζει δραματικά την τρέχουσα αξία των πλοίων, γεγονός που καθιστά ακόμα πιο δύσκολη

οποιαδήποτε πρόβλεψη. Για παράδειγμα ένα πλοίο μεταφοράς τσιμέντου ναυπηγηθέν τώρα στην Ιαπωνία το Νοέμβριο του 2006 είχε αξία 21,000,000\$, ενώ σήμερα η αξία του έχει ανέλθει στα 25,000,000\$ χωρίς κάτι τέτοιο να είχε διαφανεί από την έως τώρα πορεία της αγοράς.

3.Μέγεθος επιχείρησης και επένδυσης

Άμεση απόρροια των παραπάνω συμπερασμάτων σχετικά με την τρέχουσα αξία των πλοίων μεταφοράς τσιμέντου είναι και η αξιολόγηση του μεγέθους της εν λόγω επένδυσης. Όπως έχει ήδη αναφερθεί προκειμένου να εισαχθεί μια εταιρία στο χρηματιστήριο, θα πρέπει τα έσοδα της να είναι τέτοια που να επιτρέπουν την είσοδο της και το ποσό δανεισμού να είναι σχετικά υψηλό, πράγμα που δεν εξασφαλίζεται στην περίπτωση που μελετάμε.

Τέλος, σημειώνεται ότι έως τώρα, το νομικό πλαίσιο του ΧΑΑ, το οποίο είναι μικρότερης κλίμακας από τα άλλα Χρηματιστήρια και αφορά σε μικρότερα επενδύσιμα ποσά, δεν επέτρεπε ούτε ή άλλως την είσοδο μιας ναυτιλιακής εταιρίας, συνθήκη που πρόσφατα άλλαξε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΑΔΟΧΟΙ

3.1. Ορισμός Αναδόχου

Οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από το ευρύ κοινό τόσο κατά την εισαγωγή τους σε κάποια από τις αγορές του ΧΑ με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή όσο και αργότερα μέσω μίας νέας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Ως Κύριος Ανάδοχος νοείται εκείνος από τους Αναδόχους ο οποίος αναγράφεται στο Ενημερωτικό Δελτίο ως Κύριος Ανάδοχος και σε περίπτωση περισσοτέρων, καθένας απ' αυτούς.

Αναδοχή έκδοσης κινητών αξιών μετοχών ή ομολογιών (underwriting) είναι η ανάληψη του κινδύνου από τον ανάδοχο για την κάλυψη μιας έκδοσης μετοχικών ή ομολογιακών τίτλων που εκδίδει μια εταιρεία (εκδότρια εταιρεία), σε μια οργανωμένη χρηματαγορά από φορείς όπως πιστωτικά ιδρύματα, Ε.Π.Ε.Υ και Α.Χ.Ε, με μετοχικό κεφάλαιο μεγαλύτερο των 2,93 εκατ. ευρώ οι οποίες αναλαμβάνουν το ρόλο του αναδόχου.

Ο ανάδοχος μπορεί να είναι μια Τράπεζα ή μια Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία (Α.Χ.Ε.) ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, η οποία να έχει μετοχικό κεφάλαιο μεγαλύτερο από εκείνο που ορίζει κάθε φορά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο ανάδοχος θέτει στη διάθεση της επιχείρησης που πρόκειται να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών το δίκτυο των καταστημάτων του, το προσωπικό του που είναι καταλλήλως εκπαιδευμένο, την πελατεία του που είναι υποψήφιοι αγοραστές των υπό έκδοση μετοχών (ή ομολογιών) της εταιρείας και τέλος τη φήμη και την αξιοπιστία του.

Ο ανάδοχος θα πρέπει να διαθέτει ειδικό τμήμα αναλυτών ώστε να μπορεί να ελέγξει την επιχείρηση ως προς την εκπλήρωση των όρων εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο, τη βιωσιμότητα των επενδυτικών της σχεδίων, τη σταθερότητα της

διοικήσεως της , την οικονομική της θέση και τις προοπτικές της στον κλάδο της οικονομίας που υπάγεται.

Οι ανάδοχοι είναι όπως προείπαμε κάποια Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συνήθως μεγάλα, όπως τράπεζες οι επενδυτικές τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες αφού διατεθούν να αναλάβουν την έκδοση των μετοχικών τίτλων στο Χρηματιστήριο, λαμβάνουν τους τίτλους που πλέον είναι άυλοι και φέρουν την υποχρέωση να τους διαπραγματευτούν. Οι εκδόσεις μπορούν να χωριστούν σε εκείνες που γίνονται με δημόσια εγγραφή (με ανοιχτή δηλαδή πρόσκληση ενδιαφέροντος και ιδιωτική τοποθέτηση. Στην πράξη μια δημόσια εγγραφή πρέπει να είναι επαρκώς μεγάλη σε μέγεθος για να μπορεί να προσελκύσει ένα ικανοποιητικό αριθμό αγοραστών, ενώ από την άλλη οι εκδόσεις που δεν δύναται να εκπληρώσουν τις προϋποθέσεις αυτές προσφέρονται με ιδιωτική τοποθέτηση. Για τις δημόσιες εγγραφές πρέπει να ακολουθηθούν διαδικασίες που να προστατεύουν το επενδυτικό κοινό.

Πολλές φορές για την έκδοση νέων μετοχικών τίτλων για την εισαγωγή αυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών , οι επενδυτικές τράπεζες και οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες δημιουργούν κοινοπραξίες για τη διασπορά του κινδύνου πώλησης των νέων εκδόσεων σε περισσότερους από ένα συμμετέχοντες, δηλαδή οι ανάδοχοι μπορεί να είναι πλέον του ενός. Μια κοινοπραξία (syndicate) αποτελείται από ένα σύνολο τραπεζών που συνδυάζονται για να αναλάβουν μια έκδοση. Ένα μέλος της κοινοπραξίας , ο κύριος ανάδοχος οργανώνει την κοινοπραξία και αποστέλλει μηνύματα στα ενδιαφερόμενα πιστωτικά ιδρύματα, συντονίζοντας τις ενέργειες τους και πιθανώς αναλαμβάνοντας και το μεγαλύτερο μέρος της έκδοσης. Οι πλέον συνήθεις κοινοπραξίες γίνονται για τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών.

Στην περίπτωση που οι ανάδοχοι είναι πλέον του ενός για την αποφυγή λήψης υψηλού κινδύνου για μια έκδοση, οι ανάδοχοι χωρίζονται στους κύριους αναδόχου-συντονιστές, στους λοιπούς αναδόχους και στους συμβούλους της έκδοσης των μετοχών. Ο κύριος ανάδοχος διενεργεί τις περισσότερες λειτουργίες και διαδικασίες για τη δημόσια εγγραφή, διατρέχοντας το υψηλότερο ποσοστό του κινδύνου αλλά αποκομίζοντας και τη μεγαλύτερη προμήθεια. Το γεγονός όμως ότι κάποιος έχει αναλάβει την αναδοχή δεν συνεπάγεται ότι είναι υποχρεωμένος να καλύψει τις μετοχές που θα μείνουν αδιάθετες.

Για μια δημόσια εγγραφή μεταξύ εκδότριας εταιρείας και αναδόχων υπογράφονται συμβάσεις ανάλογα με την περίπτωση, με τις οποίες τίθενται ρητά οι δεσμεύσεις και οι υποχρεώσεις και των δυο πλευρών όπως και τα δικαιώματα τους, ο τρόπος διεξαγωγής των διαδικασιών, οι εγγυήσεις, οι κυρώσεις για τυχόν παραβίαση της συμβάσεως, τα χρονικά όρια κ.λ.π. Οι διμερές αυτές συμβάσεις θα πρέπει να έχουν συνταχθεί και σύμφωνα με τους κανόνες λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου στο οποίο εισάγονται, καθώς και με τους κανόνες δεοντολογίας που έχουν θεσπιστεί για την προστασία των επενδυτών. Ωστε να προστατεύονται οι θεσμικοί και μη θεσμικοί επενδυτές και η χρηματαγορά να λειτουργεί ομαλά.

Όλες οι διαδικασίες που σχετίζονται με την αναδοχή εξετάζονται και ελέγχονται από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ σε εξαιρετικές περιπτώσεις η εποπτεία της δημόσιας εγγραφής των μετοχών περνάει στη δικαιοδοσία της Κεντρικής Τράπεζας της Ελλάδος. Σε περίπτωση όπου οι εποπτεύουσες αρχές θεωρήσουν ότι κάποιος από τους αναδόχους παραβιάζει τους κανονισμούς που τίθενται από το νόμο 2651/98 και κρίνουν ότι με τις διαδικασίες αυτές διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία της Χρηματαγοράς, τότε οι ανάδοχοι που υποπευτούν στην παραβίαση αφού επιπληχθούν από τις εποπτεύουσες αρχές, τους επιβάλλονται κυρώσεις με βάση της συμβάσεως και μπορεί να τιμωρηθούν με πρόστιμο ύψους 2,93 εκατ. ευρώ.

Όσον αφορά τις δημόσιες εγγραφές νέων μετοχικών τίτλων, οι επενδυτικές τράπεζες έχουν να επιλέξουν μεταξύ δυο τρόπων για την έκδοση των νέων μετοχικών τίτλων στην πρωτογενή αγορά. Αρχικά, οι νέες εκδόσεις μπορούν να γίνουν με δέσμευση (firm commitments) δηλαδή να πραγματοποιηθούν απευθείας με αγορά του συνόλου της έκδοσης από ένα και μόνο θεσμικό επενδυτή (ή μια κοινοπραξία), ο οποίος θα αναλάβει τους κινδύνους μεταπώλησης τους στο κοινό. Ο ανάδοχος αυτός αγοράζει τους τίτλους και προσπαθεί να τους μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή, κερδίζοντας τη διαφορά σαν αμοιβή για την υπηρεσία του.

Ο ανάδοχος αυτός λαμβάνει τον κίνδυνο της αγοράς αφού κανείς δεν μπορεί να του εγγυηθεί την τιμή μεταπώλησης. Μέρος της αμοιβής του λοιπόν είναι η αποζημίωση του για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει να καλύψει τα έξοδα έγκρισης της έκδοσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και προχωρά στις λεπτομέρειες για την περαίωση της δημόσιας εγγραφής των νέων

μετοχικών τίτλων μέχρι την πρώτη διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο, διαδικασίες που μπορεί να διαρκέσουν αρκετό καιρό.

Κατά τη διάρκεια των διαδικασιών είναι πιθανό να αλλάξουν οι συνθήκες της αγοράς και ο ανάδοχος να εκτεθεί σε σημαντικούς κινδύνους από μία πτωτική αγορά. Βάση του νόμου 2651/98 οι ανάδοχοι εγγυούνται ότι η εκδότρια εταιρεία τηρεί όλες τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο, ακόμα και σε περίπτωση ιδιαιτεροτήτων έκδοσης, οπότε αυτές γνωστοποιούνται. Παράλληλα οι ανάδοχοι είναι υποχρεωμένοι βάσει του νόμου να αποφεύγουν δραστηριότητες οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με το πνεύμα των σχετικών νόμων περί της λειτουργίας της Χρηματαγοράς και οφείλουν να τη διασφαλίζουν.

Για την επίτευξη μιας αξιόπιστης και επιτυχημένης έκδοσης χρησιμοποιείται η μέθοδος του book building, **Βιβλίο Δημόσιων Προσφορών**, το οποίο είναι μια επιταχυνόμενη διαδικασία προσφορών και αναζήτησης αγοραστών.

Αναλυτικότερα, το Βιβλίο Προσφορών είναι ένας μηχανισμός όπου η τιμή έκδοσης μιας μετοχής, η οποία είναι αντικείμενο Δημόσιας Εγγραφής, προκύπτει μέσω «δημοπρασίας». Αυτό έχει σαν συνέπεια να ενσωματώνονται στην τιμή αυτή οι τάσεις της προσφοράς και της ζήτησης. Υπεύθυνος για την τήρηση του Βιβλίου Προσφορών είναι ο κύριος ανάδοχος, ο οποίος το αργότερο την προτεραιότητα της έναρξης της δημόσιας προσφοράς ανακοινώνει, το εύρος τιμών προσφοράς της μετοχής. Η ανώτατη τιμή του εύρους τιμών δεν μπορεί να υπερβαίνει την κατώτατη κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 10%.

Η τελική τιμή καθορίζεται από τον Κύριο Ανάδοχο εντός του ανακοινωθέντος εύρους τιμών και αναγγέλλεται από αυτόν το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και πριν την έναρξη της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αθηνών της ημέρας εκείνης. Η τελική τιμή προσφοράς δεν μπορεί να προσδιοριστεί σε ύψος στο οποίο δεν καλύπτεται πλήρως η προσφορά, εκτός αν πρόκειται για το κατώτατο όριο του εύρους τιμών.

Ο Κύριος Ανάδοχος οφείλει να τηρεί εμπιστευτικά τα στοιχεία που περιέχονται στο βιβλίο προσφορών, μέχρι την ολοκλήρωση της κατανομής των μετοχών. Για το σκοπό αυτό, προκαθορίζει περιορισμένο αριθμό προσώπων τα οποία έχουν πρόσβαση στα στοιχεία του βιβλίου προσφορών της δημόσιας προσφοράς και γνωστοποιεί τα στοιχεία των προσώπων αυτών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το αργότερο την προηγούμενη ημέρα του ανοίγματος του βιβλίου προσφορών. Η χρονική διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τήρησης του βιβλίου προσφορών

ορίζεται σε 4 εργάσιμες ημέρες για την Κύρια Αγορά και σε 3 εργάσιμες ημέρες για την Παράλληλη Αγορά.

