

ΒΑΣΙΛΗ ΠΑΝΑΓΟΥ

ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΕΞΑΜΗΝΗΣ ΕΓΓΥΗΣΗΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΩΝ
ΝΕΟΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ
ΤΗΣ ΑΘΗΝΑΣ (ΧΑΑ)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

Περίληψη

- I. Εισαγωγικά
 - II. Δεδομένα – Μεθοδολογία
 - III. Παρουσίαση – Ανάλυση Αποτελεσμάτων
 1. Τιμή πρώτης ημέρας εισαγωγής
 2. Απόδοση πρώτης ημέρας
 3. Ύψος αντληθέντων κεφαλαίων
 4. Απόδοση – κίνδυνος των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο
 - IV. Συμπεράσματα
- Παράρτημα
Βιβλιογραφία

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εξάμηνη εγγύηση της τιμής των νεοεισηγμένων μετοχών στο ΧΑΑ θεσπίστηκε το 1985, ίσχυσε για πεντέμισι χρόνια, και είχε ως στόχο την προσέλκυση των επενδυτών στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά. Υπήρξε δε μια παγκόσμια πρωτοτυπία, αφού τέτοιο μέτρο δεν συναντάμε στη διεθνή βιβλιογραφία και πρακτική. Το πρόβλημα που μπαίνει, και στο οποίο προσπαθεί να απαντήσει η παρούσα εργασία, είναι το εξής: Το μέτρο αυτό υπήρξε αποτελεσματικό; Έδρασε δηλαδή ως αναπτυξιακό κίνητρο (σκοπό για τον οποίο θεσπίστηκε) τροφοδοτώντας τις επιχειρήσεις με φθηνά επενδυτικά κεφάλαια, ή αποτέλεσε μια ακόμη στρέβλωση της αγοράς, οπότε καλώς έγινε και αποσύρθηκε;

Τα δεδομένα πάνω στα οποία στηρίξαμε την εργασία μας ήταν 44 νέες εταιρίες που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο την περίοδο 1990-1992: τιμή διάθεσης και τιμή πρώτης ημέρας εισαγωγής, αντληθέντα κεφάλαια, ποσοστά υπερκάλυψης, αποδόσεις μετά την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο, κίνδυνος (συνολικός και συστηματικός) που συνοδεύει τις αποδόσεις αυτές.

Η βιβλιογραφία που χρησιμοποιήσαμε αναφέρεται περισσότερο στις νέες εκδόσεις και στις αποδόσεις μετά την εισαγωγή τους, μια και δεν υπάρχει, όπως τονίσαμε, αντίστοιχο φαινόμενο στη διεθνή βιβλιογραφία.

Ι. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

Το θεσμικό πλαίσιο που ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ διαγράφεται από το Προεδρικό Διάταγμα 350/24.5.1985, στο οποίο ενσωματώνεται και η Κοινοτική Οδηγία 79/279/ΕΟΚ της 5.3.1979 "περί του συντονισμού των όρων εισαγωγής κινητών αξιών σε Χρηματιστήριο Αξιών".

Μια εταιρία για να εισαχθεί στο χρηματιστήριο χρειάζεται:

1. ίδια κεφάλαια τουλάχιστον ενός εκατ. Ecu (που μετατρέπονται σε εθνικά νομίσματα με τις τρέχουσες ισοτιμίες),
2. δημοσιευμένους, πέντε τουλάχιστον, ετήσιους ισολογισμούς,
3. ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης κατά την τελευταία πενταετία,
4. επαρκή διασπορά των μετοχών της (το 25% τουλάχιστον του μετοχικού της κεφαλαίου να κατανέμεται σε περισσότερα των εκατό φυσικών ή νομικών προσώπων),
5. να δεσμευθεί ότι με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο θα κάνει αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 25% μέσω αναδόχου οργανισμού και διά δημοσίας εγγραφής.

Σύμφωνα με το προηγούμενο Π.Δ., οι ανάδοχοι οργανισμοί "...εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του διατιθεμένου από την αύξηση διά δημοσίας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρείας. Η τιμή εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θα προσδιορίζεται από τον ή τους αναδόχους εκδόσεως μετοχών διά δημοσίας εγγραφής, που αναλαμβάνουν την έκδοση. Η τιμή διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών της εταιρείας από την ημέρα εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο και επί έξι (6) μήνες δε θα πρέπει να είναι κατώτερη από την τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο. Σε αντίθετη περίπτωση ο ανάδοχος υποχρεούται σε αποζημίωση παντός ζημιωθέντος κατόχου νέων μετοχών της εταιρείας" (άρθρο 4, παρ. α).

Το καθεστώς της βμηνης εγγύησης ίσχυσε από τη δημοσίευση του εν λόγω Π.Δ. στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (Ιούλιος 1985) μέχρι τη 17η Δεκεμβρίου 1990, οπότε και καταργήθηκε με τη δημοσίευση του Νόμου 1914/1990.

Στο άρθρο 41, παρ. 1 του Νόμου αυτού, στο οποίο επαναδιατυπώνεται ο ρόλος και οι υποχρεώσεις του αναδόχου οργανισμού, δεν υπάρχει η δέσμευση περί της εξαμηνιαίας εγγύησης της τιμής των νεοεισηγμένων μετοχών: οι ανάδοχοι οργανισμοί "...εγγυώνται την πλήρη κάλυψη του διατιθεμένου από την αύξηση διά δημοσίας εγγραφής κεφαλαίου της εταιρείας. Η τιμή εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θα προσδιορίζεται από τον ή τους αναδόχους εκδόσεως μετοχών διά δημοσίας εγγραφής που αναλαμβάνουν την έκδοση".

Η δικαιολογητική βάση της βμηνιαίας εγγύησης των τιμών των νεοεισηγμένων μετοχών είναι προφανής: κάνοντας πιο ελκυστικές τις πρωτογενείς εκδό-

σεις μετοχών, αφού περιορίζεται ο κίνδυνος (το πολύ-πολύ ο επενδυτής να χάσει τους τόκους ενός εξαμήνου), διευκολύνει τις επιχειρήσεις στην άντληση μακροχρονίων κεφαλαίων. Κύριος βέβαια στόχος είναι η διεύρυνση των παραγωγικών δυνατοτήτων των επιχειρήσεων (με χαμηλού κόστους κεφάλαια) και μέσω αυτών της ίδιας της οικονομίας. Αποτελεί έτσι ένα καθαρά αναπτυξιακό μέτρο.

Η επιτυχία ή όχι του μέτρου αυτού, η αποτελεσματικότητά του, θ' αποτελέσει το αντικείμενο της παρούσας εργασίας. Μπορούμε όμως από τώρα (εισαγωγικά), και με τη βοήθεια του πίνακα 1, να σημειώσουμε τα εξής :

1. Στα πεντέμισι χρόνια (7/1985-12/1990) ισχύος του καθεστώτος της θμηνης εγγύησης εισήχθησαν στο ΧΑΑ 36 νέες εταιρίες και αντλήθηκαν συνολικά 65,119 δις δραχμές από την πρωτογενή κεφαλαιαγορά. Συγκριτικά, αναφέρουμε ότι στη δεκαετία 1972-1982 εισήχθησαν 50 εταιρίες και αντλήθηκαν 4,41 δις δραχμές, ενώ για την επόμενη δεκαετία (1983-1992) τα αντίστοιχα νούμερα ήταν: 55 νέες εταιρίες και 120,175 δις δραχμές.

2. Από μόνα τους βέβαια αυτά τα νούμερα δεν μπορούν να συνηγορήσουν υπέρ ή κατά της αποτελεσματικότητας του μέτρου, πολύ περισσότερο που στο 1990 παρουσιάστηκε μεγάλη έξαρση με την εισαγωγή 28 νέων εταιριών στο ΧΑΑ. Αυτές αποτελούν και το 78% περίπου του συνόλου των επιχειρήσεων που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά τα πεντέμισι χρόνια ισχύος του καθεστώτος της εξαμήνης εγγύησης.

3. Μια πρώτη εκτίμηση της ανισορροπίας αυτής δεν μπορεί να οδηγήσει σε συγκεκριμένο συμπέρασμα. Είναι γνωστό από τη διεθνή βιβλιογραφία¹ ότι σε περιόδους ευνοϊκής χρηματιστηριακής συγκυρίας (hot markets, όπως αυτή που γνωρίσαμε στο ΧΑΑ το 1990) αυξάνονται κατά πολύ οι εταιρίες που προστρέχουν στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά εκδίδοντας νέες μετοχές. Εκ πρώτης όψεως λοιπόν δεν μπορούμε να πούμε αν ο όγκος των νέων εταιριών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο της θμηνης εγγύησης οφείλεται στο μέτρο αυτό καθ' αυτό ή στην ευνοϊκή χρηματιστηριακή συγκυρία.

4. Η απόσυρση του μέτρου, τη χρονιά ακριβώς της παρατηρούμενης έξαρσης νέων εκδόσεων, δεδομένου και του γεγονότος ότι εταιρίες έκαναν κατάχρηση του μέτρου, ή του ότι η υπάρχουσα υποδομή του ΧΑΑ απαγόρευε την εισαγωγή και διαπραγμάτευση νέων μετοχών, οδηγεί μάλλον στην εκτίμηση ότι πίσω από τον όγκο των νέων εκδόσεων κρύβεται περισσότερο η ευνοϊκή χρηματιστηριακή συγκυρία.

¹ R. Ibbotson - J. Jaffe, «Hot Issue Markets», *Journal of Finance*, 1975, pp. 1027-1042. J. Ritter, «The "hot Issue" Market of 1980», *Journal of Business*, April 1984, pp. 215-240.

5. Από τη διεθνή βιβλιογραφία² γνωρίζουμε τα εξής σχετικά με τις νέες εκδόσεις και τη συμπεριφορά τους στο χρηματιστήριο στα πρώτα στάδια της εισαγωγής τους:

- Η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών είναι συνήθως υποτιμημένη. Το underpricing αποδίδεται στο γεγονός ότι οι ανάδοχοι οργανισμοί πιέζουν τις τιμές, κάτω από το φόβο (κόστος) της μη απορρόφησης της έκδοσης ή της μη ικανοποιητικής πορείας της μετοχής μετά την εισαγωγή της, πράγμα που θα έπληττε τη φήμη (reputation) του underwriter.
- Αυτό οδηγεί σε μια υπεραντίδραση (overreaction) της αγοράς κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο. Οι τιμές τους ανεβαίνουν θεαματικά υπό την πίεση των επενδυτών να προβούν στην αγορά υποτιμημένων μετοχών.
- Στις επόμενες ημέρες (και για μια περίοδο τριετίας περίπου), οι νεοεισηγμένες μετοχές ακολουθούν μια γενικότερη πτωτική πορεία. Η πτώση είναι τόσο πιο έντονη, όσο μεγαλύτερο είναι το "ξεπέταγμα" της τιμής κατά την πρώτη ημέρα.
- Τα προηγούμενα χαρακτηριστικά των νέων εκδόσεων παρατηρούνται, περισσότερο ή λιγότερο, τόσο σε ανεπτυγμένα χρηματιστήρια της Ευρώπης και της Αμερικής, όσο και σε μικρότερα ανεπτυγμένων χωρών (π.χ. Λατινικής Αμερικής και Άπω Ανατολής)³, ή και στο ελληνικό⁴.

