

ΑΘΗΝΑ, Α' Εξάμηνο 1996

ΟΙ ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΓΓΡΑΦΕΣ στην ΕΛΛΑΔΑ, τις Η.Π.Α. και τον ΚΟΣΜΟ

Η Μακροχρόνια Απόδοση των Δημόσιων Εγγραφώνⁱ στον Κόσμο

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου
Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης

[Αναδημοσίευση Ειδικής Έρευνας, Α' Εξάμηνο 1996]

Ενώ στις περισσότερες κεφαλαιαγορές του κόσμου η υποτιμολόγηση των Δημόσιων Εγγραφών (Δ.Ε.) και οι θετικές αποδόσεις, κατά μέσο όρο, την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο είναι αδιαμφισβήτητο γεγονός, η απόδοσή τους μακροχρόνια δεν ακολουθεί την ίδια κατεύθυνση. Στις Η.Π.Α., η μέση απόδοσηⁱⁱ 1.526 Δ.Ε. κατά την περίοδο 1975-84 ήταν 34,47% στα τρία πρώτα χρόνια της συμμετοχής τους στο Χρηματιστήριο. Ένα δείγμα όμως 1.526 εισηγμένων μετοχών, με παρόμοια χαρακτηριστικά (Control Sample) είχε μέση απόδοση 61,86% κατά την ίδια τριχρονική περίοδο. Η Σωρευτική Επιπλέον Απόδοση (Σ.Ε.Α. - Cumulative Abnormal Return) των 1.526 Δ.Ε. ήταν -29,13%. Η στρατηγική, δηλαδή, επένδυσης στις παραπάνω Δ.Ε. στο τέλος της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης και διακράτησής τους για 3 χρόνια, θα άφηνε τον επενδυτή των Δ.Ε. με μόνο 83 σεντς για κάθε επενδυμένο δολάριο συγκριτικά με μία επένδυση στο παρόμοιο γκρουπ των άλλων 1.526 μετοχών.

Η χαμηλότερη απόδοση σε σχέση με το σημείο αναφοράς (Underperformance) των Δ.Ε. όμως, είναι περισσότερο έντονη στις νέες (ή νεοσύστατες) εταιρίες παρά στις ήδη καθιερωμένες. Η παρατήρηση αυτή είναι συνεπής με τα φαινόμενα των αρχικών αποδόσεων και “Hot Issues Markets”, κατά τα οποία Δ.Ε. νέων και “κερδοσκοπικών” επιχειρήσεων (Speculative Firms) απολαμβάνουν τις υψηλότερες αρχικές αποδόσεις, αλλά και τη μεγαλύτερη διακύμανση στις

αποδόσεις των μετοχών τους στο μέλλον. Αντίθετα, μεγαλύτερες και περισσότερο καθιερωμένες εταιρίες γνωρίζουν μικρότερες διακυμάνσεις των αποδόσεων των μετοχών τους, καθώς και μικρότερες μειώσεις της απόδοσης μακροχρόνια. Η δεύτερη αυτή κατηγορία επιχειρήσεων περιλαμβάνει και ένα σημαντικό αριθμό αντίστροφων LBOs (Leveraged Buyouts)ⁱⁱⁱ. Περαιτέρω, υπάρχουν ενδείξεις ότι τα κέρδη ανά μετοχή των εταιριών που πραγματοποιούν Δ.Ε. τυπικά αυξάνονται με πολύ γρήγορους ρυθμούς κατά τα χρόνια πριν την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, όμως μειώνονται κατά τα πρώτα χρόνια μετά τη Δ.Ε..