3.2. Κριτήρια Επιλογής Αναδόχων

Για την ανάθεση της αναδοχής στην κατάλληλη εταιρεία, οι ενδιαφερόμενες εκδότριες εταιρείες λαμβάνουν υπόψη τους τα εξής κριτήρια :

A) Τη φήμη και τις ικανότητες των αναδόχων

B) Την ικανότητα προώθησης των νέων μετοχικών εκδόσεων, συνήθως επιλέγονται ανάδοχοι οι οποίοι διαθέτουν μεγάλο μερίδιο αγοράς και πολλούς πελάτες για να εξασφαλίσουν την πώληση των μετοχών και να αντλήσουν τα αναδυόμενα αντληθέντα κεφάλαια.

Γ) Τις γνώσεις των στελεχών για θέματα σχετικά με την αποτίμηση των μετοχικών τίτλων της εταιρείας, για τον προσδιορισμό της κατάλληλης τιμής, για την αποφυγή του φαινομένου της υποτιμολόγησης ή της υπερτιμολόγησης που παρατηρούνται σε πολλές δημόσιες εγγραφές στην Ελλάδα και σε όλο τον κόσμο.

3.3. Κόστος Αναδοχής

Με την αναδοχή μίας νέας έκδοσης , η ανάδοχος εταιρεία εγγυάται στην εκδότρια εταιρεία την άντληση ενός ορισμένου κεφαλαίου από τη δημόσια προσφορά τίτλων, ανεξάρτητα από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά κατά το χρόνο της διάθεσης των νέων τίτλων.

Η τιμή στον εκδότη και η τιμή εισαγωγής καθορίζονται συνήθως αρκετά νωρίτερα από τη διάθεση των νέων τίτλων. Επομένως κάποια αλλαγή στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά είναι δυνατόν να έχει ως αποτέλεσμα η προσδοκώμενη τιμή αγοράς κατά την περίοδο διάθεσης, να είναι τέτοια ώστε η έκδοση να μην απορροφηθεί από τους επενδυτές στο σύνολο της. Στην περίπτωση που κατά την περίοδο διάθεσης των νέων τίτλων η αναμενόμενη τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την τιμή εισαγωγής, οι επενδυτές θα αποφύγουν να συμμετάσχουν στη νέα έκδοση και η ανάδοχος εταιρεία θα υποστεί ζημιές καθώς θα είναι υποχρεωμένη να αγοράσει μέρος ή το σύνολο της έκδοσης στην τιμή εισαγωγής.

Ο κίνδυνος που προέρχεται από την αλλαγή των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά στη χρονική περίοδο ανάμεσα στη σύναψη της σύμβασης αναδοχής και τη διάθεση των νέων τίτλων ονομάζεται κίνδυνος αναμονής. (waiting risk).Υπάρχει

βέβαια πάντα ο κίνδυνος κακής εκτίμησης της πραγματικής αξίας των νεοεισαγόμενων τίτλων, ακόμα και στην περίπτωση που οι συνθήκες της αγοράς παραμείνουν αμετάβλητες. Υπάρχει δηλαδή η πιθανότητα η τιμή εισαγωγής που καθορίστηκε λόγω εσφαλμένης εκτίμησης, να μην αντανακλά την προσδοκώμενη τιμή των νέων τίτλων που θα διαμορφωθεί στην αγορά μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης τους. Σε τέτοια περίπτωση και λόγω της σύμβασης αναδοχής, ο ανάδοχος κινδυνεύει να υποχρεωθεί να αγοράσει μέρος ή το σύνολο των τίτλων στην τιμή εισαγωγής που είναι υψηλότερη από την τιμή αγοράς. Ο κίνδυνος εσφαλμένης εκτίμησης της προσδοκώμενης τιμής αγοράς καλείται κίνδυνος αποτίμησης (pricing risk). Επομένως το κόστος αναδοχής εξαρτάται από το μέγεθος του κινδύνου αναμονής και του κινδύνου αποτίμησης της συγκεκριμένης εισαγωγής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Το Χρηματιστήριο παρουσιάζει μια σειρά πλεονεκτημάτων σε σχέση με άλλες πηγές και μεθόδους μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Οι επιχειρηματικές μονάδες με θετικές προοπτικές συμβολής στην οικονομική ευημερία της κοινωνίας, διευκολύνονται να αντλούν πολύτιμους χρηματοδοτικούς πόρους. Όμως εκτός από τα πλεονεκτήματα το Χρηματιστήριο παρουσιάζει και μια σειρά μειονεκτημάτων.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Χρηματιστηρίου παρουσιάζονται παρακάτω.

4.1. Πλεονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Τα βασικά πλεονεκτήματα που απορρέουν από την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο είναι τα ακόλουθα:

1. Μέσο άντλησης Κεφαλαίων

Το Χρηματιστήριο αποτελεί για τις εισηγμένες εταιρίες ένα εναλλακτικό τρόπο άντλησης των κεφαλαίων που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, μειώνοντας συγχρόνως την εξάρτησή τους σε πιο συμβατικούς τρόπους άντλησης κεφαλαίων, όπως είναι για παράδειγμα ή λήψη δανείων από τράπεζες κ.τ.λ

Συγχρόνως, το Χρηματιστήριο προσφέρει εναλλακτικές λύσεις στους μικροεπενδυτές και λειτουργεί ως μέσο αξιοποίησης των κεφαλαίων τους σε πιο παραγωγικές και αποτελεσματικές επενδύσεις των εισηγμένων εταιριών.

2. Ανάπτυξη δραστηριοτήτων εισηγμένων εταιρειών

Το κυριότερο χαρακτηριστικό της ελληνικής οικονομίας, στην οποία και αναφερόμαστε είναι ο μεγάλος αριθμός των μικρών και μεσαίων οικογενειακών επιχειρήσεων, αρκετές από τις οποίες είναι αξιόπιστες και αρκετά υποσχόμενες. Οι εταιρείες αυτές, ωστόσο, έχουν συχνά περιορισμένες προοπτικές ανάπτυξης και δεν ωφελούνται από οικονομίες κλίμακας. Με την έλλειψη της κατάλληλης υποδομής και ισχυρών θεμελίων, οι προοπτικές έκθεσης στον ισχυρό ανταγωνισμό, αποτελεί λόγο ανησυχίας για πολλές από αυτές.

Η εισαγωγή στο Χρηματιστήριο μπορεί να αποτελέσει διέξοδο, αφού παρέχει τα απαραίτητα κεφάλαια για την επιτάχυνση της ανάπτυξης τους. Επιπλέον, ο έλεγχος των εταιριών διανέμεται σταδιακά σε μεγάλο αριθμό μετοχών και όχι σε έναν μονάχα ιδιοκτήτη, που οδηγεί συχνά στη βελτιωμένη διαχείριση, και κατά συνέπεια στην ανάπτυξη της επιχείρησης.

3. Ενδυνάμωση εταιρειών

Με την είσοδο στην Ευρωπαϊκή Ένωση, οι εγχώριες εταιρείες, προκειμένου να καταστήσουν εαυτούς ανταγωνιστικούς σε ευρωπαϊκή αλλά και διεθνή βάση προέβησαν σε επενδύσεις μεγαλύτερης κλίμακας προκειμένου να επιτύχουν βελτίωση στην παραγωγικότητα γεγονός που ευνοήθηκε ακόμα περισσότερο από την είσοδο τους στο Χρηματιστήριο

4. Ευκαιρίες για επενδύσεις στο εξωτερικό

Η φιλελευθεροποίηση των επιτοκίων και η άρση των περιορισμών στη διακίνηση κεφαλαίων, έχουν ως αποτέλεσμα οι εισηγμένες εταιρίες να μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια που άντλησαν από το Χρηματιστήριο στο εξωτερικό, όπου η εξασφάλιση χρηματοδότησης είναι δύσκολη αλλά οι προοπτικές πολύ μεγάλες. Αντίστοιχα δίνεται η δυνατότητα στις ξένες εταιρίες να επενδύσουν σε εγχώριες εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, οι οποίες και θα απολαύσουν τη μερίδα του λέοντος στις ξένες επενδύσεις.

Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι οι πιθανότητες επιτυχίας των διεθνών στόχων μιας εταιρίας αυξάνονται σημαντικά με την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο

5. Εξύψωση της εταιρικής εικόνας

Το status μιας εταιρίας μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο αναβαθμίζεται καθιστώντας την ικανή να εξασφαλίζει τα οικονομικά της με καλύτερους όρους από την ιδιωτική εταιρεία. Οι εισηγμένες επιχειρήσεις αναλαμβάνουν μια αξιόλογη δημοσιότητα διότι αναγράφονται στα δελτία τιμών των μετοχών όλων των πολιτικών εφημερίδων, των οικονομικών εφημερίδων και των οικονομικών και εξειδικευμένων επενδυτικών περιοδικών. Ακόμη, το ενδιαφέρον του Κοινού για τις εισηγμένες επιχειρήσεις έχει ως αποτέλεσμα την παρουσίαση ειδήσεων που τις αφορούν από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης. Όλα αυτά βελτιώνουν την εικόνα της εταιρίας, αναβαθμίζουν το κύρος της και βοηθούν να παραμείνει το όνομα της στη μνήμη των επενδυτών, των αναλυτών, των στελεχών επιχειρήσεων κ.λ.π.

Θα πρέπει βέβαια να τονιστεί ότι αν η επιχείρηση δεν χρειαστεί σωστά το θέμα αυτό, είναι πιθανό να προκληθούν αρνητικές επιπτώσεις στο κύρος της.

6. Εξαγορές και συγχωνεύσεις

Οι εισηγμένες εταιρίες έχουν το προνόμιο να προχωρήσουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είτε με άλλες εταιρίες επίσης εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, είτε με ξένες εταιρίες και ως εκ τούτου να επωφελούνται των συνεργιών που θα προκύψουν. Αυτό απορρέει από το γεγονός ότι η πρόσβαση στην οικονομική κατάσταση των εισηγμένων εταιριών είναι ευκολότερη, γεγονός που σε συνδυασμό με την διαφάνεια στις συναλλαγές, δίνει τη δυνατότητα σε αυτούς που υποβάλουν την προσφορά να προβούν σε πιο ακριβείς αξιολογήσεις των δυνατοτήτων μιας τέτοιας κίνησης. Οι συγχωνεύσεις καθίστανται πλέον αναγκαίες για να αντεπεξέλθουν οι εταιρίες στον σκληρό ανταγωνισμό.

7. Βελτίωση βαθμού ρευστότητας μιας επιχείρησης

Οι μετοχές μιας επιχείρησης μη εισηγμένης στο Χρηματιστήριο έχουν πολύ περιορισμένη δυνατότητα ρευστοποίησης. Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι που επιθυμούν να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους, είτε αδυνατούν να βρουν αγοραστή, είτε έχουν δυσκολία καθορισμού μιας κοινώς αποδεκτής τιμής συναλλαγής. Επομένως οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση από μετοχές με χαμηλή ρευστότητα σε

σχέση με μετοχές υψηλής ρευστότητας. Είναι λοιπόν φανερό πως η βελτίωση του βαθμού ρευστότητας μιας μετοχής οδηγεί σε σημαντική μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Η εισαγωγή της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο επιτυγχάνει ουσιαστικά αύξηση του βαθμού ρευστότητας της μετοχής και από αυτή την άποψη έχει πολύ ευεργετικά αποτελέσματα τόσο στην επιχείρηση όσο και σε ολόκληρη την οικονομία.

8. Πειθαρχία της διοίκησης για επιδόσεις

Συνήθως σε επιχειρήσεις κλειστού τύπου, δηλαδή προσωπαγείς επιχειρήσεις, που από τη φύση τους δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, οι ιδιοκτήτες ασκούν και τη διοίκηση της επιχείρησης. Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και διοίκησης στα ίδια χέρια έχει το μειονέκτημα πως στερεί την επιχείρηση από τα προσόντα του εξειδικευμένου ανθρώπινου δυναμικού. Η εισαγωγή της επιχείρησης στο Χρηματιστήριο επιταχύνει το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση και την ανέλιξη στα υψηλά διοικητικά καθήκοντα εξειδικευμένων στελεχών. Επίσης, εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η απομάκρυνση ιδιοκτητών από υψηλές διοικητικές θέσεις της εταιρίας τους, συνοδεύεται από σημαντικές αυξήσεις της χρηματιστηριακής τους τιμής.

9. Εξασφάλιση υψηλότερης αγοραίας μετοχικής αξίας

Έχει υποστηριχθεί πως η αποδοχή από τις χρηματιστηριακές αρχές της αίτησης εισαγωγής μιας επιχείρησης θεωρείται ως επιβεβαίωση της εμπιστοσύνης των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης στο μέλλον της. Συνεπώς, η εισαγωγή επηρεάζει θετικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού σχετικά με την μελλοντική πορεία της επιχείρησης και εξασφαλίζει υψηλότερη αγοραία μετοχική αξία.

