



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΔΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΚΛΑΔΟ ΚΑΙ
Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

του

ΒΑΛΙΑΝΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΥ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού
διπλώματος ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
(με εξειδίκευση στη Χρηματοοικονομική)

Φεβρουάριος 2013

Αφιερώσεις

**Στους γονείς μου, που όλα αυτά
τα χρόνια με στηρίζουν και
μου πρόσφεραν τα πάντα
χωρίς να ζητήσουν τίποτα.**

Ευχαριστίες

Στην επιβλέπουσα καθηγήτριά μου κα Κύρτσου Αικατερίνη, αφού χωρίς τη βοήθειά της η συγκεκριμένη εργασία δε θα μπορούσε να γίνει πραγματικότητα.

Στην Ευγενία που με ενέπνευσε να προχωρήσω και στο μικρό μας Θεολόγο που με τα «υποχρεωτικά» ξενύχτια με βοήθησε να ολοκληρώσω την εργασία εγκαίρως.

Περίληψη

Είναι πλέον κοινά αποδεκτό το γεγονός ότι η διάχυση μιας φήμης ή μιας πληροφορίας στην αγορά μπορεί να επηρεάσει ποικιλοτρόπως τόσο τους επενδυτές όσο και τις αγορές. Ιδιαίτερα στη σύγχρονή μας εποχή, όπου τα μέσα μαζικής ενημέρωσης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της κοινής γνώμης, η παραπάνω διαπίστωση φαίνεται να ευσταθεί ακόμα περισσότερο. Ακόμα, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αποτελούν όλο και πιο συχνά στρατηγική επιλογή των επιχειρήσεων, ώστε να απαντήσουν επιτυχημένα στις προκλήσεις της δύσκολης εποχής. Το συγκεκριμένο πόνημα μελετάει την επίδραση στις αποδόσεις και στον όγκο των συναλλαγών τριών τραπεζικών μετοχών, που ενεπλάκησαν σε συγχωνεύσεις / εξαγοράς, είτε αυτές ολοκληρώθηκαν είτε όχι. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι κατά κύριο λόγο οι αποδόσεις ήταν αρνητικές σε αντίθεση με τον όγκο συναλλαγών, ο οποίος εμφανίστηκε ιδιαίτερα ενισχυμένος. Η συγκεκριμένη διαπίστωση μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι μελετάμε μια αναποτελεσματική αγορά, η οποία δεν καταφέρνει να απορροφήσει ομαλά και στιγμιαία τις διαθέσιμες πληροφορίες, ευνοώντας με αυτό τον τρόπο τις υψηλές διακυμάνσεις και την κερδοσκοπία.

Πινάκας Περιεχομένων

Περίληψη.....	iv
Πινάκας Περιεχομένων	v
Κατάλογος Πινάκων.....	vi
Κατάλογος Διαγραμμάτων.....	viii
Εισαγωγή.....	1
Κεφάλαιο 1: Θεωρία φήμης και πληροφορίας	3
1.1 Ιστορικές αναφορές	3
1.2 Χαρακτηριστικά της φήμης και της πληροφορίας	3
1.3 Ο ρόλος της φήμης και της πληροφορίας στην κοινωνία.....	4
1.4 Η διάδοση της φήμης.....	6
1.5 Θεωρητικό υπόβαθρο και ανάλυση άρθρων που καταδεικνύουν τη σχέση μεταξύ πληροφορίας / φήμης και συγχωνεύσεων / εξαγορών.....	7
1.5.1 Μελέτες που αφορούν στις Η.Π.Α. και στον Καναδά	7
1.5.2 Μελέτες που αφορούν στον υπόλοιπο κόσμο.....	17
1.6 Επίλογος κεφαλαίου	29
Κεφάλαιο 2: Εμπειρική Ανάλυση	30
2.1 Εισαγωγή.....	30
2.2 Τα ARCH – GARCH μοντέλα.....	30
2.3 Περιγραφικές Στατιστικές.....	32
2.4 Αποτελέσματα	37
2.5 Οικονομική ερμηνεία των αποτελεσμάτων	56
Επίλογος.....	59
Βιβλιογραφία.....	60

Κατάλογος Πινάκων

1. Διαβάθμιση πληροφοριών φημών για τη συγχώνευση της Alpha Bank – Ιονικής Τράπεζας (επιτυχημένη)	34
2. Διαβάθμιση πληροφοριών φημών για τη συγχώνευση της Alpha Bank – Eurobank (αποτυχημένη)	35
3.. Διαβάθμιση πληροφοριών φημών για τη συγχώνευση της ETE - Alpha Bank (αποτυχημένη)	36
4. Περιγραφικές στατιστικές για τις μετοχές για όλη την περίοδο	40
5. TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Eurobank.	43
6. TGARCH μοντέλο για την Eurobank, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	43
7. TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Εθνική.	44
8. TGARCH μοντέλο για την Εθνική, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	44
9. TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Alpha.	45
10. TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.	45
11. TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.	46
12. TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.	46
13. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Eurobank.	47
14. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Eurobank την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	48
15. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Εθνική.	48
16. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Εθνική την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	49
17. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha.	49
18. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.	50
19. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και	50

πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.	
20. GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.	51
21. GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Eurobank.	52
22. GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Eurobank την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	52
23. GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Εθνική.	53
24. GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Εθνική την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.	53
25. GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha.	54
26. GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.	54
27. GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.	55
28. GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.	55

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1. Τιμή μετοχής Eurobank	37
2. Απόδοση μετοχής Eurobank.	37
3. Τιμή μετοχής ΕΤΕ	38
4. Απόδοση μετοχής Εθνικής.	38
5. Τιμή μετοχής Alpha	39
6. Απόδοση μετοχής Alpha.	39
7. Σύγκριση όγκου συναλλαγών Eurobank συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Alpha.	40
8. Σύγκριση όγκου συναλλαγών ΕΤΕ συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Alpha.	40
9. Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Ιονική.	41
10. Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Eurobank.	41
11. Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την ΕΤΕ.	42

Εισαγωγή

Επιχειρώντας κανείς μια σύντομη αναδρομή στο παρελθόν, θα διαπιστώσει ότι η φήμη και η πληροφορία διαδραμάτιζαν ανέκαθεν σημαντικό ρόλο σε όλες τις κοινωνίες. Δεν είναι τυχαίες οι αθρόες αναφορές σε κείμενα φιλοσοφικού, λογοτεχνικού ακόμα και θρησκευτικού περιεχομένου, όπου λάμβαναν ποικίλες μορφές. Τις τελευταίες δεκαετίες ενισχύεται διαρκώς η δυναμική που ασκούν τα δύο αυτά στοιχεία, στο σύνολο σχεδόν των δραστηριοτήτων και των εκφάνσεων της ζωής μας. Η φήμη είναι κάτι που διαδίδεται μεταξύ των ανθρώπων και η ειδοποιός διαφορά με την πληροφορία εντοπίζεται στο γεγονός ότι η πρώτη είναι συνήθως ανεπιβεβαίωτη. Επίσης, πολύ συχνά είναι δυσκολότερο να εντοπιστεί η πηγή της, ενώ με την πληροφορία τα πράγματα είναι πιο συγκεκριμένα. Η αληθινή πληροφορία οδηγεί στη γνώση, κυρίως μέσω της μνήμης, ενώ η ψευδής σε παραπλάνηση. Τα κανάλια διάδοσης μπορεί να είναι είτε επίσημα είτε ανεπίσημα, το καθένα με τη δικιά του βαρύτητα. Στους τρόπους μετάδοσης θα πρέπει να περιλάβουμε και το ραγδαία εξελισσόμενο διαδίκτυο, συνυπολογίζοντας την ευκολία και την ταχύτητα πρόσβασης που το διακρίνει.

Όπως ήταν αναμενόμενο, η οικονομία δε θα μπορούσε να μείνει ανεπηρέαστη. Σημαντικό μέρος των εξελίξεων καθορίζεται από τις φήμες και τις πληροφορίες που υφίστανται σε δεδομένη χρονική στιγμή στην αγορά. Δεν θα ήταν υπερβολή να ισχυριστεί κανείς ότι η κατάληξη ακόμα και συμφωνιών μεγάλης χρηματικής αξίας και σημασίας καθορίζονται από την ύπαρξη ενός θετικού ή αρνητικού νέου. Η «άνθιση» των μέσων μαζικής ενημέρωσης έχει ευνοήσει την απρόσκοπτη διάδοση τους. Όλο και πιο συχνά παρατηρείται το φαινόμενο, κυρίως σε αναπτυσσόμενες αγορές, μια είδηση να προκαλέσει πανικό στους επενδυτές ή απλά να επηρεάσει την τελική τους επιλογή. Το γεγονός αυτό αποτελεί σαφή ένδειξη μη αποτελεσματικής αγοράς. Σε μια τέτοια, υπάρχει φραγμός στην απρόσκοπτη διάδοση των πληροφοριών και η αποτύπωση τους στις τιμές των μετοχών γίνεται με χρονική υστέρηση. Αντίθετα, θα έπρεπε οι επενδυτές να λειτουργούν ανεξάρτητα, χωρίς αλληλοεπιδράσεις και όλοι να έχουν την ίδια πρόσβαση σε κάθε νέο που διαχέεται στην αγορά.

Ένα σημαντικό κομμάτι της σύγχρονης επιχειρηματικής πραγματικότητας αποτελούν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Πολύ συχνά οι Διοικήσεις των επιχειρήσεων επιλέγουν τις συγκεκριμένες μεθοδεύσεις είτε γιατί θέλουν να επεκταθούν είτε γιατί ψάχνουν τρόπο να αμυνθούν. Οι συγχωνεύσεις συμβαίνουν κατά «κύματα» και σχεδόν πάντα επηρεάζονται από την τρέχουσα οικονομική και κοινωνική συγκυρία. Ο κλάδος που

κατέχει περίοπτη θέση, τόσο σε απόλυτο αριθμό εξαγορών όσο και σε χρηματική αξία των συμφωνιών είναι αναμφισβήτητα ο τραπεζικός. Προς επίρρωση της προηγούμενης διαπίστωσης, αναφέρουμε ότι από το 1980 μέχρι το 2003 ο αριθμός των τραπεζών στις Η.Π.Α. μειώθηκε από 16.000 σε 8.000. Ανάλογη εικόνα παρατηρείται και στον ευρωπαϊκό χώρο, κυρίως μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος. Χωρίς να παραγνωρίζουμε το γεγονός ότι υπάρχει σημαντική απόκλιση σε σχέση με τα δεδομένα των Η.Π.Α. και της υπόλοιπης Ευρώπης, αναφέρουμε ότι και στο ελληνικό τραπεζικό στερέωμα παρατηρήθηκε έντονη δραστηριότητα.

Στη μελέτη μας θα αναλυθούν δύο συγχωνεύσεις και μία εξαγορά, όπου εμπλέκονται τρεις από τις σημαντικότερες ελληνικές τράπεζες. Από αυτές τις περιπτώσεις μόνο μία είχε αίσιο τέλος και θα επιχειρήσουμε να ερμηνεύσουμε τις αποδόσεις και τους όγκους συναλλαγών των μετοχών τους. Σκοπός μας είναι να διερευνήσουμε, αν με τη διοχέτευση μιας φήμης στην αγορά, επηρεάζονται και πώς οι τιμές των εμπλεκόμενων μετοχών. Κάθε μία από τις εξεταζόμενες συμφωνίες παρουσιάζει τα δικά της χαρακτηριστικά και τις δικές της ιδιαιτερότητες. Για τους σκοπούς της μελέτης και για να αποδειχθούν εμπειρικά τα παραπάνω, έγινε χρήση των μοντέλων TGARCH και GARCH.

Το υπόλοιπο της εργασίας είναι δομημένο ως εξής: το Κεφάλαιο 1 περιλαμβάνει μια θεωρητική αναφορά στη φήμη και την πληροφορία αλλά και άρθρα σχετικά με το θέμα, ενώ το Κεφάλαιο 2 παρουσιάζει τα αποτελέσματα των οικονομετρικών τεστ και μοντέλων που εφαρμόστηκαν σε συνδυασμό με την οικονομική τους ερμηνεία.

Κεφάλαιο 1: Θεωρία φήμης και πληροφορίας

1.1 Ιστορικές αναφορές

Η μελέτη της φήμης ξεκίνησε τη δεκαετία του 1940 στις Η.Π.Α. και από τότε μέχρι σήμερα έχουν προκύψει διάφοροι ορισμοί όπως αυτός του Hayakawa (2002) ο οποίος αναφέρει ότι αποτελεί ένα είδος κοινωνικού φαινομένου που εξαπλώνεται σε μεγάλη έκταση σε μικρό χρονικό διάστημα ή του Shibutani (1966) που την περιγράφει σαν μια διαδικασία στην οποία οι άνθρωποι προσπαθούν να καταλήξουν σε μια λογική εξήγηση συνδυάζοντας τις πηγές τους.

Από την αρχαιότητα ακόμα η ανθρωπότητα προσπαθεί να οριοθετήσει και να αντιληφθεί το ρόλο που διαδραματίζει στην κοινωνία η φήμη. Παρατηρώντας κανείς διαχρονικά πονήματα πολλών συγγραφέων θα εντοπίσει πολλές αναφορές σε αυτή. Ο Βιργίλιος τον 1^ο αιώνα π. Χ. την προσωποποιεί μέσω της θεότητας Φάμα, μιας φανταστικής ύπαρξης με αμέτρητα μάτια, αυτιά και στόματα που ενσαρκώνει το ρόλο του ταχυδρόμου αληθινών και ψευδών ειδήσεων. Από αυτό το πλάσμα άντλησε έμπνευση ο Σαίξπηρ και έπλασε το δικό του χαρακτήρα. Ακόμα και θρησκείες κατατάσσουν τη διασπορά ψευδών ειδήσεων ανάμεσα στα αμαρτήματα τα οποία θα πρέπει να αποφεύγει κανείς, ειδάλλως θα τιμωρηθεί. Η φήμη έχει τη δύναμη να διαστρεβλώνει τα γεγονότα, προσδίδοντάς μια τελείως εσφαλμένη εικόνα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το έργο του Βολταίρου “Le Siecle de Louis XIV” (1751), όπου το απλό πέρασμα του ποταμού Ρήνου από το Γαλλικό στρατό παρουσιάζεται σαν κάτι ιδιαίτερος σημαντικό και επίπονο γεγονός.

1.2 Χαρακτηριστικά της φήμης και της πληροφορίας

Οι Allport και Postman (1947, 1965) εγκαθίδρυσαν κάποιες αρχές, οι οποίες βρίσκουν εφαρμογή ακόμα και σήμερα. Σύμφωνα λοιπόν με τους δύο μελετητές ένα θέμα είναι πιο πιθανό να μετατραπεί σε φήμη, αν γίνει αντιληπτό ως κάτι σημαντικό και αμφιλεγόμενο. Ακόμα οι συγγραφείς απέδωσαν στη φήμη ένα χαρακτήρα επηρεασμού, όταν μπορεί να προκαλέσει στα άτομα διάφορα συναισθήματα, αλλά και διδακτικό χαρακτήρα, όταν ικανοποιεί την ανάγκη πληροφόρησης και εξήγησης. Μέσα από ένα πείραμα οι Allport και Postman (1947) εντόπισαν τρεις διαδικασίες για το πώς ένα μήνυμα μπορεί να διαστρεβλωθεί. Συνοπτικά, αυτές είναι το Leveling δηλαδή η γρήγορη μείωση του όγκου των λεπτομερειών του μηνύματος, το sharpening, η συλλογή και συχνά η μεγαλοποίηση των λεπτομερειών και τέλος το assimilation που αποτελεί τη μορφοποίηση

τους, ώστε να ταιριάζουν στα πιστεύω και τις προκαταλήψεις αυτού που μεταφέρει τη φήμη.

Ο Shibutani (1966, 1977) με τη σειρά του διακρίνει τρία πιθανά κανάλια διάδοσης φημών : α) τις επίσημες διόδους, (μέσα μαζικής ενημέρωσης, επίσημες ανακοινώσεις) β) τις βοηθητικές διόδους (διάφορες οργανώσεις και σύνδεσμοι) και γ) τις ανεπίσημες διόδους (από στόμα σε στόμα). Υπό κανονικές συνθήκες η ζήτηση για πληροφορία ισούται με την προσφορά και ο κύριος όγκος της διοδεύεται μέσω επίσημων καναλιών. Σε αντίθεση, σε συνθήκες έκτακτης ανάγκης (πόλεμος, κοινωνική και οικονομική κρίση) η ζήτηση για πληροφόρηση είναι μεγαλύτερη από την προσφορά, τα επίσημα κανάλια πληροφόρησης απαξιώνονται και μοιραία γίνεται χρήση των ανεπίσημων.