Η χαμηλότερη απόδοση των Δ.Ε. για το δείγμα των 1.526 εταιριών, συγκεντρώνεται κυρίως στις εταιρίες που έκαναν Δ.Ε. στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και ειδικότερα το 1983. Για τις πιο ηλικιωμένες εταιρίες ή για αυτές που έκαναν Δ.Ε. στη δεκαετία του 1970 (με εξαίρεση το 1975), η απόδοση σε σχέση με το σημείο αναφοράς ήταν μόνο 10% χαμηλότερη (συγκρινόμενη με το -29,13%). Άλλες εμπειρικές μελέτες υποδεικνύουν παρόμοια αποτελέσματα με τα παραπάνω. Οι Aggarwal και Rivoli^{iv} σε μία μελέτη 1.598 Δ.Ε. στις Η.Π.Α., μεταξύ 1977-87, βρίσκουν ότι επενδυτές που θα αγόραζαν τις Δ.Ε. στο κλείσιμο της πρώτης ημέρας, και κρατούσαν τις μετοχές μέχρι και τη 250η ημέρα διαπραγμάτευσής τους στο Χρηματιστήριο, θα γνώριζαν αρνητικές αποδόσεις της τάξεως του -13,73% (αφού αφαιρεθούν οι τυχόν αυξομειώσεις της αγοράς).

Αρκετές άλλες μελέτες έχουν εξετάσει την απόδοση των Δ.Ε. κατά τη διάρκεια των 3 χρόνων μετά την εισαγωγή σε έναν αριθμό χωρών. Δ.Ε. στη Βραζιλία, τη Φινλανδία, τη Γερμανία, τη Σιγκαπούρη, τη Μ. Βρετανία, αλλά και τις Η.Π.Α., παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις μετά την εισαγωγή (Aftermarket). Στην Αυστραλία, η Σωρευτική Επιπλέον Απόδοση 266 Δ.Ε. μεταξύ 1976-89 είναι -51% (αφού αφαιρεθούν οι τυχόν αυξομειώσεις της αγοράς) 3 χρόνια μετά την εισαγωγή. Στην Ελβετία, η Σωρευτική Επιπλέον Απόδοση των Δ.Ε. ανέρχεται στο -6,1% μετά τα 3 πρώτα χρόνια. Ενώ τα παραπάνω δίνουν καθαρά το μήνυμα για τη διεθνή τάση των Δ.Ε. μακροχρόνια τα αποτελέσματα θα πρέπει να ερμηνευτούν προσεκτικά. Ο λόγος είναι ότι, με εξαίρεση τις περιπτώσεις της Μ. Βρετανίας και των Η.Π.Α., στις λοιπές χώρες τα εξετασθέντα δείγματα είναι πολύ μικρά. Παρόλα αυτά, οι μακροχρόνιες αποδόσεις φαίνεται να είναι χαμηλότερες όσο υψηλότερο είναι το ρίσκο των υπό εισαγωγή εταιριών, και όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο τιμών στη χρηματιστηριακή αγορά τη στιγμή των Δ.Ε.. Η ανά τον κόσμο εμπειρία είναι συνεπής με την άποψη ότι μη-εισηγμένες εταιρίες επιτυγχάνουν στον προσδιορισμό της χρονική στιγμής της Δ.Ε. τους, ώστε να εκμεταλλευτούν τυχόν εσφαλμένες τιμολογήσεις στην αγορά. Ο αυξημένος αριθμός Δ.Ε. όταν οι τιμές στο Χρηματιστήριο βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η προσφορά Δ.Ε. μπορεί να θεωρηθεί ως απάντηση στη μετατόπιση ζήτησης τίτλων από πλευράς επενδυτών. Αν η παραπάνω προσφορά με τη μορφή περισσότερων Δ.Ε. δεν συνέβαινε, τότε είναι πιθανό ότι αυτές οι μετατοπίσεις στη ζήτηση θα οδηγούσαν σε ακόμα μεγαλύτερες διακυμάνσεις τιμών.