10. Παροχή φορολογικών πλεονεκτημάτων

Συνήθως σε αναδυόμενες κεφαλαιαγορές, οι οικονομικές αρχές της χώρας παρέχουν φορολογικά κίνητρα για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο. Για παράδειγμα, η διαφοροποίηση της φορολογικής επιβάρυνσης των κερδών και μερισμάτων των εισηγμένων σε Χρηματιστήρια εταιρειών σε σχέση με τις μη εισηγμένες παρέχει σαφή φορολογικά πλεονεκτήματα στις εισηγμένες μετοχές και

σχετικά κίνητρα εισαγωγής των μη εισηγμένων. Επίσης η διατήρηση της ανωνυμίας των μετοχών προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες φοροαποφυγής (π.χ σε περίπτωση μεταβίβασης τίτλων) σε μεγάλη μάζα επενδυτών και επομένως σημαντικά κίνητρα δημιουργίας εταιρειών πολυμετοχικής βάσης, που διευκολύνεται σημαντικά με την εισαγωγή των μετοχών στο Χρηματιστήριο.

11. Μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα

Οι επενδυτές που επενδύουν σε εισηγμένες εταιρίες μπορούν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους όποτε επιθυμούν. Αντιθέτως, το πλεονέκτημα αυτό δεν ισχύει γι' αυτούς που επενδύουν τα χρήματά τους σε ιδιωτικές εταιρίες.

Τα πλεονεκτήματα του Χρηματιστηρίου παρέμειναν μέχρι τελευταία άγνωστα για τις περισσότερες ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις και για τους Έλληνες αποταμιευτές. Αυτό αντανακλάται και με το γεγονός ότι το ελληνικό ΧΑ ως μέγεθος πράγματι δεν περιλαμβανόταν μέχρι πρόσφατα στο διεθνή κατάλογο των ΧΑ. Ωστόσο, έχει αρχίσει τώρα να εμφανίζεται στις διεθνείς συγκρίσεις και σύμφωνα με μία από αυτές, το ΧΑΑ εκτιμάται ότι αντιπροσωπεύει το 0,06% του παγκόσμιου χρηματιστηριακού χώρου.

Παρά τους εξαιρετικά ταχείς ρυθμούς αύξησης των χρηματιστηριακών συναλλαγών και των τινών στο ΧΑΑ στη διάρκεια της τελευταίας τριετίας, ο βαθμός διεθνοποίησης του παραμένει ακόμη χαμηλός σε σχέση με το σημερινό μέγεθος του. Για παράδειγμα, η Δανία με το ίδιο περίπου μέγεθος ΧΑ, έχει 10πλάσιο ποσοστό συναλλαγών στο ΧΑ του Λονδίνου που αποτελεί το δεύτερο σε μέγεθος ΧΑ του Κόσμου. Η διαπίστωση της "εσωστρέφειας" αυτής έχει ερμηνευτεί σαν θωράκιση του ΧΑΑ από διεθνείς χρηματιστηριακές κρίσεις και εναλλακτικά σαν χαμηλός βαθμός προσαρμογής στο διεθνές χρηματιστηριακό περιβάλλον.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΧΑΑ ΣΤΟΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΧΩΡΟ

ΧΩΡΑ	ΑΞΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	ΜΕΣΩ ΧΑ ΛΟΝΔΙΝΟΥ(λίρες Αγγλίας)	ΠΟΣΟΣΤΟ %
ΗΠΑ	4.070	70	47,04
Βρετανία	1.983	1.983	23,1
Ιαπωνία	517	187	6,0
Γερμανία	449	118	5,2
Ταϊβάν	281	3	3,3
Ελβετία	243	67	2,8
Γαλλία	161	170	1,9
Καναδάς	141	2	1,6
Ολλανδία	10	100	1,3
Χονγκ Κονγκ	108	21	1,3
Νότιος Κορέα	100	4	1,2
Αυστραλία	92	4	1,1
Σουηδία	76	58	0,9
Ιταλία	60	61	0,7
Ισπανία	47	34	0,5
Σιγκαπούρη	35	7	0,4
Μεξικό	25	3	0,3
Νορβηγία	22	11	0,2
Βέλγιο	14	11	0,163
Νότιος Αφρική	14	11	0,163
Φινλανδία	13	18	0,151
Αυστρία	12	6	0,140
Δανία	5	8	0,058
Ελλάδα	5	0,8	0,058
Ισλανδία	4	4	0,046
ΣΥΝΟΛΑ	8.586	2.91,8	100,0

4.2. Μειονεκτήματα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

Τα βασικά μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο είναι τα ακόλουθα:

1. Απώλεια Ελέγχου

Αφότου μια εταιρία αποφασίσει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, θα πρέπει να αλλάξει και η δομή της. Έτσι, ενώ μέχρι πρότινος ο ιδιοκτήτης της εταιρίας ήταν ο μόνος που είχε δικαίωμα λήψης αποφάσεων, χωρίς συνάμα την υποχρέωση να δικαιολογεί την κάθε ενέργεια του οποιουδήποτε, υποχρεώνεται από εδώ και πέρα να συγκαλεί συνελεύσεις των μετόχων σε τακτά χρονικά διαστήματα και να λογοδοτεί στο συμβούλιο μετοχών τη σύμφωνη γνώμη του οποίου και πρέπει να εξασφαλίσει προκειμένου να προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια ή συμφωνία και εν γένει απόφαση.

Σημειώνεται ότι απαγορεύεται οι μέτοχοι να ελέγχουν, είτε έμμεσα είτε άμεσα περισσότερο από το 70% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον ποσοστό, τουλάχιστον ίσο με το 25% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να διανεμηθεί ελεύθερα στο κοινό, ώστε να διασφαλιστούν τα συμφέροντα των μικρομετόχων.

Γενικότερα η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο διαχέει την ιδιοκτησία σε πολλούς μετόχους με αποτέλεσμα ο διαχειριστικός έλεγχος των αρχικών ιδιοκτητών ιδρυτών της εταιρίας να εξασθενεί. Έτσι εξηγείται η απροθυμία πολλών ελληνικών επιχειρήσεων οικογενειακής μορφής να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο.

2. Αποκάλυψη Πληροφοριών-Διαφάνεια

Οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεούνται από το Νόμο και τους Κανονισμούς του Χρηματιστηρίου να αποκαλύπτουν όλες τις σημαντικές πληροφορίες που θα βοηθήσουν τους μετόχους και το κοινό να αξιολογήσουν καλύτερα τις προοπτικές της κάθε εταιρίας. Επιπλέον οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεούνται να ανακοινώνουν κάθε σημαντική απόφαση και να εκδίδουν εξαμηνιαίους λογαριασμούς, ισολογισμούς κ.τ.λ.

Οι ετήσιοι λογαριασμοί πρέπει να ετοιμάζονται σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Αυτές οι απαιτήσεις επιβάλλουν επιπρόσθετο κόστος για τη

συλλογή πληροφοριών και ελέγχου και επιπλέον οδηγούν στην άρση του απορρήτου και της «ιδιωτικότητας» της επιχείρησης, καθώς αναγκάζεται να προβεί σε δημοσίευση όλων των στοιχείων της, ώστε να εξασφαλιστεί η απαραίτητη διαφάνεια.

Επίσης η δημοσιοποίηση αρκετών έγγραφων και στοιχείων, μπορεί να αποκαλύψουν στους ανταγωνιστές επιχειρηματικές στρατηγικές και μυστικά, και επιπλέον δίνει τη δυνατότητα σε πολλές ομάδες ενδιαφερομένων να ασχολούνται με τις υποθέσεις και τις δραστηριότητες της επιχείρησης.

3. Κόστος εισαγωγής

Όσον αφορά το αρχικό κόστος που απαιτείτε για την προετοιμασία των δημόσιων προτάσεων π.χ αμοιβές στους δικηγόρους, λογιστές αναδόχους κ.τ.λ οι εταιρίες που επιθυμούν δημόσια εισαγωγή θα πρέπει να καταβάλουν αμοιβή, όπως αυτή ορίζεται από τους κανονισμούς του κάθε Χρηματιστηρίου. Οι χρεώσεις αυτές περιλαμβάνουν την αίτηση για εγγραφή νέας έκδοσης, τη χρέωση για την αρχική εγγραφή (πληρωτέα κατά τη νέα έκδοση) και την ετήσια χρηματιστηριακή συνδρομή. Επίσης οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, υποχρεούνται να παρέχουν οικονομικές πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό και απαιτεί την παραγωγή και δημοσίευση ενός συνόλου οικονομικών στοιχείων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Το κόστος αυτών των δραστηριοτήτων είναι σημαντικό για μικρές επιχειρήσεις που αξιολογούν την πιθανή τους εισαγωγή.

4. Δημιουργία συνθηκών εκμεταλλεύσεις των μικρομετόχων

Η ύπαρξη επιχειρήσεων οικογενειακού χαρακτήρα δημιουργεί υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης που πηγάζει από τις σχέσεις των αρχικών μετόχων που έχουν απόλυτο διαχειριστικό έλεγχο, οι οποίοι κατέχουν πάνω από το 50% των μετοχών, και των μικρομετόχων.

Η συνύπαρξη μεγαλομετόχων και μικρομετόχων είναι δυνατόν να δημιουργήσει συνθήκες εκμεταλλεύσεις των δευτέρων από τους πρώτους με πολλούς τρόπους, όπως προώθηση συγγενικών προσώπων στη διοίκηση, πραγματοποίηση οικονομικών συναλλαγών των μεγαλομετόχων με την επιχείρηση με επαχθείς όρους για τους μικρομετόχους, πραγματοποίηση επαχθών οικονομικών συναλλαγών της επιχείρησης με άλλες επιχειρήσεις που συνδέονται ιδιοκτησιακά με τους μεγαλομετόχους της πρώτης. Αυτή η μορφή ιδιοκτησίας, που συναντάται στην

Ελλάδα και σε άλλες χώρες της Ευρώπης, ενώ στο παρελθόν ελάττωνε το ενδιαφέρον του ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού να αγοράσει τις μετοχές αυτών των εταιριών και αποδυνάμωνε τη δυνατότητα εισαγωγής πολλών επιχειρήσεων σε Χρηματιστήρια, σήμερα δεν υφίσταται σε τόσο μεγάλο βαθμό.

5. Επίδραση συγκυριακών παραγόντων στην τρέχουσα τιμή της μετοχής

Σε περιόδους ύφεσης της Αγοράς, οι τιμές συμπιέζονται, ανεξάρτητα με τις επιδόσεις και τις προοπτικές των εισηγμένων εταιριών. Το γεγονός αυτό μπορεί να προκαλέσει μείωση του πλούτου του επιχειρηματία αν ο τελευταίος ρευστοποιήσει μετοχές σε μία τέτοια φάση της Αγοράς

4.3.Εξέταση της βαρύτητας των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων εισαγωγής στο ΧΑΑ

Η οικονομική ενίσχυση της χώρας μας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, η ανασυγκρότηση των Βαλκανίων, η ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 δημιουργούν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στις ελληνικές επιχειρήσεις και ιδιαίτερα στις κατασκευαστικές. Επομένως οι ανάγκες μεγάλων αυξήσεων κεφαλαίων των επιχειρήσεων είναι αναγκαίες. Λόγω του μεγέθους των απαιτούμενων κεφαλαίων και του επιχειρηματικού κινδύνου, οι ιδιοκτήτες των κατασκευαστικών εταιριών και το τραπεζικό σύστημα δεν μπορούν να προσφέρουν τα απαιτούμενα κεφάλαια και οι επιχειρήσεις ωθούνται στην εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο.

Οι παραδοσιακά καλές επιχειρηματικές σχέσεις της Ελλάδας με τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης δίνουν προβάδισμα στις ελληνικές επιχειρήσεις για εκμετάλλευση των νέων αγορών που αναδύονται στις πρώην σοσιαλιστικές χώρες. Οι νέες αγορές δημιουργούν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες που απαιτούν τεράστια κεφάλαια, ιδιαίτερα στους κλάδους τροφίμων και υπηρεσιών. Στον κλάδο των υπηρεσιών, οι τράπεζες προβαίνουν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, ενώ άλλες επιχειρηματικές μονάδες συναφών δραστηριοτήτων (ασφαλιστικές εταιρίες, εταιρίες διαχείρισης επενδύσεων χαρτοφυλακίου κ.λ.π) έχουν δρομολογήσει ή αναμένεται να δρομολογήσουν διαδικασία εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Η συνεχιζόμενη βεβαίως αστάθεια στα Βαλκάνια αποτελεί τροχοπέδη εισαγωγής εταιριών με εξαγωγικό προσανατολισμό. Η εξομάλυνση της κατάστασης θα έχει θετικές επιπτώσεις.

Η ανάπτυξη ενός θεσμικού πλαισίου, που εγγυάται τη διαφάνεια των συναλλαγών μακροπρόθεσμα θα έχει θετικές επιπτώσεις στην εδραίωση του χρηματιστηριακού θεσμού, γιατί θα ενισχύσει την προθυμία των επενδυτών να συμμετάσχουν στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με την εισαγωγή εταιριών στο Χρηματιστήριο.