Με δεδομένες τις εισαγωγικές αυτές παρατηρήσεις, επιστρέφουμε στο σημείο απ' όπου ξεκινήσαμε, τον τίτλο δηλαδή και το αντικείμενο της εργασίας μας: ποια ήταν τα αποτελέσματα της 6μηνιαίας εγγύησης της τιμής των νεοεισηγμένων μετοχών στο ΧΑΑ; Θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στο ερώτημα υιοθετώντας την αμέσως παρακάτω μεθοδολογική προσέγγιση :

II. ΔΕΔΟΜΕΝΑ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Τα δεδομένα πάνω στα οποία θα στηρίξουμε την ανάπτυξη της εργασίας μας είναι δύο κατηγοριών:

² J. Ritter, «The Long Run Performance of Initial Public Offerings», *Journal of Finance*, March 1991, pp. 3-27. R. Ibbotson, «Price Performance of Common Stock New Issues», *Journal of Financial Economics*, September 1975, pp. 235-272.

³ R. Aggarwal - R. Leal - L. Hernandez, «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 42-53. M. Levis, «The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 28-41.

⁴ G. Papachristou, «Efficiency in the Greek Market for Initial Public Offers», in W. R. Heilman (editor), *Geld, Banken und Versicherungen*, VWW Karlsruhe, 1990/Band I, pp. 689-704.

1. Αυτά που αφορούν τις νέες εταιρίες και αναφέρονται στην περίοδο από τη δημόσια εγγραφή μέχρι την πρώτη ημέρα εισαγωγής των μετοχών τους στο χρηματιστήριο. Είναι τα εξής:

- τιμή διάθεσης των νέων μετοχών στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά με τη δημόσια εγγραφή,
- τιμή κλεισίματος των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο ΧΑΑ,
- ποσοστό υπερκάλυψης των νέων εκδόσεων,
- ύψος αντληθέντων κεφαλαίων.

Τα στοιχεία αυτά παρουσιάζονται στον πίνακα 2 και αφορούν 26 εταιρίες που μπήκαν στο ΧΑΑ στη διάρκεια του 1990 και με τη συνοδεία της 6μηνης εγγύησης. Αφορούν επίσης και 23 νέες μετοχές που έκαναν την πρώτη τους εμφάνιση στο χρηματιστήριο κατά τα έτη 1991 και 1992, χωρίς όμως να συνοδεύονται από το καθεστώς της εγγύησης. Λογικά η συμπεριφορά αυτών των μετοχών θα πρέπει να διαφέρει από τη συμπεριφορά των μετοχών με την 6μηνη εγγύηση.

Στην ίδια κατηγορία δεδομένων (δημόσια εγγραφή - εισαγωγή στο ΧΑΑ) ανήκουν και τα παρακάτω, που δεν παρουσιάζονται στον πίνακα 2, προκύπτουν όμως απ' αυτόν :

- απόδοση 1ης ημέρας: % διαφορά μεταξύ της τιμής διάθεσης και της τιμής κλεισίματος της μετοχής την πρώτη ημέρα εισαγωγής της στο χρηματιστήριο,
- αντίστοιχη απόδοση της αγοράς (του γενικού δείκτη του ΧΑΑ): % διαφορά της τιμής του δείκτη την ημερομηνία που έκλεισαν οι δημόσιες εγγραφές και της τιμής κλεισίματος του δείκτη όπως διαμορφώθηκε κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο,
- καθαρή απόδοση πρώτης ημέρας: η διαφορά των δύο προηγούμενων αποδόσεων.

2. Στη δεύτερη κατηγορία δεδομένων ανήκουν αυτά που αφορούν την πορεία των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ. Και είναι:

- η αγοραία τους απόδοση (πριν και μετά την εξάμηνη εγγύηση): η % διαφορά των τιμών τους μέρα με τη μέρα,
- ο μέσος (προσδοκώμενη απόδοση) και η διακύμανση των προηγούμενων αποδόσεων,
- τα αντίστοιχα μεγέθη του γενικού δείκτη του ΧΑΑ.

Με τα δεδομένα αυτά και χρησιμοποιώντας την OLS μέθοδο, είτε το μοντέλο της αγοράς (Market Model) και την τεχνική CAR (Cumulative Average Residual), θα προσπαθήσουμε να φέρουμε στο φως την επίδραση που άσκησε η 6μηνη εγγύηση των τιμών των νεοεισηγμένων μετοχών πάνω:

- στην τιμή και την απόδοση της πρώτης ημέρας,
- στο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων,

- στην αγοραία απόδοση των μετοχών πριν και μετά το 6μηνο της εγγύησης,
- στο ποσοστό της υπερκάλυψης,
- στη διακύμανση των αγοραίων αποδόσεων πριν και μετά το 6μηνο της εγγύησης.

Από τα αποτελέσματα που θα πάρουμε, θα φανεί αν η 6μηνη εγγύηση, που αποτελεί πρωτοτυπία στη διεθνή βιβλιογραφία και πρακτική, πέτυχε το στόχο της, ή αποτέλεσε μια ακόμη στρέβλωση της αγοράς, που καλώς έγινε και αποσύρθηκε.

III. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ - ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

1. Τιμή πρώτης ημέρας εισαγωγής

Η συμπεριφορά της μετοχής κατά τη διαπραγμάτευσή της στο χρηματιστήριο την πρώτη ημέρα εισαγωγής της είναι λογικό να επηρεάζεται από παράγοντες όπως: την τιμή διάθεσης (P_d) στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά κατά τη δημόσια εγγραφή: δεν είναι τόσο το απόλυτο μέγεθος της τιμής (υψηλό ή χαμηλό), που μπορεί να επηρεάσει την τιμή της 1ης ημέρας εισαγωγής ($P_{1\mu}$), όσο οι εκτιμήσεις των επενδυτών ότι η τιμή διάθεσης στη δημόσια εγγραφή υπήρξε υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Πράγματι, οι ανάδοχοι οργανισμοί (underwriters), επειδή εγγυώνται την έκδοση και απορροφούν άρα τις αδιάθετες μετοχές, έχουν κάθε συμφέρον να προτείνουν χαμηλές τιμές διάθεσης. Οι επιχειρήσεις αντίθετα θέλουν να πετύχουν όσο το δυνατόν υψηλότερες. Η εκτίμηση των επενδυτών ως προς το υπερτιμημένο ή υποτιμημένο της έκδοσής τους οδηγεί στην εξής συμπεριφορά:

- αθρόα ή χαμηλή προσέλευση στις εγγραφές, με αποτέλεσμα τα υψηλά ή μικρά ποσοστά υπερκάλυψης (Y_{κ}),
- μαζικές ή ελάχιστες αγορές στο χρηματιστήριο κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής, με αποτέλεσμα την υπεραντίδραση ή υποαντίδραση των τιμών τους.

Τη συμπεριφορά αυτή των επενδυτών διαφοροποιεί, ως είναι φυσικό, το καθεστώς της εξάμηνης ($G_{6\mu}$) εγγύησης, αμβλύνοντας ή διαγράφοντας τα όποια αρνητικά της έκδοσης. Η βεβαιότητα ότι θα ξαναπάρουν τα χρήματά τους πίσω (αποζημίωση σε περίπτωση πτώσης της χρηματιστηριακής τιμής κάτω από την τιμή διάθεσης) δρα ως κίνητρο υπέρ της συμμετοχής των επενδυτών στις δημόσιες εγγραφές.

Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι οι επενδυτές συμμετέχουν αδιακρίτως σε όλες τις εγγραφές, τα "ρίχνουν" σε όλες τις νέες μετοχές. Φυσικό είναι οι πιο γνωστές λόγω φήμης, ονόματος, μεγέθους κλπ. εταιρίες να προσελκύουν πε-

ρισσότερο το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού. Ένας πρόσθετος λοιπόν παράγοντας θα πρέπει να επηρεάζει τη θέση της μετοχής την πρώτη της ημέρα στο χρηματιστήριο: το μέγεθος της εταιρίας που το ποσοτικοποιούμε με το ύψος των κεφαλαίων (Cap) που αντλούνται από την πρωτογενή κεφαλαιαγορά.

Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, θα πρέπει να ισχύει η σχέση :

$$P_{(1\mu)} = \alpha + \beta_1 P_{(0)} + \beta_2 Y_{(κλ)} + \beta_3 G_{(6\mu)} + \beta_4 Cap + u \quad (1)$$

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι, για να εξαλείψουμε τη θετική ή αρνητική επίδραση της αγοράς (χρηματιστηρίου) πάνω στην τιμή της 1ης ημέρας, αφαιρέσαμε απ' αυτήν το ποσοστό διαφοροποίησης του γενικού δείκτη του ΧΑΑ. Σημειώνουμε ακόμη ότι η 6μηνη εγγύηση αντιπροσωπεύεται στη σχέση μας (1) από μια ψευδομεταβλητή που παίρνει τις τιμές 1 για τις μετοχές που συνοδεύονται απ' αυτήν και τιμές 0 για όσες μετοχές δεν ισχύει. Με ψευδομεταβλητή δηλώνουμε και το μέγεθος της εταιρίας (1 για τις εταιρίες με πάνω του μέσου όρου του δείγματος αντληθέντα κεφάλαια, 0 για τις υπόλοιπες).

Τρέχοντας τη σχέση (1) με τα δεδομένα του πίνακα 2 πήραμε τα αποτελέσματα:

$$P_{(1\mu)} = -702.8 + 1.41 P_{(0)} + 19.45 Y_{(κλ)} + 656.15 G_{(6\mu)} - 647.43 Cap$$

(12.49) (3.22) (3.08) (2.11)

$$R^2 = 0.853$$

(στις παρενθέσεις δίνονται τα T statistics)

Παρατηρούμε ότι όντως η τιμή κλεισίματος της νέας μετοχής στο χρηματιστήριο την πρώτη ημέρα εισαγωγής της επηρεάζεται από τους παράγοντες που είπαμε: τιμή διάθεσης, ποσοστό υπερκάλυψης, εξάμηνη εγγύηση της τιμής, μέγεθος της εταιρίας. Αξίζει επιπλέον να σημειώσουμε:

α) Το πρόσημο των συντελεστών β_1 , β_2 , β_3 και β_4 . Η τιμή της πρώτης ημέρας εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο συνδέει θετικά τις νεοεισηγμένες μετοχές με την τιμή διάθεσης, το ποσοστό υπερκάλυψης και το καθεστώς της 6μηνης εγγύησης που τις συνοδεύει. Αρνητικά δε με το μέγεθος της εταιρίας: μεγάλη εταιρία, χαμηλότερη τιμή πρώτης ημέρας. Και αντίστροφα: οι μικρότερες εταιρίες πετυχαίνουν καλύτερες τιμές με την πρώτη παρουσία τους στο χρηματιστήριο. Οι Beatty και Ritter, στηριζόμενοι σε αποτελέσματα όπως τα προηγούμενα, χαρακτηρίζουν τις εκδόσεις μικρότερων εταιριών ως περισσότερο κερδοσκοπικές απ' ό,τι οι εκδόσεις μεγαλύτερων εταιριών⁵.