Υπάρχουν βασικά δύο απόψεις στην προσπάθεια ερμηνείας των κάτω του σημείου

αναφοράς μακροχρόνιων αποδόσεων. Η πρώτη, βασίζεται στην ιδέα ότι οι επενδυτές που είναι πιο αισιόδοξοι για μία Δ.Ε. θα είναι αγοραστές. Αν η αβεβαιότητα για τη “σωστή” προσφερόμενη τιμή μιας Δ.Ε. είναι μεγάλη, τότε οι τιμολογήσεις των αισιόδοξων επενδυτών μπορεί να είναι υψηλότερες από αυτές των απαισιόδοξων. Με το πέρασμα του χρόνου, και καθώς περισσότερες πληροφορίες για τη μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση των εταιριών αποκαλύπτονται, η απόκλιση μεταξύ αισιόδοξων και απαισιόδοξων μικραίνει με αποτέλεσμα την πτώση της τιμής στην αγορά. Σύμφωνα με τη δεύτερη, η αγορά των Δ.Ε. υπόκειται στον πρόσκαιρο ενθουσιασμό και την περαστική μόδα του Χρηματιστηρίου. Οι Δ.Ε. υποτιμολογούνται από τις αναδόχους επενδυτικές τράπεζες με σκοπό να δημιουργηθεί η εντύπωση της επιπλέον ζήτησης τίτλων. Η άποψη αυτή, προβλέπει ότι η απόδοση των Δ.Ε. μακροχρόνια θα πρέπει να είναι αρνητική και ταυτόχρονα συσχετισμένη με το βαθμό της βραχυχρόνιας υποτιμολόγησης.

Οι μέχρι τώρα εμπειρικές μελέτες παγκοσμίως αποδεικνύουν ότι οι παραπάνω απόψεις ερμηνεύουν ένα θεαματικά μεγάλο ποσοστό της κάτω του σημείου αναφοράς μακροχρόνιας απόδοσης. Μία ακόμα έρευνα προτείνει ότι πολλοί επενδυτές είναι περιοδικά υπέρ-αισιόδοξοι για τα μελλοντικά κέρδη νέων εταιριών με προοπτικές ανάπτυξης. Μία άλλη έρευνα, τέλος, αποκαλύπτει ότι μόλις το 26% των επενδυτών που απάντησαν έκανε θεμελιώδη ανάλυση της σχέσης μεταξύ της προσφερόμενης τιμής και της αξίας της υπό εισαγωγή εταιρίας.

Η Πραγματικότητα στις ΗΠΑ (1/1/1985 - 8/10/1996)

Όπως έγινε αντιληπτό, οι αγορές των ταύρων (Bull Markets) και η γενικότερη ευφορία της χρηματιστηριακής αγοράς κάνει θαύματα. Τα θαύματα αυτά όμως ωφελούν ιδιαίτερα τις εταιρίες που χαρακτηρίστηκαν προηγουμένως ως “κερδοσκοπικές” (Speculative Firms), και οι οποίες ενέχουν μεγάλο επιχειρηματικό ρίσκο. Πού να φανταζόταν κανείς ότι εταιρίες σαν τη Microsoft ή την Oracle που εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο εισπράττοντας κυριολεκτικά “ψίχουλα” για τις μετοχές που πούλησαν, μερικά και μόνο χρόνια μετά την εισαγωγή τους θα έδιναν στους μετόχους τους αστρονομικά κέρδη. Η αντίθεση των τιμολογήσεων φαντάζει γλαφυρή καθώς τα ποσά άντλησης των “κερδοσκοπικών” εταιριών είναι πολύ χαμηλότερα από αυτά π.χ. των τραπεζών, ενώ και ο λόγος P/E πίσω από την τιμολόγηση των παραπάνω νέων εκδόσεων είναι πολύ διαφορετικός από αυτόν στις σημερινές Δ.Ε. εταιριών υψηλής τεχνολογίας ή τραπεζών.

