

Η Μεσομακροπρόθεσμη Συμπεριφορά των
Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών της περιόδου
1994-1999 του Χρηματιστηρίου Αθηνών και
η Αντίστοιχη Διεθνής Εμπειρία

Χρήστος Νούνης & Κανέλλος Τούντας

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

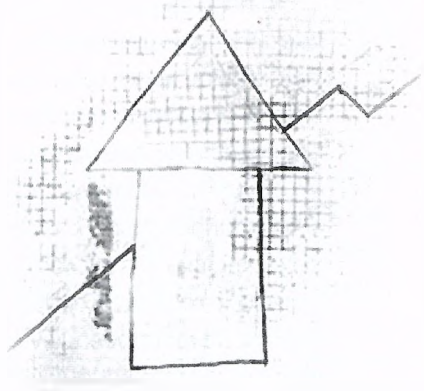
11

12

13

14

Η Μεσομακροπρόθεσμη
Συμπεριφορά των Αρχικών
Δημοσίων Εγγράφων της
Περίοδου 1994-1999 του
Χρηματιστηρίου Αθηνών



The Long-term Performance of
the Initial Public Offerings
Listed in the Athens Stock
Exchange during the
period of 1994-1999 and the Relevant International
Experience

Χρήστος Νούνης*

Υποψήφιος Διδάκτωρ του Τμήματος
Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού
και Καποδιστριακού Παν/μίου Αθηνών

Κανέλλος Τούντας**

Υποψήφιος Διδάκτωρ του Τμήματος
Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
του Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών
Π.Δ. 407/80 Παν/μίου Πατρών
Συνεργάτης, ΤΕΙ Αθήνας

Abstract

The current study looks into the performance of 159 initial public offerings launched on the Athens Stock Exchange (A.S.E.) during the period 1994-1999. Particularly, it is examined the returns that the investors retained from the Greek IPOs in a period covering one to three years after stocks' listing in the A.S.E. Namely, the calculated output of the Greek public registrations at specific subsequent chronicles marks, from their opening negotiations in the market. The results confirm in a great extent, the recorded relevant international experience and register negative returns from the investment strategy of buy-and-hold new issues for a three-year period.

* Christos Nounis, Phd Candidate of National & Kapodistrian University of Athens, Department of Economics.

** Kanellos Toudas, Phd Candidate of Athens University of Economic and Business and T.E.I. of Athens.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει τη μεσομακροπρόθεσμη συμπεριφορά των 159 αρχικών δημοσίων εγγραφών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) που έλαβαν χώρα κατά την περίοδο 1994-1999. Συγκεκριμένα, εξετάζονται οι αποδόσεις που προσέφεραν οι νέες εισαγωγές κοινών μετοχών της παραπάνω περιόδου σε διάστημα ενός έως τρία έτη μετά την χρονική στιγμή της εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Δηλαδή, υπολογίζονται οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ελληνικών δημοσίων εγγραφών σε συγκεκριμένα μεταγενέστερα χρονικά σημεία από την έναρξη διαπραγμάτευσής τους στην αγορά. Επιπλέον, γίνεται αναφορά στη διεθνή εμπειρία των μακροπρόθεσμων αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών σε βάθος χρόνου τριετίας και συγκρίνονται οι σχετικές αποδόσεις με της αντίστοιχες του ελληνικού χρηματιστηρίου. Τα αποτελέσματα φαίνεται να επιβεβαιώνουν και μάλιστα σε πολύ μεγαλύτερο και εντονότερο βαθμό τη διεθνή εμπειρία που καταγράφεται στη σχετική βιβλιογραφία και αναφέρει αρνητικές μακροχρόνιες αποδόσεις από ανάλογες επενδυτικές στρατηγικές αγοράς και τριετούς διακράτησης νεοεισαγόμενων τίτλων.

1. Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη εξετάζει τη μεσομακροχρόνια επίδοση – σε χρονικό ορίζοντα τριών ετών από την εισαγωγή – εκείνων των τίτλων του ελληνικού χρηματιστηρίου που εισήχθησαν στην αγορά με δημόσια εγγραφή κατά την περίοδο 1994-1999. Διερευνάται δηλαδή, η μέση σωρευτική απόδοση των δημοσίων εγγραφών της παραπάνω περιόδου σε συγκεκριμένα χρονικά σημεία. Τα χρονικά αυτά σημεία στα οποία εξετάζονται οι μεσομακροχρόνιες αποδόσεις των νέων εισαγωγών ξεκινούν από την συμπλήρωση ενός έτους χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης από την πρεμιέρα εισόδου των τίτλων στο χρηματιστήριο και φτάνουν μέχρι τα τρία έτη διακίνησης στη δευτερογενή αγορά.