β) Επαληθεύεται έτσι αυτό που υποθέσαμε ως λογικό στα προηγούμενα. Το υψηλό ποσοστό υπερκάλυψης σημαίνει ότι οι επενδυτές πήραν μέσω της

⁵ R. Beatty - J. Ritter, «Investment Banking, Reputation and the Underpricing of IPO's», *Journal of Finance*, April 1986, pp. 213-232.

δημόσιας εγγραφής λιγότερες μετοχές απ' αυτές που επιθυμούσαν και δήλωσαν στον ανάδοχο οργανισμό. Η συμπλήρωση του χαρτοφυλακίου τους γίνεται με την ευκαιρία της πρώτης παρουσίας των μετοχών στο χρηματιστήριο. Η ζήτηση που ασκείται έτσι την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους είναι από τους παράγοντες που ωθούν τις τιμές προς τα πάνω. Πολύ περισσότερο, που για ένα εξάμηνο περιορίζεται τελείως ο κίνδυνος πτώσης των τιμών κάτω από το όριο της εγγυημένης τιμής διάθεσης.

γ) Η εξάμηνη εγγύηση αυξάνει την τιμή της πρώτης ημέρας και για ένα πρόσθετο λόγο. Στην τιμή της μετοχής είναι ενσωματωμένη και η τιμή ενός δικαιώματος (call option) που παρέχεται δωρεάν από τον ανάδοχο οργανισμό, εγγυητή της τιμής διάθεσης για ένα εξάμηνο.

δ) Το υψηλό R^2 (0.853), πράγμα που σημαίνει ότι το υπό εξέταση φαινόμενο (τιμή 1ης ημέρας) ερμηνεύεται κατά 85% περίπου από τους τρεις γνωστούς μας παράγοντες.

2. Απόδοση πρώτης ημέρας

Ονομάζουμε απόδοση πρώτης ημέρας [$R_{(1\mu)}$] την % διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής της στο χρηματιστήριο και της τιμής διάθεσης στη δημόσια εγγραφή. Η απόδοση αυτή είναι "καθαρή", που σημαίνει ότι αφαιρέσαμε από το $R_{(1\mu)}$ την απόδοση της αγοράς [$R_{(m)}$] (% μεταβολή των τιμών του γενικού δείκτη όπως διαμορφώθηκαν την τελευταία ημέρα των εγγραφών και την πρώτη ημέρα εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο). Στόχος αυτής της ενέργειας υπήρξε η ανάγκη να αφαιρεθεί από την απόδοση της 1ης ημέρας το ποσοστό της επίδρασης που οφείλεται στη γενικότερη άνοδο ή πτώση των τιμών στην αγορά (ΧΧΑ).

Θα πρέπει λογικά, και ύστερα από την προηγούμενη ανάλυση που αφορούσε στις τιμές, η $R_{(1\mu)}$ να επηρεάζεται από παράγοντες όπως η υπερκάλυψη, η εξάμηνη εγγύηση, το μέγεθος της εταιρίας και η απόδοση της αγοράς (γενικού δείκτη του ΧΧΑ). Να ισχύει δηλαδή η σχέση:

$$R_{(1\mu)} = \alpha + \beta_1 R_{(m)} + \beta_2 Y_{(\kappa\lambda)} + \beta_3 G_{(\theta\mu)} - \beta_4 Cap + u \quad (2)$$

Τα αποτελέσματα που πήραμε, τρέχοντας την προηγούμενη σχέση, αποτελέσματα που παραθέτουμε αμέσως παρακάτω, το βεβαιώνουν:

$$R_{(1\mu)} = 0.066 + 0.624 R_{(m)} + 0.008 Y_{(\kappa\lambda)} + 0.592 G_{(\theta\mu)} - 0.367 Cap$$

(2.26) (2.02) (4.19) (-2.25)

$$R^2 = 0.574$$

(στις παρενθέσεις δίνονται τα T Statistics)

Παρατηρούμε λοιπόν κι εδώ ότι το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης επηρεάζει θετικά την απόδοση της μετοχής κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής της στο χρηματιστήριο. Όπως την επηρεάζουν θετικά και οι λοιποί παράγοντες (υπερκάλυψη, 6μηνη εγγύηση), ή αρνητικά (μέγεθος εταιρίας).

Η σχέση (2) δίνει και την απόδοση που θα είχε η περιουσία μας αν την τοποθετούσαμε αποκλειστικά στις νέες εκδόσεις του ΧΑΑ. Με την υπόθεση βέβαια ότι θα είχαμε τη δυνατότητα να επενδύσουμε όλα μας τα διαθέσιμα στις νέες μετοχές κατά τη διάρκεια των δημοσίων εγγραφών. Με δεδομένες όμως τις συνθήκες της ελληνικής πρωτογενούς κεφαλαιαγοράς (αθρόες εγγραφές και υψηλά ποσοστά υπερκάλυψης), αυτό αποκλείεται. Η απόδοση της περιουσίας μας $[R_{(T)}]$ δεν είναι ακριβώς όση και η απόδοση των μετοχών κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Ένα κομμάτι της μόνο τοποθετείται στις νέες μετοχές ($1/N$, όπου N το % της υπερκάλυψης). Το υπόλοιπο παραμένει στα διαθέσιμά μας και τοκίζεται με το τρέχον επιτόκιο της αγοράς. Έτσι αλλάζει λογικά και η σχέση (2), που θα πρέπει τώρα να έχει τη μορφή:

$$R_{(T)} = \alpha - \beta_1 R_{(m)} + \beta_2 G_{(6\mu)} + u \quad (3)$$

Το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή β_1 αποδίδεται στο γεγονός ότι η χρηματιστηριακή συγκυρία ασκεί αρνητική επίδραση πάνω στην απόδοση των χρημάτων μας που τοποθετούμε στις νέες εγγραφές. Και είναι λογική μια τέτοια υπόθεση, γιατί στηρίζεται στην εξής συμπεριφορά των επενδυτών: αν στη διάρκεια των εγγραφών η αγορά είναι έντονα ανοδική και υπάρχουν προσδοκίες ότι το ανοδικό κλίμα θα συνεχιστεί και μέχρι την πρώτη ημέρα εισαγωγής της μετοχής στο χρηματιστήριο, αποφεύγουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά και προτιμούν την άμεση χρηματιστηριακή τοποθέτηση. Στην αντίθετη περίπτωση (σταθερότητα ή πτώση των τιμών στο χρηματιστήριο), προτιμούν την τοποθέτηση στις νέες εκδόσεις, ελπίζοντας στο "Ξεπέταγμα" της 1ης ημέρας, πολύ περισσότερο που το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης τους διασφαλίζει την περιουσία τους για ένα εξάμηνο, με μόνη απώλεια τους τόκους.

Τα αποτελέσματα που πήραμε τρέχοντας τη σχέση (3) δεν διαψεύδουν τη θέση μας αυτή:

$$R_{(T)} = 0.02 - 0.897 R_{(m)} + 0.396 G_{(6\mu)}$$

(-22.2) (2.33)

$$R^2 = 0.914$$

(στις παρενθέσεις δίνονται τα T Statistics)

Παρατηρούμε αμέσως δύο πράγματα:

– Το πολύ υψηλό R^2 : η διακύμανση της απόδοσης της περιουσίας μας που τοποθετείται στις νέες εκδόσεις οφείλεται ή ερμηνεύεται κατά 91% από

τη διακύμανση των τιμών των μεταβλητών: 6μηνη εγγύηση και απόδοση γενικού δείκτη ΧΑΑ.

— Η μείωση της σημαντικότητας του συντελεστή β_2 και η θεαματική αύξηση της σημαντικότητας του συντελεστή β_1 της σχέσης (3): Το T st. από 3.87 έπεσε στο 2.33 στην πρώτη περίπτωση, ενώ από 2.02 πέρασε στο 22.2 στην περίπτωση του συντελεστή β_1 . Η χρηματιστηριακή συγκυρία δηλαδή προσελκύει περισσότερο το ενδιαφέρον των επενδυτών απ' ό,τι το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης, σε περιόδους έντονα ανοδικές ή πτωτικές (hot markets).

Τα προηγούμενα συμπεράσματα ως προς τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση της πρώτης ημέρας εισαγωγής των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο στηρίζονται ή επιβεβαιώνονται και από τα δεδομένα του πίνακα 3:

- Η εξάμηνη εγγύηση επηρεάζει το ποσοστό υπερκάλυψης, άρα τη διάθεση των επενδυτών να συμμετέχουν ή όχι στις δημόσιες εγγραφές (29.2 η μέση υπερκάλυψη στις μετοχές που συνοδεύονται από την εγγύηση, 8.76 η μέση υπερκάλυψη για το δείγμα των μετοχών χωρίς εγγύηση).
- Επηρεάζει ακόμη την απόδοση της πρώτης ημέρας (85.4% η μέση απόδοση των μετοχών με εγγύηση, 8.4% η απόδοση των υπολοίπων).
- Οι επενδυτές αποφασίζουν αν θα προστρέξουν στην πρωτογενή ή τη δευτερογενή αγορά ανάλογα με τη χρηματιστηριακή συγκυρία (τα ποσοστά υπερκάλυψης πέφτουν, όσο πέφτει και η απόδοση της αγοράς).

3. Ύψος αντληθέντων κεφαλαίων

Τα κεφάλαια (Cap) που αντλεί μια εταιρία από την πρωτογενή κεφαλαιαγορά μέσω της δημόσιας εγγραφής είναι λογικό να επηρεάζονται από παράγοντες όπως η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών και από το κίνητρο της 6μηνης εγγύησης της τιμής διάθεσης. Κι αυτό φαίνεται αμέσως από τα αποτελέσματα που πήραμε:

$$\text{Cap} = -49545 + 35.18 P_{(δ)} + 45406 G_{(6μ)}$$

(3.15) (2.02)

$$R^2 = 0.229$$

Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τα κεφάλαια, που αντλούν οι επιχειρήσεις από την πρωτογενή κεφαλαιαγορά, είναι το μέγεθος της ίδιας της εταιρίας (και ίσως λόγω μεγέθους, η φήμη και το κατά πόσο είναι γνωστή ή όχι στο ευρύ επενδυτικό κοινό).

Αυτό φαίνεται από τα αποτελέσματα που πήραμε, χωρίζοντας τις εταιρίες του πίνακα 1 σε δύο κατηγορίες :

- αυτές που αντλούν πάνω από ένα δις δραχμές με τη διάθεση των νέων μετοχών τους στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά:

$$\text{Cap} = -17488 + 27.85 P_{(δ)} + 43120 G_{(6μ)}$$

(3.49) (2.51)

$$R^2 = 0.412$$

- και σ' αυτές που αντλούν λιγότερα: εδώ δεν πήραμε αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά.