Καθόλη τη διάρκεια της τελευταίας εικοσαετίας, ο αριθμός νεοσύστατων εταιριών υψηλής τεχνολογίας, τηλεπικοινωνιών, Η/Υ, λογισμικού, αλλά πρόσφατα και εφαρμογών του Internet, φανερώνει την απεγνωσμένη προσπάθεια των επενδυτών να ανακαλύψουν τη νέα Microsoft. Το γεγονός ότι 7 από τις 10 καλύτερες Δ.Ε. ήταν εταιρίες υψηλής τεχνολογίας εξηγεί παραστατικότερα την τάση. Η πράξη όμως διδάσκει ότι η αγορά των Δ.Ε. χαρακτηρίζεται από μερικούς γιγάντιους

νικητές και από εκατοντάδες χαμένους. Οι αστρονομικές αποδόσεις των πρώτων είναι συνήθως αυτές που «παρασύρουν» τόσο τους στατιστικούς μέσους όρους όσο και τους αφελείς επενδυτές. Κι αυτό, γιατί οι μικροί επενδυτές πολύ δύσκολα πετυχαίνουν να εξασφαλίσουν μετοχές στην τιμή της Δ.Ε.. Οι περισσότεροι τις αγοράζουν στην αγορά μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης με αποτέλεσμα να υποφέρουν σημαντικές απώλειες. Η διάθεση των “πετυχημένων” Δ.Ε. γίνεται συνήθως από τις επενδυτικές τράπεζες στους καλύτερους πελάτες τους, που τις περισσότερες φορές δεν είναι καθόλου μικροί επενδυτές. Από τον αριθμό των Δ.Ε. και την απόδοσή τους σε σχέση με το δείκτη S&P 500, ξεπροβάλλει μία συμβουλή για το πότε είναι ενδεχομένως επικίνδυνη η επένδυση σε μετοχές Δ.Ε.. Φαίνεται πως οι καλύτερες χρονιές για επένδυση σε Δ.Ε. είναι αυτές με το μικρότερο αριθμό εκδόσεων. Δηλαδή, όταν λιγότερες επιχειρήσεις εισάγονται στο Χρηματιστήριο. Αυτό είναι προφανές αν παρατηρήσει κανείς τις αποδόσεις του 1988 (163%) και 1989 (154%) σε σχέση με τον S&P 500. Επίσης, αν δεν εφικτή η αγορά μετοχών πριν τη διαπραγμάτευση, το φρονιμότερο είναι η αναμονή για μερικούς μήνες. Ο Manish Shah, εκδότης και συντάκτης του newsletter IPO Maven, συμβουλεύει τους επενδυτές να περιμένουν τουλάχιστον δύο χρόνια μετά τη Δ.Ε.. Και συνεχίζει, προειδοποιώντας “μην παραπλανήστε από τους αναδόχους, τον τελευταίο πυρετό στη συγκεκριμένη βιομηχανία, το κύμα στην εν λόγω τεχνολογία ή την ευφορία στην επενδυτική κοινότητα”.

Αυτή την ευφορία των αγορών, και κατά συνέπεια ευφορία για Δ.Ε., που αρχικά ονομάστηκε “Hot Issues Markets” έρχονται να επιβεβαιώσουν οι αριθμοί και η πραγματικότητα. Η πρώτη απόδειξη μία σχετική ομάδα Δ.Ε. με χρηματιστηριακή αξία πάνω από 1 δισ. δολάρια. Στη στήλη “M.A.A. (Μέση Αρχική Απόδοση)” είναι εμφανή τα σημάδια υποτιμολόγησης η οποία φτάνει μέχρι και το 32,69% (Estee Lauder). Η πλειοψηφία των Δ.Ε. εμφανίζει θετικές αρχικές αποδόσεις, ενώ αρκετά ενδιαφέροντα είναι και τα αποτελέσματα σχετικά με την απόδοσή τους μέχρι τις 8/10/1996. Μόνο 3 εταιρίες επί συνόλου 24 εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις. Οι υπόλοιπες διατηρούν σημαντικές αποδόσεις με εκπληκτικότερη αυτή της εταιρίας ειδών πολυτελείας Gucci (249,43%).