1.3 Ο ρόλος της φήμης και της πληροφορίας στην κοινωνία

Ο Morin (1971) αποδεικνύει ότι σχεδόν πάντα υπάρχει μια λογική εξήγηση για το πώς και γιατί γεννιέται μια φήμη. Η φήμη της Ορλεάνης, εν συντομία, αφορούσε σε εξαφάνιση νέων κοριτσιών που οδηγούνταν στην πορνεία από έναν Εβραίο ιδιοκτήτη καταστήματος ρούχων. Σύμφωνα με τον Morin, η καλλιέργεια της εν λόγω ψευτοπληροφορίας, επέτρεψε στην κοινωνία να εκφράσει το φόβο της για τις αλλαγές που συντελούνταν στην κουλτούρα των ανθρώπων στα τέλη της δεκαετίας του 1960. Η εξήγηση ήταν απλή και είχε να κάνει κατά πρώτον με το φόβο των γονέων της εποχής για την εμφάνιση της μίνι φούστας, που θα οδηγούσε τα κορίτσια τους στην πορνεία και κατά δεύτερον με το φόβο για το διαφαινόμενο εκμοντερνισμό και την ανωνυμία που θα επέφερε την απώλεια του ελέγχου της πόλης. Έδειξε λοιπόν ο Morin (1971), ότι η φήμη εμπεριέχει ένα κρυμμένο μήνυμα, το οποίο θα πρέπει να εντοπίζεται αν θέλει κάποιος να την αναλύσει. Επιπροσθέτως, διαπίστωσε ότι η αντιμετώπιση μιας φήμης είναι πιο αποτελεσματική, παράγοντας μια αντιφήμη, παρά αρνούμενος την ήδη υπάρχουσα. Είναι χαρακτηριστικό ότι η φήμη της Ορλεάνης έπαψε να υφίσταται, όχι από τις κατηγορηματικές αρνήσεις των Αρχών και της αστυνομίας αλλά από την αντιφήμη που έλεγε ότι οι δημιουργοί της είναι αντισημιτιστές και φασίστες.

Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι το επίπεδο της κοινωνικής ομάδας ή το μέγεθος του εμπλεκόμενου πληθυσμού δεν αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα στη διασπορά φημών, η οποία μπορεί εύκολα να επηρεάσει την κοινωνία και να σπείρει τον πανικό. Εύλογο λοιπόν θα ήταν το ερώτημα πως διαχέεται μια φήμη ή μια πληροφορία μέσα στον κοινωνικό ιστό. Μέσα από μελέτες που διεξήχθησαν στο παρελθόν διαπιστώνει κανείς ότι είναι αρκετοί οι

παράγοντες που συντελούν στη διάδοση μιας πληροφορίας. Η πληροφορία μπορεί να γίνει ευρύτερα γνωστή με δύο κυρίως τρόπους, α) να την αναζητήσει κάποιος που τη χρειάζεται, καταλήγοντας στην πηγή που τελικά θα του την παράσχει, β) να τη λάβει χωρίς να προϋπάρξει σχετική έρευνα ή διάθεση απόκτησής της (Lin, 1999). Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει και το τυχαίο γεγονός, όπως για παράδειγμα όταν κάποιος καλεσμένος σε ένα δείπνο ακούει για μια θέση εργασίας που τον ενδιαφέρει. Σημαντικό ρόλο επίσης στη μετάδοση της πληροφορίας διαδραματίζουν οι διάφορες κοινωνικές δομές και η θέση που κατέχει ο καθένας μέσα σε αυτές. Σύμφωνα με τον Greenberg (1964), άτομα που κατείχαν μια κεντρική θέση σε μια τέτοια κοινωνική ομάδα, είναι πιθανότερο να πληροφορηθήκαν πρώτοι τη δολοφονία του Κένεντι, σε σχέση με άλλα άτομα που δεν είχαν τέτοιο προνόμιο.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα για τη σχέση που υπάρχει μεταξύ κοινωνίας και ροής πληροφοριών αποτελεί η φήμη περί πτώχευσης μεγάλης αλυσίδας ζαχαροπλασטיών στο Hong Kong, (Lai and Wong, 2002). Η αρχική ιδιοκτήτρια εταιρία των καταστημάτων όντως κήρυξε πτώχευση αλλά πριν συμβεί αυτό είχε προλάβει να πουλήσει την αλυσίδα σε μια άλλη ανεξάρτητη εταιρία. Η φήμη περί κλεισίματος των καταστημάτων ξεκίνησε από ανθρώπους που δούλευαν σε αυτά. Σε μερικές ώρες, χιλιάδες πελάτες συνωστίζονταν στα ζαχαροπλαστεία για να ανταλλάξουν τα κουπόνια που κατείχαν με γλυκά. Η εξάπλωση της φήμης ήταν πολύ μεγάλη, δεδομένου ότι στο Hong Kong η χρήση αυτών των κουπονιών για αγορά γλυκών για προσωπική χρήση ή για δώρο είναι ιδιαίτερος διαδεδομένη. Παρά τις ανακοινώσεις της νέας ιδιοκτήτριας εταιρίας, οι πελάτες επί ημέρες προσέρχονταν στα καταστήματα για να ανταλλάξουν τα κουπόνια τους με ότι γλυκά είχαν απομείνει διαθέσιμα.

Τα κυριότερα στοιχεία που προκύπτουν από το παραπάνω παράδειγμα είναι τα εξής : α) αν η φήμη περί κλεισίματος των καταστημάτων ήταν αληθής θα προκαλούσε χρηματικές απώλειες στους πελάτες. Επομένως, όσο συντομότερα κάποιος καταστεί κοινωνός μιας πληροφορίας τόσο πιθανότερο είναι να αποφύγει την οικονομική ζημιά. β) ενώ η πληροφορία είχε πρακτική αξία, τη στιγμή της μετάδοσης δεν υπήρχε κάποιο γεγονός να την υποστηρίξει. Άρα η αξιοπιστία της πληροφορίας είναι σημαντική από τη στιγμή που πρόκειται να στοιχίσει χρόνο και χρήμα σε κάποιους ανθρώπους. γ) σημαντικό σημείο είναι το κανάλι μέσω του οποίου μεταδόθηκε η φήμη. Οι περισσότεροι έλαβαν γνώση μέσω των διαπροσωπικών τους σχέσεων, πολύ πριν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης το κοινοποιήσουν. δ) οι καταναλωτές δεν επεδίωξαν ενεργά να λάβουν την πληροφόρηση και μάλλον ήταν τυχεροί που έλαβε χώρα κάτι τέτοιο. Είναι προφανές ότι αν ήθελαν να

λάβουν καλύτερη πληροφόρηση θα έπρεπε να την αναζητήσουν πέρα από τα συνηθισμένα και καθιερωμένα κανάλια πληροφόρησης.

1.4 Η διάδοση της φήμης

Ένα ακόμα ενδιαφέρον ερώτημα είναι ποια φήμη θα αναμεταδώσουν τα άτομα. Μέσα από σχετικές μελέτες (Rosnow et all, 1986) διαφαίνεται ότι οι άνθρωποι είναι πιθανότερο να αναπαράγουν μια φήμη που πιστεύουν ότι είναι αληθής από μια άλλη που τη θεωρούν ψευδή. Επίσης, τα άτομα όταν μεταφέρουν μια φήμη που και για τους ίδιους είναι ενοχλητική, το κάνουν συνήθως για να μοιραστούν τις ανησυχίες και τη δυσαρέσκειά τους. Αν αποδειχθεί ψευδής, τότε το αποτέλεσμα θα είναι οι κοινωνοί αυτής να αναστατωθούν χωρίς λόγο. Από την άλλη, αν κάποιος μεταδίδει μια φήμη που τους φαίνεται ευνοϊκή, ενδεχομένως να το κάνουν για να επιβεβαιώσουν τη δικιά τους αίσθηση για ένα επερχόμενο ευχάριστο γεγονός. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει επιβεβαίωση, τότε το αποτέλεσμα θα είναι τα άτομα να βιώσουν μια απογοήτευση για τις φρούδες ελπίδες και τις αβάσιμες προσδοκίες που συντηρούσαν. Από τα παραπάνω συνάγεται ότι το συμπέρασμα των Rosnow et all (1986) είναι βάσιμο. Σε αυτή την περίπτωση όμως, πως γεννιούνται και μεταδίδονται φήμες που είναι αβάσιμες και υπερβολικές; Η απάντηση εντοπίζεται στο γεγονός ότι κάθε άνθρωπος έχει τα κριτήριά του, αντιλαμβάνεται διαφορετικά τα γεγονότα και έχει βιώσει διαφορετικές εμπειρίες.

Τη διάδοση των φημών μπορούν ακόμα να την επηρεάσουν και άλλοι κοινωνικοί και συμπεριφορικοί παράγοντες. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου οι άνθρωποι αναπαράγουν μια φήμη απλά και μόνο για προσωπική τους προβολή, για να αποδείξουν στο περιβάλλον τους ότι γνωρίζουν κάτι παραπάνω. Άλλες φορές το χρησιμοποιούν ως μέσω άμυνας, προσπαθώντας με αυτό τον τρόπο να μειώσουν την αβεβαιότητα σχετικά με το αντικείμενο της φήμης.

Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζουν έρευνες που προσπάθησαν να συσχετίσουν το φύλο με τη διάδοση των φημών. Οι Smimanoff και Jenkins (1992) αναφέρουν ότι οι γυναίκες αντιδρούν διαφορετικά και ανταποκρίνονται καλύτερα στις συναισθηματικές και κοινωνικές ανάγκες των μελών μιας ομάδας. Σύμφωνα με τους Maccoby και Jacklin (1974), οι γυναίκες επιδεικνύουν εντονότερο ενδιαφέρον για τα κοινωνικά ερεθίσματα και είναι πιο ικανές στην ανάπτυξη διαπροσωπικών σχέσεων. Αν λοιπόν οι γυναίκες «επενδύουν» περισσότερα στις σχέσεις μεταξύ των ανθρώπων και στο κοινωνικό σύνολο, τότε πιθανώς να αποτελούν «καλύτερο αγωγό» φημών από ότι οι άνδρες.

1.5 Θεωρητικό υπόβαθρο και ανάλυση άρθρων που καταδεικνύουν τη σχέση μεταξύ πληροφορίας / φήμης και συγχωνεύσεων / εξαγορών.

1.5.1 Μελέτες που αφορούν στις Η.Π.Α. και στον Καναδά

Ο Dodd (1980) στο άρθρο του προσπαθεί να εντοπίσει τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζεται ο πλούτος των επενδυτών από μία ενδεχόμενη πρόταση συγχώνευσης ή εξαγοράς, είτε τελικά αυτή υλοποιείται, είτε όχι. Για να πετύχει το στόχο του δημιουργεί ένα δείγμα, το οποίο αποτελείται από 151 προτάσεις συγχώνευσης εταιριών ενταγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Από τις προαναφερθείσες περιπτώσεις οι 71 ολοκληρώθηκαν, ενώ 80 ακυρώθηκαν παρά την αρχική ανακοίνωση. Τα αποτελέσματα των ερευνών του μπορούν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

- ❖ Οι μέτοχοι των εταιριών-στόχων (ανεξάρτητα αν ολοκληρώθηκε ή όχι η συμφωνία) κέρδισαν υψηλές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης της πρότασης.
- ❖ Η έγκριση της συγχώνευσης από τους μετόχους έχει μικρή επίδραση στην αξία των μετοχών, είτε εξετάζεται η μετοχή της προτείνουσας εταιρίας είτε της μετοχής-στόχου.
- ❖ Την ημέρα ανακοίνωσης του τερματισμού των συνομιλιών και της απόφασης μη ολοκλήρωσης της συμφωνίας, η τιμή της μετοχής-στόχου καταγράφει αρνητικές αποδόσεις, σε αντίθεση με την τιμή της «επιτιθέμενης» που εμφανίζει ελαφρώς ανοδικές τάσεις.

Ανάλογη συμπεριφορά παρατηρείται όταν το Διοικητικό Συμβούλιο μίας εκ των δύο εμπλεκόμενων εταιριών ασκεί «βέτο» και ακυρώνει τη διαδικασία. Όμως όταν η θετική αντίδραση της αγοράς, για την αρχική ανακοίνωση της συγχώνευσης, έχει ενσωματωθεί στην τιμή, τότε η τιμή της εταιρίας-στόχου συνεχίζει να ενισχύεται. Σχετικά με τους μετόχους της εταιρίας που πραγματοποιεί την προσφορά, παρατηρούνται αρνητικές αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης της πρότασης συγχώνευσης, οι οποίες παραμένουν όσο μεγαλώνει το εξεταζόμενο διάστημα πριν και μετά.

Οι Amoako-Adu και Yagil (1986), σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες, εξετάζουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής μεταξύ τριών κρίσιμων ημερομηνιών για τη συγχώνευση: την ημερομηνία βάσης (ορίζοντας ως ημερομηνία βάσης το χρόνο στον οποίο η πληροφορία σχετικά με τη συγχώνευση αντανακλάται στη χρηματιστηριακή τιμή), την ημερομηνία ανακοίνωσης και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της διαδικασίας. Οι ενέργειες αυτές παράλληλα αποσκοπούν στον εντοπισμό τυχόν αναποτελεσματικότητας της αγοράς που μπορεί να οφείλεται στις συγχωνεύσεις.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 36 εταιρίες που βρίσκονται στον Καναδά, όπου τουλάχιστον η μία είναι εισηγμένη στο Toronto Stock Exchange (TSE). Η μελέτη αφορούσε χρονικό διάστημα 12 μηνών πριν την ανακοίνωση, το μήνα της ανακοίνωσης και τη μετέπειτα περίοδο 11 μηνών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα παρατηρείται ότι η μεγαλύτερη άνοδος συμβαίνει δύο μήνες πριν την ανακοίνωση και έτσι ο συγκεκριμένος μήνας αποτελεί και την ημερομηνία βάσης. Σημειώνεται επίσης σημαντική άνοδος των τιμών κατά τη διάρκεια των δύο μηνών μετά την ανακοίνωση. Σύμφωνα με τους συγγραφείς κάτι τέτοιο δεν είναι απαραίτητα μη συμβατό με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς εξ αιτίας της αβεβαιότητας για το αν η συγχώνευση θα ολοκληρωθεί. Συμπερασματικά, οι συγγραφείς καταλήγουν ότι τα ευρήματα τους είναι σύμφωνα με τη θεωρία ύπαρξης ωφελειών, κυρίως για τη συγχωνεύσιμη εταιρία, και ότι ειδικά για τις συγχωνεύσεις θα έπρεπε ως «κρίσιμη» στιγμή να θεωρείται η στιγμή της ολοκλήρωσης και όχι η στιγμή της ανακοίνωσης.

Μέχρι πριν από μερικές δεκαετίες στις ΗΠΑ υπήρχαν σοβαροί περιορισμοί στις τράπεζες, είτε από Πολιτειακούς Νόμους είτε από εθνικούς, που δεν τις επέτρεπαν να επεκταθούν πέρα από τα γεωγραφικά όρια της Πολιτείας που δραστηριοποιούνταν. Με το πέρασμα του χρόνου οι κανονισμοί τροποποιήθηκαν με αποτέλεσμα να επιτραπεί υπό όρους η παροχή τραπεζικών υπηρεσιών πέρα των στενών ορίων της Πολιτείας. Κάτι τέτοιο οδήγησε τους Cornett και De (1991) να ερευνήσουν τις χρηματιστηριακές αντιδράσεις στις ανακοινώσεις διαπολιτειακών συγχωνεύσεων, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε σύμπλευση με την *Douglas Amendment to the Bank Holding Company Act*, το 1956. Οι συγγραφείς υιοθετούν δύο ειδών υποθέσεις. Η πρώτη περιλαμβάνει τις πηγές των κερδών μίας διαπολιτειακής συγχώνευσης και η δεύτερη τον τρόπο με τον οποίο η είσοδος στην αγορά και οι συνθήκες ανταγωνισμού επηρεάζουν την κατανομή των κερδών, αν υπάρχουν, μεταξύ της επιτιθέμενης και της εταιρίας-στόχου.

Το δείγμα περιλαμβάνει 152 συγχωνεύσεις της περιόδου 1982-1986 και από αυτό 37 εταιρίες-στόχοι διαπραγματεύονταν δημόσια τη στιγμή της ανακοίνωσης. Στα αποτελέσματα αναφέρεται ότι την ημέρα της ανακοίνωσης, οι 91 από τις 152 τράπεζες εμφανίζουν θετικές αποδόσεις, σε αντίθεση με μία μέρα πριν την ανακοίνωση όταν και εμφανίζουν αρνητικές. Αντίθετα, οι τράπεζες-στόχοι και τις δύο μέρες παρουσίασαν έντονα θετικές αποδόσεις, σαφώς μεγαλύτερες από αυτές του άλλου εμπλεκόμενου μέρους. Στην μετά την ανακοίνωση εποχή και οι δύο τράπεζες καταγράφουν πτώση στις τιμές των μετοχών τους.

Στη συνέχεια, οι συγγραφείς θέλησαν να ερευνήσουν την επίδραση που ασκεί το γεγονός της ύπαρξης πολλών ενδιαφερομένων για μία τράπεζα. Επειδή όμως από τις 152 περιπτώσεις μόνο οι τρεις είχαν κοινούς «μνηστήρες», στράφηκαν σε εκείνες τις περιπτώσεις όπου η Πολιτεία της τράπεζας-στόχου επιτρέπει την είσοδο τράπεζας από όλη την επικράτεια σε αντιδιαστολή με τις περιπτώσεις όπου επιτρέπεται μόνο από συγκεκριμένες περιοχές. Τα αποτελέσματα δεν επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι η εφαρμογή της πρώτης περίπτωσης μειώνει το premium των «επιτιθέμενων» αυξάνοντας τον ανταγωνισμό για την εταιρία-στόχο. Δεν συνάδουν επίσης με την παρατήρηση των James και Wier (1983) ότι τα κέρδη των «επιτιθέμενων» είναι αρνητικά συσχετιζόμενα με το συνολικό αριθμό των ενδιαφερόμενων. Τέλος, τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι μία τράπεζα δεν καταγράφει μεγαλύτερες αποδόσεις αν αποκτήσει μία «υγιής» τράπεζα από μία που καταρρέει.