4. Απόδοση - κίνδυνος των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο

Εφαρμόζοντας τον τύπο $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$ στις ημερήσιες τιμές (P) των νέων μετοχών για μια περίοδο τριών εξαμήνων από την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, πήραμε τις ημερήσιες αποδόσεις τους (R). Κι επειδή μας ενδιαφέρει να δούμε συνολικά το φαινόμενο (ιδίως ως προς το αποτέλεσμα της εξαμήνιας εγγύησης πάνω στις αποδόσεις R) και όχι μεμονωμένες μετοχές, χρησιμοποιήσαμε το μέσο όρο των αποδόσεων των μετοχών του δείγματος. Φτάσαμε έτσι στα εξής αποτελέσματα (φαίνονται στους σχετικούς πίνακες και τα διαγράμματα που συνοδεύουν την εργασία):

4.1. Οι νέες μετοχές μετά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ ακολουθούν (διάγραμμα 1) μια πορεία έντονα ανοδική τον πρώτο μήνα της εισαγωγής τους (μέση ημερήσια απόδοση 0.556%, πίνακας 4). Κάνουν μια "κοιλιά" μετά το πρώτο τρίμηνο (μέση ημερήσια απόδοση 0.039%), για να πάρουν τη μέγιστη τιμή τους με τη λήξη του πρώτου και εγγυημένου εξαμήνου (μέση ημερήσια απόδοση 0.121%). Από κει και μετά ακολουθούν μια καθοδική πορεία μέχρι το τέλος της εξεταζομένης περιόδου (μέση ημερήσια απόδοση στη διάρκεια του 18μήνου -0.032%).

Επειδή η διαφορά της μέσης ημερήσιας απόδοσης (πίνακας 4) από εξάμηνο σε εξάμηνο είναι σημαντική: 0.121% στο πρώτο εξάμηνο, -0.09% στο δεύτερο εξάμηνο, -0.13% στο τρίτο εξάμηνο, κι ακόμη επειδή η μέση απόδοση πέφτει θεαματικά αμέσως μόλις λήγει η εξαμήνια εγγύηση, μπορούμε να πούμε ότι οι υψηλές αποδόσεις συνδέονται θετικά μ' αυτήν.

Τη θέση μας αυτή ενισχύει και το γεγονός της απόστασης που χωρίζει τη μέση ημερήσια απόδοση των νεοεισηγμένων μετοχών απ' αυτή του γενικού δείκτη του ΧΑΑ στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου: 0.121% έναντι 0.038%. Στα δύο επόμενα εξάμηνα οι αποδόσεις αυτές είναι πολύ πιο κοντινές: -0.09% των νέων μετοχών έναντι 0.75% του δείκτη (β' εξάμηνο) και -0.13% των νεοεισηγμένων μετοχών έναντι -0.08% του δείκτη (γ' εξάμηνο).

4.2. Τα προηγούμενα συμπεράσματα αμβλύνονται, χωρίς βέβαια ν' αναιρούνται, στην περίπτωση που χρησιμοποιήσουμε την καθαρή απόδοση (μέση ημερήσια απόδοση μετοχών μείον τη μέση αντίστοιχη απόδοση του γενικού δείκτη του ΧΑΑ, για ν' αφαιρέσουμε την επίδραση της συγκυρίας πάνω στις αποδόσεις των νέων μετοχών). Όπως βλέπουμε στο διάγραμμα 5, η μέση ημερήσια απόδοση πέφτει μετά το εξάμηνο, αλλά με ρυθμούς όχι τόσο έντονους (στο β' εξάμηνο -0.017% και στο γ' εξάμηνο -0.047%).

Η συμπεριφορά αυτή των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ επιβεβαιώνει δύο παρατηρήσεις που κάναμε στα προηγούμενα:

Πρώτη: Η εξάμηνη εγγύηση επηρεάζει την απόδοσή τους. Το αποτέλεσμα αυτό συνδέεται με την υπερκάλυψη των εκδόσεων και το "ξεπέταγμα" των τιμών της πρώτης ημέρας. Φαινόμενο που παρατηρείται και στις ξένες αγορές (υποτίμηση της τιμής διάθεσης και υπεραντίδραση της αγοράς αμέσως μετά την εισαγωγή). Μόνο που το φαινόμενο αυτό εκδηλώνεται πιο έντονα στην ελληνική αγορά κάτω από το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης: αφενός γιατί αυξάνεται το κόστος του αναδόχου οργανισμού (οφείλει να στηρίζει τις τιμές), και αφετέρου γιατί οι επενδυτές, αισθανόμενοι περισσότερο σίγουροι (αφού ενεργούν υπό καθεστώς ημιβεβαιότητας), προβαίνουν σε αθρόες αγορές με την ευκαιρία της εισαγωγής των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο.

Δεύτερη: Οι τιμές αρχίζουν σταδιακά να πέφτουν, όπως και στις ξένες αγορές, μόνο που στην περίπτωση μας η πτώση αρχίζει μετά την περίοδο της εξάμηνης εγγύησης. Το ότι το μέτρο αυτό επηρεάζει τη συμπεριφορά των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο, φαίνεται κι από τη σύγκρισή τους με το δείγμα των νέων μετοχών που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο της Αθήνας αμέσως μετά την κατάργηση της 6μηνης εγγύησης.

Στο διάγραμμα 7 και στον πίνακα 4 παρατηρούμε ότι οι μετοχές αυτές παραμένουν περίπου σταθερές στο πρώτο εξάμηνο της εισαγωγής τους (μέση ημερήσια απόδοση 0.009%), για ν' αρχίσουν ν' ανεβαίνουν σταδιακά αμέσως μετά (0.097% και 0.027% οι αντίστοιχες αποδόσεις τους στο β' και γ' εξάμηνο μετά την εισαγωγή τους στο ΧΑΑ).

Στην ίδια κατεύθυνση οδηγούν και τα αποτελέσματα που πήραμε εφαρμόζοντας την τεχνική CAR. Μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο και για 8 περίπου μήνες η μέση απόδοση των νέων μετοχών αυξάνεται περισσότερο απ' ό,τι οι παράμετροι της αγοράς ($a_t + b_t R_{m,t}$) δικαιολογούν (γι' αυτό και η θετική συσσώρευση των καταλοίπων του Μοντέλου της Αγοράς). Αμέσως μετά οι αποδόσεις ακολουθούν την αγορά με αργότερους ρυθμούς. Αν το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης δεν έπαιζε κανένα ρόλο, τότε τα κατάλοιπα θα έπρεπε να διακυμαίνονται τυχαία γύρω από τον μέσο τους όρο, που θα όφειλε να είναι μηδενικός⁶.

4.3. Ως προς τον κίνδυνο που συνοδεύει τις χρηματιστηριακές αποδόσεις των νέων μετοχών μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο, έχουμε να σημειώσουμε τα εξής:

- Το συνολικό κίνδυνο τον μετράμε είτε με τη διακύμανση των αποδόσεων, είτε μέσω του γνωστού Μοντέλου της Αγοράς:

⁶ Για την τεχνική CAR και τις εφαρμογές της στο χρηματιστήριο βλέπε: E. Fama - L. Fischer - M. Jensen - R. Roll, «The Adjustment of Stock Prices to New Information», *International Economic Review*, vol. 10, No 1/1969 και R. Cobbaut, *Theorie Financiere*, Ed. Economica, Gestion, Paris 1987.

$$R_i = a_i + b_i R_m + u_i$$

ως εξής:

$\sigma^2 b_i R_m$ = συστηματικός ή αγοραίος κίνδυνος

$\sigma^2 u_i$ = υπόλοιπος ή μη συστηματικός κίνδυνος

$[\sigma^2 b_i R_m] + [\sigma^2 u_i]$ = συνολικός κίνδυνος

- Παρατηρούμε λοιπόν, στα σχετικά διαγράμματα, αλλά και στον πίνακα 4, ότι η διακύμανση της μέσης ημερήσιας απόδοσης των νέων μετοχών είναι αρκετά υψηλή στο εξάμηνο της εγγύησης, για να ελαττωθεί σημαντικά όσο απομακρυνόμαστε απ' αυτό. Το αποτέλεσμα αυτό φαίνεται εκ πρώτης όψευς αντιφατικό ή τουλάχιστον αντίθετο προς τον σκοπό για τον οποίο θεσπίστηκε το καθεστώς της δμηνης εγγύησης: η εγγύηση της τιμής θα όφειλε να περιορίζει τον κίνδυνο και όχι να τον αυξάνει. Είναι όμως έτσι;

Οι υψηλότερες χρηματιστηριακές αποδόσεις είναι λογικό να συνοδεύονται από μεγαλύτερο κίνδυνο. Δεν μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές στο εξάμηνο της εγγύησης είναι αναλογικά υψηλότερος από τον κίνδυνο που συνοδεύει τις αποδόσεις στα επόμενα εξάμηνα. Ο συντελεστής κυμαντότητας (Coefficient of Variation) που συνδέει τον κίνδυνο με την απόδοση:

$$\text{Cof. of Var.} = \sigma E(R_i) / E(R_i) = \text{κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης}$$

παίρνει τιμές που δείχνουν (πίνακας 4) ότι ο σταθμισμένος με την απόδοση κίνδυνος στο πρώτο και εγγυημένο εξάμηνο βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με τον κίνδυνο του επομένου β' εξαμήνου (8.327 έναντι 8.266) και πολύ πιο πίσω από τον κίνδυνο της αγοράς (γενικού δείκτη) για το ίδιο εξάμηνο (8.327 έναντι 14.76). Το ίδιο δείχνει και το διάγραμμα 4 με τη διακύμανση του μέσου καταλοίπου του Μοντέλου της Αγοράς: ο συστηματικός κίνδυνος είναι περίπου ο ίδιος τόσο στο πρώτο όσο και στο δεύτερο εξάμηνο, όπου δεν ισχύει η εγγύηση της τιμής των νεοεισηγμένων μετοχών.

Εν πάση περιπτώσει, ο κίνδυνος που συνοδεύει τις αποδόσεις των μετοχών κατά το πρώτο εξάμηνο της παρουσίας τους στο χρηματιστήριο, υψηλότερος ή ίσος με τον κίνδυνο των υπολοίπων εξαμήνων που εξετάζουμε, απέχει πολύ από το να θεωρηθεί ασθενέστερος όπως ίσως θα περίμεναν οι εμπνευστές του μέτρου της εξαμήνης εγγύησης των τιμών των νέων μετοχών.

Το ίδιο δείχνει και το διάγραμμα με το μέσο κατάλοιπο του Μοντέλου της Αγοράς: η διακύμανσή του κείται περίπου στα ίδια επίπεδα για τα δύο πρώτα εξάμηνα, ενώ αρχίζει να μειώνεται από την αρχή του τρίτου εξαμήνου.

Μπορούμε λοιπόν να συμπεράνουμε ότι το καθεστώς της εξαμήνης εγγύησης δεν επηρεάζει τον κίνδυνο, συνολικό ή συστηματικό, που συνοδεύει τις αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών; Δεν είναι εύκολο να απαντήσουμε στο ερώτημα, πολύ περισσότερο που η μεθοδολογική προσέγγιση που χρησιμοποιούμε δεν μας παρέχει τα αναγκαία εργαλεία. Αυτό που φαίνεται καθαρά από τα διαγράμματα που παραθέτουμε είναι ότι:

— Η διακύμανση της μέσης ημερήσιας απόδοσης των νέων μετοχών είναι μεγαλύτερη στο πρώτο εξάμηνο και μικρότερη στα επόμενα (λογικό βέβαια, αφού και οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες και πέφτουν μετά)⁷.

— Στις μετοχές χωρίς εγγύηση η διακύμανση των αποδόσεων κείται στα ίδια περίπου επίπεδα σε όλη τη 18μηνη περίοδο που εξετάζουμε.