Όταν η χρηματιστηριακή αγορά ανεβαίνει, σύμφωνα με τη θεωρία των Δ.Ε., ο αριθμός των εταιριών που εισάγονται επίσης ανεβαίνει. Όσο ο αριθμός των εισαγομένων αυξάνει, οι αποδόσεις του συνόλου των Δ.Ε. πέφτει. Υπάρχουν όμως και ομάδες εταιριών οι οποίες αποτελούν την εξαίρεση του κανόνα, αφού σχεδόν όλες είναι ήδη καθιερωμένες στους τομείς τους με πολύχρονη και επιτυχημένη παρουσία. Η θετική επομένως απόδοσή τους αρκετούς μήνες μετά τη Δ.Ε. δεν θα πρέπει να αποτελεί έκπληξη.

Ο κανόνας περιλαμβάνει τις “κερδοσκοπικές” νεοσύστατες εταιρίες που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν την ευφορία της αγοράς. Στις Η.Π.Α., τα τελευταία 6 περίπου χρόνια οι χρηματιστηριακές αγορές είναι κυριολεκτικά με το μέρος των “ταύρων”. Αλλεπάλληλα ρεκόρ των δεικτών της αγοράς προσελκύουν εκατοντάδες εταιρίες και δισεκατομμύρια δολάρια από επενδυτές. Τι συμβαίνει όμως όταν η αγορά σημειώσει τη λεγόμενη διόρθωση; Πανικός; Όχι ακριβώς.

Απλά οι εταιρίες που συμβαίνει να εισέρχονται στο Χρηματιστήριο την εποχή εκείνη σημειώνουν σοβαρές απώλειες. Για παράδειγμα, τον Ιούλιο του 1996, και μετά από τα απογοητευτικά αποτελέσματα του 2ου τριμήνου μερικών εταιριών του τομέα τεχνολογίας, η αναμενόμενη από καιρό διόρθωση επήλθε. Το αποτέλεσμα ήταν η πτώση του Dow Jones Industrial Average (DJIA) κατά 8% περίπου, ενώ και οι υπόλοιποι δείκτες ακολούθησαν. Ο δείκτης NASDAQ, που αποτελείται κυρίως από εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, ιατρικού εξοπλισμού, λογισμικού και H/Y, είχε ήδη πάρει την κατιούσα από τον Ιούνιο. Η διόρθωση σε αυτόν ήταν της τάξης του 20%. Οι εταιρίες που εισήχθησαν μερικούς μήνες ή και εβδομάδες πριν την πτώση, αν και θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως οι άτυχες της στιγμής, αποτυπώνουν τη θεωρία στην πράξη με γλαφυρό τρόπο. Οι περισσότερες βέβαια ανέκαμψαν όταν η αγορά πήρε και πάλι την άνω βόλτα.

Κατά το πρώτο 9μηνο του 1996, πραγματοποιήθηκαν Δ.Ε. αξίας 35,1 δισ. δολαρίων, ενώ δεκάδες ακόμη εταιρίες είχαν υποβάλει Δήλωση Εγγραφής και ανέμεναν στην ουρά. Το ξέσπασμα του Σεπτεμβρίου ήρθε να καλύψει τα κενά που δημιουργήθηκαν το δίμηνο Ιουλίου - Αυγούστου, όταν 59 Δ.Ε. αξίας 3,6 δισ. δολαρίων ακυρώθηκαν ή μετατέθηκαν για αργότερα. Το Σεπτέμβριο αναβλήθηκαν μόνο 5 Δ.Ε.. Στη συνέχεια, η αγορά των Δ.Ε. ανέκαμψε, καθώς τα Χρηματιστήρια οδηγήθηκαν και πάλι σε επίπεδα ρεκόρ. Το δίμηνο Ιουλίου - Αυγούστου, μετά τη διόρθωση, από τις 124 Δ.Ε. που ξεκίνησαν διαπραγμάτευση, το 52% πωλήθηκε σε τιμή κάτω από το εύρος που είχε προσδιοριστεί σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο, όπως αναφέρει η εταιρία Securities Data Co., η οποία ασχολείται με τη συλλογή και επεξεργασία στοιχείων Δ.Ε.. Το Σεπτέμβριο, τέλος μόνο το 22% πωλήθηκε χαμηλότερα του αρχικού εύρους τιμολόγησης.