Οι Keown et al. (1992) εξετάζουν τον όγκο συναλλαγών που πραγματοποιείται με την ανακοίνωση μιας συγχώνευσης και παρατηρούν την ταχύτητα και το βαθμό αντίδρασης της αγοράς. Το δείγμα από όπου αντλήθηκαν στοιχεία είναι από μετοχές του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης αλλά και εκτός οργανωμένης αγοράς μετοχών. Αυτός ο διαχωρισμός αποσκοπεί κυρίως στο να αντληθούν στοιχεία από την οργανωμένη αγορά και να συγκριθούν με τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, οι οποίες δεν υπόκεινται σε τόσες δεσμεύσεις και περιορισμούς. Αναφέρουν ότι στο 30% περίπου των συγχωνεύσεων παρατηρούνται μεγάλες αποδόσεις πολύ κοντά στην ανακοίνωση της συγχώνευσης και μία από τις αιτίες αυτού του φαινομένου είναι η εσωτερική και προνομιακή πληροφόρηση.

Από τα αποτελέσματα φαίνεται ο μεγαλύτερος όγκος να καταγράφεται τις πέντε τελευταίες ημέρες πριν την ανακοίνωση ή κατά την πρώτη καταγραφή αντίστοιχης φήμης. Είναι όμως μια διαδικασία που ξεκινάει ένα μήνα πριν και είναι συμβατή με τη θεωρία των Copland (1977) και Marse (1980) που υποστηρίζουν ότι η συνεχής ροή πληροφορίας επιφέρει συνεχώς μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών από μία και μοναδική ανακοίνωση συγχώνευσης. Στη μετά ανακοίνωση εποχή παρατήρησαν πάλι υψηλούς όγκους χωρίς όμως μεγάλες μεταβολές στις τιμές, κάτι που αποδόθηκε στην ετερογένεια των εκτιμήσεων των επενδυτών που όμως δεν έχουν περεταίρω πληροφόρηση ή στην ομοιογένεια των εκτιμήσεων αλλά με διαφορετικές προσδοκίες. Συγκρίνοντας τις συναλλαγές της οργανωμένης αγοράς με αυτές εκτός ταμπλό, παρατήρησαν ότι δεν υφίστανται σημαντικές διαφορές στο πως εξελίσσεται ο όγκος πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης που αποδόθηκε στη μη ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης. Είτε όλοι ήταν το ίδιο καλά πληροφορημένοι, είτε η συγχώνευση κρατήθηκε μυστική.

Ο Schwert (1996) εξετάζει το θεωρητικό και εμπειρικό κομμάτι της σχέσης που υπάρχει μεταξύ της συμπεριφοράς της μετοχής πριν και μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης / εξαγοράς με τις διάφορες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στην αγορά. Ορίζει την άνοδο της τιμής πριν και μετά την ανακοίνωση της προσφοράς ως το συνολικό premium που θα κληθεί να πληρώσει η επιχείρηση που ενδιαφέρεται για την εξαγορά.

Το δείγμα περιλαμβάνει 1.523 ολοκληρωμένες ή μη προσφορές από το 1975-1991 εταιριών που διαπραγματεύονται στον NYSE και στον AMEX. Τα αποτελέσματα δείχνουν μια σημαντική αύξηση των τιμών της εταιρίας – στόχου, η οποία ξεκινάει δύο μήνες πριν την ανακοίνωση της προσφοράς και κορυφώνεται 21 ημέρες πριν, ανεξαρτήτως αν τελικά θα ολοκληρωθεί τελικά η συμφωνία. Οι τελικές αποδόσεις αγγίζουν το 25% για επιτυχημένες περιπτώσεις και το 19% για μη επιτυχημένες. Μετά την ανακοίνωση, η πορεία των αποδόσεων για το επόμενο έτος των επιτυχημένων συγχωνεύσεων ακολουθεί μια ομαλή πορεία, ενώ για περιπτώσεις όπου τελικά δεν ολοκληρώνεται η συμφωνία επιστρέφουν στα επίπεδα προ-ανακοίνωσης. Με δεδομένο ότι κανείς δεν γνωρίζει την κατάληξη των συνομιλιών αλλά και τους λόγους που προκάλεσαν την άνοδο των τιμών πριν την ανακοίνωση, η παραπάνω συμπεριφορά κρίνεται λογική.

Στα συμπεράσματά του ο συγγραφέας θέτει και την παράμετρο της διαπραγμάτευσης μετοχών από άτομα που είχαν εσωτερική πληροφόρηση. Αυτή η πρακτική, όπως υποστηρίζει μπορεί να στοιχίσει μεγάλα ποσά στην εταιρία που κάνει την προσφορά αφού ενδεχομένως να υποθέσει ότι υπάρχει και άλλος ενδιαφερόμενος για την εταιρία – στόχο και να αναγκαστεί να αυξήσει την προσφερόμενη τιμή. Οι διώξεις που ασκούνται από τις Αρχές είναι ετεροχρονισμένες γιατί στηρίζονται στην παρατήρηση τιμών και όγκων συναλλαγών που έχουν ήδη συμβεί.

Οι Jabbour et al. (2000) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της πορείας της τιμής της μετοχής, που προηγείται της ανακοίνωσης της συγχώνευσης και τις επιπτώσεις διαπραγμάτευσης με εσωτερική πληροφόρηση, αναλύοντας τις καθημερινές συναλλαγές, κάνοντας χρήση ενός δείγματος από την αγορά του Καναδά. Οι συγγραφείς διατυπώνουν και ελέγχουν τρεις υποθέσεις: α) οι έχοντες εσωτερικές πληροφορίες μπορούν να τις κάνουν χρήση και να πετύχουν υψηλές αποδόσεις, πριν γίνουν ευρέως γνωστές. Αν οι πληροφορίες είναι θετικές (αρνητικές) θα είναι αγοραστές (πωλητές) β) το inside trading συμβαίνει συνήθως τους δύο μήνες που προηγούνται της ανακοίνωσης (-60 ημέρες, 0). Αν αυτή η τακτική αλλάξει προβλέπουμε σημαντική αύξηση στον όγκο συναλλαγών σε σύγκριση με το συνηθισμένο αρκετούς μήνες πριν (-121 ημέρες, -61 ημέρες) γ) Οι υψηλότερες αποδόσεις αναμένεται να συμβούν στην ημερομηνία ανακοίνωσης επειδή οι

επενδυτές θα πληροφορηθούν για τις διενεργούμενες συναλλαγές από τους insiders και θα σπεύσουν να κάνουν το ίδιο.

Ελέγχοντας τις υποθέσεις, σημειώνουν σχετικά με την πρώτη ότι πράγματι οι insiders¹ αγοράζουν (πωλούν) όταν τα νέα είναι καλά (άσχημα) και πετυχαίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις οι αγοραστές από ότι οι πωλητές. Επίσης, οι insiders αγοράζουν μετοχές και τις διακρατούν μέχρι μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Την ίδια στιγμή οι πωλητές επωφελούνται από την άνοδο της τιμής, πουλώντας τις μετοχές πριν την ανακοίνωση καταγράφοντας άμεσα κέρδη. Σχετικά με τη δεύτερη υπόθεση, όντως εντόπισαν μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών από τους insiders τη δίμηνη περίοδο σε σχέση με την τετράμηνη πριν την ανακοίνωση. Ακόμα όπως αναμενόταν, οι insiders επηρεάζουν αισθητά τις αποδόσεις των μετοχών την ημέρα που πραγματοποιούν συναλλαγές. Πιο συγκεκριμένα, οι αποδόσεις εκείνες τις ημέρες είναι σχεδόν διπλάσιες από τις ημέρες που δεν εμπλέκονται στις αγοραπωλησίες. Επομένως, εύκολα συνάγεται από τα παραπάνω ότι υφίσταται άμεση σχέση μεταξύ inside trading και απόδοσης μιας μετοχής στο διάστημα που προηγείται της ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Οι Branch et al. (2001) εξετάζουν κατά πόσο συνδέεται η ανακοίνωση ή η πληροφορία μιας συγχώνευσης με την εμφάνιση του φαινομένου της Δευτέρας. Ελέγχουν τις εξής υποθέσεις: α) η πιθανότερη ημέρα ανακοίνωσης μιας συγχώνευσης είναι η Δευτέρα, β) η επιλογή αυτής της ημέρας επηρεάζει την αγορά και γ) ασχέτως αν η επίδραση είναι θετική ή αρνητική, αναμένεται η μεταβλητότητα της αγοράς να είναι μεγαλύτερη τη Δευτέρα σαν αποτέλεσμα της συγκέντρωσης των ανακοινώσεων για συγχωνεύσεις. Πράγματι, σύμφωνα με στοιχεία που άντλησαν από τη Securities Data Corporation (SDC) για τα έτη από 1980–1998, το 22% των ανακοινώσεων έγινε Δευτέρα, που αντιστοιχεί περίπου στο 29% του συνολικού ποσού των συγχωνεύσεων σε όρους δολαρίου. Κάνοντας χρήση δεδομένων από τον S&P 500 (αλλά και από τον NYSE) δεν προκύπτει η ημέρα ανακοίνωσης (Δευτέρα) ή η διαρροή πληροφορίας να είναι ικανά να επιφέρουν αλλαγές σε στοιχεία της αγοράς όπως τα επιτόκια και οι τιμές των ομολόγων. Αντιθέτως, αποδείχθηκε δια μέσω των πειραμάτων, ότι η πληροφορία συγχώνευσης τη Δευτέρα επηρεάζει σημαντικά τη μεταβλητότητα της αγοράς. Καταλήγοντας, συμπεραίνουν ότι αν μια πληροφορία την t ημέρα αναφέρει ότι η αγορά μελλοντικά θα

¹ Σύμφωνα με την U.S. Securities and Exchange Commission, insider «είναι ο επενδυτής που κατέχει προνομιακή και εμπιστευτική πληροφόρηση για σημαντικά γεγονότα και κάνει χρήση αυτής της πληροφόρησης είτε για να αποκομίσει κέρδη είτε για να μην καταγράψει ζημίες».

κινηθεί ανοδικά, τότε είναι πολύ πιθανό η αγορά να αντιδράσει θετικά την ίδια t ημέρα. Το αντίθετο ισχύει αν η πληροφορία αναφέρει αρνητική εξέλιξη.

Παρά το γεγονός ότι υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα στην επένδυση παραγώγων, λίγοι είναι οι μελετητές που ασχολήθηκαν με το συγκεκριμένο αντικείμενο. Αυτό ώθησε τους Frey et al. (2001) να εξετάσουν την επενδυτική συμπεριφορά ενημερωμένων επενδυτών στην αγορά δικαιωμάτων και μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, ανέλυσαν τον όγκο που πραγματοποιήθηκε σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης καθώς και εκείνων που δεν ρευστοποιήθηκαν σε ένα δείγμα 33 εταιριών που ανακοίνωσαν συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτικών στρατηγικών εντοπίζεται, αλλά κάθε φορά είναι δύσκολο να ορίσουμε ποια ακριβώς χρησιμοποιείται. Είναι βέβαιο, ότι όποια και αν είναι θα επηρεάσει τον όγκο των συμβολαίων που διαπραγματεύονται.

Αναλύοντας τα αποτελέσματα, οι μελετητές αναφέρουν σχετικά με τα δικαιώματα αγοράς ότι ο όγκος τους αυξάνεται την προ-φήμης περίοδο αφού οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη την πιθανότητα συγχώνευσης – εξαγοράς. Ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται όσο πλησιάζουμε χρονικά πιο κοντά στη φήμη. Σχετικά με τα συμβόλαια αγοράς που δεν ρευστοποιούνται, εμφανίζονται περίπου τα ίδια αποτελέσματα. Η σημαντική αυτή αύξηση υποδηλώνει ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές δείχνουν διάθεση να κρατήσουν τη θέση τους στις εταιρίες – στόχους ή και να την επαυξήσουν αντιτιθέμενοι στο κύμα ρευστοποιήσεων. Τα συμβόλαια πώλησης και αυτά εμφανίζουν αύξηση στον όγκο τους, αλλά μικρότερη από αυτά της αγοράς. Συγκρίνοντας τον όγκο συναλλαγών στις αγορές παραγώγων και χρηματιστηρίου φαίνεται να επιβεβαιώνεται η υπόθεση ότι η πρώτη αποτελεί οδηγό για τη δεύτερη για τον καθορισμό τιμών των μετοχών. Αμφότερες οι αγορές παρουσιάζουν αύξηση στον όγκο συναλλαγών πριν τη φήμη κάτι που επιβεβαιώνεται και από άλλες μελέτες. Τέλος, εξετάζεται η συμπεριφορά του όγκου στα συμβόλαια μετά τη φήμη. Οι συγγραφείς αναμένουν να συνεχίσει ο όγκος σε υψηλά επίπεδα κυρίως λόγω του αυξημένου ενδιαφέροντος των επενδυτών αλλά και των arbitrageurs,² οι οποίοι θα επενδύσουν στην επιτυχία του εγχειρήματος. Τόσο για τα συμβόλαια αγοράς όσο και πώλησης η υπόθεση των μελετητών επιβεβαιώνεται αφού ο όγκος παραμένει υψηλός.

² Ο τύπος του επενδυτή που επιδιώκει να καταγράψει κέρδη εκμεταλλευόμενος τη διαφορά τιμής ενός επενδυτικού προϊόντος που διαπραγματεύεται σε δύο αγορές, μέσω ταυτόχρονης αγοράς και πώλησής του, χωρίς κίνδυνο. (Πηγή www.investopedia.com)

Οι Berger και Murtagh (2002) παρατηρούν τις αντιδράσεις της Καναδέζικης αγοράς στις ανακοινώσεις πρόθεσης συγχωνεύσεων των μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας και πώς μεταβλήθηκε στη συνέχεια, όταν είχε απαγορευτεί από την Πολιτεία η οποιαδήποτε συγχώνευση. Παρατηρώντας τις αποδόσεις των τραπεζών Royal Bank of Canada και Bank of Montreal διαπιστώνουν ότι στο διάστημα των τριών ημερών (t-1, t+1) γύρω από την ανακοίνωση της συγχώνευσης, οι αποδόσεις είναι και για τις δύο έντονα θετικές, ενώ στο διάστημα 11 ημερών (t-5, t+5) η επιτιθέμενη τράπεζα Royal Bank of Canada καταγράφει απώλειες, ενώ η Bank of Montreal κέρδη. Παρόμοια συμπεριφορά στα ίδια χρονικά διαστήματα παρατηρήθηκε και για τις μη συμμετέχουσες τράπεζες. Στο επόμενο ζευγάρι τραπεζών (Toronto Dominion Bank – TDB Canadian Imperia Bank of Commerce - CIBC) παρατηρήθηκαν και στα δύο διαστήματα μόνο αρνητικές αποδόσεις, κάτι που συνέβη και για τις μη εμπλεκόμενες. Τα δυσάρεστα νέα συνεχίστηκαν όταν η Πολιτεία απαγόρευσε τις συγχωνεύσεις, οι μετοχές κατέγραφαν συνεχώς αρνητικά πρόσημα και οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν τις συγκεκριμένες τράπεζες. Η απαγόρευση αυτή τις ανάγκασε να στραφούν σε συγχωνεύσεις / εξαγορές άλλων οργανισμών (εντός και εκτός Καναδά) που παρέχουν οικονομικού τύπου υπηρεσίες όπως διαχείριση περιουσίας, ασφάλειες και λιανική τραπεζική. Οι αποδόσεις πριν και μετά την πληροφορία της συγχώνευσης ποικίλουν ανάλογα με το είδος της δραστηριότητας και με το αν προέρχεται η συγχωνευόμενη από τον Καναδά ή από τρίτη χώρα.

Η εκάστοτε νομοθεσία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις συγχωνεύσεις / εξαγορές. Αυτή η διαπίστωση οδήγησε τους Hagendorgg et al. (2008) να μελετήσουν πώς οι διαφορετικές νομοθεσίες και κανονισμοί μεταξύ κρατών καθορίζουν τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τη δυνητική αξία τραπεζικών συγχωνεύσεων. Σημαντικό ρόλο κατέχει κάθε φορά και ο βαθμός προστασίας των επενδυτών, ο οποίος ποικίλει από αγορά σε αγορά και από χώρα σε χώρα.

Το συνολικό δείγμα αποτελείται από 204 τραπεζικές συγχωνεύσεις στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α. από το 1996 – 2004 που η αξία τους είναι τουλάχιστον 100 εκατομμύρια δολάρια. Το επίπεδο προστασίας των επενδυτών αποτυπώνεται σε δύο δείκτες : ο πρώτος μετράει ουσιαστικά το βαθμό προστασίας των συμφερόντων των μετόχων σε σχέση με αυτόν της Διοίκησης και ο δεύτερος την αποτελεσματικότητα της προστασίας των μετόχων από τους λογιστικούς κανονισμούς.

Από τα αποτελέσματα των πειραμάτων προκύπτει κάτι αναμενόμενο για τους συγγραφείς. Η αγορά εκτιμά θετικά τις Ευρωπαϊκές τράπεζες οι οποίες καταθέτουν προσφορά συγχώνευσης, ενώ κάτι ανάλογο δεν συμβαίνει για αυτές των Η.Π.Α.