Συνεπώς, σκοπός του παρόντος άρθρου είναι η παρουσίαση των εμπειρικών ευρημάτων που προέκυψαν από την ανάληψη των αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1994-1999, σε μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο επίπεδο. Αναλυτικά, η οργάνωση του άρθρου έχει ως εξής: το τμήμα 2 αναφέρει τα δεδομένα και τις πηγές που χρησιμοποιήθηκαν καθώς και την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε κατά τη διενέργεια της εμπειρικής ανάληψης, το τμήμα 3 παρουσιάζει τα εμπειρικά ευρήματα των μεσομακροπρόθεσμων αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, το τμήμα 4 παρουσιάζει τα διαθέσιμα

διεθνή εμπειρικά στοιχεία μακροχρόνιων αποδόσεων από δημόσιες εγγραφές και τέλος, το τμήμα 5 καταλήγει με τα συμπεράσματα της μελέτης.

2. Δεδομένα, Πηγές και Μεθοδολογία

2.1 Δείγμα

Το δείγμα που χρησιμοποιείται για την εμπειρική ανάλυση περιλαμβάνει όλες τις εισαγωγές κοινών μετοχών που έλαβαν χώρα στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά τη χρονική περίοδο 1η Ιανουαρίου 1994 – 31η Δεκεμβρίου 1999. Ειδικότερα, εξετάζεται η απόδοση κάθε νέας εισαγωγής της συγκεκριμένης περιόδου ένα χρόνο μετά από την ημερομηνία εισόδου της στο χρηματιστήριο και σε επιλεγμένα μεταγενέστερα χρονικά σημεία μέχρι την συμπλήρωση τριών ετών από την εισαγωγή. Πιο συγκεκριμένα, τα χρονικά σημεία στα οποία εξετάζονται οι μεσομακροχρόνιες αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών είναι ο 12ος μήνας (ή 1 έτος), ο 18ος μήνας (ή 1,5 έτος) ο 24ος μήνας (ή 2 έτη), ο 30ος μήνας (ή 2,5 έτη) και ο 36ος μήνας (ή 3 έτη) μετά την πρώτη ημέρα εισαγωγής των τίτλων στο χρηματιστήριο.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για την ανάλυση περιλαμβάνει τις αρχικές δημόσιες εγγραφές 159 κοινών μετοχών της Κύριας και Παράλληλης Αγοράς του Χ.Α. Η επιλογή της εξέτασης μόνο των κοινών μετοχών, και όχι και των προνομιούχων, οφείλεται στο ότι αυτή αποτελεί συνήθη πρακτική στην συντριπτική πλειοψηφία της διεθνούς βιβλιογραφίας. Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τον αριθμό των δημοσίων εγγραφών στο Χ.Α. ανά αγορά για την υπό εξέταση περίοδο, ενώ το σχήμα 1 απεικονίζει την κατανομή των εισαγωγών μεταξύ Κύριας και Παράλληλης Αγοράς.

189

Πίνακας 1: Αριθμός Εισαγωγών στο Χ.Α.Α. κατά Έτος και Αγορά

Περίοδος 1/1/1994 – 31/12/1999

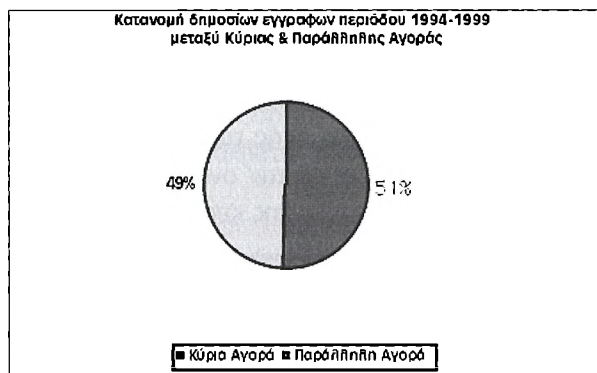
Έτος	Αριθμός Εισαγωγών	Κύρια Αγορά	Παράλληλη Αγορά
1994	46	36	10
1995	20	10	10
1996	20	7	13
1997	12	3	9
1998	23	10	13
1999	38	15	23
ΣΥΝΟΛΟ	159	81	78

Πηγή: Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Ετήσια & Μηνιαία Στατιστικά Δελητία Χ.Α.Α.

Όπως φαίνεται και στο σχήμα 1, η πλειοψηφία, αν και οριακή, των νέων εισαγωγών κοινών μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο κατά τη περίοδο 1994-1999, ήταν εισαγωγές που έλαβαν χώρα στην Κύρια αγορά του χρηματιστηρίου, σε ποσοστό 51%. Ήτοι, 81 από τις 159 δημόσιες εγγραφές αφορούσαν εισαγωγές της Κύριας αγοράς ενώ οι υπόλοιπες 78 εισαγωγές (49%) αφορούσαν εισαγωγές της Παράλληλης αγοράς (πίνακας 1).