Μετά τα παραπάνω παραδείγματα και στοιχεία, είναι εμφανές ότι η άποψη περί “Hot Issues Markets” ισχύει παραστατικά, ενώ η προσπάθεια για επιλογή της καταλληλότερης στιγμής για Δ.Ε. φαίνεται να αποδίδει καρπούς για τις υπό εισαγωγή επιχειρήσεις. Αν η αγορά βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, τότε τα έσοδα από τη Δ.Ε. θα είναι πιθανότατα ικανοποιητικά. Αν η αγορά παρουσιάσει διόρθωση, τότε η ενδεδειγμένη λύση είναι η μετάθεση της έκδοσης. Το χειρότερο σενάριο βέβαια προκύπτει όταν η διαπραγμάτευση ξεκινήσει τις ημέρες της διόρθωσης. Στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχουν και πολλά περιθώρια επιλογών.

Αν όμως οι επιχειρήσεις μπορούν και επιλέγουν με επιτυχία τη χρονική στιγμή της Δ.Ε., αυτό δεν ισχύει για τους επενδυτές των Δ.Ε., και ιδιαίτερα αυτούς που αγοράζουν τις μετοχές στην αγορά μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης. Αυτοί γνωρίζουν σημαντικότερες απώλειες σε βραχυχρόνιο ορίζοντα. Μακροχρόνια, οι απώλειες μπορεί να είναι είτε μεγαλύτερες ή κατά μέσο όρο της τάξεως του -30%.

[Τέλος Αναδημοσίευσης]

ⁱ Ο όρος μακροχρόνια στην παρούσα μελέτη υπονοεί χρονική διάρκεια 36 μηνών από την ημέρα έναρξης διαπραγμάτευσης της μετοχής μετά τη Δ.Ε. στο Χρηματιστήριο.

ⁱⁱ Η απόδοση αυτή υπολογίζεται από την τιμή κατά το κλείσιμο της πρώτης συνεδρίασης στο Χρηματιστήριο μέχρι και τα 3χρόνα «γενέθλια» της μετοχής.

ⁱⁱⁱ LBO είναι η εξαγορά μιας επιχείρησης χρησιμοποιώντας ξένα κεφάλαια (δανεισμό). Συνήθως, τα ενεργητικά στοιχεία της εταιρίας “στόχου” χρησιμοποιούνται ως εγγύηση για τα δάνεια που αναλαμβάνει η εταιρία “αγοραστής”, και επίσης αποπληρώνουν τις δόσεις των δανείων. Η διοίκηση μιας εταιρίας μπορεί να χρησιμοποιήσει την τεχνική αυτή για να κερδίσει τον έλεγχο μιας εταιρίας και ταυτόχρονα για να τη μετατρέψει από εισηγμένη στο χρηματιστήριο (Publicly Traded) σε ιδιωτικά ελεγχόμενη (Privately Held). Όταν η εταιρία έχει μετατραπεί σε ιδιωτικά ελεγχόμενη πραγματοποιεί Δ.Ε. και εισάγεται εκ νέου στο Χρηματιστήριο. Η τεχνική αυτή καλείται αντίστροφο LBO (Reverse LBO).

^{iv} Βλέπε Aggarwal και Rivoli, 1993, Fads in the Initial Public Offering Market, Financial Management 19, 45-57.