— Οι δύο προηγούμενες προτάσεις οδηγούν, διαισθητικά περισσότερο, στο συμπέρασμα ότι η διακύμανση των αποδόσεων στο πρώτο και εγγυημένο εξάμηνο διαφέρει από τη διακύμανση των αποδόσεων των επομένων περιόδων. Η διαφοροποίηση αυτή είναι τυχαία, οπότε ενδέχεται να διορθωθεί μέσα στο χρόνο, ή μήπως οφείλεται στο γεγονός ότι οι δύο διακυμάνσεις, η πριν και η μετά την εγγύηση, παράγονται από διαφορετική διαδικασία, είναι άρα διαφορετικές ως προς τη δομή τους; Μια πρόσφατη εργασία, μας αποδεικνύει το δεύτερο: όντως η διακύμανση των αποδόσεων των νεοεισηγμένων μετοχών είναι διαφορετικής υφής στη μετά την εγγύηση περίοδο⁸.

IV. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ανάλυση του φαινομένου της εξάμηνης εγγύησης των τιμών των νεοεισηγμένων μετοχών στο ΧΑΑ, που μόλις προηγήθηκε, μας οδηγεί στα εξής συμπεράσματα:

1. Η εγγύηση των τιμών δρα ως κίνητρο προσέλκυσης επενδυτών στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά και καθιστά έτσι ευχερέστερη την προσπάθεια των επιχειρήσεων για την άντληση φθηνών μακροχρονίων επενδυτικών κεφαλαίων. Απαντάται λοιπόν θετικά το ερώτημα, όπως τέθηκε από την αρχή της εργασίας μας, για την αναπτυξιακή διάσταση του μέτρου.

Η θέση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι η 6μηνη εγγύηση επηρεάζει θετικά το ποσοστό υπερκάλυψης των νέων εκδόσεων και άρα τη διάθεση των επενδυτών για συμμετοχή ή όχι στις δημόσιες εγγραφές. Επηρεάζει επίσης και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων. Στηρίζεται επιπλέον στο γεγονός ότι η εξάμηνη εγγύηση επηρεάζει την τιμή της πρώτης ημέρας, που σχεδόν διπλασιάζεται σε σχέση με την τιμή διάθεσης, άρα και την απόδοση των χρημάτων

⁷ Μια διαφορετική προσέγγιση και συμπέρασμα (μετά την εισαγωγή τους οι μετοχές έχουν χαμηλές αποδόσεις, που μεγαλώνουν με το χρόνο, ενώ ο κίνδυνος ακολουθεί αντίστροφη πορεία: αντί να αυξάνει, μειώνεται) προτείνουν οι: A. Bhandari - A. Makhija - G. Papaioannou, «Risk and Return on Newly Listed Stocks: the Post-Listing Experience», *Journal of Financial Research*, vol. XII, No 2, Summer 1989, pp. 93-102.

⁸ V. Panagos - G. Papachristou, «A note on the effectiveness of the price guarantee clause in the greek underwriting contract: Evidence from the aftermarket volatility of IPO's», εργασία που έγινε δεκτή στο ετήσιο συνέδριο της Eastern Finance Association, Boston M.A., Απρίλιος 1994.

που τοποθετούνται στις νέες εκδόσεις. Όντας έτσι περισσότερο ελκυστικές, οι πρωτογενείς εκδόσεις κεντρίζουν το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού που προστρέχει αθρόα στις δημόσιες εγγραφές. Η συμπεριφορά αυτή ατονεί μετά την κατάργηση του μέτρου: οι υπερκαλύψεις πέφτουν κατακόρυφα, όπως και η τιμή (ή η απόδοση) της πρώτης ημέρας εισαγωγής. Φαίνεται καθαρά στο δείγμα των μετοχών που μπήκαν στο ΧΑΑ μετά τη λήξη της ισχύος του μέτρου.

Η υπεραντίδραση της αγοράς δεν είναι βέβαια φαινόμενο που χαρακτηρίζει μόνο την ελληνική αγορά, ούτε μπορεί ν' αποδοθεί αποκλειστικά στο καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης της τιμής των νεοεισηγμένων μετοχών. Παρατηρείται σε όλες σχεδόν τις αναπτυσσόμενες και μη κεφαλαιαγορές. Η 6μηνη εγγύηση το καθιστά όμως πιο έντονο, επιτείνοντας τόσο το γεγονός της υποτίμησης της τιμής διάθεσης (*underpricing*), όσο και την υπεραντίδραση της αγοράς κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο.

2. Η εξάμηνη εγγύηση της τιμής επηρεάζει και τις αποδόσεις της μετοχής μετά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο (*Aftermarket Returns*). Αυτό αποδεικνύεται από δύο πράγματα:

- *Πρώτο*, από το ότι οι αποδόσεις είναι θετικές για ένα τουλάχιστον εξάμηνο μετά την εισαγωγή. Στη συνέχεια πέφτουν με γρηγορότερους ή αργότερους ρυθμούς. Η παρατηρούμενη στα ξένα χρηματιστήρια πορεία είναι από την αρχή καθοδική, ενώ επεκτείνεται μέχρι και 36 μήνες μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο.
- *Δεύτερο*, από το γεγονός της διαφορετικής συμπεριφοράς των μετοχών που συνοδεύονται από την εξάμηνη εγγύηση, και αυτών που εισήχθησαν στο ΧΑΑ μετά την κατάργηση του μέτρου.

3. Ως προς τον κίνδυνο (συνολικό ή συστηματικό) που συνοδεύει τις αποδόσεις των νεοεισηγμένων μετοχών, η εργασία μας απέδειξε τα εξής: η διακύμανση είναι μεγαλύτερη, όσο μεγαλύτερες είναι οι αποδόσεις. Υψηλή λοιπόν στο πρώτο και "εγγυημένο" εξάμηνο, χαμηλότερη όσο απομακρυνόμαστε απ' αυτό. Εδώ η εξάμηνη εγγύηση φαίνεται να παίζει κάποιο ρόλο, αφού στις μετοχές που δεν συνοδεύονται απ' αυτήν, η διακύμανση των αποδόσεων παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της 18μηνης περιόδου αναφοράς. Η συμπεριφορά των μετοχών χωρίς εγγύηση βρίσκεται πιο κοντά στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (*Stock Market Efficiency*, όπως τη συναντάμε στη διεθνή βιβλιογραφία)⁹, αφού η διακύμανση των αποδόσεων είναι σταθερή μέσα στο χρόνο και δεν αυξομειώνεται σε συνάρτηση μ' αυτόν.

Μπορούμε έτσι να θεωρήσουμε ότι το καθεστώς της εξάμηνης εγγύησης αποτελεί μέτρο που στρεβλώνει την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς.

⁹ Βλέπε σχετικά: Βασίλης Πανάγος, «Η αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών και το Χρηματιστήριο Αξιών της Αθήνας», Working Paper, Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, 1987.

Αυτό βέβαια δεν έχει καμιά σχέση με την αποτελεσματικότητα του ίδιου του μέτρου ως προς την αναπτυξιακή του διάσταση, όπως τη δώσαμε στα προηγούμενα. Εξάλλου, η άσκηση πολιτικής απαιτεί πολλές φορές παρέμβαση στην αγορά. Αυτό που θα μπορούσε ίσως να θεωρηθεί αρνητικό, είναι ότι χρησιμοποιώντας το θα μπορούσαμε να "χτυπήσουμε" την αγορά αποκομίζοντας υπερκέρδη: αγοράζοντας συστηματικά (σε συνάρτηση βέβαια με τη συγκυρία και την "ποιότητα" των εταιριών) νέες μετοχές στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά, και πουλώντας τις τις πρώτες ημέρες μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Η "πληροφορία" βέβαια αυτή, γνωστή τώρα, όχι όμως και το 1990, όταν ο μέσος Έλληνας ανακάλυπτε το χρηματιστήριο, υιοθετημένη από το ευρύ επενδυτικό κοινό, θα έδινε σήμερα διαφορετικά αποτελέσματα. Γι' αυτό και, κλείνοντας την εργασία μας, θα λέγαμε το εξής: το μέτρο της εξαμηνιαίας εγγύησης επιτέλεσε μεν τον σκοπό για τον οποίο θεσπίστηκε, αυτό όμως δεν σημαίνει ότι θα ήταν το ίδιο αποτελεσματικό αν εφαρμοζόταν και σήμερα στην αγορά.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στις σελίδες που ακολουθούν δίνονται μια σειρά από πίνακες και διαγράμματα, πάνω στα οποία στηρίξαμε την ανάλυση και παρουσίαση αυτής της εργασίας. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε για την κατασκευή τους είναι παρμένα είτε από τα Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, είτε από τα Ενημερωτικά Φυλλάδια που συνοδεύουν τις νέες εκδόσεις, είτε τέλος από το δικό μας προσωπικό αρχείο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

<i>Έτος (περίοδος)</i>	<i>Νέες εταιρίες</i>	<i>Αντληθέντα κεφάλαια (δισ. δρχ.)</i>
1972-1982	50	4.413
1983	—	—
1984	1	0.3
1985	—	—
1986	—	—
1987	3	1.39
1988	4	4.743
1989	—	—
1990	28	58.986
1991	14	45.293
1992	5	9.463
1983-1992	55	120.175
Με 6μηνη εγγύηση	36	65.119