Επίσης η απούλοποίηση των μετοχών των εταιριών συμβάλλει θετικά στην διαφάνεια των συναλλαγών. Οι ρυθμίσεις του ΧΑΑ που καθιστούν αναγκαία τη λεπτομερειακή παροχή πληροφοριών των εταιριών, που επιζητούν την εισαγωγή τους, αποτελούσαν ανασταλτικό παράγοντα για την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ, λόγω του φόβου διαρροής επιχειρηματικών μυστικών σε ανταγωνιστές. Ωστόσο, σήμερα το αρνητικό αυτό κλίμα έχει ανατραπεί λόγω των μεγάλων προοπτικών που ανοίγονται για τις επιχειρήσεις από την άντληση μεγάλων κεφαλαίων από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Οι θεσμικοί επενδυτές προσφέρουν σημαντικές υπηρεσίες στην ανάπτυξη της άμεσης χρηματοδότησης, άρα και στην εισαγωγή εταιριών σε χρηματιστήρια σε χώρες, όπως και η Ελλάδα, των οποίων οι κεφαλαιαγορές χαρακτηρίζονται ως αναδυόμενες. Οι θεσμικοί επενδυτές, λόγω του πλεονεκτήματος για συλλογή και επεξεργασία πληροφοριών, σε σχέση με τους μικροεπενδυτές, μπορούν να προστατεύσουν τους επενδυτές από πιθανά επενδυτικά σφάλματα.

Με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην κεφαλαιαγορά και διευκολύνεται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Επομένως, η δημιουργία θεσμικών επενδυτών σε συνδυασμό με το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των αναδόχων έχει θετική επίδραση στην εισαγωγή εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η φορολογική πολιτική μπορεί να έχει σοβαρές επιπτώσεις, θετικές ή αρνητικές, στην εισαγωγή εταιριών στο χρηματιστήριο. Η ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση των εισηγμένων μετοχών παρέχει κάποια κίνητρα εισαγωγής.

Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο διευκολύνει τους ιδιοκτήτες της να αποφεύγουν τοποθέτηση όλων των κεφαλαίων τους σε μια μόνο επιχείρηση. Έτσι επιτυγχάνεται διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου που οδηγεί σε καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου με άμεσο αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΡΧΙΚΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ

Η εξήγηση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον της επιστημονικής κοινότητας. Οι υποθέσεις οι οποίες έχουν αναπτυχθεί πάνω σε αυτό το θέμα συγκροτούν ένα πλαίσιο στο οποίο αναλύονται οι αιτίες της υποτίμησης. Οι αιτίες αυτές σύμφωνα με τους διάφορους ερευνητές μπορούν να χωριστούν σε δυο κατηγορίες.

- Αιτίες που εξηγούν το φαινόμενο υπό συνθήκες τέλει πληροφόρησης
- Αιτίες που εξηγούν το φαινόμενο κάτω από συνθήκες ατελούς πληροφόρησης

5.1. Συνθήκες τέλει πληροφόρησης

Σύμφωνα με την θεωρία της τέλει πληροφόρησης όλοι όσοι συμμετέχουν στην αγορά έχουν πρόσβαση σε κάθε απαραίτητη πληροφορία. Όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες και επομένως ενσωματώνονται στην τιμή της μετοχής.

Έτσι αν η τιμή εισαγωγής καθοριστεί σε επίπεδο υψηλότερο από την αγορά η ζήτηση των νέων τίτλων θα είναι μειωμένη και η κάλυψη της έκδοσης θα καταστεί δύσκολη, ενώ αν η τιμή εισαγωγής καθοριστεί σε επίπεδο χαμηλότερο η ζήτηση για τους νέους τίτλους θα είναι αυξημένη, αλλά θα είναι σε βάρος του εκδότη καθώς θα μπορούσε να αντλήσει περισσότερα κεφάλαια διαθέτοντας τις μετοχές σε υψηλότερη τιμή.

5.1.1. Καθυστέρηση διαπραγμάτευσης και άνοδος του χρηματιστηρίου

Σύμφωνα με τον **Ritter (1984)** ενώ η τιμή διάθεσης καθορίζεται σύμφωνα με τα οικονομικά δεδομένα της χρονικής περιόδου των δημόσιων εγγραφών, η έναρξη της διαπραγμάτευσης θα πραγματοποιηθεί αρκετό καιρό αργότερα κάτω από

διαφορετικές χρηματιστηριακές συνθήκες. Επομένως, η προς εισαγωγή μετοχή μπορεί να εμφανιστεί υποτιμημένη όχι εσκεμμένα, αλλά λόγω των καλύτερων χρηματιστηριακών συνθηκών κατά την περίοδο αρχικής διαπραγμάτευσης που οδηγούν έτσι σε μεγάλες αρχικές αποδόσεις.

5.1.2. Υποτίμηση ως εξασφάλιση έναντι νομικών κινδύνων

Ο **Tinic (1988)** υποστήριξε ότι οι εκδότες και οι ανάδοχοι σκόπιμα υποτιμούν τις προς εισαγωγή μετοχές έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσουν ή και να αποφύγουν ενδεχόμενες μηνύσεις από τους επενδυτές λόγω εξαπάτησης. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές που θα ζημιώνονταν εξαιτίας της πτώσης της τιμής μιας νεοεισερχόμενης μετοχής σε επίπεδα χαμηλότερα της τιμής εισαγωγής της, θα μπορούσαν να στραφούν νομικά έναντι της εταιρίας και του αναδόχου στηριζόμενοι στις διατάξεις του Νόμου Τίτλων των ΗΠΑ (1933) όπου κάθε συμβαλλόμενος που λαμβάνει μέρος στη διαδικασία δημοσίας προσφοράς ευθύνεται για ζημίες που μπορεί να προκληθούν σε αυτούς λόγω παροχής λανθασμένων πληροφοριών.

5.1.3. Υποτίμηση και υπερκάλυψη της έκδοσης

Οι **Brennan και Franks (1997)** απέδειξαν ότι η υποτίμηση των IPOs γίνεται σκόπιμα προκειμένου να αυξηθεί ο αριθμός των επενδυτών που θα λάβουν μέρος στη δημόσια εγγραφή. Η υποτίμηση βοηθά στην υπερκάλυψη και παράλληλα στη μεγαλύτερη διασπορά των μετοχών στο επενδυτικό κοινό ώστε να μην καθίσταται εφικτή η συγκέντρωση μετοχικών τίτλων στα χέρια ενός επενδυτή που θα μπορούσε να ελέγξει τη διοίκηση της εταιρίας.

5.2. Θεωρίες ασύμμετρης πληροφόρησης

Οι περισσότερες θεωρίες σχετικά με την υποτιμολόγηση των IPOs υποθέτουν ότι οι συμβαλλόμενοι στη διαδικασία εισαγωγής νέων μετοχών μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο, δεν κατέχουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών. Πιο συγκεκριμένα η ενημέρωση της εταιρίας που εκδίδει τις μετοχές, του αναδόχου και επενδυτών δεν είναι η ίδια σε θέματα που αφορούν στην εισαγωγή της εκδότριας εταιρίας στο χρηματιστήριο.

5.2.1 Ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε εκδότες και επενδυτές.

Πολλές θεωρίες από τη διεθνή βιβλιογραφία συγκλίνουν στην άποψη της «**υπόθεσης σήμανσης**», σύμφωνα με την οποία η εκδότρια εταιρία θα μπορούσε ελεύθερα να υποτιμήσει τις υπό εισαγωγή μετοχές της στην προσπάθεια της να χτίσει ένα πλαίσιο εμπιστοσύνης ανάμεσα στην ίδια και στους επενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι μια μελλοντική διάθεση μετοχών θα μπορούσε να γίνει καλύτερα αποδεκτή από τους επενδυτές και μάλιστα και σε μεγαλύτερη τιμή από ότι η παρούσα.

Κατά τους **Allen και Faulhaber (1989)** οι επιχειρήσεις κατέχουν καλύτερη και περισσότερη πληροφόρηση για τα μελλοντικά τους αποτελέσματα σε σχέση με τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους επενδυτές. Έτσι, οι τελευταίοι δεν είναι σε θέση να αποφασίσουν αν η εκδότρια εταιρία είναι υψηλής ή χαμηλής ποιότητας. Η αρχική υποτίμηση της τιμής της μετοχής θεωρείται από τους επενδυτές σαν ένα σημάδι αξιοπιστίας για την ποιότητα της εταιρίας καθώς μόνο οι «καλές» εταιρίες που είναι σίγουρες για τη μελλοντική τους ανάπτυξη, μπορούν να ανακτήσουν το κόστος από την πώληση των μετοχών σε τιμή χαμηλότερη από αυτή που πραγματικά αξίζουν.

Η παραπάνω θεωρία είναι σύμφωνη με την προγενέστερη ιδέα που προτείνει ο **Ibboston (1975)**, σύμφωνα με την οποία οι αρχικές δημόσιες εγγραφές εμφανίζονται υποτιμημένες με σκοπό την έκδοση μελλοντικών τίτλων σε υψηλότερες τιμές. Επομένως μια από τις πρακτικές εφαρμογές του μοντέλου του είναι ότι οι εταιρίες που τραβούν την προσοχή λόγω ισχυρής υποτίμησης, πωλούν ένα μέρος μόνο από τις προς διάθεση μετοχές κατά τη διαδικασία δημόσιας προσφοράς και αργότερα επιστρέφουν στην αγορά για να διαθέσουν νέες μετοχές σε πιο συμφέρουσες για αυτές τιμές.

Αντίθετα, σύμφωνα με τη θεωρία του **Levis (1995)** δεν αποδεικνύεται ότι οι εκδότριες υποτιμούν την τιμή της μετοχής προσδοκώντας οφέλη από τη μελλοντική διάθεση νέων μετοχών. Συμφωνεί μόνο στο ότι οι IPOs με μεγαλύτερες αρχικές αποδόσεις είναι περισσότερο σίγουρο ότι θα επιστρέψουν γρηγορότερα στην αγορά για μια νέα διάθεση μετοχών.

5.2.2 Ασυμμετρία πληροφοριών ανάμεσα σε εκδότες και αναδόχους.

Οι **Baron και Homstrom (1980)** υπογραμμίζουν την ενδεχόμενη αντίθεση συμφερόντων που υπάρχει ανάμεσα στην εκδότρια εταιρία και τον ανάδοχο. Ο τελευταίος υποκινείται να θέσει μια χαμηλή τιμή εισαγωγής με σκοπό να μειώσει το κόστος και το χρόνο διάθεσης και διαφήμισης των νέων μετοχών, ενώ από την άλλη ο εκδότης προτιμά να μεγιστοποιήσει τα έσοδα από την τοποθέτηση.

Σύμφωνα με το μοντέλο του **Baron (1982)** η υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών οφείλεται στο γεγονός ότι ο ανάδοχος έχει ανώτερη πληροφόρηση όσον αφορά στις συνθήκες που επικρατούν στην κεφαλαιαγορά και στην εκτίμηση της ενδεχόμενης αγοραίας αξίας των προς εισαγωγή μετοχών. Σύμφωνα με αυτή την άποψη ο ανάδοχος που είναι ουσιαστικά υπεύθυνος για την εύκολη και γρήγορη διάθεση των μετοχών στο επενδυτικό κοινό, υποτιμώντας την τιμή εισαγωγής της μετοχής, δημιουργεί αυξημένη ζήτηση με αποτέλεσμα την υπερκάλυψη της έκδοσης (με αυτό τον τρόπο ο ανάδοχος εκτός από την κανονική αμοιβή αναδοχής, κερδίζει και από τη μείωση του κόστους διάθεσης αυξάνοντας έτσι τα έσοδα του). Σε αντίθετη περίπτωση μια υψηλή τιμή εισαγωγής αυξάνει την πιθανότητα, αποτυχίας της κάλυψης της έκδοσης με αντίκτυπο στην αδυναμία της εταιρίας να αντλήσει τα κεφάλαια που επιθυμεί και ταυτόχρονα τη δημιουργία αρνητικού κλίματος απέναντι στη φήμη και την αξιοπιστία του αναδόχου.

Το μοντέλο του Baron καταλήγει στο ότι είναι προς συμφέρον της εταιρίας να χρησιμοποιήσει τις υπηρεσίες του αναδόχου για τον καθορισμό της τιμής και τη δυνατότητα διάθεσης των μετοχών, παρά να προσπαθήσει να κάνει την έκδοση από μόνη της .

5.2.3. Ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές

Ο **Rock (1986)** προσεγγίζει το φαινόμενο της υποτίμησης των IPOs από την πλευρά των επενδυτών, διακρίνοντας τους σε πληροφορημένους και μη πληροφορημένους. Οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές συμμετέχουν στην δημόσια εγγραφή για νέους τίτλους μόνο όταν γνωρίζουν ότι οι μετοχές είναι υποτιμημένες και έτσι θα καταφέρουν να επιτύχουν μεγάλες αποδόσεις κατά την διαπραγμάτευση των τίτλων στο χρηματιστήριο. Όλοι οι υπόλοιποι, μη πληροφορημένοι επενδυτές

εγγράφονται σε όλες τις εγγραφές καθιστώντας τη ζήτηση για τις υποτιμημένες μετοχές υψηλότερη από αυτή για τις υπερτιμημένες καθώς στις πρώτες συμμετέχουν και οι καλά πληροφορημένοι ενώ απέχουν από τη δεύτερη. Αυτό έχει σαν συνέπεια οι μη πληροφορημένοι επενδυτές να παίρνουν μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών σε εκδόσεις που τελικά είναι υπερτιμημένες και να καταγράφουν γενικά αρνητικές αποδόσεις από τη συμμετοχή τους σε δημόσιες εγγραφές. Το γεγονός αυτό αποτρέπει τους μη πληροφορημένους επενδυτές στο να συμμετάσχουν σταδιακά στην αγορά νέων τίτλων μειώνοντας έτσι σημαντικά τη ζήτηση για αυτούς (**υπόθεση της κακοτυχίας του νικητή**).