Σημαντικό ρόλο στο προαναφερθέν συμπέρασμα διαδραματίζει το κανονιστικό πλαίσιο, κάτι που επιβεβαιώνεται από τα αποτελέσματα, σύμφωνα με τα οποία όσο μικρότερη είναι η προστασία των επενδυτών (όπως μετρήθηκε από τους παραπάνω δείκτες) τόσο μεγαλύτερες αποδόσεις καρπώνονται. Οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερη ανταμοιβή για τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθενται από την περιορισμένη κρατική προστασία, που μπορεί να επιτρέψει τους έχοντες εσωτερική πληροφόρηση να δράσουν κατά των συμφερόντων τους. Εξετάζοντας οι συγγραφείς τις συγχωνεύσεις τραπεζών με επενδυτικές ή ασφαλιστικές εταιρίες σε πρώτη φάση διαπιστώνουν αρνητικές αποδόσεις τόσο στην Ευρώπη όσο και στις Η.Π.Α. (με λίγες εξαιρέσεις στον ευρωπαϊκό χώρο). Όμως όλως παραδόξως οι αρνητικές αποδόσεις σε αυτού του είδους τις συγχωνεύσεις είναι μικρότερες από αυτές που αφορούν αποκλειστικά τράπεζες. Εν συνεχεία, εξετάζονται οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις τραπεζών και το νέο στοιχείο που ενσκήπτει είναι οι διαφορετικοί νόμοι που ισχύουν στις δύο εμπλεκόμενες χώρες. Όπως και προηγουμένως, οι αποδόσεις ήταν θετικές στις περιπτώσεις όπου οι κανονισμοί ήταν πιο χαλαροί και αρνητικές όταν ενέχονταν χώρες με πιο αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο.

Είναι γεγονός ότι ο επιχειρηματικός κόσμος έχει βιώσει σωρεία συγχωνεύσεων / εξαγορών, οι οποίες πραγματοποιούνται κατά «κύματα», αρχής γενομένης από το 1900. Από το 2003 και έπειτα παρατηρείται εκ νέου έντονη δραστηριότητα, η οποία όμως είχε να αντιμετωπίσει την παγκόσμια οικονομική κρίση και η εξέλιξή της είναι αμφίβολη. Οι Martynova et al. (2008) επιχειρούν να απαντήσουν σε μια πληθώρα ερωτήσεων που μοιραία προκύπτουν από την κυκλική δράση των συγχωνεύσεων / εξαγορών.

Από τη μία, η αρχή κάθε «κύματος» συμπίπτει με οικονομικές, πολιτικές και κανονιστικές αλλαγές, οι οποίες λάμβαναν χώρα όταν η οικονομία ανακάμπτει και το χρηματιστήριο ανθεί. Από την άλλη όμως το τέλος τους συνδυάζεται με την κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς. Έναυσμα για ένα «κύμα» μπορεί να αποτελέσει ένα βιομηχανικό ή τεχνολογικό σοκ αλλά και οι προσωπικές φιλοδοξίες των διοικούντων.

Η επιτυχία μιας συγχώνευσης είναι δυνατόν να μετρηθεί με διάφορους τρόπους, με τον υπολογισμό για παράδειγμα του κέρδους των ομολογιούχων, των διοικούντων, των εργαζομένων ή των καταναλωτών. Στην οικονομική θεωρία όμως αυτό που ενδιαφέρει κυρίως είναι τι αποκομίζουν οι μέτοχοι των δύο εμπλεκόμενων εταιριών. Όλες οι προϋπάρχουσες μελέτες που αναφέρονται από τους συγγραφείς διαπιστώνουν ότι σε όλα τα «κύματα» συγχωνεύσεων / εξαγορών διαχρονικά οι αποδόσεις των μετοχών είναι θετικές. Βέβαια διαφέρουν από περίοδο σε περίοδο και αυτό αποδίδεται κυρίως στις αλλαγές στους νόμους αλλά και στην επένδυση με εσωτερική πληροφορία. Διευρύνοντας

οι μελετητές το χρονικό ορίζοντα των αποδόσεων, διαπιστώνεται ότι φθίνουν γεγονός που αποδίδεται είτε σε μειονέκτημα της εν γένει έρευνας αφού υπεισέρχονται και άλλοι παράγοντες, είτε στην αναθεώρηση των προβλέψεων και των εκτιμήσεων των επενδυτών.

Οι Aharon et al. (2010) ερευνούν κατά πόσο οι συγχωνεύσεις / εξαγορές επηρεάζονται από τάσεις στην αγορά κεφαλαίου και πιο συγκεκριμένα από μια μετοχή – «φούσκα». Η εξεταζόμενη περίοδος αφορά τα έτη 1993 – 2005 και μελετήθηκαν 4.166 αμερικάνικες εταιρίες που αποκτήθηκαν από άλλες. Το ίδιο διάστημα έλαβε χώρα το σκάνδαλο με τις εταιρίες τεχνολογίας (dot-com bubble).

Τα αποτελέσματα δείχνουν αύξηση των συγχωνεύσεων κατά τη διάρκεια του φαινομένου, σε όλους τους κλάδους και κυρίως σε αυτούς της υψηλής τεχνολογίας. Όταν η «φούσκα» σκάει οι συγχωνεύσεις μειώνονται, κάτι που συνεχίζεται και στην περίοδο που ακολουθεί, παρά την ανάκαμψη που παρουσιάζουν οι αγορές. Ανάλογη εικόνα εμφανίζεται όταν εξετάζεται η αξία των συγχωνεύσεων διαφόρων δεικτών (όπως P/E, P/B, EV/S) σε όρους δολαρίου. Παραδόξως όμως δεν βρέθηκαν στοιχεία που να υποστηρίζουν την αύξηση των αξιών κατά την περίοδο της «φούσκας» τόσο στις εταιρίες υψηλής όσο και χαμηλής τεχνολογίας. Επίσης, προκύπτει ότι κατά τη διάρκεια τέτοιων έντονων γεγονότων οι εκτιμήσεις των επενδυτών γίνονται με βάση τις μελλοντικές τους προσδοκίες και όχι την τρέχουσα απόδοση της μετοχής. Το αντίθετο ισχύει στην προ και μετά γεγονότος περίοδο. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι επενδυτές φαίνεται να βελτίωσαν τη γνώση τους και να έγιναν πιο προσεκτικοί στις επενδύσεις τους κατά τη διάρκεια της “φούσκας” αλλά και μεταγενέστερα, όταν οι τιμές άρχισαν να βελτιώνονται εκ νέου.

Οι Baker et al. (2012) εντοπίζουν την επίδραση που έχουν οι διάφορες τιμές αναφοράς στη διαδικασία των συγχωνεύσεων / εξαγορών. Υπάρχει σωρεία τέτοιων τιμών (όπως οι υψηλότερες στις 13, 26, 39 εβδομάδες) αλλά οι συγγραφείς επικεντρώνονται σε αυτή των 52 εβδομάδων, για λόγους απλότητας, αλλά και επειδή αποδεικνύεται ότι επηρεάζει ιδιαίτερα την τιμή προσφοράς. Από την πλευρά της εταιρίας – στόχου η τιμή προσφοράς θεωρείται καλή όταν φτάνει ή ξεπερνά την υψηλότερη τιμή των 52 εβδομάδων. Ουσιαστικά αποτελεί μια βάση διαπραγμάτευσης. Όμως η επιχείρηση που αποκτά τον έλεγχο θα πρέπει να εντοπίσει μια δίκαιη τιμή κάνοντας χρήση ως βάση μια τιμή, συνυπολογίζοντας ακόμα και την ψυχολογία της εξαγοραζόμενης εταιρίας.

Το δείγμα που μελετήθηκε αφορά συνολικά σε 7.020 συμφωνίες από το 1984 – 2007. Η μελέτη στηρίζεται σε τέσσερις πυλώνες με τον πρώτο εξ αυτών να αναφέρεται στη σχέση μεταξύ των υψηλότερων παρατηρούμενων τιμών και της προσφερόμενης τιμής. Αυτό που προκύπτει είναι ότι πολύ συχνά οι δύο παραπάνω τιμές είναι παρόμοιες. Στο

δεύτερο μέρος εξετάζεται αν οι υψηλότερες τιμές που παρατηρούνται επηρεάζουν την ολοκλήρωση της συμφωνίας. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι οι πιθανότητες επίτευξης συμφωνίας αυξάνουν όσο η τιμή προσφοράς αγγίζει το όριο της υψηλότερης τιμής των 52 εβδομάδων. Εν συνεχεία, ερευνάται πως αντιδρά ο μέτοχος της πλειοδοτούσας, στην πρόθεση της εταιρίας του να προσφέρει κάποιου είδους πριμ στην εταιρία – στόχο. Όπως είναι φυσικό οι μέτοχοι αντιδρούν όλο και πιο αρνητικά όσο υψηλότερο γίνεται το πριμ και μάλιστα θεωρούν ότι όσο πιο κοντά είναι στην υψηλότερη τιμή των 52 εβδομάδων τόσο λιγότερο συμφέρουσα καθίσταται η συμφωνία. Ο τέταρτος παράγοντας που εξετάζεται είναι τα «κύματα» εξαγορών τα οποία συμπίπτουν με τις υψηλότερες χρηματιστηριακές εκτιμήσεις, όταν οι εταιρίες – στόχοι διαπραγματεύονται στις υψηλότερες τιμές τους. Γίνεται κατανοητό ότι τέτοιες τιμές μπορούν να ικανοποιήσουν το μέτοχο της πλειοδοτούσας (αφού θεωρεί δικαιολογημένη την προσφορά) αλλά και τον έτερο εμπλεκόμενο (αφού θα θεωρεί ικανοποιητική την τιμή) με αποτέλεσμα την επίτευξη συμφωνίας. Συμπερασματικά λοιπόν οι τιμές αναφοράς επηρεάζουν ποικιλοτρόπως μια απόφαση για ενδεχόμενη συγχώνευση / εξαγορά.

Έχει γίνει ευρέως αποδεκτό ότι η πληροφορία διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στις αγορές χρήματος. Στο άρθρο τους οι Vlastakis και Markellos (2012) ερευνούν τη σχέση μεταξύ απαιτούμενης πληροφορίας και μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές. Για να μετρήσουν τη ζήτηση για πληροφορία χρησιμοποιούν την υπηρεσία Google trends, καταγράφοντας τη ροή των πληροφοριών.

Για το σκοπό της μελέτης τους οι συγγραφείς χρησιμοποιούν τις 30 μεγαλύτερες μετοχές που διαπραγματεύονται στους δείκτες NYSE και NASDAQ και πιο συγκεκριμένα τις τιμές κλεισίματος στο τέλος της εβδομάδας, τον εβδομαδιαίο όγκο συναλλαγών σε συνδυασμό με τιμές αναφοράς από τους δείκτες S&P 500 και VIX.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους η προσπάθεια ανεύρεσης πληροφορίας σχετική με μετοχές φαίνεται να εναλλάσσεται μεταξύ ντετερμινισμού και στοχαστικότητας. Δεύτερον, η διάθεση απόκτησης πληροφορίας από την αγορά εμφανίζει θετική σχέση με την παρελθούσα μεταβλητότητα και τους όγκους των συναλλαγών. Επιπλέον, καταλήγουν ότι η επίδραση της ζήτησης πληροφορίας στην αγορά ενδυναμώνεται όταν αυτή παρουσιάζει υψηλές αποδόσεις. Τέλος, η εργασία τους αποδεικνύει ότι οι επενδυτές που θέλουν να αποφύγουν τον κίνδυνο, είναι διατεθειμένοι να αναζητήσουν το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες, ώστε να διασφαλίσουν την επένδυσή τους.

1.5.2 Μελέτες που αφορούν στον υπόλοιπο κόσμο.

Στην έρευνα του ο Watson (1988) αναφέρεται στο μέγεθος που μπορεί να έχει μία φήμη. Την οριοθετεί ως τον αριθμό των ατόμων σε ένα πληθυσμό που την έχει ακούσει. Η εξάπλωση της μπορεί σε αρκετά σημεία να συγκριθεί με αυτήν που χαρακτηρίζει την εξάπλωση μίας μολυσματικής ασθένειας. Αυτός άλλωστε αποτελεί και το κύριο λόγο για τον οποίο μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν για επιδημίες βρήκαν εφαρμογή στη μελέτη διάδοσης των φημών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν και βασικές διαφορές στη διαδικασία, όπως για παράδειγμα ο τρόπος με τον οποίο η επιδημία σταματάει να επεκτείνεται και τελικά παύει να υφίσταται.

Ο συγγραφέας αναφέρεται επίσης στο μοντέλο των Daley και Kendall (1965) το οποίο υποθέτει ότι το άτομο διαδίδει μία φήμη μέχρι να συναντήσει κάποιο άλλο που την έχει ακούσει με συνέπεια ή και τα δύο σταματούν τη διάδοση ή μόνο το ένα. Αυτή η υπόθεση εξαλείφει και την ανάγκη για ένα ξεχωριστό δείκτη απόσυρσης γιατί αυτός εξαρτάται μόνο από το βαθμό με τον οποίο πραγματοποιούνται συναντήσεις μεταξύ ατόμων και από τους κανόνες διάδοσης της πληροφορίας.

Τέλος, γίνεται αναφορά στο μοντέλο των Frauenthal (1980) και Sudbury (1985) το οποίο ουσιαστικά αποτελεί την απλοποιημένη μορφή του μοντέλου Daley-Kendall το οποίο υποθέτει ότι αν βρεθούν δύο άτομα που γνωρίζουν τη φήμη θα αποσυρθεί μόνο ο ένας.

Ο Murray (1994) εξετάζει τη σημασία των πληροφοριών στις τιμές των μετοχών και πιο συγκεκριμένα αν διαφοροποιείται η τιμή της μετοχής της εταιρίας – στόχου σε μία συγχώνευση, όταν υπάρχει εμπλοκή των μέσων μαζικής ενημέρωσης με πληροφορίες ή και εικασίες. Επίσης εξετάζεται η επίδρασή τους στον όγκο συναλλαγών. Το δείγμα περιλάμβανε 60 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας με τουλάχιστον 5 εκατομμύρια δολάρια κεφαλαιοποίηση, οι οποίες είχαν δεχθεί προσφορά για συγχώνευση ή εξαγορά. Το δείγμα χωρίστηκε σε δύο υποομάδες (30 επιχειρήσεις η κάθε μία). Η πρώτη αποτελούνταν από επιχειρήσεις για τις οποίες είχαν διαρρεύσει φήμες στον οικονομικό τύπο πριν το γεγονός ενώ η δεύτερη από εταιρίες για τις οποίες η συγχώνευση αποτέλεσε έκπληξη.

Από το συγγραφέα έγιναν και εξετάστηκαν τρεις υποθέσεις :

- Η άνοδος στην τιμή της μετοχής θα είναι μεγαλύτερη στις περιπτώσεις όπου θα υπάρχει ροή πληροφορίας από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης,

- Αν απουσιάζουν τα νέα από τα media σχετικά με τη συγχώνευση, τότε το μέγεθος της αύξησης της τιμής δε θα είναι αισθητά μεγαλύτερη από το μηδέν,
- Ο όγκος των συναλλαγών θα είναι αισθητά διαφορετικός στις περιπτώσεις όπου υφίστανται νέα από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης σε σύγκριση με αυτές που δεν υπάρχουν.

Έπειτα από αρκετές δόκιμες και ελέγχους καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι δύο πρώτες υποθέσεις πρέπει να γίνουν αποδεκτές. Πρώτον, γιατί η άνοδος των τιμών που παρατηρήθηκε στις περιπτώσεις που υπάρχει πληροφορία είναι μεγαλύτερη από όταν δεν υπάρχει εμπλοκή των μέσων μαζικής ενημέρωσης και δεύτερον γιατί η άνοδος είναι διάφορη του μηδενός στην ίδια περίπτωση. Αντιθέτως, η τρίτη υπόθεση δεν κατέστη δυνατό να στηριχτεί αφού δεν αποδείχθηκε ότι η ύπαρξη πληροφοριών από τα μέσα μπορεί να επηρεάσει τον όγκο των συναλλαγών μιας μετοχής που αποτελεί στόχο συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Οι Clarke και Ioannidis (1996) επικεντρώνονται στο ερώτημα αν οι τιμές των μετοχών μπορούν να προβλέψουν ή να υποδείξουν πιθανές συγχωνεύσεις. Παρατηρούν ότι οι συγχωνεύσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο λαμβάνουν χώρα κατά κύματα, κάτι που τους οδηγεί στο να υποθέσουν ότι αυτά προκαλούνται από διάφορες μακροοικονομικές μεταβλητές, από μεταβολές στις τιμές των μετοχών ή ακόμα και από τα επιτόκια. Στο παρελθόν υπήρξαν αρκετές μελέτες που ασχολήθηκαν με το ίδιο αντικείμενο. Αυτές κατέδειξαν τη θετική σχέση μεταξύ συγχωνεύσεων και τιμών μετοχών (Nelson, 1959). Επίσης, επισημάνθηκε η σχέση μεταξύ πραγματικής και χρηματιστηριακής αγοράς με τις συγχωνεύσεις (Melicher et al., 1983), οι οποίες τελικά οδηγούσαν σε σημαντικές αλλαγές στο βιομηχανικό και επιχειρηματικό γίγνεσθαι.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ήταν αυτή του Granger και το δείγμα αποτελείται από τις συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο από το 1969-1994. Δύο μέτρα χρησιμοποιήθηκαν για τις συγχωνεύσεις: ο αριθμός τους και η πραγματικής τους αξία.

Τα αποτελέσματα κατέδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών μπορεί να υποδεικνύουν συγχωνεύσεις. Αυτή η θετική σχέση εμφανίζεται στο Ην. Βασίλειο από το 1971 – 1993 όταν οι τιμές των μετοχών μετρούνται σε πραγματικούς όρους και οι συγχωνεύσεις με τους τρόπους που αναφέρθηκαν προηγουμένως. Σε αντίθεση με προγενέστερες μελέτες (Geroski, 1984) οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι τιμές των μετοχών μπορούν να προβλέψουν μελλοντικές συγχωνεύσεις.