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Εταιρία	Ημερομηνία εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Τιμή 1ης ημέρας	Υπερκάλυψη	Αντληθέντα κεφάλαια
<i>Εταιρίες εισηγμένες με εξαμήνη εγγύηση της τιμής τους</i>					
Βαλκάν Εξπอร์ต	10.1.90	2000	2700	3	1154.12
Μανούλι-Αλκατέλ	12.3.90	1100	3300	16	1237.65
Μπήτρος	13.3.90	1600	4100	19	768
Ergodata	29.3.90	1000	2250	20	380
Αλουμίνιο Αττικής	3.5.90	1100	3000	12	231
Αθηναϊκά Κλωστήρια	30.5.90	600	1350	20	150
Μπενρουμπής	5.6.90	1800	2700	20	2160
Σάτο	15.6.90	1500	4500	24	1455
Ιντρακόμ	28.6.90	5100	11000	14	9165
ΕΤΒΑ Λήσινγκ	16.7.90	2500	8000	38	1250
Μηχανική	19.7.90	1700	3900	50	1105
Γενικού Εμπορίου (κ)	24.7.90	1500	3200	23	787.5
Εμπορικός Δεσμός	26.7.90	1250	2600	38	415
Πρόδος	30.7.90	2000	2200	46	11800
Όμιλος IDEAL	9.8.90	1200	2900	67	1080
Ρόκας	27.8.90	700	1500	24	325.6
Προφίλ-Τζιρακιάν	29.8.90	1700	3550	76	717.19
Καλπίνης-Σίμος	30.8.90	1650	2200	26	2970
Δέλτα	29.10.90	5000	7100	20	14300
Αλυσίδα	1.11.90	1600	1650	20	1000
Κορφίλ	7.11.90	1000	1050	38	300
Βιοκαρπέτ	12.11.90	2800	2800	24	1428.3
Κατσέλης	16.11.90	2900	3400	38	797.5
Α-Β Βασιλόπουλος	26.11.90	1800	2300	44	1411.2
Σπόρτσμαν	10.12.90	1700	2100	37	390
Πλαστ. Μακεδονίας	17.12.90	2000	2300	2	944
<i>Εταιρίες εισηγμένες χωρίς εγγύηση της τιμής τους</i>					
Αφοί Μαγριζου	28.12.90	1050	1100	2	1300
Ελμέκ Σπορτ	28.2.91	2000	2550	4	1070
Μουζάκις (κ)	29.3.91	1800	2400	14	2146.45
Μουζάκις (π)	29.3.91	1500	1950	8	1073.23
Επίλεκτος	15.4.91	3400	3550	5	3835.2
Τρ. Κεντρικής Ελλ. (κ)	17.7.91	3000	3500	27	2562.5
Τρ. Κεντρικής Ελλ. (π)	17.7.91	3000	3050	10	1281.25
Νίκας	22.4.91	2400	3500	38	1425
RILKEN	29.4.91	1700	1700	3	530.4
RIDENKO	28.5.91	1500	1290	7	630
DARING	8.7.91	1450	1080	3	1672.5
Μπάρμπα Στάθης (κ)	24.6.91	1700	2100	29	731
Μπάρμπα Στάθης (π)	24.6.91	1300	1700	22	314
Τρία Έψιλον	15.7.91	4500	4550	6	22090.5
Ελτράκ	20.8.91	1200	1050	1	1080
Σάνυο Ελλάς	27.8.91	1600	1725	1	1792
Ιατρικό Κέντρο	29.8.91	2000	3000	16	2850
Ηλιοφίν (κ)	31.12.91	700	750	1.1	138.8
Ηλιοφίν (π)	31.12.91	600	650	1.1	69.4
Ελλάς Καν	7.1.92	3300	2700	0.45	7012
Διεθ. Βιομ. Ενδυμάτων (κ)	3.1.92	2100	1700	1	1072.33
Διεθ. Βιομ. Ενδυμάτων (π)	3.1.92	1700	1350	1	536.16
Interinvest	15.1.92	1000	900	1	180.5

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

	Μέση απόδοση δείκτη ΧΑΑ	Μέση υπερ- κάλυψη	Μέση απόδοση 1ης ημέρας	Μέση καθαρή απόδοση
Αγορά έντονα ανοδική	26.22%	18.2	109.00%	-19.00%
Αγορά ανοδική	5.80%	19.3	59.00%	0.84%
Αγορά πτωτική	-16.60%	21.5	7.90%	17.90%
Όλου του δείγματος	1.05%	19.6	49.30%	3.12%
Με εξάμηνη εγγύηση	2.73%	29.2	85.40%	3.48%
Χωρίς εγγύηση	-0.85%	8.76	8.40%	2.70%

ΠΙΝΑΚΑΣ 4
Με 6μηνη εγγύηση

	Νεοεισηγμένες μετοχές		Γενικός δείκτης ΧΑΑ		Καθαρές αποδόσεις	
	Μέση ημερήσια απόδοση $E(R_i)$	Τυπική απόκλιση απόδοσης $\sigma(R_i)$	Μέση ημερήσια απόδοση $E(R_m)$	Τυπική απόκλιση απόδοσης $\sigma(R_m)$	Μέση ημερήσια απόδοση $E(R_{ik})$	Τυπική απόκλιση απόδοσης $\sigma(R_{ik})$
1η ημέρα	95.300%		0.170%		95.130%	
μήνας	0.556%	1.238%	0.071%	0.548%	0.446%	1.238%
3μηνο	0.039%	1.131%	-0.005%	0.566%	0.044%	1.142%
6μηνο	0.121%	1.004%	0.038%	0.561%	0.083%	0.983%
12μηνο	0.015%	0.894%	-0.016%	0.497%	0.031%	0.839%
18μηνο	-0.032%	0.779%	-0.037%	0.429%	0.005%	0.732%
1ο 6μηνο	0.121%	1.004%	0.038%	0.561%	0.083%	0.983%
2ο 6μηνο	-0.090%	0.750%	-0.070%	0.420%	-0.017%	0.662%
3ο 6μηνο	-0.130%	0.440%	-0.080%	0.230%	-0.047%	0.429%

Κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης (Coefficient of Variation): απόλυτες τιμές

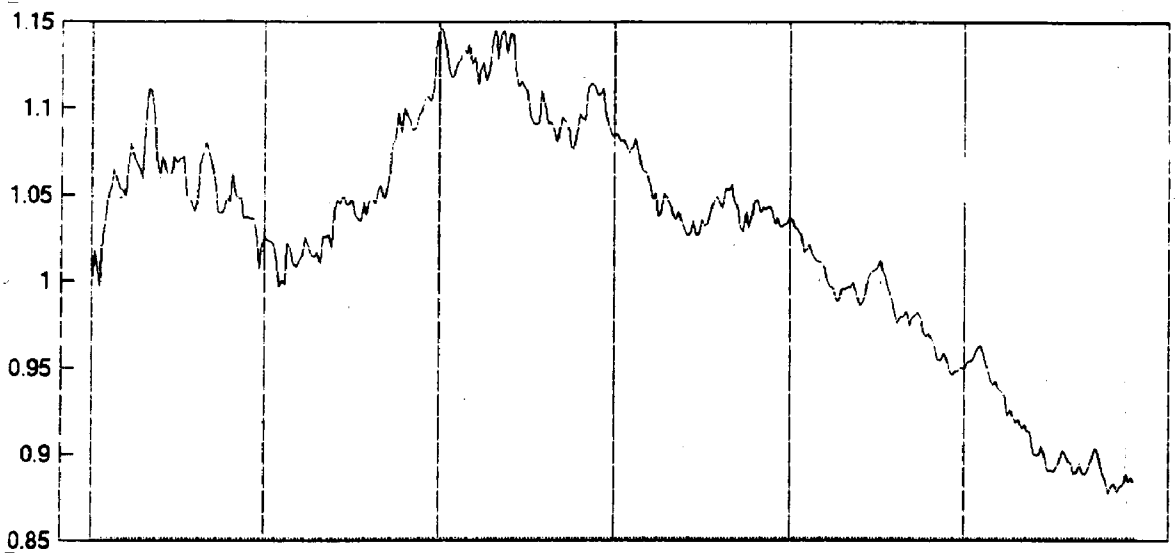
1ος μήνας	2.227	7.747	2.7760
1ο 3μηνο	28.693	114.240	25.7350
1ο 6μηνο	8.327	14.760	11.9090
2ο 6μηνο	8.266	5.636	39.3390
3ο 6μηνο	3.441	2.747	9.1465

Χωρίς εγγύηση

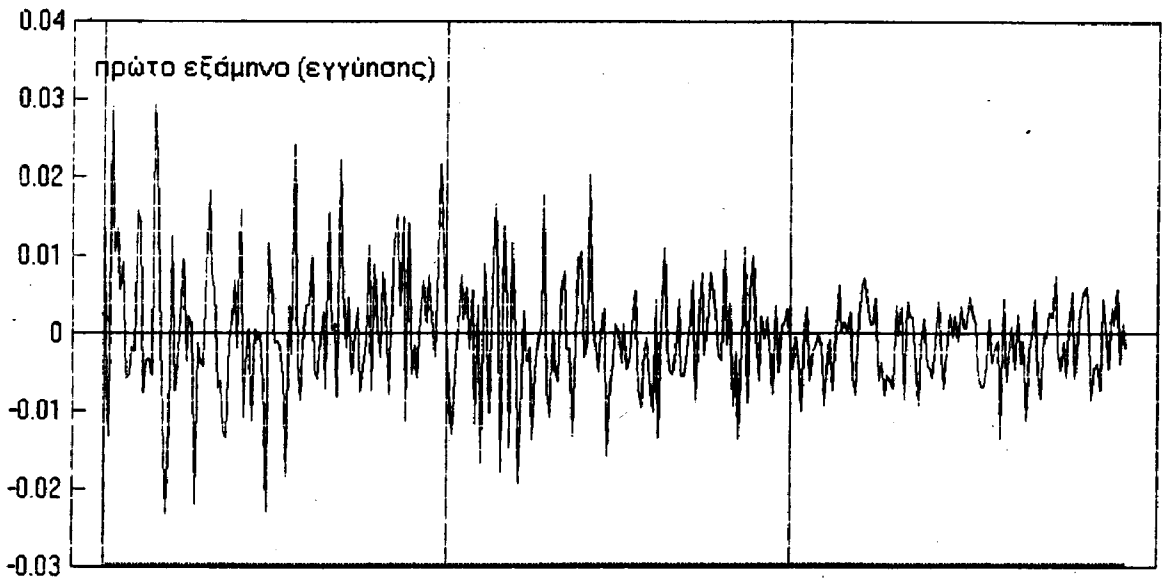
1η ημέρα	7.866%		-0.443%		8.309%	
μήνας	-0.253%	0.821%	-0.025%	0.292%	-0.227%	0.748%
3μηνο	-0.224%	0.647%	-0.160%	0.325%	-0.064%	0.613%
6μηνο	-0.108%	0.627%	-0.116%	0.315%	0.009%	0.601%
12μηνο	-0.036%	0.568%	-0.089%	0.334%	0.053%	0.548%
18μηνο	-0.038%	0.582%	-0.083%	0.352%	0.045%	0.544%
1ο 6μηνο	-0.108%	0.627%	-0.116%	0.315%	0.009%	0.601%
2ο 6μηνο	0.035%	0.492%	-0.063%	0.349%	0.097%	0.485%
3ο 6μηνο	-0.042%	0.609%	-0.069%	0.385%	0.027%	0.535%

Κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης (Coefficient of Variation): απόλυτες τιμές

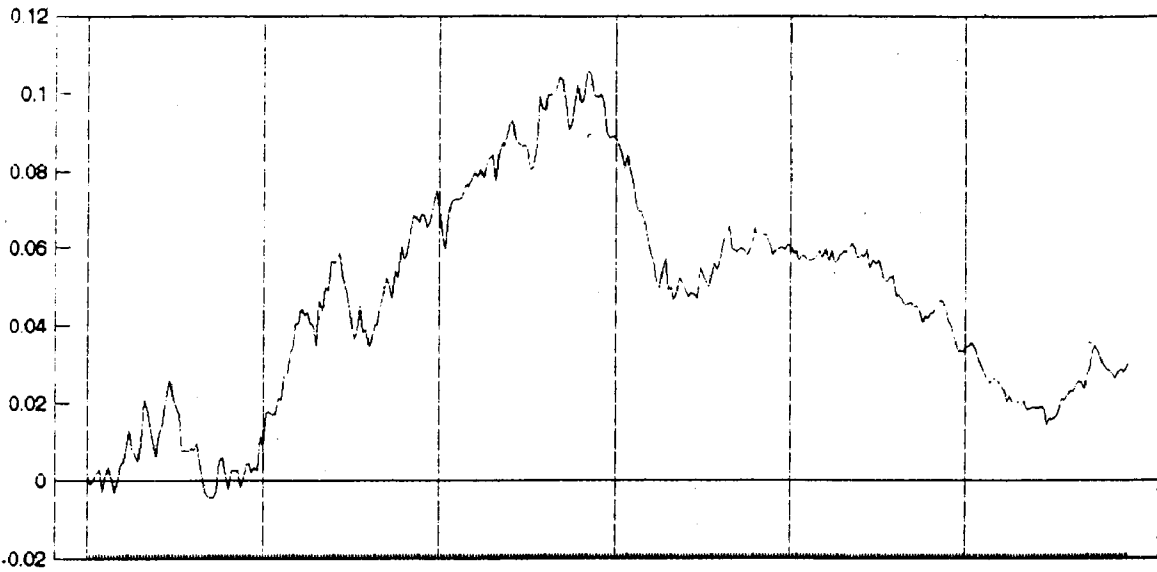
1ος μήνας	3.248	11.508	3.291
1ο 3μηνο	2.891	2.035	9.575
1ο 6μηνο	5.834	2.702	67.428
2ο 6μηνο	14.079	5.589	4.979
3ο 6μηνο	14.592	5.564	19.457