Έτσι οι ανάδοχοι με σκοπό να διατηρήσουν τους μη πληροφορημένους επενδυτές ως αγοραστές των νέων τίτλων καθορίζουν μια υποτιμημένη τιμή εισαγωγής τέτοια ώστε να επιτρέπει σε αυτούς να καλύπτουν τις απώλειες τους από τη συμμετοχή τους σε υπερτιμημένες εκδόσεις και παράλληλα οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές να κερδίζουν μια αρχική απόδοση που θα ανταμείβει το πληροφοριακό τους πλεονέκτημα.

Στις θεωρίες που σχετίζονται με την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης ανάμεσα στους επενδυτές έρχεται να προστεθεί και η έρευνα του **Welch (1992)**, σύμφωνα με την οποία όταν οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές που εγγράφονται σε μια έκδοση συμπαρασύρουν μαζί τους και όλους τους υπόλοιπους μη πληροφορημένους.

Στην περίπτωση επομένως που οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές δεν συμμετέχουν σε μια εγγραφή οι μη πληροφορημένοι και αναποφάσιστοι επενδυτές βλέποντας μικρή ζήτηση και λίγο ενδιαφέρον θα παρασυρθούν και δεν θα συμμετέχουν με τη σειρά τους στην έκδοση. Επομένως, εφόσον σκοπός των αναδόχων είναι η κάλυψη της έκδοσης, καθορίζουν την τιμή εισαγωγής σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με την τιμή της αγοράς με σκοπό να προσελκύσουν τους καλά πληροφορημένους επενδυτές οι οποίοι με τη σειρά τους θα συμπαρασύρουν και τους λιγότερο πληροφορημένους και έτσι να εξασφαλιστεί η πλήρης διάθεση των νέων μετοχών (**υπόθεση των επιρροών**).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΥΠΟΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ (2002 – 2006)

Στο Κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών στην Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά την χρονική περίοδο 2002-2006.

Βασική πηγή άντλησης στοιχείων για την κατασκευή της βάσης δεδομένων των ελληνικών δημόσιων εγγραφών αποτέλεσαν τα Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α , οι Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθώς επίσης και συγκεκριμένες ιστοσελίδες του διαδικτύου, κυρίως για την άντληση των τιμών κλεισίματος των μετοχών του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α σε συγκεκριμένες ημερομηνίες χρηματιστηριακών συναλλαγών.

6.1. Περιγραφή Δείγματος

Το προς εξέταση δείγμα περιλαμβάνει όλες τις δημόσιες εγγραφές και τις αντίστοιχες εισαγωγές εταιρειών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την 1^η Ιανουαρίου 2002 μέχρι την 31^η Δεκεμβρίου 2006. Το δείγμα δεν περιλαμβάνει την εισαγωγή προνομιούχων μετοχών καθώς επίσης και τις δημόσιες εγγραφές για μετατάξεις εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα δεδομένα αφορούν δημόσιες εγγραφές κοινών μετοχών στην Κύρια, Παράλληλη και Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το σύνολο των νεοεισηγμένων εταιρειών της περιόδου 2002-2006 ήταν 48.

Στον παρακάτω πίνακα (2) παρουσιάζονται οι νέες εισαγωγές τίτλων στο Χ.Α.Α που έλαβαν χώρα την υπό εξέταση περίοδο, δηλαδή από το 2002 έως το 2006.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η κατανομή των εισαγωγών κατά έτος έγινε με βάση την ημερομηνία εισαγωγής των εταιρειών στο ΧΑΑ και όχι με βάση την περίοδο ισχύος των δημόσιων εγγραφών που χρησιμοποιείται σε άλλες σχετικές μελέτες.

Το έτος 2002 ήταν αυτό κατά το οποίο σημειώθηκε ο μεγαλύτερος αριθμός νέων εισαγωγών στο Χρηματιστήριο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ. ΚΑΤΑ ΕΤΟΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1/1/2002-31/12/2006

Έτος	Αριθμός εισαγωγών	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά	Νέα Χρημ/κή Αγορά	ΕΑΓΑΚ
2002	17	5	8	4	-
2003	13	1	12	-	-
2004	11	4	4	2	1
2005	5	3	1	1	-
2006	2	2	-	-	-
Σύνολο	48	15	25	7	1

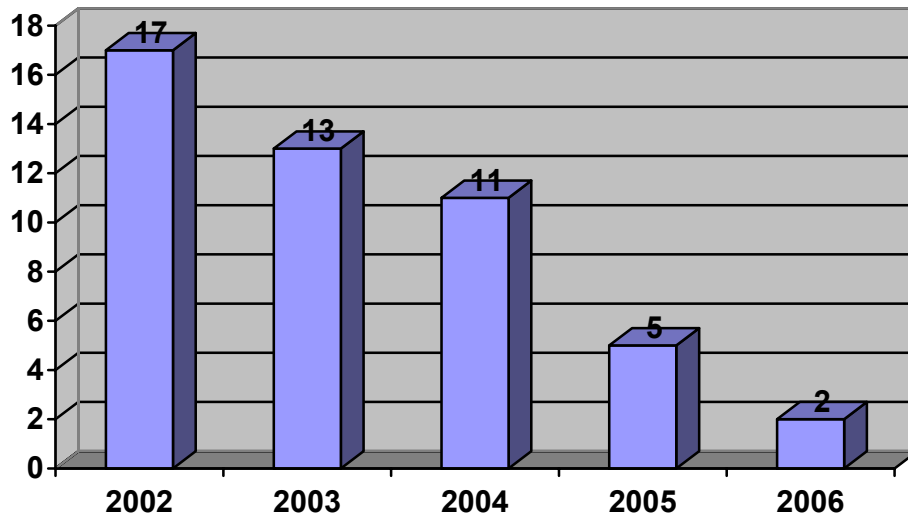
Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς-Ετήσια και μηνιαία Στατιστικά δελτία Χ.Α.Α

Συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια του έτους 2002 εισήχθησαν στο ΧΑΑ 17 νέες εταιρείες. Ο δεύτερος μεγαλύτερος αριθμός νέων εισαγωγών πραγματοποιήθηκε το έτος 2003 με 13 εισαγωγές. Ξεχωρίζει επίσης το έτος 2004 με 11 νέες εισαγωγές. Στα υπόλοιπα 2 έτη σημειώθηκαν 5 εισαγωγές το 2005 και 2 εισαγωγές το 2006.

Όσον αφορά το κριτήριο της αγοράς, το αποτέλεσμα της καταγραφής έδειξε ότι συνολικά για την περίοδο 2002-2006 οι εισαγωγές εταιρειών στην Παράλληλη αγορά (25 εισαγωγές) υπερέβησαν αυτών της Κύριας (15 εισαγωγές). Ακολουθούν οι εισαγωγές στη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά ΝΕΧΑ (7 εισαγωγές) ενώ στην Ελληνική Αγορά Αναδύομενων Κεφαλαιαγορών ΕΑΓΑΚ η οποία δημιουργήθηκε για πρώτη φορά το 2004 έχουμε περιορισμένο αριθμό (1 εισαγωγή).

Γράφημα 1

Αριθμός νέων εισαγωγών ανά έτος



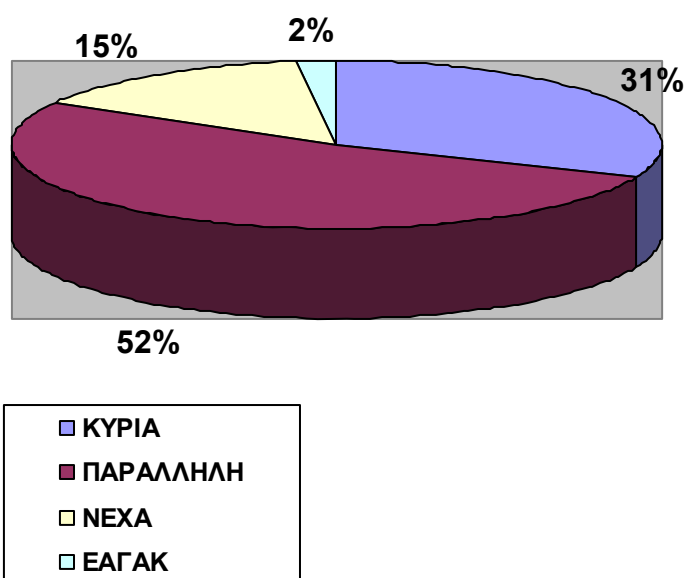
Θα μπορούσαμε να δικαιολογήσουμε τον περιορισμένο αριθμό των εισαγωγών και στη NEXA αναφερόμενοι στην νοοτροπία των ιδιοκτητών των ελληνική μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίοι διατηρούν τις επιχειρήσεις τους υπό αυστηρά οικογενειακό καθεστώς και προτιμούν τη χρηματοδότηση μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων και όχι μέσω της εισαγωγής του στο Χρηματιστήριο.

Όπως και να έχει πάντως η NEXA, λειτουργεί ακριβώς με τον τρόπο που έχει θεσμοθετηθεί, δηλαδή λειτουργεί ως μια αγορά για νέες και καινοτόμες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν πολλές δυναμικές και αποτελεί για αυτές μια οδό για άντληση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος για την υλοποίηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων.

Στο παρακάτω γράφημα (2) απεικονίζεται η ποσοστιαία κατανομή των αρχικών δημόσιων εγγραφών στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών τα έτη 2002-2006.

Γράφημα 2

Ποσοστιαία κατανομή δημόσιων εγγραφών περιόδου 2002-2006 βάση αγορών*



* Στο ανωτέρω διάγραμμα δεν συμπεριλαμβάνονται οι εταιρείες οι οποίες εισήχθησαν χωρίς δημόσια εγγραφή

Παρατηρούμε ότι η παράλληλη αγορά κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό 52%. Ακολουθεί η κύρια αγορά με 31%, η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕΧΑ) με ποσοστό 15% και η Ελληνική Αγορά Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ) με το χαμηλότερο ποσοστό 2%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΝΕΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΛΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2002-2006

Έτος	Αριθμός νέων εισαγωγών	Μέση τιμή εισαγωγής	Μέση τιμή κλεισίματος την 1 ^η ημέρα διαπραγμάτευσης	Ποσοστό υποτιμολόγησης	Αριθμός εξαιρέσεων ανά έτος *
2002	17	3,11	3,61	16,07%	7
2003	13	2,71	3,22	18,81%	3
2004	11	2,85	2,79	-2,10%	3
2005	5	3,61	3,61	0%	3
2006	2	12,79	14,12	10,39%	1
2002-2006	48	5,01	5,47	8,63%	29

* Αριθμός περιπτώσεων ανά έτος όπου η τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των τίτλων διαμορφώθηκε σε τιμή μικρότερη της τιμής εισαγωγής τους.

Παρατηρούμε ότι η μεγαλύτερη απόδοση, όπως υπολογίστηκε με τον παραπάνω τρόπο της σύγκρισης των μέσων τιμών, κατεγράφη κατά το έτος 2003 με 18,81%. Επίσης υψηλές αποδόσεις παρατηρήθηκαν κατά τα έτη 2002 με ποσοστό 16,07% και 2006 με ποσοστό 10,39%

Για το έτος 2004 το ποσοστό απόδοσης ήταν αρνητικό -2,10% (οι μετοχές κατά μέσο όρο εισήχθησαν υπερτιμολογημένες), ενώ για το έτος 2005 το ποσοστό ήταν 0% πράγμα που σημαίνει πως κατά μέσο όρο η τιμή εισαγωγής συνέπεσε με την τιμή της μετοχής όπως διαμορφώθηκε στην αγορά κατά το κλείσιμο της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης. Το μέσο συνολικό ποσοστό απόδοσης ολόκληρης της περιόδου 2002-2006 ανήλθε στο 8,63%.

Ένα επιπλέον πληροφοριακό στοιχείο που δίνεται στον παραπάνω πίνακα και χρήζει σχολιασμού είναι ο αριθμός των υπερτιμολογημένων εισαγωγών ανά έτος. Ειδικότερα στην τελευταία στήλη του πίνακα δίνεται ο ανά έτος αριθμός των νέων εισαγωγών για τις οποίες η τιμή κλεισίματος των τίτλων τους την πρώτη ημέρα

χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης τίτλων διαμορφώθηκε σε τιμή μικρότερη της τιμής εισαγωγής τους. Με άλλα λόγια δίνονται οι νέες εισαγωγές οι οποίες κατέγραψαν αρνητικές αποδόσεις την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο.

Έτσι το έτος 2002 από τις 17 νέες εισαγωγές, οι 7 κατέγραψαν αρνητική απόδοση την πρώτη ημέρα εισαγωγής και διαπραγμάτευσης τους στο ΧΑΑ, το 2003, 3 από τις 13 ήταν υπερτιμολογημένες, το 2004, 3 από τις 11, το 2005, 3 από τις 5 και τέλος το 2006, 1 από τις 2.

6.2. Περιγραφή Μεθοδολογίας

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει, σκοπός της εργασίας αυτής είναι η εξέταση της βραχυχρόνιας (ετήσιας) συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών που εισήχθησαν με δημόσια εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο μεταξύ 1/1/2002 και 31/12/2006.