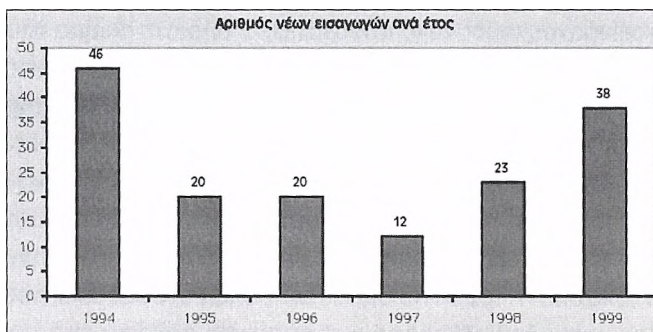
Αναλυτικά, η κατανομή των νέων εισαγωγών της περιόδου 1994-1999 ήταν η ακόλουθη: Το 1994 εισήχθησαν στην Κύρια και την Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών 46 δημόσιες εγγραφές, το 1995 όπως και το 1996 20 δημόσιες εγγραφές, το 1997 12 δημόσιες εγγραφές, το 1998 23 δημόσιες εγγραφές, ενώ το 1999 38 δημόσιες εγγραφές.

Σχήμα 1



190

Σχήμα 2



2.2 Πηγές

Βασική πηγή άντλησης στοιχείων για την κατασκευή της βάσης δεδομέ-

νων των νέων εισαγωγών του ελληνικού χρηματιστηρίου αποτέλεσαν τα Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χ.Α. και οι Ετήσιες Εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ για την άντληση των τιμών κλεισίματος των μετοχών και του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α. χρησιμοποιήθηκαν τα Ημερήσια Δελτία Τιμών του Χ.Α. καθώς επίσης και ορισμένες ιστοσελίδες του διαδικτύου χρηματιστηριακού περιεχομένου. Επίσης, αναφορές στον εξειδικευμένο, ημερήσιο και περιοδικό Τύπο λειτούργησαν ως το πλαίσιο μιας ευρύτερης ενημέρωσης και πληροφόρησης του ερευνητικού έργου.

2.3 Μεθοδολογία

Όπως ειπώθηκε ανωτέρω, στόχος αυτού του άρθρου αποτελεί η εξέταση της μεσομακροχρόνιας συμπεριφοράς των τιμών των νεοεισπραχθεισών στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετοχών της περιόδου 1994-1998, μέσω της ανάληψης των αποδόσεων που αποκομίζουν οι επενδυτές όταν αγοράζουν μετοχές κατά τη διάρκεια των δημοσίων εγγραφών και τις διακρατούν για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Για τον υπολογισμό των χρηματιστηριακών αποδόσεων των νεοεισηγμένων μετοχών χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές των μετοχών που αναγράφονται στο Ημερήσιο Δελτίο του Χρηματιστηρίου. Οι τιμές των μετοχών υπέστησαν τις αναγκαίες προσαρμογές για τυχόν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσω δικαιωμάτων προτίμησης που έλαβαν χώρα εντός του έτους κατά το οποίο εισήχθησαν στο χρηματιστήριο, διασπάσεων μετοχών και διανομής δωρεάν μετοχών.

191

Οι χρηματιστηριακές αποδόσεις υπολογίζονται με τη χρήση των δύο μέτρων που υιοθετούνται στη διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία, δηλαδή αυτών των απλών και επιπλέον ή υπερβαλλουσών αποδόσεων. Οι απλές αποδόσεις (raw returns) είναι αυτές οι οποίες βασίζονται στη σύγκριση της τιμής της μετοχής σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή t με την τιμή της σε κάποια μεταγενέστερη στιγμή $t+k$ όπου k είναι ο αριθμός των ημερών διαπραγμάτευσης που μεσολαμβάνουν μεταξύ των δύο ανωτέρω χρονικών σημείων.

Με βάση την τιμή εισαγωγής υπολογίζονται οι παρακάτω αρχικές αποδόσεις ως προς τα ακόλουθα σημεία αναφοράς¹:

- 1) Ένα χρόνο μετά την εισαγωγή στο Χ.Α. (250η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 1) Ενάμισι χρόνο μετά την εισαγωγή στο Χ.Α. (376η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 2) Δύο χρόνια μετά από την εισαγωγή στο Χ.Α. (500η ημέρα διαπραγμάτευσης)

- 3) Δυόμισι χρόνια μετά την εισαγωγή στο Χ.Α. (626η ημέρα διαπραγμάτευσης)
- 4) Τρία χρόνια μετά την εισαγωγή στο Χ.Α. (750η ημέρα διαπραγμάτευσης)