Οι DiFonzo και Bordia (1997) ερευνούν τη σχέση μεταξύ φήμης και επενδυτικής συμπεριφοράς, μέσω ενός πειράματος. Αρχικά παραθέτουν το δικό τους ορισμό για τη φήμη, αναφέροντας και κάποια χαρακτηριστικά της, όπως ότι από τη φύση της δεν επιβεβαιώνεται, ότι χρησιμοποιείται συνήθως για επαγγελματικούς σκοπούς (σε αντιδιαστολή με το gossip που έχει να κάνει συνήθως με τη διασκέδαση) και ότι δημιουργείται για να γίνει από κάποιους αποδεκτή. Συχνά οι άνθρωποι δημιουργούν φήμες για να καλλιεργήσουν κλίμα ασάφειας, αβεβαιότητας και αμφιβολίας. Επίσης, χρησιμοποιείται για να δώσει πιθανές εξηγήσεις σε γεγονότα που η ερμηνεία τους τελεί υπό αίρεση. Για παράδειγμα, στην προσπάθεια να εξηγήσουν γιατί τα ελαφριά ποτά κατέγραψαν μεγαλύτερες πωλήσεις σε περιοχές που ζούσαν μειονότητες δημιούργησαν μια φήμη ότι το fruit punch κατασκευάστηκε από την Κου Κλουξ Κλαν για να προκαλεί ανικανότητα στον έγχρωμο ανδρικό πληθυσμό. Ο Andreassen (1987,1990) υποστήριξε ότι η επενδυτική συμπεριφορά είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις προβλέψεις για τις αυριανές τιμές (πρόβλεψη για άνοδο, αγορά – πρόβλεψη για πτώση, πώληση). Επίσης υποστηρίζει ότι αν μια φήμη ή ένα νέο συνοδεύονται με μια αξιόπιστη δήλωση, τότε η τάση που θα προκληθεί στην τιμή της μετοχής θα είναι πιο σταθερή.

Στο πείραμα χρησιμοποιήθηκαν 58 φοιτητές, οι οποίοι είχαν στη διάθεσή τους κάποια κεφάλαια και ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών. Διαπραγματεύτηκαν για μια περίοδο 60 ημερών και κάθε τόσο στην οθόνη τους εμφανίζονταν κάποιο νέο ή φήμη για τη μετοχή που αγόραζαν ή πουλούσαν. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι, παρά το γεγονός ότι οι φοιτητές αντιλαμβάνονταν τη φήμη σαν κάτι λιγότερο αξιόπιστο από τα νέα, η εμφάνιση στην οθόνη κάποιου μηνύματος, ασχέτως είδους, προκαλούσε παρόμοιες προβλέψεις και συμπεριφορές. Φαίνεται δηλαδή ότι οι επενδυτές δεν ακολουθούν το μονοπάτι που περιέγραψε ο Andreassen και οι επενδυτικές τους επιλογές δε σχετίζονται άμεσα με τις μέσες τιμές του παρελθόντος. Οι προβλέψεις των φοιτητών, όπως αποδεικνύεται από τις επενδυτικές τους επιλογές, έλεγαν ότι η μετοχή είναι «καυτή» όταν υπήρχαν νέα ή φήμες και «αδιάφορη» όταν δεν υπάρχουν. Τέλος, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τυχαία γεγονότα, ως μη – τυχαία.

Σχεδόν από την ίδρυσή της η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπάθησε, όχι με μεγάλη επιτυχία, να ασκήσει έλεγχο στις συγχωνεύσεις και κυρίως με τα άρθρα 85 και 86 της Συνθήκης της Ρώμης. Τελικά, το Δεκέμβριο του 1989 κατέληξε σε κοινούς κανόνες και κανονισμούς και το άρθρο των Brady και Feinberg (2000) αποτελεί μια προσπάθεια καθορισμού της επίδρασης των νέων αυτών δεδομένων στις τιμές των συγχωνευόμενων μετοχών. Το δείγμα αντλήθηκε από τους Financial Times και αφορά στις τιμές μετοχών

από πέντε διαφορετικές χώρες. Οι συγγραφείς επέλεξαν να διακόπτουν κάθε φορά τις παρατηρήσεις τους 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση, για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο οι τιμές να επηρεαστούν από πιθανά νέα και πληροφορίες.

Η διαδικασία έγκρισης των συγχωνεύσεων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αποτελείται από δύο φάσεις. Στην πρώτη, έχει στη διάθεσή της ένα μήνα για να καταλήξει αν η συγχώνευση επηρεάζει τον υγιή ανταγωνισμό και στη δεύτερη έχει άλλους τέσσερις μήνες για να διενεργήσει ευρύτερη έρευνα και να κρίνει την τύχη της συγχώνευσης.

Οι αρθρογράφοι αναφέρουν στα αποτελέσματά τους ότι την ημέρα της ανακοίνωσης δεν παρατηρείται καμία σημαντική μεταβολή στις αποδόσεις, ενώ τη στιγμή που ανακοινώνεται η συμβατότητα της συγχώνευσης με τις σχετικές ρυθμίσεις, εμφανίζονται θετικές αποδόσεις (κυρίως σε Ισπανία και Ιρλανδία). Παρατηρούν επίσης ότι επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε χώρες που διέθεταν νόμους για τις συγχωνεύσεις πριν ακόμα εφαρμοστούν αυτοί της Ευρωπαϊκής Ένωσης (όπως το Ηνωμένο Βασίλειο) δεν επηρεάζονται από το νέο καθεστώς. Σε αντίθεση, επενδυτές σε χώρες όπως η Ισπανία και η Ιρλανδία, όπου οι νόμοι της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι κάτι καινούριο, προβλέπουν περιορισμένες δυνατότητες κερδών για τις εγχώριες εταιρίες και γενικά είναι πιο συγκρατημένοι.

Οι Cybo-Ottone και Murgia (2000) μελετούν πως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αξία των τραπεζών στον Ευρωπαϊκό χώρο, για το χρονικό διάστημα 1988-1997. Αρχικά διαπιστώνουν τη μεγάλη αύξηση που παρουσίασαν στην Ευρώπη οι συγχωνεύσεις / εξαγορές το διάστημα 1986-1994 και διευκρινίζουν ότι στη μελέτη τους συμπεριλαμβάνουν και περιπτώσεις όπου τράπεζες εξαγόρασαν ασφαλιστικές και επενδυτικές εταιρίες. Σημειώνουν ότι καλύτερη αντίληψη των ευεργετημάτων μιας συγχώνευσης μπορεί να επιτευχθεί αν εστιάσουμε στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, όπως για παράδειγμα το σκοπό της, το γεωγραφικό της προσανατολισμό, το μέγεθός της αλλά και τους νομικούς περιορισμούς που μπορεί να ισχύουν.

Σε γενικές γραμμές τα αποτελέσματα τους επιβεβαιώνουν την αρχική υπόθεση. Προκύπτουν μεγαλύτερες αξίες μετοχών όταν η μελέτη αφορά σε συγχωνεύσεις / εξαγορές τραπεζών στο εσωτερικό της εκάστοτε χώρας και τραπεζών με ασφαλιστικές εταιρίες. Τα αποτελέσματα αυτά παρατηρούνται συχνότερα σε μια περιορισμένη περίοδο 11 ημερών πριν την ανακοίνωση του γεγονότος και αφορούν κυρίως σε μικρότερες σε αξία συμφωνίες. Αντιθέτως, κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει όταν πρόκειται για συμφωνίες εκτός συνόρων ή συμφωνίες τραπεζών με επενδυτικές εταιρίες. Επισημαίνουν τέλος ότι τα

προαναφερόμενα αποτελέσματα, ελάχιστα ταυτίζονται με τα αντίστοιχα ερευνών που διεξήχθησαν στις Η.Π.Α. και αυτό αποδίδεται κυρίως στα διαφορετικά μεγέθη των παρατηρούμενων εταιριών αλλά και στο πιο δεσμευτικό κανονιστικό πλαίσιο που ισχύει πέρα από τον Ατλαντικό.

Ο Kıymaz (2001) έχει σαν στόχο να ερευνήσει τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζονται οι τιμές των μετοχών από τις φήμες σε μια αναδυόμενη αγορά, όπως αυτή της Τουρκίας, κάνοντας χρήση ενός δείγματος 355 φημών που αναφέρθηκαν ή δημοσιεύτηκαν στον τουρκικό τύπο. Η ανάλυση αφορά σε μια περίοδο 30 ημερών πριν και μετά από τη χρονική στιγμή $t=0$, που αντιπροσωπεύει τη στιγμή της δημοσίευσης της φήμης. Παρατηρεί τρεις περιόδους: πριν τη διάχυση της φήμης, μετά από αυτή και ένα διάστημα γύρω από αυτή. Στην πρώτη περίπτωση φαίνεται να υπάρχουν θετικές αποδόσεις, στη δεύτερη κυρίως αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές ενώ στην τρίτη οι αποδόσεις εξαρτώνται από τη στιγμή την οποία μελετάμε και πόσο απέχει αυτή χρονικά από τη διάχυση της φήμης. Αν το διάστημα είναι μικρό τότε παρατηρούνται θετικές αποδόσεις, οι οποίες φθίνουν όσο μεγαλώνει το διάστημα και τρέπονται σε αρνητικές. Η θετική αντίδραση στις τιμές στο διάστημα πριν τη δημοσίευση ερμηνεύεται, σύμφωνα με τον συγγραφέα, με δύο τρόπους. Είτε γιατί γίνεται χρήση της φήμης από αυτούς που την πρωτοξεκίνησαν και ενδεχομένως να περιλαμβάνονται και άτομα από το εσωτερικό της επιχείρησης, είτε γιατί τα μέσα που τη δημοσίευσαν έκαναν καλή ανάλυση ή και επιλογή της μετοχής. Από την άλλη, οι αρνητικές αποδόσεις, στη μετά δημοσίευση περίοδο, ενισχύουν τη θεωρία σύμφωνα με την οποία το γεγονός ότι επενδύει κάποιος βασιζόμενος σε ήδη δημοσιευμένες πληροφορίες ή φήμες, δεν αποδίδει. Βέβαια αυτό μπορεί να σημαίνει ότι η φήμη ήταν ήδη γνωστή σε κάποιους και έγινε χρήση της, πριν δημοσιευτεί.

Βασιζόμενοι στην υπόθεση της ύπαρξης των ορθολογικών επενδυτών, η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών προστάζει ότι κάθε διαθέσιμη πληροφορία αντανακλάται πάντα στην τιμή της μετοχής. Στην έρευνα τους ο Oberlochner και Hocking (2004) προσπαθούν να εξετάσουν καίρια ερωτήματα που αφορούν στη συλλογική δυναμική της επεξεργασίας της πληροφορίας σε διάφορες χρηματιστηριακές αγορές.

Για τους σκοπούς της εργασίας τους χρησιμοποίησαν περίπου 600 ερωτηματολόγια τα οποία μοιράστηκαν σε διάφορους διαχειριστές των μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών της Αυστρίας, της Ελβετίας, της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Επιπρόσθετα, μοίρασαν ακόμα 200 ερωτηματολόγια σε δημοσιογράφους των μεγαλύτερων οικονομικών περιοδικών, που εκδίδονται στην Ευρώπη.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, τόσο οι διαχειριστές όσο και οι δημοσιογράφοι θεωρούν ο ένας τον άλλο ως την πιο σημαντική πηγή πληροφόρησης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία μίας κυκλικής συμπεριφοράς σε σχέση με τη διαχείριση της πληροφορίας στις αγορές. Επιπλέον τα αποτελέσματά τους υποδηλώνουν ότι οι αγορές επηρεάζονται λιγότερο από τα οικονομικά δρώμενα και περισσότερο από το πώς αντιλαμβάνονται και ερμηνεύουν τις πληροφορίες οι επενδυτές. Επίσης, η τεχνολογική πρόοδος έχει αυξήσει σημαντικά την ταχύτητα και το μέγεθος της προσφερόμενης πληροφορίας. Τέλος, οι συγγραφείς δηλώνουν ότι ανακριβή πληροφόρηση και ψευδείς φήμες μπορούν να διαδραματίσουν αποφασιστικό ρόλο στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές.

Οι Kalev et al. (2004) ερευνούν τη σχέση ροής πληροφοριών από τις εταιρίες και μεταβλητότητας, κάνοντας χρήση στοιχείων από το Χρηματιστήριο της Αυστραλίας (ASE). Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούν τις ενδοημερήσιες συναλλαγές μετοχών από το 1995 – 2000, περιλαμβανομένων και των πέντε πιο «δραστήριων» για να μην επηρεαστούν τα αποτελέσματα από μη συνεχή εμπορευσιμότητα. Τα νέα και οι πληροφορίες χωρίστηκαν σε 17 κατηγορίες και λήφθηκαν υπόψη ακόμα και αυτές που διέρρεαν κατά τη διάρκεια της νύχτας, γιατί μοιραία επηρέαζαν την τιμή ανοίγματος της επομένης. Αυτό πράγματι προκύπτει και από τα αποτελέσματα του πειράματος κάτι που ενισχύει την άποψη ότι η έντονη διαπραγμάτευση στο «άνοιγμα» της χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να είναι αποτέλεσμα της χρονικής στιγμής που φτάνει η πληροφορία. Επίσης, καθώς η πληροφορία διαχέεται, η δράση στην αγορά εντείνεται γιατί οι επενδυτές αναθεωρούν τις απόψεις τους και δημιουργούνται νέες προσδοκίες. Η αγορά επανέρχεται σε κανονικά επίπεδα και το πόσο γρήγορα αυτό θα συμβεί εξαρτάται από την ποιότητα των νέων. Ανάλογη συμπεριφορά παρατηρείται και για τη μεταβλητότητα. Σε ένα άλλο κομμάτι της έρευνας, ελέγχουν το ενδεχόμενο ο όγκος συναλλαγών να προσφέρει επιπρόσθετη πληροφόρηση στη διαδικασία διαμόρφωσης τιμών και κατά συνέπεια στη μεταβλητότητα. Πράγματι κάποιος θετικός αντίκτυπος εμφανίζεται, ο οποίος όμως εξασθενεί και αυτό μάλλον γιατί η επίδραση του όγκου συναλλαγών στη μεταβλητότητα εξαρτάται από την ιδιωτική πληροφόρηση, η οποία δεν είναι τόσο ορατή. Τέλος, ελέγχουν την επίδραση που έχουν τα διαφορετικά είδη πληροφοριών (ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις, μερίσματα, πληροφορία για την ανακοίνωση κερδοφορίας κτλ). Όλες λοιπόν αυτού του είδους οι πληροφορίες (με εξαίρεση της ανακοίνωσης των ταμιακών ροών) επηρεάζουν τη μεταβλητότητα. Ανάλογη άποψη εξέφρασε και ο Andersen (1996) ο οποίος υποστήριξε τα εξής: α) διαφορετική διαδικασία διάχυσης πληροφοριών δημιουργεί διαφορετικά επίπεδα

μεταβλητότητας και β) όσο πιο συχνά παρουσιάζεται μια κατηγορία πληροφορίας τόσο μεγαλύτερη επίδραση ασκεί πάνω στη μεταβλητότητα.

Τις τελευταίες δεκαετίες οι εγχώριες συγχωνεύσεις – εξαγορές παρουσιάζουν μεγάλη συχνότητα. Παρόλα αυτά οι διεθνείς συγχωνεύσεις μόνο πρόσφατα άρχισαν να κάνουν την εμφάνισή τους, σαν αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης του κλάδου και συνήθως συμβαίνουν σε συγκεκριμένες χώρες. Οι Buch και De Long (2004) προσπαθούν να ερευνήσουν αν τις διεθνείς συγχωνεύσεις – εξαγορές ευνοούν ή περιορίζουν το κόστος πληροφορίας και οι εκάστοτε κανονισμοί. Οι συγγραφείς στο κόστος πληροφορίας μετράνε τρία πράγματα : α) τη γεωγραφική απόσταση β) την κοινή γλώσσα γ) το κοινό νομικό σύστημα.

Το δείγμα περιλαμβάνει 3.081 ολοκληρωμένες διεθνείς συγχωνεύσεις που συντελέστηκαν σε 144 χώρες την περίοδο 1985 – 2002. Οι τρεις παράγοντες που προαναφέρθηκαν, φαίνεται να παίζουν σημαντικό ρόλο στην έρευνα των συγγραφέων και να επιβεβαιώνουν τις προσδοκίες τους. Οι επιφορτισμένοι με την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα θα προτιμήσουν χώρες με κοινή γλώσσα, που έχουν παρόμοιους κανόνες και που δεν απέχουν πολύ μεταξύ τους. Επίσης, η δύναμη που κατέχουν οι εποπτεύουσες αρχές διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, ο οποίος όμως διαφέρει από τη χώρα της τράπεζας – στόχου στη χώρα που εδρεύει η «επιτιθέμενη» τράπεζα. Αν η χώρα που εδρεύει η εταιρία – στόχος έχει σκληρό κανονιστικό πλαίσιο, τότε οι συγχωνεύσεις θα ενταθούν γιατί θα δημιουργηθεί ένα κλίμα σταθερότητας και σιγουριάς. Από την άλλη όμως οι διεθνείς εποπτικές αρχές, φοβούμενες αύξηση στους κινδύνους που θα ελλοχεύουν λόγω των αυξημένων συγχωνεύσεων θα προσπαθήσουν να τις αποτρέψουν. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι «επιτιθέμενες» τράπεζες με έδρα πλουσιότερα κράτη και δημογραφικά χαρακτηριστικά στη χώρα της Τράπεζας – στόχου δεν παίζουν ρόλο. Αντίθετα, το μέγεθος του τραπεζικού συστήματος λειτουργεί αποτρεπτικά, αφού προτιμούνται χώρες με τραπεζικό κλάδο σε πρώιμο στάδιο.