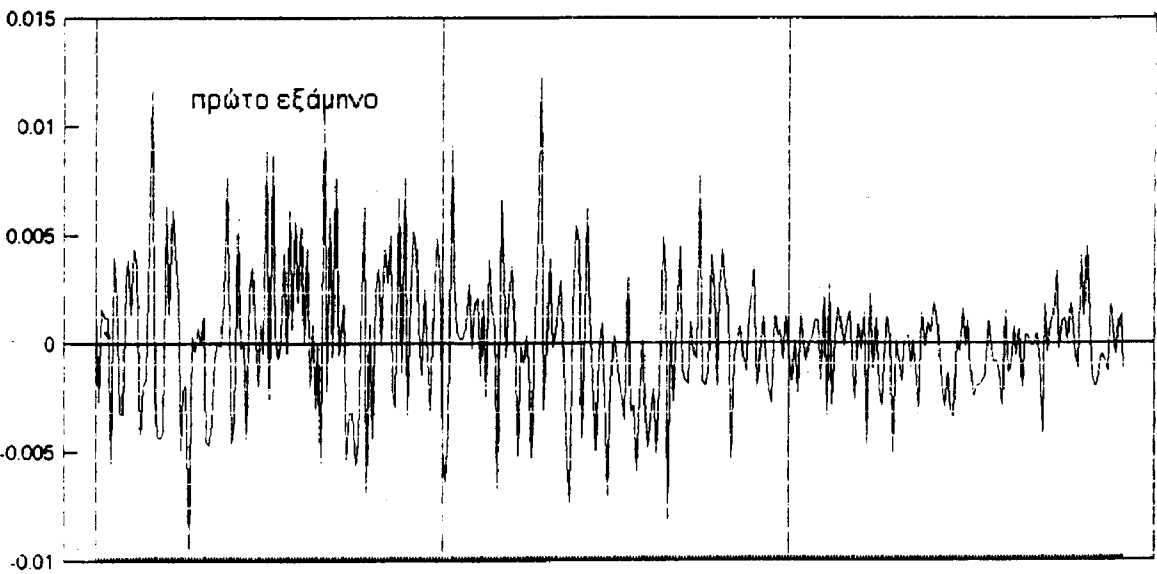
Διάγραμμα 1. Μέση ημερήσια συσσωρευμένη απόδοση.



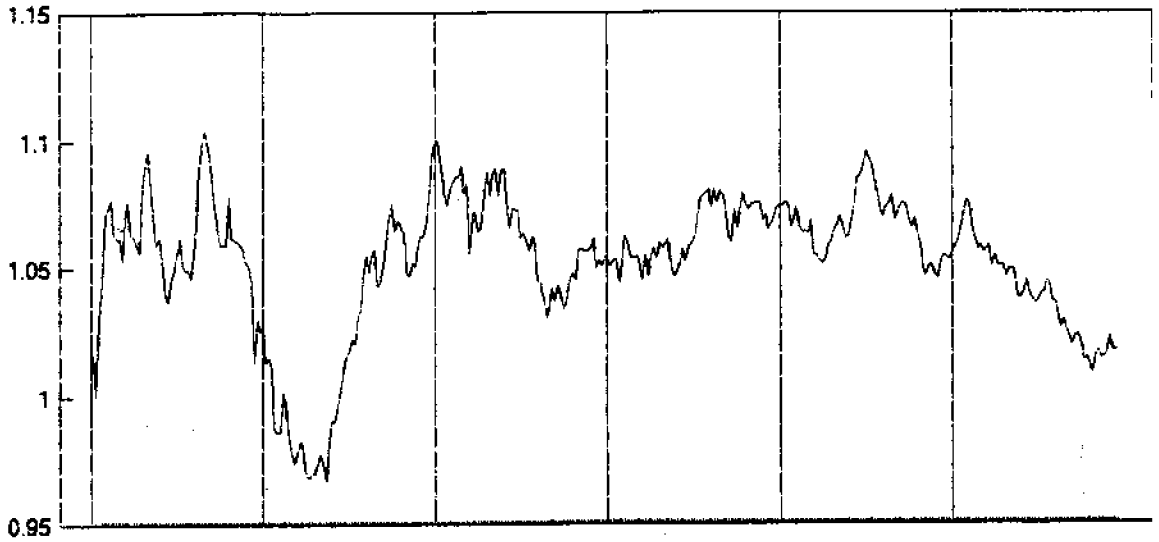
Διάγραμμα 2. Διακύμανση μέσης ημερήσιας απόδοσης.



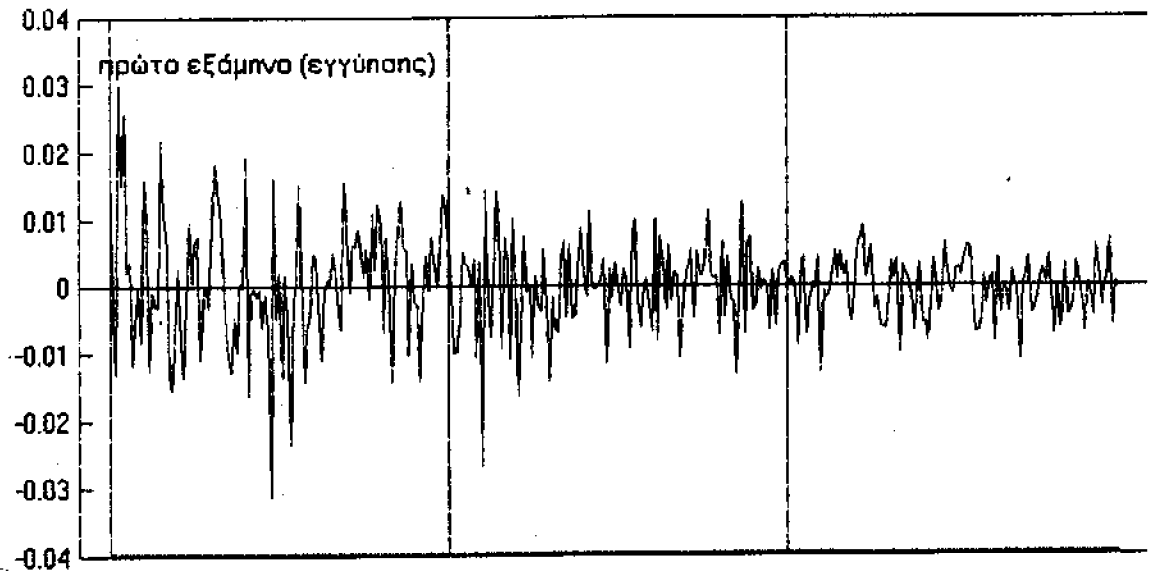
Διάγραμμα 3. Μέσο συσσωρευμένο κατάλοιπο (Μοντέλου Αγοράς).



Διάγραμμα 4. Διακύμανση μέσου καταλοίπου.



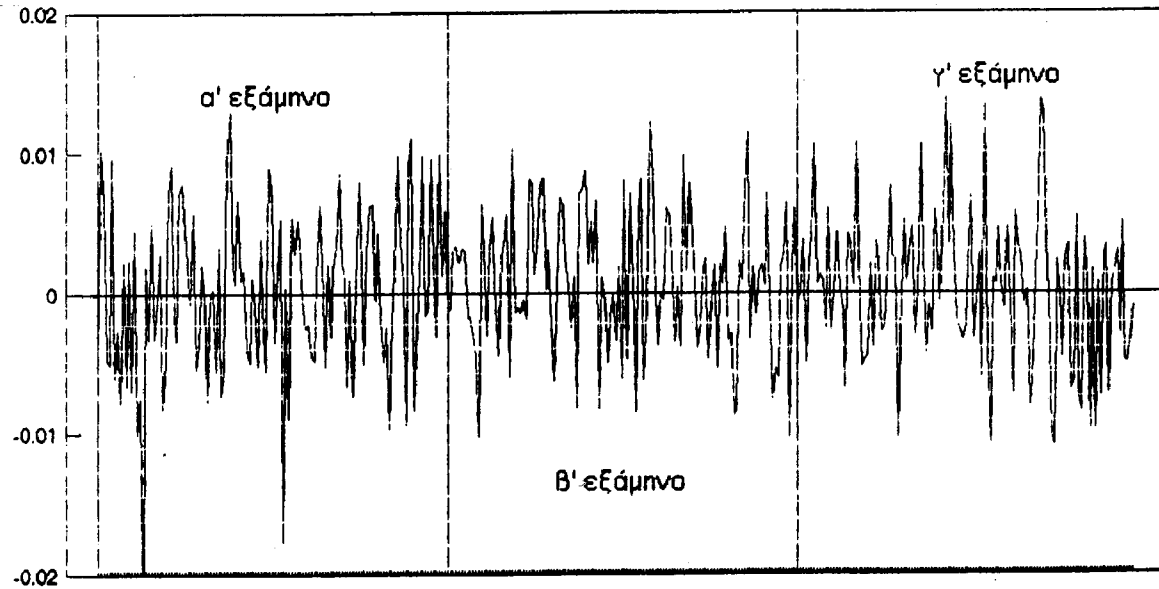
Διάγραμμα 5. Μέση ημερήσια συσσωρευμένη απόδοση (καθαρή).



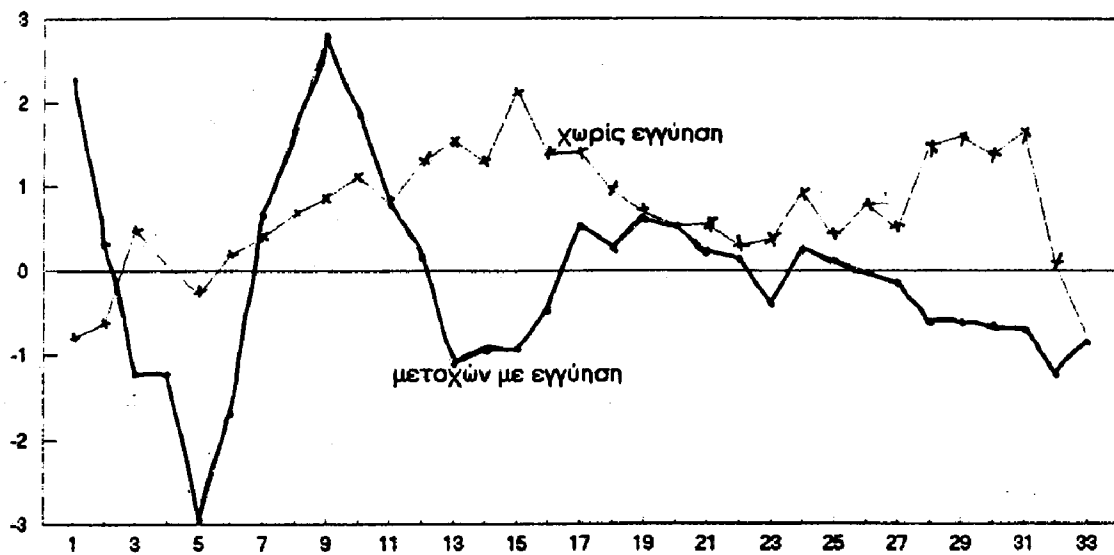
Διάγραμμα 6. Διακύμανση μέσης ημερήσιας απόδοσης (καθαράς).