Για το σκοπό αυτό, με βάση την τιμή εισαγωγής των δημόσιων εγγραφών τα συγκεκριμένα έτη, θα εξετάσουμε τις χρηματιστηριακές αποδόσεις αυτών ως προς τα ακόλουθα σημεία αναφοράς:

- 1) Την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο ΧΑΑ.
- 2) Ένα μήνα μετά από την εισαγωγή στο ΧΑΑ (21^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 3) Τρεις μήνες μετά από την εισαγωγή στο ΧΑΑ.(63^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 4) Έξι μήνες μετά από την εισαγωγή στο ΧΑΑ.(126^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 5) Εννέα μήνες μετά από την εισαγωγή στο ΧΑΑ.(189^η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 6) Δώδεκα μήνες μετά από την εισαγωγή στο ΧΑΑ.(250^η ημέρα διαπραγμάτευσης)

Για τον υπολογισμό των συγκεκριμένων χρηματιστηριακών αποδόσεων θα χρησιμοποιήσουμε δυο μεθόδους που συναντάμε τόσο στην εγχώρια* όσο και στη διεθνή βιβλιογραφία: α) τις απλές αποδόσεις (raw returns) και β) τις επιπλέον ή υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns).

* Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούμε στην παρούσα εργασία στηρίζεται κυρίως στο άρθρο των Παπαϊωάννου και Τραυλός, (1995)

Απλές αποδόσεις (raw returns)

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν από τη σύγκριση της τιμής της εισαγωγής της εταιρείας στο ΧΑΑ με την τιμή που παίρνει η μετοχή σε κάποια μεταγενέστερη χρονική στιγμή.

Έτσι θα υπολογίσουμε τις απλές αποδόσεις της πρώτης ημέρας (R1) , του πρώτου μήνα (R21), του πρώτου τριμήνου (R63), του πρώτου εξαμήνου (R126) του πρώτου εννιαμήνου (R189) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (R250).

Συγκεκριμένα , η απλή απόδοση της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης σε ποσοστό επί της εκατό υπολογίζεται ως εξής :

$$R1 = \frac{\text{Τιμή κλεισίματος την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

Αντίστοιχα η απλή απόδοση του πρώτου μήνα (21^η ημέρα διαπραγμάτευσης) δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$R21 = \frac{\text{Τιμή κλεισίματος την 21^η ημέρα διαπραγμάτευσης} - \text{Τιμή Εισαγωγής}}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} * 100$$

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις του πρώτου τριμήνου (R63), του πρώτου εξαμήνου (R126) του πρώτου εννιαμήνου (R189) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (R250).

Επιπλέον ή υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns).

Είναι οι αποδόσεις που προκύπτουν αν από τις αντίστοιχες απλές αποδόσεις αφαιρέσουμε την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς (Rm) για την αντίστοιχη χρονική περίοδο. Με τον υπολογισμό αυτών των αποδόσεων ενσωματώνουμε στις

απλές αποδόσεις των νεοεισερχόμενων μετοχών, τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η προσαρμογή αυτή είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας δεν εξαρτάται μόνο από την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η εταιρεία και τις προοπτικές της, αλλά και από τη γενικότερη πορεία του Χρηματιστηρίου.

Επιπλέον η προσαρμογή αυτή θεωρείται αναγκαία ειδικά όταν η υπολογιζόμενη απόδοση αναφέρεται σε περίοδο μεγαλύτερη της μιας ημέρας όπως είναι οι περισσότερες αποδόσεις της μελέτης αυτής.

Βέβαια για την πραγματοποίηση αυτής της προσαρμογής υποθέτουμε ότι οι νεοεισαγόμενες μετοχές έχουν τον μέσο κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή ο συντελεστής βήτα είναι 1.

Ως απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς, ορίζουμε την απλή απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ.

Για τον υπολογισμό της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς (R_m), ως βάση υπολογισμού λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ την τελευταία ημέρα των εγγραφών – οι επενδυτές προτιμούν να εγγράφονται στις δημόσιες εγγραφές την τελευταία ημέρα γιατί έτσι δεσμεύουν για μικρότερο χρονικό διάστημα τα χρήματά τους.

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του πρώτου τριμήνου (ER63), του πρώτου εξαμήνου (ER126) του πρώτου εννιαμήνου (ER189) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (ER250).

Ως απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς ορίζουμε την απλή απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ.

Έτσι, η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για περίοδο απ' τη χρονική στιγμή 0 μέχρι τη χρονική στιγμή 1 δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$R_{m1} = \frac{\text{Τιμή } \Gamma\Delta T_1 - \text{Τιμή } \Gamma\Delta T_0}{\text{Τιμή } \Gamma\Delta T_0} * 100$$

Συνεπώς, η υπερβάλλουσα απόδοση της 1^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης θα είναι

$$ER_1 = R_1 - R_{m1}$$

Για τον υπολογισμό της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς (R_m), ως βάση υπολογισμού λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ την τελευταία ημέρα των εγγραφών – οι επενδυτές προτιμούν να εγγράφονται στις δημόσιες εγγραφές την τελευταία ημέρα γιατί έτσι δεσμεύουν για μικρότερο χρονικό διάστημα τα χρήματά τους.

Με τον ίδιο τρόπο υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του πρώτου τριμήνου (ER63), του πρώτου εξαμήνου (ER126) του πρώτου εννιαμήνου (ER189) και του πρώτου έτους διαπραγμάτευσης (ER250).

Το επίπεδο σημαντικότητας των μέσων όρων ελέγχεται με το t-test σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$M.O \text{ αποδόσεων} * N^{1/2} / \text{τυπική απόκλιση } M.O.*$$

Όπου N ο αριθμός των παρατηρήσεων στο δείγμα.

Ο έλεγχος σημαντικότητας διενεργήθηκε για τις απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις, διενεργώντας δίπλευρο έλεγχο, θεωρώντας ως μηδενική υπόθεση ότι ο μέσος όρος του δείγματος είναι ίσος με το μηδέν, ότι δηλαδή δεν υπάρχουν απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Ο υπολογισμός των μέσων αποδόσεων, τόσο των απλών όσο και των προσαρμοσμένων, καθώς επίσης και όλων των υπόλοιπων στατιστικών στοιχείων που αναφέρονται στα εμπειρικά αποτελέσματα έγινε με χρήση του οικονομετρικού πακέτου E-Views (5.1).

* Ο έλεγχος t-test στηρίχτηκε στη μεθοδολογία που παρουσιάζει ο Ritter (1991)

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 7

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ

7.1. Αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα

Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τις αποδόσεις που αφορούν ολόκληρο το δείγμα των δημόσιων εγγραφών της περιόδου 2002-2006.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1/1/2002-31/12/2006

ΑΠΟΔΟΣΗ ₁	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (α)						
1^η ημέρας	12,75*	35,87	48	7,07	-74,79	146,48
21^η ημέρας	7,49	35,09	48	1,69	-76,71	107,95
63^η ημέρας	-0,07*	48,67	48	-4,09	-84,23	206,18
126^η ημέρας	-1,73	46,30	48	-11,51	-86,09	171,42
189^η ημέρας	6,09	59,86	48	-9,38	-83,73	194,28
250^η ημέρας	4,53	70,42	48	-18,68	-67,62	262,85
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (β)						
1^η ημέρας	13,20*	35,68	48	5,69	-67,13	149,12
21^η ημέρας	9,43*	34,31	48	4,86	-74,20	117,11
63^η ημέρας	2,69	45,81	48	-4,13	-101,66	168,79
126^η ημέρας	-0,27	44,86	48	-7,68	-62,02	148,86
189^η ημέρας	-9,73	93,69	48	-23,45	-487,14	205,38
250^η ημέρας	-2,18	74,58	48	-22,04	-84,21	274,90

1. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογιστεί με βάση την τιμή εισαγωγής των τίτλων και οι επιπλέον αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α την τελευταία ημέρα των δημόσιων εγγραφών

* στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 5% χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων

** στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε επίπεδο 10 % χρησιμοποιώντας δίπλευρο έλεγχο υποθέσεων

Συγκεκριμένα, ο υποπίνακας α αναφέρεται στις πέντε απλές αποδόσεις όπως αυτές υπολογίστηκαν με βάση την τιμή εισαγωγής της κάθε εταιρείας στο ΧΑΑ ενώ ο υποπίνακας β αναφέρεται στις πέντε υπερβάλλουσες αποδόσεις όπως αυτές υπολογίστηκαν με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ κατά την τελευταία ημέρα κάθε δημόσιας εγγραφής.

Αναλυτικότερα, η πρώτη στήλη περιλαμβάνει τους 10 διαφορετικούς ορισμούς αποδόσεων, η δεύτερη στήλη δείχνει τη μέση απόδοση του δείγματος, η τρίτη στήλη περιέχει την τυπική απόκλιση της απόδοσης, η τέταρτη στήλη παρουσιάζει τον αριθμό παρατηρήσεων στον οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης, η πέμπτη στήλη δείχνει το διάμεσο του δείγματος, η έκτη στήλη την ελάχιστη και η έβδομη στήλη τη μέγιστη πραγματοποιηθείσα απόδοση.

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 3, η μέση απλή απόδοση πρώτης ημέρας, υπολογιζόμενη με βάση την τιμή εισαγωγής ήταν 12,75 %, η δε υπερβάλλουσα απόδοση ήταν 13,20%. Το αποτέλεσμα αυτό φανερώνει πως οι νεοεισηγμένες μετοχές πρόσφεραν σημαντικές αρχικές αποδόσεις στους επενδυτές και επιβεβαιώνει την ύπαρξη του φαινομένου της υποτιμολόγησης της αξίας των νεοεισηγμένων τίτλων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Δηλαδή, οι επενδυτές που συμμετείχαν στις δημόσιες εγγραφές της συγκεκριμένης περιόδου 2002-2006 αγοράζοντας μετοχές των προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο εταιρειών στην τιμή εισαγωγής, απέκομισαν σημαντικές αποδόσεις, καθώς οι τιμές αυτές υπολείπονται αισθητά των τιμών ισορροπίας (τιμών κλεισίματος) που διαμορφωνόταν στο Χρηματιστήριο την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Το συμπέρασμα του φθίνοντα ρυθμού μεγένθυσης των αποδόσεων των δημόσιων εγγραφών συμβαδίζει με ανάλογα συμπεράσματα προηγούμενων μελετών σχετικά με τις αποδόσεις των νέων εισαγωγών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.

Όλες οι προγενέστερες μελέτες συνηγορούσαν στην ύπαρξη σημαντικών απλών και επιπλέον αποδόσεων και κατέγραφαν φθίνοντα ρυθμό μεγένθυσης των ποσοστών αυτών στη διάρκεια του χρόνου, ενώ δεν έλειπαν και οι περιπτώσεις αποτελεσμάτων με αρνητικές ετήσιες επιπλέον αποδόσεις δημόσιων εγγραφών.

(Παπαϊωάννου και Τραυλός, 1995).

Παρατηρούμε ότι οι νεοεισερχόμενες μετοχές της περιόδου 2002-2006 προσέφεραν ικανοποιητικές αρχικές αποδόσεις στους επενδυτές που τις εμπιστεύτηκαν, αποδόσεις που όπως φαίνεται από τα στοιχεία του πίνακα έφτασαν μέχρι και 262,85 % κατά την 250^η ημέρα διαπραγμάτευσης.

Από την άλλη όμως, παρατηρείται ότι η μέση απόδοση των νεοεισερχόμενων μετοχών μειώνεται φτάνοντας το πρώτο εξάμηνο (126^η ημέρα), σε αρνητικό ποσοστό -1,73 %. Στη συνέχεια το ποσοστό ακολουθεί θετική ανοδική πορεία φτάνοντας την 189^η ημέρα δηλαδή εννέα μήνες αργότερα στο ποσοστό της τάξεως του 6,09% και φτάνει ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στο 4,53%

Τα παραπάνω ευρήματα, υποδηλώνουν ότι, παρά το γεγονός ότι οι μετοχές των εταιρειών κατά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ εμφανίζονται σημαντικά υποτιμημένες, οι αποδόσεις τους γενικά, αλλά ιδιαίτερα κατά τον έκτο μήνα εισαγωγής παρατηρούνται εξαιρετικά μειωμένες.

Όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, που όπως έχουμε ήδη αναφέρει προκύπτουν από τη σύγκριση των απλών αποδόσεων της μετοχής μίας εταιρείας και των αντίστοιχων αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς (αποδόσεις Γενικού Δείκτη), παρατηρείται ότι όσοι επενδυτές προτίμησαν τις αρχικές εισαγωγές σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά, κατέγραψαν καλύτερες αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, η επένδυση σε νεοεισερχόμενες εταιρείες και η πώληση τους την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, ένα μήνα, τρεις μήνες, έξι μήνες εννέα μήνες και δώδεκα μήνες μετά την εισαγωγή τους απέφερε υπερβάλλουσες αποδόσεις 13,20%, 9,43%, 2,69% αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει ότι οι νεοεισαγόμενες μετοχές σημείωσαν καλύτερη πορεία από την αγορά και άρα ο επενδυτής που τις αγόρασε μάλλον θα είναι κερδισμένος. Το αντίθετο βέβαια συμβαίνει για τις υπόλοιπες υπό εξέταση χρονικές περιόδους όπου η απόδοση είναι -0,27%, -9,73%, -2,18%. αντίστοιχα

Προκειμένου να υπάρχει μια καλύτερη εικόνα των αποδόσεων, υπολογίστηκε και η διάμεσος, έτσι ώστε να αποβάλλουμε τις ακραίες παρατηρήσεις στο δείγμα μας οι οποίες παρασύρουν το μέσο όρο προς τα πάνω. Η χρήση της διαμέσου ως τρόπος εξαγωγής συμπερασμάτων για την πιθανή υποτιμολόγηση των IPOs είναι σύμφωνη με την έρευνα των Aaij & Brounen (2003). Εντούτοις, στην πλειοψηφία των ερευνών χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των αποδόσεων για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα 3α η διάμεσος είναι αρκετά μικρότερη του ΜΟ και συγκεκριμένα για την πρώτη ημέρα είναι 7,07%, για τον πρώτο μήνα 1,69% ενώ για τις υπόλοιπες χρονικές περιόδους εμφανίζεται αρνητική φτάνοντας ένα έτος μετά την εισαγωγή στο -18,68%. Από το παραπάνω φαίνεται ότι ο επενδυτής που αγοράζει μετοχές κατά τη διάρκεια των δημόσιων εγγραφών και πουλάει κατά το κλείσιμο της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης ή στο τέλος του πρώτου μήνα αποκομίζει οφέλη από αυτή του την επένδυση, όχι όμως και στο τέλος των τριών, έξι,

εννέα και δώδεκα μηνών. Στο ίδιο ακριβώς συμπέρασμα καταλήγουμε παρατηρώντας και τον πίνακα 3β όπου η διάμεσος των υποβαλλουσών αποδόσεων είναι θετική μόνο κατά το κλείσιμο της πρώτης ημέρας και του πρώτου μήνα διαπραγμάτευσης.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να σημειωθεί ότι, από τα αποτελέσματα της ανάλυσης των στοιχείων το δείγματος, φαίνεται ότι οι αντίστοιχες τυπικές αποκλίσεις των τιμών των μετοχών παίρνουν υψηλές τιμές, γεγονός που σημαίνει ότι η συμμετοχή σε μία δημόσια εγγραφή ενέχει ταυτόχρονα υψηλό κίνδυνο για τους επενδυτές.

7.2. Αποτελέσματα ανά αγορά

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νεοεισηγμένων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που προέκυψαν λαμβάνοντας ως κριτήριο, την αγορά στην οποία εισήχθησαν, δηλαδή στην Κύρια Αγορά, στην Παράλληλη Αγορά ή στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA).

Λόγω ανεπάρκειας του σχετικού δείγματος (1 εισαγωγές 2004) δεν εξετάστηκε η τιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών της Ελληνικής Αγοράς Αναδυόμενων Κεφαλαιαγορών (ΕΑΓΑΚ).

7.2.1. Αποτελέσματα για την Κύρια Αγορά

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απλές και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2002-2004.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

ΑΠΛΕΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1/1/2002 ΕΩΣ 31/12/2006

ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^η ημέρας	-1,98	13,66	15	-4,10	-21,17	31,13
21^η ημέρας	-5,17	18,41	15	-6,83	-30,00	28,16
63^η ημέρας	-10,95**	24,40	15	-13,34	-39,47	32,64
126^η ημέρας	-10,11	30,38	15	-13,65	-48,42	44,96
189^η ημέρας	-6,75**	0,30	15	-7,31	-67,21	47,20
250^η ημέρας	-8,69**	1,68	15	-22,43	-58,20	43,58
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^η ημέρας	-0,79	14,67	15	-4,44	-21,04	27,13
21^η ημέρας	-0,48	19,88	15	-2,51	-29,18	31,10
63^η ημέρας	-3,86	25,00	15	-6,48	-38,63	41,97
126^η ημέρας	-2,27	33,81	15	-5,13	-57,63	84,66
189^η ημέρας	0,16	62,07	15	-3,01	-56,08	205,38
250^η ημέρας	-4,43*	82,29	15	-11,93	-71,93	274,90

Όπως γίνεται αντιληπτό, από τον πίνακα 4, τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για την Κύρια Αγορά, είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες τιμές που αφορούσαν το σύνολο του δείγματος.

Τα αποτελέσματα που έδωσε η ανάλυση της Κύριας Αγοράς δείχνουν απλή μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης -1,98%, και μέση υπερβάλλουσα απόδοση-0,79%. Επιπλέον, οι απλές μέσες αποδόσεις του πρώτου μήνα ,τριμήνου, εξαμήνου, εννεαμήνου και δωδεκαμήνου ήταν -5,17%, -10,95%, -10,11%, -6,75% και -8,69% αντίστοιχα. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν -0,79%, -0,48% , -3,86%, -2,27% ,0,16% και -4,43% αντίστοιχα. Το παραπάνω σημαίνει ότι η αγορά θεωρεί τις μετοχές εισήχθησαν στην κύρια αγορά του ΧΑΑ υπερτιμολογημένες, δηλαδή ότι η τιμές εισαγωγής ήταν υψηλότερες απ'ότι θα έπρεπε.

Παρατηρείται δηλαδή ότι, το ποσοστό υποτίμησης των μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά εμφανίζεται σημαντικά χαμηλότερο από αυτό του

συνολικού δείγματος, γεγονός που μας κάνει να αναμένουμε αντίστοιχα μεγαλύτερο ποσοστό υποτίμησης των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά.

7.2.2. Αποτελέσματα για την Παράλληλη Αγορά

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απλές και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών στην Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2002-2004.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

**ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ
ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1/1/2002 ΕΩΣ
31/12/2006**

ΑΠΟΔΟΣΗ 1	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^η ημέρας	19,72*	45,55	25	9,55	-74,74	146,48
21^η ημέρας	14,76**	41,68	25	14,39	-76,71	107,95
63^η ημέρας	7,65	60,90	25	-2,08	-84,23	206,18
126^η ημέρας	4,79	57,72	25	-3,84	-86,09	171,42
189^η ημέρας	12,69	67,33	25	-10,43	-83,73	194,28
250^η ημέρας	5,21	73,26	25	-16,59	-67,62	262,85
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^η ημέρας	18,60*	45,47	25	10,81	-67,13	149,12
21^η ημέρας	13,48**	41,10	25	7,93	-74,20	117,11
63^η ημέρας	6,08	56,77	25	-9,51	-101,66	168,79
126^η ημέρας	-2,29	53,80	25	-10,22	-62,04	148,86
189^η ημέρας	-21,47	114,02	25	-25,16	-487,14	161,09
250^η ημέρας	-10,88	57,56	25	-31,38	-84,21	124,99

Όπως διαπιστώθηκε στη προηγούμενη παράγραφο, το ποσοστό υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών στην Κύρια Αγορά, ήταν σημαντικά χαμηλότερο από το επίπεδο υποτίμησης του συνολικού δείγματος. Έτσι αναμένουμε μεγαλύτερο ποσοστό υποτίμησης για τις μετοχές που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του

ΧΑΑ. Αντίστοιχα, για το δείγμα των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά, και οι αποδόσεις τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες ήταν σημαντικά υψηλότερες.

Ανάλογος ήταν ο κίνδυνος των αρχικών εισαγωγών όπως αυτός εκφράζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται ότι οι τυπικές αποκλίσεις των μέσων απλών αποδόσεων R1, R21, R63, R126, R189, R250 των μετοχών που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά ήταν, 13,66%, 18,41%, 24,40%, 30,38%, 0,30% και 1,68% όταν οι αντίστοιχες τιμές για τις αποδόσεις των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά ήταν 45,47%, 41,10%, 56,77%, 53,80%, 114,02% και 57,56%.

Οι σημαντικές αυτές διαφορές στον κίνδυνο των αρχικών εισαγωγών είναι αναμενόμενες αν σκεφτούμε την υπάρχουσα διαφοροποίηση των κριτηρίων εισαγωγής των εταιρειών σε κάθε αγορά- τα κριτήρια εισαγωγής μιας εταιρείας στην Κύρια Αγορά είναι πιο αυστηρά από τα αντίστοιχα της εισαγωγής της στην Παράλληλη Αγορά

Πράγματι, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για το σύνολο των μετοχών που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου την περίοδο 2002-2006 ήταν 19,72% δηλαδή κατά πολύ υψηλότερη αυτής που είχε υπολογιστεί για την Κύρια Αγορά (-1,98%). Αυτό είναι σχετικά λογικό μιας και ο κίνδυνος όπως προείπαμε που αναλαμβάνει ο επενδυτής είναι θεωρητικά μεγαλύτερος στην Παράλληλη Αγορά.

Επίσης, παρατηρείται ότι οι απλές αποδόσεις που πέτυχαν όσοι επενδυτές επένδυσαν σε δημόσιες εγγραφές εταιρειών για την εισαγωγή τους στην Παράλληλη Αγορά ήταν θετικές για όλο το υπό εξέταση χρονικό διάστημα του ενός έτους. Συγκεκριμένα, η μέση απλή απόδοση του πρώτου μήνα είναι 14,76%, των τριών πρώτων μηνών 7,65%, των έξι μηνών 4,79%, των εννέα 12,69% και τέλος των δώδεκα μηνών 5,21%.

Όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, αυτές εμφανίζονται υψηλές μέχρι και τον έκτο μήνα. Στη συνέχεια ακολουθούν πτωτική πορεία. Αναλυτικότερα, η υπερβάλλουσα απόδοση της πρώτης ημέρας είναι 18,60%, του πρώτου μήνα είναι 13,48%, των τριών πρώτων μηνών 6,08%, των έξι μηνών -2,29%, των εννέα -21,47% και τέλος των δώδεκα μηνών -10,88%.

Βάση του παραπάνω πίνακα είναι προφανές ότι οι μετοχές που εισήχθησαν στην Παράλληλη Αγορά ήταν περισσότερο υποτιμημένες από αυτές που εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά

7.2.3. Αποτελέσματα για τη ΝΕΧΑ

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι απλές και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των αρχικών εισαγωγών στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του ΧΑΑ που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 2002-2004.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΧΑΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1/1/2002 ΕΩΣ 31/12/2006

ΑΠΟΔΟΣΗ 1	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^{ης} ημέρας	22,52*	20,24	7	17,57	0,54	57,38
21^{ης} ημέρας	14,11	31,47	7	13,13	-27,34	69,52
63^{ης} ημέρας	0,29	40,16	7	22,40	-74,85	30,00
126^{ης} ημέρας	-3,12	28,80	7	-17,29	-29,38	49,63
189^{ης} ημέρας	16,00	75,17	7	0,62	-58,33	170,80
250^{ης} ημέρας	34,03	114,03	7	-26,12	-55,47	261,31
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1^{ης} ημέρας	26,04*	18,99	7	27,08	1,22	56,11
21^{ης} ημέρας	20,92*	29,92	7	20,54	-19,07	70,15
63^{ης} ημέρας	8,21	42,36	7	18,57	-72,81	46,89
126^{ης} ημέρας	8,94	34,91	7	1,51	42,36	78,33
189^{ης} ημέρας	16,80	76,47	7	-3,98	34,91	179,11
250^{ης} ημέρας	36,08	111,54	7	3,61	76,47	266,13

Όσον αφορά τα αποτελέσματα που προέκυψαν για την Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA) παρατηρούμε ότι οι απλές αποδόσεις είναι εξίσου υψηλές όπως και οι αποδόσεις της Παράλληλης Αγοράς.

Συγκεκριμένα, η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας είναι 22,52%, του πρώτου μήνα είναι 14,11%, των τριών πρώτων μηνών 0,29%, των έξι μηνών -3,12%, των εννέα 16,00% και τέλος των δώδεκα μηνών 34,03%.

Οι αντίστοιχες υπερβάλλουσες αποδόσεις εμφανίζονται σημαντικά υψηλότερες σε σχέση με την Κύρια και την Παράλληλη Αγορά με ποσοστά 26,04% την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, 20,92% τον πρώτο μήνα, 8,21% το πρώτο τρίμηνο, 8,94% το εξάμηνο, 16,80% στους εννέα μήνες και τέλος 36,08% το έτος.

Ο κίνδυνος των αρχικών εισαγωγών όπως έχουμε αναφέρει εκφράζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα παρατηρείται ότι οι τυπικές αποκλίσεις των μέσων απλών αποδόσεων R1, R21, R63, R126, R189, R250 των μετοχών που εισήχθησαν στην NEXA ήταν, 20,24%, 31,47%, 40,16%, 28,80%, 75,17% και 114,03% υψηλότερες από εκείνες της Κύριας αλλά χαμηλότερες από εκείνες της Παράλληλης Αγοράς.

Βάση λοιπόν του παραπάνω πίνακα είναι προφανές ότι οι μετοχές που εισήχθησαν στην NEXA ήταν περισσότερο υποτιμημένες από αυτές που εισήχθησαν στην Κύρια αλλά και στην Παράλληλη Αγορά.