Ο Kosfeld (2005) προσπαθεί να διερευνήσει αν οι φήμες επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών και σκοπός του είναι να βρει έναν αναλυτικό τρόπο εργασίας για να παρατηρήσει τις επιπτώσεις στις αγορές. Για να το πετύχει, δημιουργεί ένα μοντέλο που χρησιμοποιεί τόσο την κλασική μικροοικονομική θεωρία αλλά και την “particle system theory”.

Αν και στις περισσότερες περιπτώσεις η μετάδοση μιας φήμης περιγράφεται με τη δυναμική της επιδημίας, ο Kosfeld την απλοποιεί και τη μοντελοποιεί σαν μια καθαρά μηχανική πράξη αναλύοντας τη στοχαστική της διαδικασία απευθείας. Επιπλέον υποθέτει ότι η επικοινωνία μεταξύ των παραγόντων περιορίζεται σε αυτούς που γειτνιάζουν.

Σχετικά με τα ευρήματα του συγγραφέα, αν η φήμη φθίνει, οι τιμές θα επανέλθουν σε επίπεδα προ – φήμης. Στην περίπτωση που η φήμη παραμένει παρούσα, η τιμή της μετοχής επηρεάζονται θετικά από αυτή.

Τις τελευταίες δεκαετίες το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα έχει βιώσει μεγάλο αριθμό συγχωνεύσεων και εξαγορών, ο οποίος εντάθηκε την περίοδο εισόδου της χώρας στο κοινό νόμισμα. Αυτό συνέβη κυρίως για να αποτραπούν εχθρικές εξαγορές από το εξωτερικό και για να προστατευτούν από τον αυξανόμενο μη – συστηματικό κίνδυνο. Η έρευνα των Athanasoglou et al. (2005) προσπαθεί να εντοπίσει πως η ανακοίνωση συγχώνευσης μεταξύ Ελληνικών τραπεζών επηρεάζει τις τιμές των εμπλεκόμενων μερών. Εξετάζονται οι επτά από τις οκτώ συγχωνεύσεις / εξαγορές που συντελέστηκαν τη διετία 1998 – 1999.

Όταν επίκειται μια συγχώνευση / εξαγορά οι υποθέσεις που γίνονται είναι κυρίως δύο. Η πρώτη, «η υπόθεση της πληροφορίας», αναφέρει ότι η διοίκηση της τράπεζας που υποβάλει την προσφορά πιστεύει ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη και για αυτό προχωράει σε συγκεκριμένες ενέργειες. Η δεύτερη, «του μη αποτελεσματικού μάνατζμεντ», υποθέτει ότι η διοίκηση της τράπεζας – στόχου είναι υποχρεωμένη να γίνει πιο αποτελεσματική αν θέλει να αποφύγει τις επερχόμενες εξελίξεις.

Στα αποτελέσματα της έρευνας εντοπίζονται διαφοροποιήσεις σχετικά με τις αποδόσεις των επιτιθέμενων τραπεζών και των τραπεζών – στόχων. Οι πρώτες για όλη την περίοδο πριν την ανακοίνωση και οκτώ ημέρες μετά παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις. Οι δεύτερες εμφανίζουν θετικές αποδόσεις δύο ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση και ακολουθούν αρνητικές αποδόσεις μέχρι τη δέκατη ημέρα, όταν το κλίμα αντιστρέφεται. Τη χρονική στιγμή της ανακοίνωσης οι επιτιθέμενες τράπεζες καταγράφουν θετικές αποδόσεις, οι οποίες όμως είναι αισθητά χαμηλότερες από αυτών των τραπεζών – στόχων. Ερμηνεύοντας οι συγγραφείς τις θετικές αποδόσεις των «επιτιθέμενων» αναφέρουν αφενός ότι δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά προσφέροντας παρόμοια προϊόντα με το έτερο μέλος και αφετέρου τις προσδοκίες των μετόχων για μεγαλύτερες αποδόσεις. Τέλος, επισημαίνουν ότι τα ευρήματα της συγκεκριμένης έρευνας συνάδουν με ανάλογα του ευρωπαϊκού χώρου.

Οι Qiu και Zhou (2006), μέσα από το μοντέλο που ανέπτυξαν, προσπαθούν να δώσουν απαντήσεις για τις διεθνείς συγχωνεύσεις σε σχέση με την διάχυση των πληροφοριών. Επίσης ερευνάται πως οι συγχωνεύσεις επηρεάζουν τα κέρδη των μη – εμπλεκόμενων επιχειρήσεων, τους καταναλωτές και την εσωτερική και παγκόσμια ευημερία. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι είναι προτιμότερο οι δύο ενεχόμενες εταιρίες

να έχουν ασύμμετρη πληροφόρηση γιατί αυτό θα κάνει τη συμφωνία πιο επικερδή. Με τον όρο ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ δύο εταιριών (οι οποίες προέρχονται από διαφορετικές χώρες) εννοούν ότι η κάθε μία θα γνωρίζει καλύτερα τις συνήθειες, τους νόμους, τον ανταγωνισμό και τη ζήτηση των καταναλωτών της περιοχής από όπου προέρχεται.

Αρχικά εξετάζουν την περίπτωση όπου όλες οι εταιρίες (με έδρα εντός και εκτός συνόρων) κατέχουν την ίδια πληροφόρηση. Σε αυτή την περίπτωση η συγχώνευση θα είναι επικερδής αν τα παραχθέντα προϊόντα είναι πιο διαφοροποιημένα από αυτά των ανταγωνιστών και οι εταιρίες στην αγορά το δυνατόν λιγότερες. Οι εταιρίες του εσωτερικού και του εξωτερικού θα συγχωνευτούν μόνο αν τα ενοποιημένα κέρδη είναι περισσότερα από τα μεμονωμένα στην πρότερη κατάσταση. Οι μη συγχωνευόμενες εταιρίες θα αυξήσουν την παραγωγή, εκμεταλλευόμενες το μειούμενο ανταγωνισμό.

Εν συνεχεία, εξετάζεται η περίπτωση όπου υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση και η έρευνα χωρίζεται στα εξής μέρη: α) οι δύο επιχειρήσεις (εγχώρια και εξωτερικού) μοιράζονται μόνο πληροφορίες αλλά δεν ενοποιούν την παραγωγή τους. Πριν τη διάχυση της πληροφορίας μόνο η εγχώρια επωφελείται, χωρίς ιδιαίτερες μεταβολές μετά τη συγχώνευση. Αντιθέτως, η εταιρία του εξωτερικού από τη στιγμή που λαμβάνει πληροφόρηση μέσω της εγχώριας, εμφανίζεται ιδιαίτερα ευνοημένη. β) Η ξένη εταιρία πάντα θέλει να αποκτήσει πληροφορία σχετική με τη ζήτηση των καταναλωτών, αλλά χωρίς συγχώνευση οι εγχώριες επιχειρήσεις δεν είναι διατεθειμένες να την παράσχουν. Πράγματι αποδεικνύεται ότι η εταιρία του εξωτερικού χωρίς πληροφόρηση παράγει λιγότερα από ότι απαιτεί η αγορά και υπερ - παράγει όταν η ζήτηση είναι μειωμένη. Αυτό το γεγονός το εκμεταλλεύεται η εταιρία του εσωτερικού, η οποία έχει στη διάθεσή της δεδομένα στα οποία δε δίνει πρόσβαση στην ανταγωνίστριά της. γ) Όταν υπάρξει ολοκληρωμένη συγχώνευση σε όλα τα επίπεδα, είναι επικερδής μόνο όταν τα προϊόντα είναι επαρκώς διαφοροποιημένα.

Στο τελευταίο κομμάτι της έρευνας τους, εξετάζουν πως οι συγχωνεύσεις με ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζουν τα συνολικά βιομηχανικά κέρδη, τους καταναλωτές και τη γενικότερη κοινωνική ευημερία. Οι μη εμπλεκόμενες στη συγχώνευση εταιρίες και τα βιομηχανικά κέρδη επωφελούνται δεδομένου ότι μειώνεται ο ανταγωνισμός. Αυτό όμως, σύμφωνα με τους ερευνητές προϋποθέτει ένα κλάδο με λιγότερους από είκοσι ανταγωνιστές. Το κέρδος των καταναλωτών ορίζεται από τους συγγραφείς ως η καθαρή ωφέλεια από την κατανάλωση. Όταν συγκρίνουν την ωφέλεια χωρίς καμία μορφής συγχώνευση με την περίπτωση που αναλύθηκε στο υπό στοιχείο (α) οι καταναλωτές είναι

κερδισμένοι στη δεύτερη περίπτωση. Αντίθετα, όταν συγκρίνουν την περίπτωση (α) με την πλήρη μορφή συγχώνευσης (περίπτωση γ) οι καταναλωτές είναι χαμένοι λόγω ότι μειώνεται ο ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρήσεων. Ιδιαίτερα ευνοϊκή για την ευημερία τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων είναι η περίπτωση συγχώνευσης όπου οι εταιρίες μοιράζονται απλές πληροφορίες (περίπτωση α). Το αντίθετο αποτέλεσμα λαμβάνουν οι συγγραφείς όταν μελετούν την περίπτωση που ενοποιείται η παραγωγή. Στο ενδεχόμενο της πλήρους συγχώνευσης τα αποτελέσματα δεν είναι πολύ σαφή και εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες.

Οι Aktas et al. (2007) προσπαθώντας να ελέγξουν αν το PIN (Probability of information – based trading, ο λόγος του αναμενόμενου αριθμού συναλλαγών που διενεργούνται βάσει πληροφόρησης προς τον αναμενόμενο συνολικό αριθμό των συναλλαγών), αποτελεί έναν αξιόπιστο τρόπο μέτρησης των βασισμένων σε πληροφορίες συναλλαγών και την ασυμμετρία της πληροφορίας. Άντλησαν στοιχεία από το Directorate General for Competition (DGC) που αποτελεί όργανο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αλλά και από τον οικονομικό τύπο για την ύπαρξη φημών πριν την ανακοίνωση του γεγονότος.

Αρχικά επιβεβαίωσαν την ύπαρξη πληροφορημένων επενδυτών, μερικοί εκ των οποίων είχαν εσωτερική πληροφόρηση, αναλύοντας μεγέθη όπως όγκο συναλλαγών, spread και διαρκείς επιδράσεις στις τιμές των μετοχών (χρησιμοποιώντας την VAR του Hasbrouck 1991 a,b). Ενώ θεωρούσαν ότι το PIN πριν τη συγχώνευση / εξαγορά θα αυξηθεί, αντιθέτως παρατηρήθηκε μείωση πριν την ανακοίνωση και αύξηση μετά τη διάχυση της πληροφορίας. Σύμφωνα με τους συγγραφείς η ανωμαλία αυτή οφείλεται σε δύο παράγοντες: α) το PIN δεν ενσωματώνει τον όγκο των συναλλαγών παρά μόνο τον αριθμό των εντολών και β) το PIN λαμβάνει υπόψη του πολλούς παράγοντες (όπως την τάση στην παγκόσμια αγορά), όχι όμως τη σημασία της ιδιωτικής πληροφόρησης.

Στο άρθρο τους οι Chen και Dhakal (2008) μελετούν διαδικασίες και τρόπους μετάδοσης πληροφοριών και ερευνούν πώς μια αναδυόμενη χρηματιστηριακή αγορά, όπως αυτή της Ταϊβάν, αντιδρά στις φήμες. Για να εξηγήσουν τις αιτίες των μη κανονικών συμπεριφορών θεωρούν δεδομένο ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στα μεγέθη της. Γίνεται χρήση δεδομένων από την Ταϊβάν, το χρηματιστηριακό δείκτη TAΙEX του Τόκιο και εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, καθώς επίσης από δημοσιευμένες φήμες στις πέντε μεγαλύτερες εφημερίδες της Ταϊβάν από το 2000-2006. Για να ερευνήσουν την επίδραση των φημών στις αποδόσεις χρησιμοποιούν ένα EGARCH (1,1) μοντέλο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις είναι κυρίως αρνητικές στην περίοδο πριν τη φήμη που ενδεχομένως να οφείλεται και σε διαρροές από το εσωτερικό της επιχείρησης. Αντιθέτως, σε φήμες που αφορούν σε συγχωνεύσεις οι επενδυτές σπεύδουν να αγοράσουν την εμπλεκόμενη μετοχή, προκαλώντας συνεχή άνοδο στην τιμή, μέχρι η φήμη να καταλαγιάσει. Ένα ακόμα συμπέρασμα τους είναι ότι η αρνητική πληροφορία δημιουργεί μεγαλύτερη και μακροβιότερη αντίδραση από ότι μια θετική και ότι οι φήμες για συγχώνευση εταιριών εκλαμβάνονται από τους επενδυτές σαν θετικά νέα.

Ένας από τους βασικότερους λόγους αύξησης των συγχωνεύσεων – εξαγορών στις Η.Π.Α. είναι η χαλάρωση των σχετικών νόμων. Είναι χαρακτηριστικό ότι από το 1980 μέχρι το 2003 ο αριθμός των Τραπεζών μειώθηκε από 16.000 σε μόλις 8.000. Παρόμοια εικόνα παρουσιάζεται και στην Ευρώπη, κυρίως μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσιματος. Με δεδομένο ότι η παγκοσμιοποίηση είναι σε εξέλιξη, η τεχνολογία θα συνεχίσει να αλλάζει αλλά και ότι οι τράπεζες στην Ευρώπη σε σχέση με τον πληθυσμό είναι διπλάσιες από αυτές στις Η.Π.Α., η δραστηριότητα σε συγχωνεύσεις – εξαγορές θα συνεχιστεί. Αυτός είναι ένας από τους λόγους που οδήγησε τους Altunbas και Marques (2008) να προσπαθήσουν να καταγράψουν τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλεται η αποδοτικότητα των ευρωπαϊκών τραπεζών μετά τη συγχώνευση. Τα δεδομένα της μελέτης περιλαμβάνουν 262 εγχώριες και εκτός συνόρων συγχωνεύσεις τραπεζών στη Ευρώπη, το χρονικό διάστημα μεταξύ 1992 – 2001.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν αναφορικά με το μέγεθος, φαίνεται ότι οι τράπεζες που κάνουν την προσφορά έχουν κατά μέσο όρο επτά φορές περισσότερα κεφάλαια από τις τράπεζες – στόχους. Ακόμα, λειτουργούν με χαμηλότερο κόστος κάτι που παρατηρείται κυρίως στις εγχώριες συγχωνεύσεις. Από την άλλη, οι τράπεζες – στόχοι απολαμβάνουν από δάνεια αλλά και μη σχετιζόμενα με αυτά, περισσότερα έσοδα σε σχέση με τα κεφάλαιά τους. Συγκρίνοντας εγχώριες και εκτός συνόρων συγχωνεύσεις – εξαγορές, οι εγχώριοι στόχοι έχουν χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο, ενώ στις διεθνείς εξαγορές το επίπεδο των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια είναι το ίδιο για στόχους και «επιτιθέμενους». Παρατηρώντας τη νέα οικονομική μονάδα που προήλθε από διεθνή συγχώνευση διαπιστώνεται αύξηση στην αποδοτικότητα 2,5%, ενώ η εγχώρια βελτίωση 1,2%. Ακόμα, για τις εγχώριες εξαγορές φαίνεται να ισχύει ότι όσο πιο κοντά σε μέγεθος είναι τα δύο μέρη, τόσο φτωχότερη είναι η απόδοση τους και αυτό οφείλεται στη δυσκολία αφομοίωσης των σημαντικών μεγεθών τους. Το αντίθετο ισχύει στις διεθνείς εξαγορές κάτι που από τους συγγραφείς αποδίδεται στη διάθεση της τράπεζας που κάνει την

προσφορά να κερδίσει από τη συνέργεια και όχι να πετύχει οικονομίες κλίμακας και βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα. Μελετώντας την κεφαλαιακή δομή οι συγγραφείς αναφέρουν ότι στις εγχώριες συγχωνεύσεις η διαφορά που ενδεχομένως υπάρχει θα ευνοήσει τη μετά περίοδο, κάτι που δεν συμβαίνει στις διεθνείς. Επιπροσθέτως, όσο μεγαλύτερη διαφορά υπάρχει στον πιστωτικό κίνδυνο και στο δείκτη δανείων προς συνολικά κεφάλαια, τόσο καλύτερη απόδοση θα επιτευχθεί μετά από μια διεθνή εξαγορά. Δεν αποδεικνύεται να ισχύει το ίδιο για την εγχώρια. Τέλος, η διαφορετική φιλοσοφία σχετικά με την τεχνολογία και τις καινοτομίες που υπάρχει μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, αναμένεται να λειτουργήσει ευεργετικά στη μετά συγχώνευση εποχή.

Στο παρελθόν πολλές μελέτες επικεντρώθηκαν στον τρόπο εξάλειψης φαινομένων όπως εποχικότητα και ακραίες παρατηρήσεις από τις οικονομικές χρονοσειρές. Αντίθετα οι Kyrtzou και Malliaris (2009) θεωρούν ότι θα πρέπει να περιλαμβάνονται επειδή λόγω της μη γραμμικότητας που τις χαρακτηρίζει, η επίδραση μιας νέας πληροφορίας δεν μπορεί να καθοριστεί εκ των προτέρων.