Έτσι υπολογίζονται οι απλές αποδόσεις του $12^{\text{ου}}$ $18^{\text{ου}}$ του $24^{\text{ου}}$ του $30^{\text{ου}}$ και του $36^{\text{ου}}$ μήνα διαπραγμάτευσης. Για παράδειγμα, η απλή απόδοση του $12^{\text{ου}}$ μήνα διαπραγμάτευσης υπολογίζεται ως:

$$\frac{(\text{Τιμή κλεισίματος μετοχής της 250ης ημέρας διαπραγμάτευσης}) - (\text{Τιμή Εισαγωγής})}{\text{Τιμή Εισαγωγής}} \cdot 100$$

Επιπλέον, ανάλογες αποδόσεις υπολογίζονται έχοντας ως τιμή σύγκρισης όχι την τιμή εισαγωγής, αλλά την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. Έτσι οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται παρομοίως ως εξής:

$$\frac{(\text{Τιμή μετοχής την n-ιστή ημέρα διαπραγμάτευσης}) - (\text{Τιμή μετοχής την πρώτη ημέρα})}{\text{Τιμή μετοχής την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης}} \cdot 100$$

όπου $n = 250$ η ημέρα, 376 η ημέρα, 500 η ημέρα, 626 η ημέρα, 750 η ημέρα και τιμή μετοχής = τιμή κλεισίματος.

192

Εκτός των απλών αποδόσεων, υπολογίζονται και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess or adjusted returns) προκειμένου να ενσωματωθούν στις αποδόσεις των τίτλων και οι διακυμάνσεις της αγοράς. Κι αυτό διότι οι τιμές ισορροπίας των εισηγμένων μετοχών στο χρηματιστήριο αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τα χαρακτηριστικά των εταιρειών τους, αλλά και τις ανοδικές ή καθοδικές τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, δηλαδή τις διακυμάνσεις της αγοράς. Για τον υπολογισμό της υπερβάλλουσας απόδοσης αφαιρείται από την απλή απόδοση η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης.

Η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς υπολογίζεται με βάση τη ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ήτοι:

$$\frac{\Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_1 - \Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_0}{\Gamma\Delta\text{ΤΧΑΑ}_0} \cdot 100$$

όπου:

$\Gamma\Delta\text{ΤΧΑ}$ είναι ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, 0 η χρονική στιγμή βάσης υπολογισμού των αποδόσεων και 1 το χρονικό σημείο λήξης της περιόδου υπολογισμού της απόδοσης.

Για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που βασίζονται στη τιμή εισαγωγής, ως βάση (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η τελευταία ημερομηνία εγγραφών και συγκεκριμένα ο ΓΔΤΧΑ την ημερομηνία αυτή. Αυτό διότι είναι προς το συμφέρον των επενδυτών να προεγγράφονται στις νέες εισαγωγές, την ημέρα λήξης των δημοσίων εγγραφών γιατί με τον τρόπο αυτό μειώνουν το χρονικό διάστημα δέσμευσης των κεφαλαίων τους. Από την άλλη πλευρά, για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, που βασίζονται στην τιμή κλεισίματος στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης, ως βάση (χρονική στιγμή 0) λαμβάνεται η αντίστοιχη τιμή κλεισίματος του ΓΔΤΧΑ της ημερομηνίας εισαγωγής των τίτλων στο χρηματιστήριο.

3. Εμπειρικά Ευρήματα Μεσομακροχρόνιων Αποδόσεων Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει τις μεσομακροχρόνιες αποδόσεις ολόκληρου του δείγματος των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 1994-1999. Αποτελείται από δύο επιμέρους υποπίνακες. Στο πρώτο υποπίνακα παρουσιάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις οι οποίες υπολογίστηκαν αντιστοίχως με βάση την τιμή εισαγωγής και την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. κατά την τελευταία ημέρα των δημοσίων εγγραφών. Στον δεύτερο υποπίνακα παρουσιάζονται οι απλές και υπερβάλλουσες αποδόσεις οι οποίες υπολογίστηκαν αντιστοίχως με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων τίτλων στο Χ.Α.Α. και την τιμή κλεισίματος την ίδια ημέρα, του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α.

Πιο αναλυτικά, η πρώτη στήλη περιλαμβάνει τους 20 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 πρώτο υποπίνακα του πίνακα 2, η μέση ετήσια απόδοση, υπολογιζόμενη με βάση την τιμή εισαγωγής, ήταν άκρως σημαντική καθώς ανήλθε σε ποσοστό το 106,59%, η δε υπερβάλλουσα απόδοση ήταν 79,63%. Η μέση απόδοση της 376ης ημέρας (ήτοι ενάμισι έτος μετά την πρώτη ημέρα εισαγωγής των νέων μετοχών στο χρηματιστήριο), υπολογιζόμενη με βάση την τιμή εισαγωγής, ήταν 45,22%, η δε υπερβάλλουσα απόδοση ήταν 8,73%. Τα δύο αυτά αποτελέσματα φανερώνουν πως οι νέες εισαγωγές προσέφεραν σημαντικές απλές μεσοπρόθεσμες αποδόσεις ενώ παράλληλα οι συγκεκριμένες αποδόσεις ήταν καλύτερες και από αντίστοιχες

της αγοράς, δηλαδή του γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α., καθώς οι υπολογιζόμενες υπερβάρηθουσες αποδόσεις ήταν θετικές.