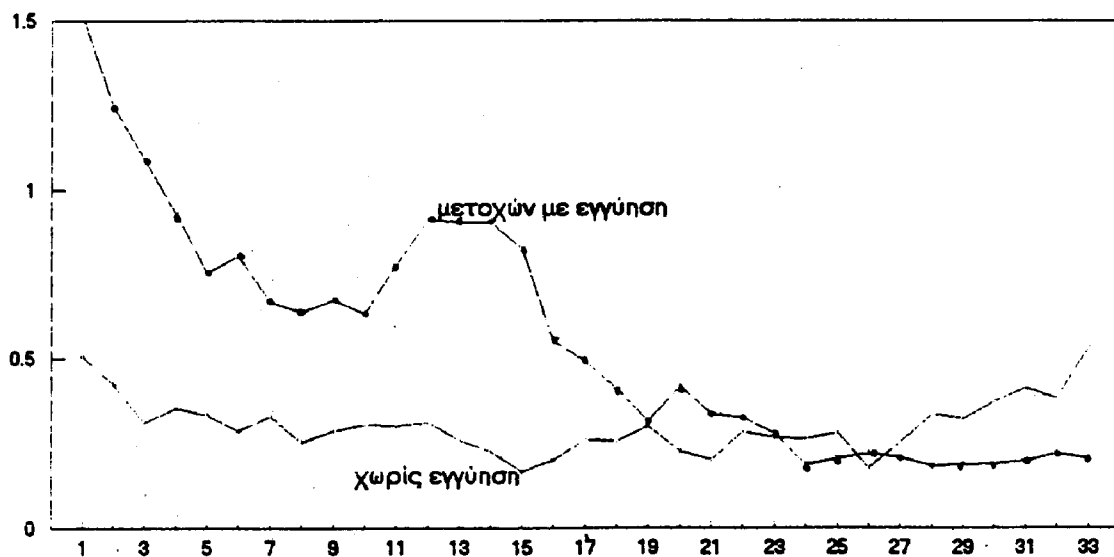
Διάγραμμα 7. Μετοχές χωρίς εγγύηση. Μέση ημερήσια συσσωρευμένη απόδοση (καθαρή).



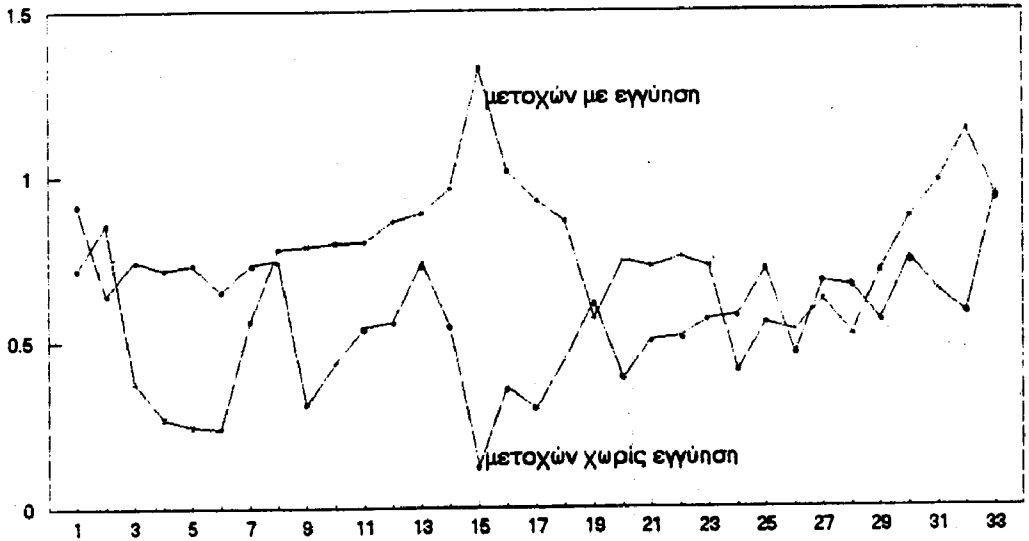
Διάγραμμα 8. Μετοχές χωρίς εγγύηση. Διακύμανση μέσης ημερήσιας απόδοσης (καθαρής).



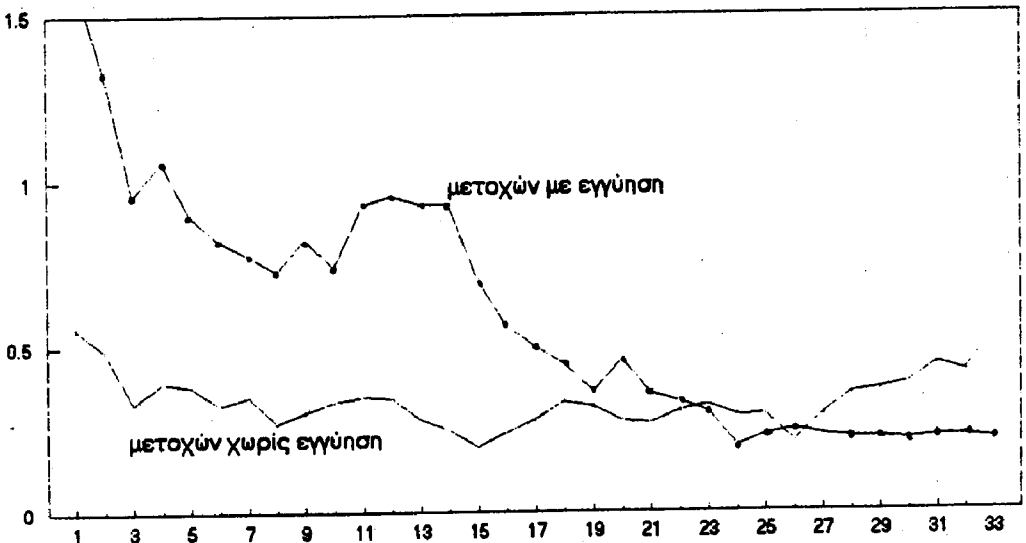
Διάγραμμα 9. Μέση ημερήσια απόδοση (καθαρή).



Διάγραμμα 10. Διακύμανση αποδόσεων.



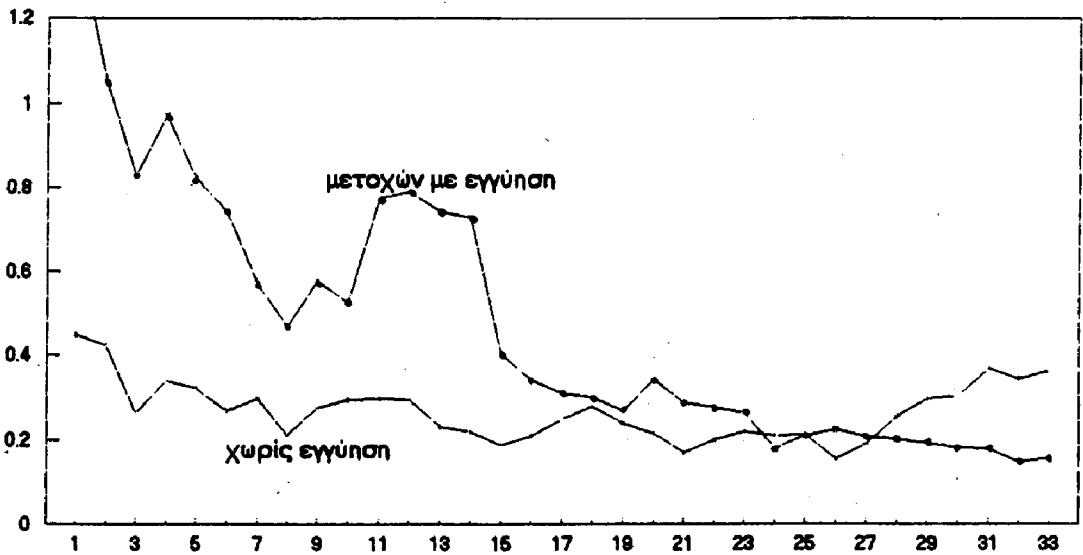
Διάγραμμα 11. Συντελεστές beta.



Διάγραμμα 12. Συνολικός κίνδυνος: $b\sigma^2 R_m + \sigma^2 U_i$.



Διάγραμμα 13. Αναμενόμενη απόδοση $E(R_i) = b_i R_m$.



Διάγραμμα 14. Υπόλοιπος (μη συστηματικός) κίνδυνος: $\sigma^2 U_i$.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- V. Panagos - G. Papachristou, «A note on the effectiveness of the price guarantee clause in the greek underwriting contract: Evidence from the aftermarket volatility of IPO's», εργασία που έγινε δεκτή στο επίσημο συνέδριο της Eastern Finance Association, Boston M.A., Απρίλιος 1994.
- C. Barry - R. Jennings, «The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 54-63.
- R. Aggarwal - R. Leal - L. Hernandez, «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 42-53.
- M. Levis, «The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 28-41.
- D. Mauer - L. Senbet, «The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offering», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Mars 1992, pp. 55-88.
- J. Ritter, «The Long Run Performance of Initial Public Offerings», *Journal of Finance*, March 1991, pp. 3-27.
- R. Carter - S. Manaster, «Initial Public Offerings and Underwriter Reputation», *Journal of Finance*, September 1990, pp. 1045-1067.
- B. Jacquillat - B. Husson, «Sous-évaluation des titres et methodes d' introduction au second marche», *Finance*, Decembre 1990, pp. 123-134.
- G. Papachristou, «Efficiency in the Greek Market for Initial Public Offers», in W. R. Heilman (editor), *Geld, Banken und Versicherungen*, VWV Karlsruhe, 1990/Band I, pp. 689-704.
- A. Bhandari - A. Makhija - G. Papaioannou, «Risk and Return on Newly Listed Stocks: the Post-Listing Experience», *Journal of Financial Research*, vol. XII, No 2, Summer 1989, pp. 93-102.
- S. Tinic, «Anatomy of IPOs of Common Stock», *Journal of Finance*, September 1988, pp. 789-822.
- R. Beatty - J. Ritter, «Investment Banking, Reputation and the Underpricing of IPO's», *Journal of Finance*, April 1986, pp. 213-232.
- J. Ritter, «The "hot Issue" Market of 1980», *Journal of Business*, April 1984, pp. 215-240.
- R. Ibbotson - J. Jaffe, «Hot Issue Markets», *Journal of Finance*, 1975, pp. 1027-1042.
- R. Ibbotson, «Price Performance of Common Stock New Issues», *Journal of Financial Economics*, September 1975, pp. 235-272.