Ο κύριος τους σκοπός είναι, μέσω προσομοιώσεων, να εντοπίσουν τα αποτελέσματα εισαγωγής εποχικής και ασύμμετρης πληροφορίας. Για την ανάλυσή τους έκαναν χρήση του μοντέλου Mackey-Glass προσαρμοσμένο ώστε να αναπαράγονται ιδανικά τα χαρακτηριστικά των πραγματικών οικονομικών χρονοσειρών.

Αποδεικνύουν ότι όταν το trading είναι γραμμικής φύσης, η μεταβλητή συμπεριφορά δεν μπορεί να αναπαραχθεί. Στην περίπτωση όμως της μη γραμμικότητας η εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες διακυμάνσεις και αστάθεια στις αγορές.

Οι Vallascas και Hagendorff (2011) επιδιώκουν, με χρήση ενός δείγματος 134 συγχωνεύσεων / εξαγορών, να αναλύσουν την επίδραση των συγχωνεύσεων στον κίνδυνο χρεοκοπίας των τραπεζών. Η έρευνα περιλαμβάνει ευρωπαϊκές τράπεζες και από τα αποτελέσματα της δεν διαφαίνεται να επηρεάζεται άμεσα ο βαθμός επικινδυνότητάς τους, είτε αφορά ενδοσυννοριακές συγχωνεύσεις είτε όχι. Ελέγχθηκε επίσης αν οι νόμοι και οι ρυθμίσεις επηρεάζουν την επικινδυνότητα σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων. Σε καθεστώς πιο χαλαρών ρυθμίσεων είναι πιο πιθανό οι τράπεζες να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο μέσω συγχωνεύσεων, εκμεταλλευόμενες τη διάθεση των αρχών, αν οι εξελίξεις δεν είναι οι επιθυμητές, ακόμα και να προβούν σε στήριξή τους (bailout) ή παρέχοντας εγγυήσεις διαφόρων μορφών. Διαπιστώθηκε ακόμα ότι χαρακτηριστικά όπως το μέγεθος της τράπεζας, η λειτουργική αποτελεσματικότητά της και η κεφαλαιακή επάρκεια δεν

επιηρεάζουν την πιθανότητα μεταβολής του κινδύνου σε μια ενδεχόμενη συγχώνευση / εξαγορά.

1.6 Επίλογος κεφαλαίου

Έγινε αντιληπτό από όσα αναφέρθηκαν παραπάνω ότι ο ρόλος της φήμης και της πληροφορίας είναι πολυσύνθετος. Το φαινόμενο αυτό δεν παρατηρείται μόνο στη σύγχρονή μας εποχή, αλλά από αρχαιοτάτων χρόνων. Όπως ήταν φυσικό η οικονομική ζωή δεν θα μπορούσε να μείνει ανεπηρέαστη και το σύνολο των άρθρων που παρατέθηκαν κατέδειξαν την καταλυτική σημασία της. Διαφάνηκε η δυναμική των δύο αυτών στοιχείων, αφού ασκούν επιρροή ανεξάρτητα πόσο αναπτυγμένη ή μη είναι η κοινωνία-αγορά. Τέλος, υπερτονίστηκε η επίδραση τους σε σημαντικά επιχειρηματικά γεγονότα παγκοσμίως, όπως είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Στο κεφάλαιο που έπεται, επιχειρείται κάτι ανάλογο, μέσω πρακτικής εφαρμογής, για τον ελλαδικό χώρο.

Κεφάλαιο 2: Εμπειρική Ανάλυση

2.1 Εισαγωγή

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα περιληφθούν τα αποτελέσματα των εμπειρικών αναλύσεων, με τη μεθοδολογία που αναλύεται παρακάτω. Βασικός στόχος του κεφαλαίου αποτελεί η ανάλυση των δεδομένων και η μελέτη συμπεριφοράς συγκεκριμένων μετοχών και του όγκου συναλλαγών αυτών, για την περίοδο από το 1994 μέχρι το 2012, για το σύνολο της περιόδου αλλά και το διάστημα κατά το οποίο υφίσταντο στην αγορά φήμες ή πληροφορίες για επικείμενη συγχώνευσή τους.

2.2 Τα ARCH – GARCH μοντέλα

Η μοντελοποίηση, ανάλυση και η πρόβλεψη της μεταβλητότητας έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης για πολλούς ερευνητές τις τελευταίες δεκαετίες. Η πρόβλεψη της μεταβλητότητας, μέσω των διάφορων σχετικών μοντέλων, χρησιμοποιείται στη διαχείριση κινδύνων, στην επιλογή επενδυτικών προϊόντων, ακόμα και στο σχεδιασμό στρατηγικών και πολιτικών.

Στην προσπάθεια μοντελοποίησης της μεταβλητότητας πρέπει να συνυπολογίσουμε δύο διαφορετικές διαστάσεις : α) τη μεταβλητότητα με έναν παράγοντα, που περιλαμβάνει μία σειρά και β) τη μεταβλητότητα με πολλούς παράγοντες, που περιλαμβάνει τη διάδραση πολλαπλών σειρών. Ως παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε τη μεταβλητότητα ενός χρηματιστηριακού δείκτη η οποία επηρεάζεται από τη μεταβλητότητα του ίδιου δείκτη της προηγούμενης ημέρας. Εδώ εμφανίζεται ένας μόνο παράγοντας, που περιλαμβάνει ιστορικά δεδομένα του ίδιου δείκτη. Ένα πιο ρεαλιστικό σενάριο, ειδικά σε μια περίοδο συνεχών αλλαγών, θα ήταν ο συγκεκριμένος δείκτης να επηρεάζεται όχι μόνο από το παρελθόν του αλλά και από μεταβλητότητες που παρατηρούνται σε άλλους δείκτες παγκοσμίως. Ανάλογο παράδειγμα αποτελεί και η παρουσία πολλαπλών επενδυτικών μορφών σε κοινή αγορά. Μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι μια μετοχή θα επηρεαστεί τόσο από τη μεταβλητότητα της, όσο και από αυτή της αγοράς συνολικά.

Μια σημαντική εξέλιξη στη μελέτη της μεταβλητότητας αποτέλεσε η εισαγωγή από τον Engle (1982) του μοντέλου Autoregressive Conditional Heteroskedastic Model (ARCH). Η προσπάθεια στη συνέχεια επικεντρώθηκε στη δημιουργία ενός πιο γενικού μοντέλου και το 1986 ο Bollerslev πρότεινε το Generalized ARCH (GARCH)

επιτρέποντας μεγαλύτερη ευελιξία στον τρόπο μοντελοποίησης των δυναμικών της μεταβλητότητας. Ο τύπος για το GARCH (p,q) δίνεται ως εξής:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p a_i \varepsilon_{t-1}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i \sigma_{t-1}^2, \quad \psi_t = \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_t^2). \quad (1)$$

Για να υφίσταται ένα μοντέλο (G)ARCH θα πρέπει η σταθερά α_0 να είναι μεγαλύτερη του μηδενός και να είναι στατιστικά σημαντική. Επιπροσθέτως, για το GARCH μοντέλο προϋπόθεση αποτελεί $\alpha_1 \geq 0$, $\beta_1 \geq 0$ και το άθροισμα $\alpha_1 + \beta_1 < 1$.

Το κοινό χαρακτηριστικό των δύο παραπάνω μοντέλων είναι ότι ορίζουν την υπό συνθήκη διακύμανση σαν μια λειτουργία παρελθόντων σοκ έτσι ώστε η μεταβλητότητα να εκτυλίσσεται δια μέσω του χρόνου. Η διαφορά μεταξύ τους είναι ότι ενώ το ARCH ενσωματώνει περιορισμένο αριθμό χρονικών υστερήσεων, το GARCH επιτρέπει σε όλες τις υστερήσεις να ασκήσουν επιρροή, περιλαμβάνοντας παρελθούσες τιμές τόσο της ίδιας της υπό συνθήκη διακύμανσης όσο και των τετραγώνων σφαλμάτων. Μια αδυναμία των μοντέλων GARCH αποτελεί το γεγονός ότι υποθέτουν πως η μεταβλητότητα στην αγορά θα εμφανίσει συμμετρία σε ένα ίδιου μεγέθους αρνητικό και θετικό σοκ. Έχει παρατηρηθεί όμως ότι ένα αρνητικό σοκ θα προκαλέσει μεγαλύτερη αστάθεια από ένα θετικό, επηρεάζοντας ασύμμετρα τις αποδόσεις των επενδυτικών προϊόντων. Προς αντιμετώπιση αυτής της διαπίστωσης οι ερευνητές πρότειναν δύο νέες μορφές του γενικότερου μοντέλου, το Exponential GARCH (EGARCH) (Nelson, 1991) και Threshold GARCH (TGARCH) (Glosten, Jagannathan and Runkle, 1993).

Η υπό συνθήκη διακύμανση για το EGARCH μοντέλο δίνεται ως εξής :

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \beta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \frac{e_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + a \left[\frac{|e_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right]. \quad (2)$$

Λόγω της χρήσης λογαρίθμου για την υπό συνθήκη διακύμανση, ακόμα και όταν οι επιμέρους παράμετροι έχουν αρνητικό πρόσημο, η υπό συνθήκη διακύμανση παραμένει θετική. Επίσης, αν η σχέση μεταξύ μεταβλητότητας και αποδόσεων είναι αρνητική, ο συντελεστής γ θα είναι επίσης αρνητικός (Brooks, 2008).

Ένα TGARCH μοντέλο είναι της εξής μορφής :

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^s (a_i + \gamma_i I_{t-1}) \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^m \beta_j \sigma_{t-j}^2 \quad (3)$$

$$\text{όπου } I_{t-1} = \begin{cases} 1 & \text{αν } \varepsilon_{t-i} < 0, \\ 0 & \text{αν } \varepsilon_{t-i} \geq 0 \end{cases} \quad (4)$$

και α_i , γ_i και β_j είναι μη αρνητικές παράμετροι που ικανοποιούν τις συνθήκες των GARCH μοντέλων. Από το μοντέλο προκύπτει ότι, όταν το ε_{t-i} είναι θετικό, συνεισφέρει στο σ_t^2 κατά $\alpha_i \varepsilon_{t-i}^2$, ενώ στην περίπτωση που είναι αρνητικό ασκεί μεγαλύτερη επίδραση, κατά $(\alpha_i + \gamma_i) \varepsilon_{t-i}^2$, με $\gamma_i > 0$. Το μοντέλο χρησιμοποιεί σαν κατώφλι το μηδέν για να διακρίνει τις επιδράσεις παρελθόντων σοκ. Βέβαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν και άλλες τιμές. Το ίδιο μοντέλο είναι επίσης γνωστό και ως GJR γιατί το 1993 οι Glosten et al. πρότειναν ένα πανομοιότυπο μοντέλο.

Στη συγκεκριμένη εργασία αρχικά ελέγχθηκαν τα δεδομένα με το TGARCH μοντέλο και τα αποτελέσματα παρατίθενται παρακάτω.

2.3 Περιγραφικές Στατιστικές

Περαιτέρω πληροφόρηση για τυχόν αποκλίσεις από την κανονικότητα μπορεί να αντληθεί κάνοντας χρήση κάποιων στατιστικών όπως είναι η Skewness και η Kurtosis.

Η Skewness μετράει το κατά πόσο μια κατανομή δεν είναι συμμετρική σε σχέση με τη μέση τιμή της. Ο τύπος της εκφράζεται ως εξής:

$$Skewness = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{y_i - \bar{y}}{s \sqrt{\frac{N-1}{N}}} \right)^3 \quad (5)$$

όπου N είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων, y_i οι τιμές της μεταβλητής, \bar{y} η μέση τιμή της και s η τυπική απόκλιση. Επιπροσθέτως, όταν η Skewness λαμβάνει τιμές μεγαλύτερες του μηδενός, έχουμε δεξιά ασυμμετρία, ενώ όταν λαμβάνει τιμές μικρότερες του μηδενός αναφέρεται ως αριστερή ασυμμετρία. Όταν ισούται με το μηδέν, η κατανομή είναι συμμετρική, οι παρατηρήσεις κατανέμονται ομοιόμορφα γύρω από το μέσο και αυτό αποτελεί ένδειξη αποτελεσματικής αγοράς.

Η κύρτωση μετράει πόσο παχιές είναι οι ουρές μιας κατανομής και δείχνει κατά πόσο είναι πεπιεσμένο το ιστόγραμμα στο κέντρο ή κατά πόσο αποκλίνουν οι παρατηρήσεις από το ιστόγραμμα του Gauss. Σημείο αναφοράς του συγκεκριμένου συντελεστή είναι ο αριθμός 3. Όταν υπερβαίνει αυτόν τον αριθμό η κατανομή ονομάζεται λεπτοκυρτική. Αυτό σημαίνει εμφάνιση πιο παχιών ουρών, με ακραίες παρατηρήσεις και

μεγάλη διακύμανση. Όταν είναι κάτω από 3 έχουμε πλατυκυρτική, με πιο λεπτές ουρές. Ο τύπος της κύρτωσης μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$Kurtosis = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{y_i - \bar{y}}{s \sqrt{\frac{N-1}{N}}} \right)^4 \quad (6)$$

Τέλος, όταν skewness και kurtosis έχουν τιμές μη-κανονικής κατανομής, το μέτρο Jarque-Bera (J-B) είναι μεγαλύτερο από 5,99.

2.3 Δεδομένα

Η έρευνα βασίζεται κυρίως στη μελέτη των τιμών και του όγκου συναλλαγών τριών τραπεζικών μετοχών (Εθνικής Τράπεζας, Eurobank και Alpha Bank), οι οποίες ενεπλάκησαν σε σενάρια συγχωνεύσεων είτε μεταξύ τους είτε με τρίτες τράπεζες. Πιο συγκεκριμένα μελετήθηκε μια ολοκληρωμένη - επιτυχημένη εξαγορά, αυτή της Ιονικής από την Alpha και δύο μη ολοκληρωμένες – αποτυχημένες συγχωνεύσεις μεταξύ Alpha - Eurobank και Εθνικής – Alpha.

Έγινε χρήση αρχικά του μοντέλου TGARCH και εν συνεχεία ενός GARCH.

Οι χρονολογικές σειρές που δημιουργήθηκαν αφορούν τις τιμές κλεισίματος και του πραγματοποιηθέντα όγκο συναλλαγών των εν λόγω μετοχών για το διάστημα από 07.09.1994 μέχρι 21.12.2012 για τις μετοχές της Εθνικής και της Alpha Bank και από 14.04.1999 μέχρι 21.12.2012 για τη μετοχή της Eurobank. Τα παραπάνω δεδομένα αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και από τις βάσεις δεδομένων του Bloomberg. Ακόμα, ακολουθούν συγκεντρωτικοί πίνακες φημών ή πληροφοριών για συγχώνευση, όπως αυτές αποτυπώθηκαν στα μέσα μαζικής ενημέρωσης και στον ηλεκτρονικό τύπο, έτσι ώστε να γίνει πιο εμφανής η διαβάθμιση της πληροφορίας για κάθε γεγονός.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ/ΦΗΜΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΟΡΑ ALPHA BANK –ΙΟΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ
(ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ)

A/A	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΚΑΤΑΧΩΡΙΣΗΣ	ΠΗΓΗ ΑΝΤΛΗΣΗΣ/ ΑΡΙΘΜΟΣ ΦΥΛΛΟΥ	ΤΙΤΛΟΣ ΑΡΘΡΟΥ
1.	07.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24120	Τι ζητά η Eurobank (διεκδικήτρια) στο Χ.Α.Α.?
2.	12.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24124	Κρυφά χαρτιά στη διαμάχη των μνηστήρων της Ιονικής
3.	14.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24126	Τελευταίες κινήσεις στο σκάκι της Ιονικής
4.	16.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24127	Πυρετός λόγω Ιονικής σε τράπεζες και Χ.Α.Α.
5.	18.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24129	Ενδεχόμενο παράτασης του διαγωνισμού για Ιονική
6.	20.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ / 24131	Οριστικά στις 26 Μαρτίου πωλείται η Ιονική
7.	21.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24132	Τελευταίος χορός για την Ιονική
8.	23.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24133	Ο τζόγος για την Ιονική
9.	24.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24134	Έκρυσαν χρέος 5 δις δρχ. της Ιονικής
10.	28.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24136	Έντονες πιέσεις και φήμες στο παρά 5' για την πώληση της Ιονικής
11.	30.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24139	Κοσμογονία στις τράπεζες λόγω της Ιονικής
12.	31.03.1999	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ /24140	Τα επόμενα βήματα της Alpha Πίστεως Τράπεζας