Με άλλα λόγια, το συμπέρασμα το οποίο προκύπτει εδώ είναι ότι οι επενδυτές που συμμετείχαν στις δημόσιες εγγραφές της περιόδου 1994-1999, αγοράζοντας τις μετοχές των προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιρειών στην τιμή εισαγωγής και διατηρώντας τις στο χαρτοφυλάκιό τους για χρονικό διάστημα ενός ή ενάμιση έτους, απέκομισαν σημαντικές αποδόσεις, υψηλότερες από την απόδοση της αγοράς της ίδιας περιόδου.

Πίνακας 2: Απλές και Επιπλέον Μεσομακροχρόνιες Αποδόσεις από τις Δημόσιες Εγγραφές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών της περιόδου 1994-1999

194

ΑΠΟΔΟΣΗ ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗ- ΡΗΣΕΩΝ) (%)	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ου έτους	106.59	198.53	159	31	-72.61	1405.00
3ου εξαμήνου	45.22	174.05	154	3.82	-87.30	1731.69
2ου έτους	45.59	266.33	152	-14.78	-91.94	2233.87
5ου εξαμήνου	6.94	119.30	151	-27.05	-91.64	889.22
3ου έτους	0.85	124.25	150	-43.51	-94.82	916.62
ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ου έτους	79.63	175.30	159	25.90	-152.37	1255.66
3ου εξαμήνου	8.73	165.43	154	-3.02	-245.60	1634.77
2ου έτους	-0.08	247.55	152	-25.55	-266.95	2006.07
5ου εξαμήνου	-56.30	116.06	151	-55.78	-357.31	724.21
3ου έτους	-97.32	121.14	150	-97.32	-417.71	420.22
ΑΠΟΔΟΣΗ ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗ- ΡΗΣΕΩΝ) (%)	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΑΠΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ου έτους	52.99	128.11	159	12.70	807.54	807.54
3ου εξαμήνου	8.05	102.25	154	-10.41	-92.43	820.44
2ου έτους	7.40	169.89	152	-31.00	-93.14	1455.31
5ου εξαμήνου	-16.53	87.29	151	-49.63	-95.12	397.29
3ου έτους	-16.82	117.40	150	-59.26	-97.41	916.62

ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

1ου έτους	26.96	108.96	159	-1.44	-155.90	681.55
3ου εξαμήνου	-27.06	99.32	154	-29.33	-258.00	738.48
2ου έτους	-37.61	151.87	152	-41.62	-289.56	1192.78
5ου εξαμήνου	-79.55	84.00	151	-74.87	-349.05	218.61
3ου έτους	-107.95	112.28	150	-116.94	-457.84	476.78

1. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί 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 δημοσίων εγγραφών.
2. Οι απλές αποδόσεις έχουν υπολογισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισαγμένων τίτλων στο Χ.Α.Α. και οι επιπλέον αποδόσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης των τίτλων.
3. Επιπλέον ή Υπερβάλλουσα Απόδοση = Απλή Απόδοση - Απόδοση ΓΔΤΧΑΑ για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογισμού της απλής απόδοσης

Τα αποτελέσματα του πίνακα 2 περιλαμβάνουν επίσης τις αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών του Χ.Α. μετά την πάροδο δύο, δυόμισι και τριών ετών από την ημέρα την εισόδου των νέων κοινών μετοχών στο χρηματιστήριο. Παρατηρώντας τις αποδόσεις αυτές και ειδικά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, συνάγεται το συμπέρασμα ότι η επιλογή της διακράτησης νεοεισαγόμενων μετοχών για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του ενάμισι έτους, δεν προσέφερε καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις αντίστοιχες της αγοράς. Ωστόσο, οι απλές αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών ήταν θετικές καθ' όλη τη μακροπρόθεσμη περίοδο των τριών ετών. Αναλυτικά, οι μακροχρόνιες απλές αποδόσεις των νέων εισαγώνων τίτλων στο Χ.Α. της περιόδου 1994-1999 ήταν οι εξής:

- Δύο έτη μετά την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο Χ.Α. (ή 500 ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης), η μέση απλή απόδοση ήταν 45,59% ενώ η αντίστοιχη υπερβάλλουσα απόδοση ήταν οριακά αρνητική και δη -0,08%
- Δυόμισι έτη μετά την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο Χ.Α. (ή 626 ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης), η μέση απλή απόδοση ήταν 6,94% ενώ η αντίστοιχη υπερβάλλουσα απόδοση -56,30%
- Τρία έτη μετά την πρώτη ημέρα εισαγωγής στο Χ.Α. (ή 750 ημέρες χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης), η μέση απλή απόδοση ήταν 0,85% ενώ η αντίστοιχη υπερβάλλουσα απόδοση -97,32%

Οι αρνητικές "καθαρές" αποδόσεις (υπερβάλλουσες) των επενδυτών από μακροπρόθεσμη διακράτηση νεοεισαγόμενων μετοχών επιβεβαιώνονται σε

ακόμη μεγαλύτερο βαθμό από την εξέταση των εν λόγω αποδόσεων που προέκυψαν από την υιοθέτηση της επενδυτικής στρατηγικής της δευτερογενούς αγοράς των δημοσίων εγγραφών και δη κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο. Οι αποδόσεις αυτές υπολογίστηκαν με βάση την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης των νεοεισηγμένων τίτλων στο Χ.Α. και την τιμή κλεισίματος την ίδια ημέρα, του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α. και οι οποίες παρουσιάζονται στον δεύτερο υποπίνακα του πίνακα 2.

Έτσι, προέκυψε ότι οι μακροπρόθεσμες υπερβάλλουσες αποδόσεις, σε όλη τα χρονικά σημεία που εξετάστηκαν μεταξύ 376^{ης} και 750^{ης} ημέρας διαπραγμάτευσης των νέων εισαγωγών, ήταν αρνητικές σε ποσοστά που κυμάνθηκαν από -27,06% έως -107,95%. Με άλλα λόγια, όσοι επενδυτές κατά την περίοδο 1994-1999, επέλεξαν τοποθετήσεις σε νέες εισαγωγές τίτλων κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο Χ.Α. και στην τιμή κλεισίματος της συγκεκριμένης ημέρας και όχι κατά την περίοδο των δημοσίων εγγραφών στην τιμή εισαγωγής, απεκόμισαν αθροιστικά, λαμβάνοντας υπόψη και τις επιδόσεις της αγοράς, αρνητικές μακροπρόθεσμες αποδόσεις και μάλιστα πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες που θα προέκυπταν από την πολιτική της αγοράς νέων τίτλων στην τιμή εισαγωγής. Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα το γεγονός της καταγραφής ακόμα και αρνητικών μέσων απλών αποδόσεων κατά το πέμπτο και έκτο εξάμηνο διακράτησης των τίτλων των δημοσίων εγγραφών (16.53% και -16.82% αντίστοιχα) που αγοράστηκαν την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο Χ.Α. Εξαίρεση στην παραπάνω επενδυτική στρατηγική, αποτέλεσε η μεσοπρόθεσμη ετήσια υπερβάλλουσα απόδοση η οποία ήταν θετική σε ποσοστό 26.96%.

196

4. Διεθνή Εμπειρικά Ευρήματα Μακροχρόνιων Αποδόσεων

Στο παρόν τμήμα αναφέρονται οι μακροχρόνιες αποδόσεις από αρχικές δημόσιες εγγραφές ξένων κεφαλαιαγορών, οι οποίες έχουν καταγραφεί στην διεθνή βιβλιογραφία. Ειδικότερα, ο πίνακας 3, στην τελευταία του στήλη, παρουσιάζει τις συνοδικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δημοσίων εγγραφών που έχουν υπολογιστεί για χρονικό διάστημα τριών ετών σε διάφορες διεθνείς αγορές κεφαλαίου.

Από τα αποτελέσματα του πίνακα, προκύπτει το συμπέρασμα ότι οι μακροχρόνιες "καθαρές" αποδόσεις από δημόσιες εγγραφές είναι αρνητικές, καθώς η συντριπτική πλειοψηφία των κεφαλαιαγορών στις οποίες εξετάστηκε το φαινόμενο κατέγραψε αρνητικές αποδόσεις που σε ορισμένες περι-

πτώσεις μάλιστα ήταν σημαντικές. Για του λόγου το αληθές, από τις 13 κεφαλαιαγορές που αναφέρονται στον πίνακα 3, μόνο οι 2 (Κορέα, Σουηδία) εμφανίζουν θετική τριετή υπερβάλλουσα απόδοση με ποσοστό όμως που δεν υπερβαίνει το 2%. Σε όλες τις υπόλοιπες αγορές οι αρνητικές αποδόσεις κυμαίνονται από -8,1% (Ηνωμένο Βασίλειο) έως -47% (Βραζιλία). Ακόμα και στις Η.Π.Α. το ποσοστό της μακροχρόνιας υπερτιμοποίησης των δημοσίων εγγραφών ήταν σημαντικό και έφτασε το -20% κατά την περίοδο 1970-1990 και -28,8% κατά τη περίοδο 1972-1998.