7.3. Σύγκριση με εμπειρικά ευρήματα από άλλες χώρες

Τα τελευταία χρόνια μεγάλο πλήθος διεθνώς έχει ασχοληθεί με το θέμα των αρχικών αποδόσεων που αποκομίζουν οι επενδύτες με τη συμμετοχή τους στην αρχική εισαγωγή εταιρειών στα κατά τόπους Χρηματιστήρια. Η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας είναι χρήσιμη για την καλύτερη κατανόηση των συμπερασμάτων που προέκυψαν από την έρευνα για τις ελληνικές δημόσιες εγγραφές. Οι σχετικές μελέτες καλύπτουν διάφορες χρονικές περιόδους που αναφέρονται σε διαφορετικά θεσμικά πλαίσια σε βαθμούς ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με τους Loughran, Ritter & Rydqvist εμπειρικά δείγματα αρχικής υποτίμησης προέκυψαν και για τις 25 χώρες για τις οποίες είχαν δεδομένα. Το φαινόμενο της άμεσης υποτίμησης των αρχικών εισαγωγών παρατηρείται σε κάθε χώρα με Χρηματιστήριο αν και η έκταση της υποτίμησης διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Στον πίνακα που ακολουθεί και ο οποίος είναι ο πρώτος πίνακας της μελέτης Loughran, Ritter & Rydqvist, φαίνονται συνοπτικά τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη διεθνή βιβλιογραφία για τις 25 χώρες της μελέτης. Η μέση αρχική απόδοση που εμφανίζεται στον πίνακα είναι η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής από την τιμή εισαγωγής έως την τιμή αγοράς με βάση την οποία οι ημερήσιες αποδόσεις των επόμενων ημερών πλησιάζουν το μηδέν. Για τις περισσότερες χώρες η αναφερόμενη απόδοση είναι η απόδοση της πρώτης ημέρας αλλά για κάποιες στις οποίες υπάρχουν περιορισμοί στη διακύμανση των τιμών η αναφερόμενη αρχική απόδοση μπορεί να είναι η απόδοση πολλών εβδομάδων ή και μηνών έως ότου η τιμή να φτάσει σε κάποια ισορροπία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Χώρα	Μέγεθος Δείγματος	Χρονική Περίοδος	Μέση Απόδοση(%)
Αυστραλία	266	1976-89	11,9
Βέλγιο	28	1984-90	10,1
Βραζιλία	62	1979-90	78,5
Γαλλία	187	1983-92	4,2
Γερμανία	170	1978-92	10,9
Ελβετία	42	1983-89	35,8
Ηνωμένο Βασίλειο	2,133	1959-90	12
ΗΠΑ	10,626	1960-92	15,3
Ιαπωνία	472	1970-91	32,5
Ισπανία	71	1985-90	35
Ιταλία	75	1985-91	27,1
Καναδάς	258	1971-92	5,4
Κορέα	347	1980-90	78,1
Μαλαισία	132	1980-91	80,3
Μεξικό	37	1987-90	33
Νέα Ζηλανδία	149	1979-91	28,8
Ολλανδία	72	1982-91	7,2
Πορτογαλία	62	1986-87	54,4
Σγκαπούρη	66	1973-87	27
Σουηδία	213	1973-87	27
Ταϊβάν	168	1971-90	45
Ταϊλάνδη	32	1988-89	58,1
Φινλανδία	85	1984-92	9,6
Χιλή	19	1982-90	16,3
Χονγκ-Κονγκ	80	1980-90	17,6

Πηγή : Loughran, Ritter & Rydqvist (1994)

Όπως φαίνεται από τον πίνακα οι μέσες αρχικές αποδόσεις διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα. Για παράδειγμα ενώ η Μαλαισία ανέρχεται σε 80,3% η απόδοση σε πολλές άλλες χώρες είναι μικρότερη από 10%. Αυτές οι διαφορές οφείλονται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που εισάγονται στα Χρηματιστήρια (π.χ νέες έναντι παλαιών εταιρειών), στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο που ισχύει σε κάθε χώρα (π.χ προκαθορισμένη τιμή εισαγωγής για ένα μακρύ χρονικό διάστημα πριν την εισαγωγή) και στον τρόπο διάθεσης των νέων μετοχών.

ΣΥΝΟΨΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τη παραπάνω ανάλυση είναι το γεγονός ότι η συστηματική αγορά από τους επενδυτές νεοεισηγμένων τίτλων κατά τη διάρκεια των δημόσιων εγγραφών τους, αποτελεί μια επενδυτική ευκαιρία που εξασφαλίζει σε μεγάλο βαθμό την επίτευξη άκρως ικανοποιητικών βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών που στην πλειοψηφία των περιπτώσεων υπερβαίνουν τις αντίστοιχες αποδόσεις της αγοράς.

Συγκεκριμένα, από τα στοιχεία των αρχικών εισαγωγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που εξετάστηκαν για την περίοδο 2002-2006 προέκυψε ότι οι νεοεισαχθείσες εταιρείες της περιόδου αυτής (48 εταιρείες) εισήγαγαν τις μετοχές τους σε τιμές σημαντικά χαμηλότερες τιμές από εκείνες που διαμορφώθηκαν στο ΧΑΑ μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης τους. Διαπιστώνουμε δηλαδή την υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών την Ελλάδα. Για να καταλήξουμε στο συμπέρασμα αυτό μελετήσαμε τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών σε σχέση με την τιμή εισαγωγής και την τιμή κλεισίματος της μετοχής την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης, την 21^η, την 63^η, την 126^η, 189^η και 250^η μετά την εισαγωγή.

Στην ανάλυση των στοιχείων συμπεριλήφθηκαν τόσο οι απλές όσο και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών που εισήχθηκαν κατά την υπό εξέταση περίοδο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας για ολόκληρο το δείγμα, προκύπτουν σημαντικές θετικές αποδόσεις για τους επενδυτές που αγόρασαν τους νέους τίτλους στην τιμή εισαγωγής κατά τη δημόσια εγγραφή και για χρονικό διάστημα έως και ένα έτος μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι, οι μέσες απλές αποδόσεις των νέων εισαγωγών παρατηρείται να φθίνουν με την πάροδο του χρόνου και μάλιστα ο επενδυτής που απέκτησε μετοχές κατά την περίοδο των δημόσιων εγγραφών θα ζημιώνονταν αν τις πουλούσε στο τέλος των τριών και έξι μηνών από την πρώτη ημέρα εισαγωγής αφού η μέση απόδοση αν και σε πολύ μικρό ποσοστό, εμφανίζεται αρνητική.

Η θετική μέση απόδοση πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης τόσο για τις απλές όσο και για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, υποδηλώνει τη σημαντική υποτίμηση των αρχικών εισαγωγών των ελληνικών εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Επιβεβαιώθηκε δηλαδή για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο η ύπαρξη του φαινομένου της « Υποτιμολόγησης των Δημόσιων Εγγραφών», φαινόμενο που

ουσιαστικά υποδηλώνει ότι οι εταιρείες εισάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο με σημαντική έκπτωση, προκειμένου να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό. Η εν λόγω τακτική ζημιώνει ουσιαστικά τους αρχικούς μετόχους, οι οποίοι βλέπουν τις μετοχές τους αρχικά να πωλούνται σε τιμές χαμηλότερες από αυτές που οι επενδυτές θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να τις αποκτήσουν.

Χωρίζοντας το δείγμα με κριτήριο την αγορά εισαγωγής τα αποτελέσματα φαίνεται να διαφέρουν. Από την ανάλυση των επιμέρους στοιχείων για κάθε αγορά (Κύρια, Παράλληλη και NEXA) καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι όσοι επενδυτές επέλεξαν να επενδύσουν τις μετοχές εταιρειών που εισήχθησαν στην NEXA του ΧΑΑ απέκομισαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις απ' ό,τι στις άλλες δυο αγορές.

Πιο συγκεκριμένα οι εταιρείες της NEXA εισήχθησαν υποτιμημένες κατά 22,52% όταν οι αντίστοιχες της Παράλληλης Αγοράς εμφανίστηκαν κατά την εισαγωγή τους υποτιμημένες σε ποσοστό 19,72% και της Κύριας Αγοράς υπερτιμημένες σε ποσοστό 1,98%. Το ότι οι μικρές και δυναμικές εταιρείες εισάγουν αρκετά υποτιμημένες τις μετοχές τους ίσως να οφείλεται και στην πίεση ή σύσταση των αναδόχων προκειμένου αυτές, να αποφύγουν τον κίνδυνο μη κάλυψης της έκδοσης.

Το βασικό συμπέρασμα της παρούσας εργασίας, ότι δηλαδή για το σύνολο των δημόσιων εγγραφών της περιόδου 2002-2006 η μέση απλή απόδοση της πρώτης ημέρας ήταν 12,75%, έρχεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα άλλων επιστημονικών ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί διεθνώς για την μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών, αποδεικνύοντας για άλλη μια φορά ότι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε δημόσιες εγγραφές αποτελεί για τους επενδυτές μια ιδιαίτερα ελκυστική επενδυτική επιλογή.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Η παρούσα εργασία θα μπορούσε να αποτελέσει τη βάση για την ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των IPOs στο ΧΑΑ για την περίοδο 2002-2006, μακροπρόθεσμα μέχρι και τρία έτη μετά την εισαγωγή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

ΓΡΑΦΗΜΑ 1. Αριθμός νέων εισαγωγών ανά έτος

ΓΡΑΦΗΜΑ 2. Ποσοστιαία κατανομή δημόσιων εγγραφών περιόδου 2002-2006 βάση αγορών*

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Θέση του ΧΑΑ στον παγκόσμιο χρηματιστηριακό χώρο

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. Αριθμός εισαγωγών στο ΧΑΑ. κατά έτος και αγορά περιόδου 1/1/2002-31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 3. Νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Άξιων Αθηνών χρονικής περιόδου 1/1/2002-31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Απλές αποδόσεις και υπερβάλλουσες αποδόσεις από δημόσιες έγγραφες στο Χρηματιστήριο Άξιων Αθηνών περίοδο 1/1/2002-31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 5. Απλές αποδόσεις και υπερβάλλουσες αποδόσεις των νέων εισαγωγών στην Κύρια αγορά του ΧΑΑ περιόδου 1/1/2002 έως 31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 6. Απλές αποδόσεις και Υπερβάλλουσες αποδόσεις των νέων εισαγωγών στην Παράλληλη αγορά του ΧΑΑ περιόδου 1/1/2002 έως 31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 7. Απλές αποδόσεις και Υπερβάλλουσες αποδόσεις των νέων εισαγωγών στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά του ΧΑΑ περιόδου 1/1/2002 έως 31/12/2006

ΠΙΝΑΚΑΣ 8. Σύγκριση με εμπειρικά ευρήματα από άλλες χώρες

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Γκλεζάκος Μ., (2005). *Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις*,

Θεοδωρόπουλος Θ., (2000), *Επενδυτική Στρατηγική και Χρηματιστήριο*,
Χρηματιστήριο-Κεφαλαιαγορά/Οικονομικές Επιστήμες, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., (2001), *Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών*
Διεθνή Χρηματιστήρια, Χρηματιστήριο-Κεφαλαιαγορά/Οικονομικές Επιστήμες,
Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης

Μαλινδρέτου Β., Μαλινδρέτος Π., (2000), *Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Παπαζήση

Νούνης Χ. (2000). Θεωρητική ανάλυση του φαινομένου της υποτιμολόγησης των νέων εισαγωγών τίτλων στο χρηματιστήριο. Οικονομικά Χρονικά-Διμηνιαία Έκδοση του Οικονομικού Επιμελητηρίου Ελλάδας, τεύχος 109, σελ. 33-37

Νούνης, Χ., (2004), "Οι αρχικές αποδοσεις των Ελληνικών Δημόσιων εγγραφών κατά την περίοδο 1976-2003", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Τεύχος 38, σελ.57-64

Παπαϊωάννου Γ.Ι., Τραυλός Ν. Γ. (1995). Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών : Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση. Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα -Τάσεις και Προοπτικές, (Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος), Ι.Ο.Β.Ε. - Alpha Τράπεζα Πίστεως, σελ.215-278

Τραυλός Ν. Γ., Παπαϊωάννου Γ. Ι., Φίλιππας Ν.Δ., Safieddine A. (1997), "Η χρηματιστηριακή πορεία και η λειτουργική αποδοτικότητα των νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών", *Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά : Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της*, Πανεπιστήμιο Πειραιά - Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, σελ.3-40

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

www.reporter.gr

www.omnifinance.gr

www.asa.gr (Athens Stocks & Market Analysis)

www.capital.gr

http://www.capital.gr/xa/close_history.asp

<http://www.ase.gr/content/gr/MarketData/Statistics/month/>

www.newcompanies.gr

www.iraj.gr

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Allen, F. & Faulhaber, G., (1989), “Signaling by underpricing in the IPO market”, *Journal of Financial Economics*, vol.23, pp.303-323

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

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

Brennan, M. & Franks J., (1997), “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”, *Journal of Financial Economics*, vol.45, pp.391-413

Ibbotson, R., (1975), "Price performance of common stock new issues", *Journal of Financial Economics*, vol.2, pp.235-272

Kazantzis, C. & Levis, M., (1995), "Price support and initial public offerings, evidence from the Athens Stock Exchange", *Research in International Business and Finance*, vol.12

Kazantzis, C. & Thomas C.D, (1996), "The IPO puzzle and institutional constraints: evidence from the Athens Stock Exchange", *Empirical issues in raising equity capital*, pp.81-94

Kenourgios, D., Papathanasiou, S. & Melas, E., (2007) "Initial performance of Greek IPOs, underwriter's reputation and oversubscription", *Managerial Finance*, vol.33, pp.332-343

Levis, M., (1995) "Seasoned equity offerings and the short – and – long Run performance of Initial Public Offering in the UK", *European Financial Management*, vol 1, No 2, pp. 125-146

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

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

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

Rock, K., (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial economics*, vol.15, pp.187-212

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

Tsangarakis, N., (2004), “The price performance of initial public offerings in Greece”, *Managerial finance*, vol 30, pp.26-44

Welch, I., (1992), “Sequential sales, learning and cascades”, *Journal of Finance*, vol.47, pp.695-732