Αλλά πως μεταφράζεται το ποσοστό αυτών των απωλειών για έναν επενδυτή; Η απάντηση είναι η εξής: εάν ο επενδυτής, κατά την περίοδο 1970-1990, συμμετείχε αδιαλείπτως στην πρωτογενή αγορά δημοσίων εγγραφών των Η.Π.Α. αγοράζοντας τίτλους και διατηρώντάς τους στο χαρτοφυλάκιο του για τρία χρόνια, θα κατέγραφε κατά μέσο όρο μεγαλύτερες οικονομικές ζημιές της τάξεως του 20% με τη συμπλήρωση των τριών χρόνων από την αγορά του χαρτοφυλακίου των δημοσίων εγγραφών, σε σύγκριση με την απόδοση που θα αποκόμιζε το ίδιο διάστημα εάν επένδυε τα χρήματα του σε μη νεοεισηγμένες μετοχές της αγοράς και δη σε μετοχές του γενικού δείκτη τιμών της αγοράς με βάση τον οποίο συγκρίνονται οι επιμέρους αποδόσεις.

Στην Ελθίδα, η τριετής μέση υπερβάλλουσα απόδοση των δημοσίων εγγραφών της περιόδου 1994-1999, ήταν ακόμα μεγαλύτερη σε σύγκριση με τις αντίστοιχες των διεθνών κεφαλαιαγορών του πίνακα 3. Όπως προαναφέρθηκε στο τμήμα 3 του παρόντος άρθρου, η εν λόγω απόδοση άγγιξε σε ποσοστό το -97.32%, εάν η αγορά του χαρτοφυλακίου των δημοσίων εγγραφών ήταν πρωτογενής, δηλαδή εάν έλαβε χώρα κατά την περίοδο της δημόσιας προσφοράς και στην τιμή εισαγωγής των τίτλων στο χρηματιστήριο, και το -107.95%, εάν η αγορά του ίδιου χαρτοφυλακίου έγινε δευτερογενώς, κατά την πρώτη ημέρα εισαγωγής των τίτλων στο χρηματιστήριο (στην τιμή κλεισίματος πρώτης ημέρας).

**Πίνακας 3: Διεθνή Εμπειρικά Ευρήματα Μακροπρόθεσμων
Αποδόσεων Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών**

Χώρα	Συγγραφείς	Αριθμός Δημοσίων Εγγραφών	Περίοδος Έκδοσης IPO's	Συνολική Υπερβάλλουσα Απόδοση
Αυστραλία	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	-46.5%
Αυστρία	Aussenegg	57	1965-93	-27.3%
Βραζιλία	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1980-90	-47.0%
Καναδάς	Jog & Srivistava	216	1972-93	-17.9%

Χιλή	Aggarwal, Leal & Hernandez	28	1982-90	-23.7%
Φιλιππίνες	Keloharju	79	1984-89	-21.1%
Γερμανία	Ljungqvist	145	1970-90	-12.1%
Ιαπωνία	Cai & Wei	172	1971-90	-27.0%
Κορέα	Kim, Krinsky & Lee	99	1985-88	+2.0%
Σιγκαπούρη	Hin & Mahmood	45	1976-84	-9.2%
Σουηδία	Loughran, Ritter & Rydqvist	162	1980-90	+1.2%
Ην. Βασίλειο	Levis	712	1980-88	-8.1%
Η.Π.Α.	Loughran & Ritter	4753	1970-90	-20.0%
Η.Π.Α.	Eckbo & Norli	6379	1792-98	-28.8%

Πηγή: R. Ritter, "Initial Public Offerings" in *Warren, Gorham, and Lamont Handbook of Modern Finance* edited by Dennis Logue and James Seward, Boston and New York: WGL/RIA 1998 - Reprinted (with modifications) in *Contemporary Finance Digest*, (Spring 1998) Vol. 2, No. 1, pp. 5-30.

Σημείωση 1: Οι συνοδικές υπερβάλλουσες μακροχρόνιες αποδόσεις που αναφέρονται στην τελευταία στήλη του πίνακα αφορούν *τριετή μέση απόδοση* της αγοράς δημοσίων εγγραφών κάθε μιας από τις παραπάνω χώρες **Σημείωση 2:** Η συνοδική υπερβάλλουσα απόδοση υπολογίζεται ως $100 \cdot \left[\frac{(1+R_{ipo,T})}{(1+R_{m,T})} - 1 \right]$, όπου $R_{ipo,T}$ είναι η μέση απόδοση από την αγορά και διακράτηση νεοεισαγόμενων τίτλων για τρία χρόνια και $R_{m,T}$ είναι η αντίστοιχη τριετής απόδοση της αγοράς ή η τριετής απόδοση αντιπροσωπευτικού της εκάστοτε αγοράς χαρτοφυλακίου μετοχών

5. Σύνοψη συμπερασμάτων

Η ανάληψη της μεσομακροπρόθεσμης συμπεριφοράς των αρχικών δημοσίων εγγραφών της περιόδου 1994-1999 στο Χρηματιστήριο Αθηνών, κατέδειξε ότι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση ήταν αρνητική μακροπρόθεσμα και θετική μεσοπρόθεσμα. Το συμπέρασμα αυτό είναι συμβατό και με την πλειοψηφία των διεθνών εμπειρικών ευρημάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι μέσες αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών κατά την συμπλήρωση δύο, δυόμισι και τριών ετών από την εισαγωγή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, ήταν -0.08%, -56.30% και -97.32% αντίστοιχα. Αντίθετα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των δημοσίων εγγραφών δηλαδή αυτές που αφαιρούν την απόδοση της αγοράς κατά τον υπολογισμό τους μετά την συμπλήρωση ενός και ενάμισι έτους χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης ήταν θετικές και δη 79.63% και 8.73% αντίστοιχα.

Αυτό σημαίνει ότι όσοι επενδυτές δέσμευσαν κεφάλαια για τη δημιουργία χαρτοφυλακίου δημοσίων εγγραφών κατά την υπό εξέταση περίοδο και το διακράτησαν για μακροχρόνιο χρονικό διάστημα, αποκόμισαν αποδόσεις που υπολείπονταν αυτών της αγοράς, ενώ αντίθετα,

όσοι επένδυσαν σε δημόσιες εγγραφές μεσοπρόθεσμα, καρπώθηκαν υπερβάρηλους αποδόσεις, δηλαδή αποδόσεις υψηλότερες από τις αντίστοιχες της αγοράς.

Η καταγραφή αρνητικών μακροχρόνιων αποδόσεων στις δημόσιες εγγραφές του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1994-1999 δεν αποτελεί εξαίρεση με βάση τη διεθνή εμπειρία αλλά μάλλον επιβεβαιώνει τον κανόνα και μάλιστα σε υπέρμετρο βαθμό καθώς οι αρνητικές επιδόσεις της ελληνικής κεφαλαιαγοράς ήταν κατά πολύ υψηλότερες εν συγκρίσει με αυτές των διεθνών κεφαλαιαγορών για τις οποίες έχει πραγματοποιηθεί μελέτη του φαινομένου. Έτσι, τα διεθνή εμπειρικά ευρήματα αναφέρουν μακροχρόνιες αποδόσεις δημοσίων εγγραφών που κυμαίνονται από -47% έως +2%. Επομένως, συγκρινόμενα τα μεγέθη αυτά με τα εγχώρια ευρήματα, γίνεται αντιληπτό το μέγεθος της υπάρχουσας απόκλισης.

Τέλος, η σημαντική υστέρηση των μακροχρόνιων επιπλέον αποδόσεων των δημοσίων εγγραφών που παρατηρήθηκε στην ελληνική κεφαλαιαγορά, μπορεί ως ένα βαθμό να αποδοθεί στις έντονες διακυμάνσεις που σημειώθηκαν στην χρηματιστηριακή αγορά κατά τη διάρκεια της περιόδου που εξετάστηκε, με αιχμή την περίοδο 1998-2002, οι οποίες επηρέασαν σαφώς και σημαντικά τις τελικές μακροχρόνιες αποδόσεις που κατέγραψαν οι νέες εισαγωγές του ελληνικού χρηματιστηρίου της περιόδου 1994-1999.

Βιβλιογραφία

- Eckbo, B. E. and O. Norli. 2001. *Risk and long-run IPO returns*, Working paper, University of Toronto
- Kazantzis, C. and Thomas, C. D. 1996. The IPO puzzle and institutional constraints: Evidence from the Athens Stock Market. In: *Empirical issues in raising equity capital*,
- Levis, Mario. (editor), pp. 81-94, New York and Oxford: Elsevier, North-Holland
- Maher Kooli, Jean-François L'Her, Jean-Marc Suret. 2003. *Do IPOs Underperform in the Long-Run? New Evidence from the Canadian Stock Market*, working paper
- Παπαμαθαίου Δ., 1996. *Η μακροπρόθεσμη συμπεριφορά των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών κοινών μετοχών: η Ελληνική εμπειρία (1987-1995)*. *Οικονομική Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας*, τεύχος 7, σελ.12-23

- Ritter, J. R., 1991. *The long-run performance of initial public offerings*, Journal of Finance, 42, pp 365-394
- Ritter, J. R., *Initial Public Offerings in Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance* edited by Dennis Logue & James Seward, Boston and New York: WGL/RIA 1998.
- Ritter, J. R., Spring 1998. *Initial Public Offerings* (Reprinted with modifications), Contemporary Finance Digest, Vol. 2, No 1, pp. 5-30