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ/ΦΗΜΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ALPHA BANK – EUROBANK (ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΗ)			
A/A	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΚΑΤΑΧΩΡΙΣΗΣ	ΠΗΓΗ ΑΝΤΛΗΣΗΣ	ΤΙΤΛΟΣ ΑΡΘΡΟΥ
1.	27.08.2011	www.tovima.gr	Τη Δευτέρα ανακοινώνεται η συγχώνευση ALPHA BANK - EUROBANK
2.	28.08.2011	www.naftemporiki.gr	ALPHA BANK – EUROBANK ενώνουν τις δυνάμεις τους για μια νέα Τράπεζα
3.	29.08.2011	www.naftemporiki.gr	Προσωρινή αναστολή διαπραγμάτευσης των μετοχών
4.	29.08.2011	www.naftemporiki.gr	Αίρεται η προσωρινή αναστολή διαπραγμάτευσης
5.	29.08.2011	www.naftemporiki.gr	“Πράσινο” στη συμφωνία συγχώνευσης
6.	20.09.2011	www.naftemporiki.gr	“Τρέχει” η συγχώνευση των ALPHA BANK - EUROBANK
7.	10.10.2011	www.naftemporiki.gr	Επισπεύδεται η συγχώνευση ALPHA BANK - EUROBANK
8.	16.11.2011	www.naftemporiki.gr	ALPHA BANK – EUROBANK εξασφαλίζουν “πράσινο φως” από τους μετόχους για τη συγχώνευση
9.	30.01.2012	www.naftemporiki.gr	ALPHA BANK: Γ.Σ. για τη συγχώνευση μετά την οριστικοποίηση του PSI
10.	31.01.2012	www.naftemporiki.gr	Η συγχώνευση απειλείται με αδιέξοδο
11.	07.02.2012	www.naftemporiki.gr	Moody’s : Λίγες πιθανότητες για συμφωνία
12.	14.03.2012	www.naftemporiki.gr	ALPHA BANK: Γ.Σ. για ανάκληση του σχεδίου συγχώνευσης
13.	22.05.2012	www.naftemporiki.gr	ALPHA BANK: Πράσινο από Γ.Σ. για ματαίωση της συμφωνίας

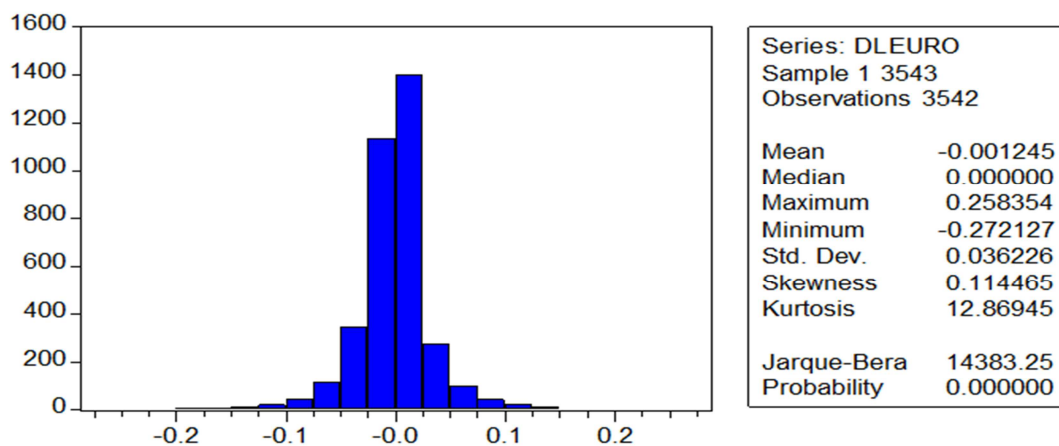
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ/ΦΗΜΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ Ε.Τ.Ε. – ALPHA BANK (ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΗ)			
A/A	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΚΑΤΑΧΩΡΙΣΗΣ	ΠΗΓΗ ΑΝΤΛΗΣΗΣ	ΤΙΤΛΟΣ ΑΡΘΡΟΥ
1.	01.11.2001	www.kathimerini.gr	Κίνηση ρουά ματ από Κωστόπουλο - Καρατζά
2.	01.11.2001	www.kathimerini.gr	Εξασφάλιση οικονομιών κλίμακας ο στόχος για ΕΤΕ – ALPHA BANK
3.	21.11.2001	www.kathimerini.gr	Με ενισχυμένη θέση στις διεθνείς αγορές η νέα ΕΤΕ
4.	21.11.2001	www.kathimerini.gr	Η μεγάλη συγχώνευση στη φάση της δοκιμασίας
5.	21.12.2001	www.kathimerini.gr	Με μοντέλο το οργανόγραμμα της ΕΤΕ
6.	08.01.2002	www.kathimerini.gr	Στην τροχιά της συγχώνευσης οι θυγατρικές ΕΤΕ – ALPHA BANK
7.	16.01.2002	www.kathimerini.gr	ΕΤΕ – ALPHA BANK: Το χρονικό ενός προαναγγελθέντος ναυαγίου
8.	19.01.2002	www.kathimerini.gr	Τελευταία ευκαιρία για ΕΤΕ – ALPHA BANK
9.	20.01.2002	www.kathimerini.gr	Επισημοποιήθηκε το διαζύγιο ΕΤΕ – ALPHA BANK

2.4 Αποτελέσματα

Στα γραφήματα που ακολουθούν αποτυπώνονται οι τιμές και οι αποδόσεις των υπό εξέταση μετοχών.

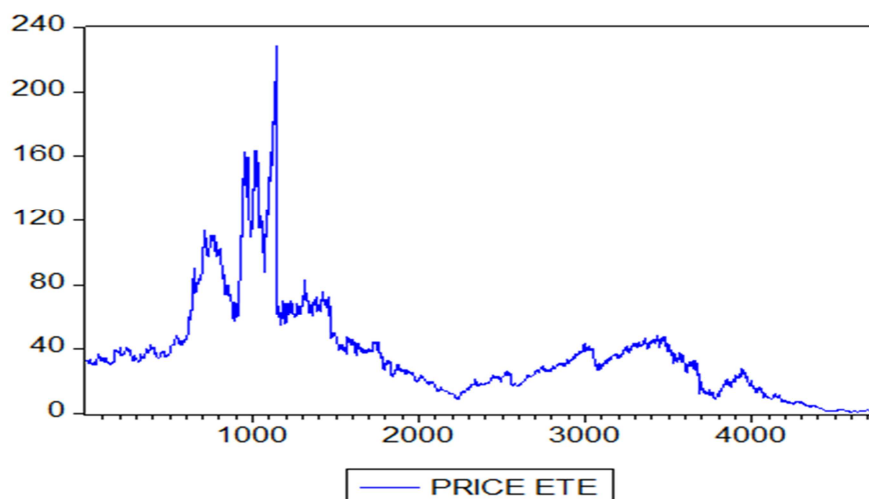


Γράφημα 1: Τιμή μετοχής Eurobank

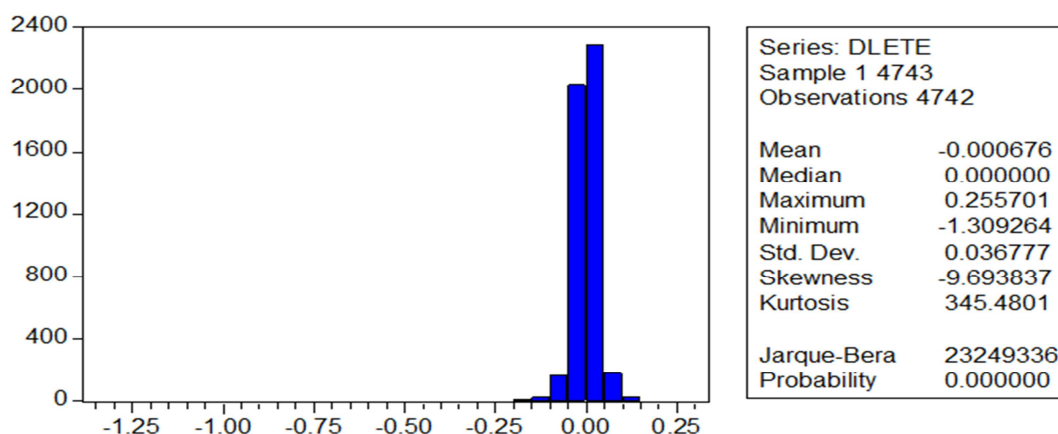


Γράφημα 2: Απόδοση μετοχής Eurobank.

Με τη βοήθεια του παραπάνω γραφήματος, διαπιστώνουμε ότι ο μέσος λαμβάνει αρνητική τιμή, γεγονός που σημαίνει ότι βρισκόμαστε σε καθοδική αγορά. Η skewness είναι ελαφρώς θετικό και σε αυτό οφείλεται η δεξιά ασυμμετρία που παρατηρείται. Η τιμή της κύρτωσης είναι μεγαλύτερη του 3 και ως εκ τούτου κάνει την εμφάνισή του το φαινόμενο των παχιών ουρών. Η μεγάλη τιμή J-B επιβεβαιώνει τη μη κανονικότητα των προηγούμενων παρατηρήσεων.

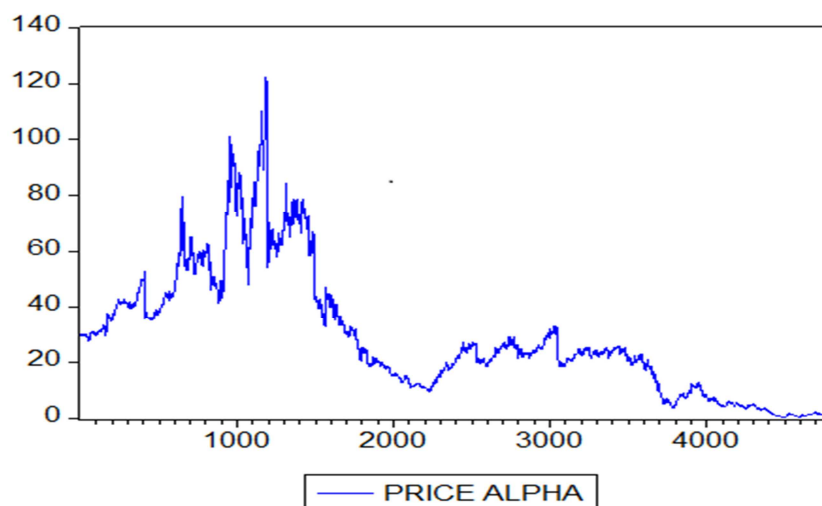


Γράφημα 3: Τιμή μετοχής ETE

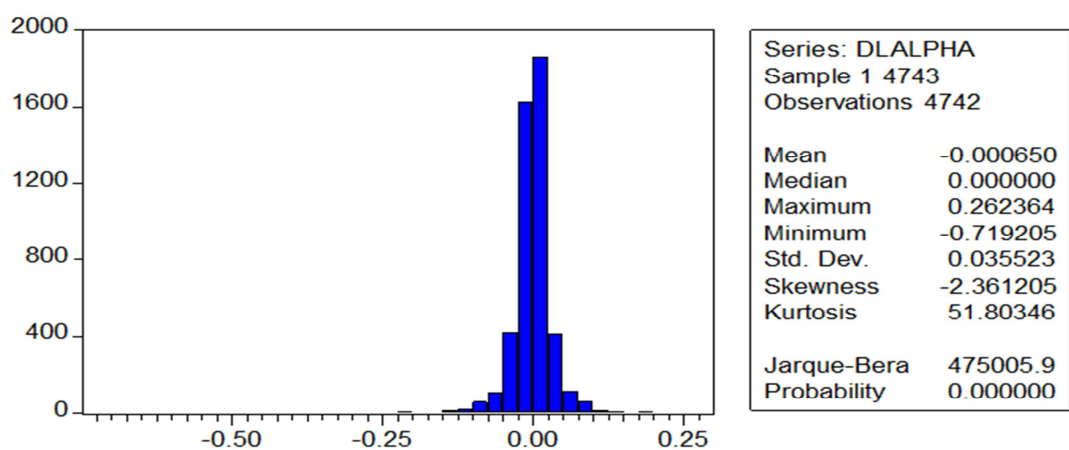


Γράφημα 4: Απόδοση μετοχής Εθνικής.

Στα περιγραφικά στατιστικά της μετοχής της Εθνικής σημειώνουμε τον αρνητικό μέσο αλλά και την αρνητική τιμή skewness, που σημαίνει καθοδική αγορά. Η κύρτωση εμφανίζει ιδιαίτερα μεγάλη τιμή, που σε συνδυασμό με την αρνητική skewness μας οδηγεί στο συμπέρασμα αγοράς υψηλής επικινδυνότητας και ενδεχόμενης κερδοσκοπίας. Ο J-B καταγράφει υπερβολικά μεγάλη τιμή, συνέπεια της μεγάλης απόστασης skewness και κύρτωσης από τις τιμές ισορροπίας.



Γράφημα 5: Τιμή μετοχής Alpha



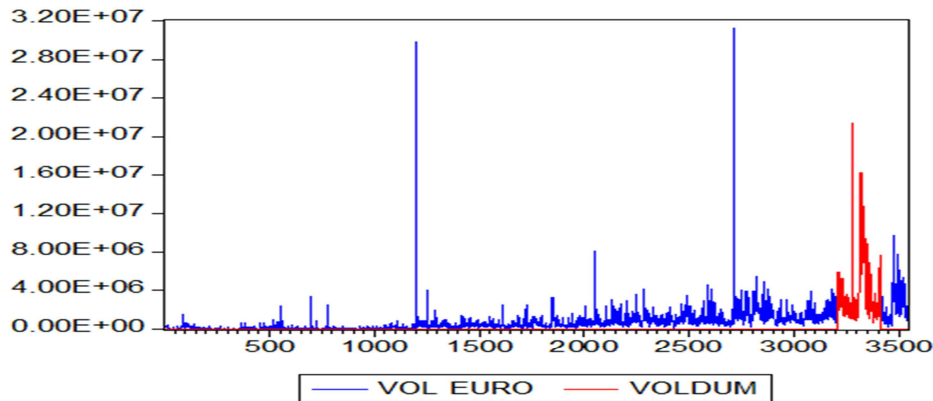
Γράφημα 6: Απόδοση μετοχής Alpha.

Παρατηρώντας τα δεδομένα του γραφήματος για την μετοχή της Alpha, ο μέσος βρίσκεται σε αρνητικό επίπεδο όπως και η skewness γεγονός που σημαίνει καθοδική αγορά και αρνητική ασυμμετρία. Κατά συνέπεια η πληροφορία δεν αποτυπώνεται ομαλά στην τιμή της μετοχής και δεν απορροφάται με κανονικό τρόπο. Η κύρτωση λαμβάνει υψηλή τιμή, αισθητά μεγαλύτερη του 3 και το ιστόγραμμα είναι πεπλεγμένο στο κέντρο ώστε να δημιουργούνται παχιές ουρές και η αίσθηση κερδοσκοπίας. Και σε αυτή την περίπτωση ο J-B επιβεβαιώνει ότι μελετάμε μία μη αποτελεσματική αγορά. Παρατίθεται συγκεντρωτικός πίνακας με τις περιγραφικές στατιστικές για τις τρεις μετοχές.

Πίνακας 4: Περιγραφικές στατιστικές για τις μετοχές για όλη την περίοδο

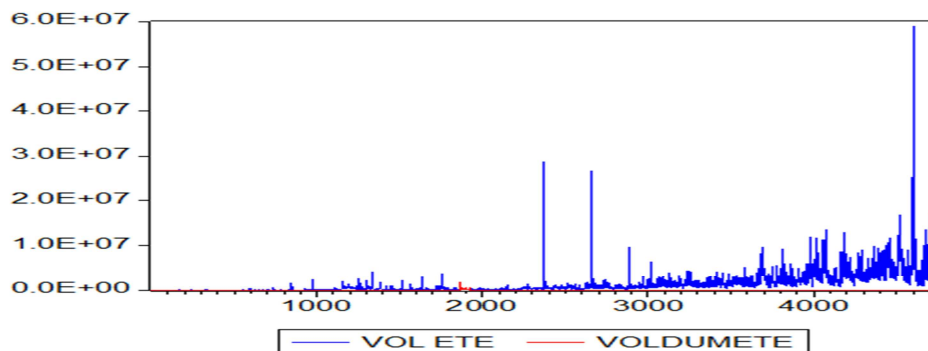
	EURO	ETE	ALPHA
Mean	-0.0012	-0.00068	-0.00065
Skewness	0.11	-9.69	-2.36
Kurtosis	12.87	345.48	51.80
Jarque-Bera	14383.25	23249336	475005.9
Prob.	0.00	0.00	0.00

Στατιστικά σημαντικό για επίπεδο 5%



Γράφημα 7³: Σύγκριση όγκου συναλλαγών Eurobank συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Alpha.

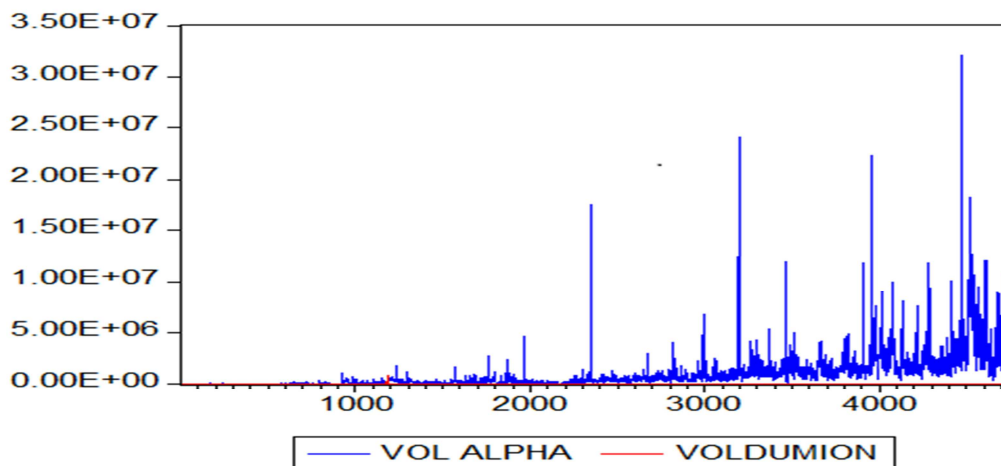
Το Γράφημα 7 απεικονίζει τον όγκο συναλλαγών για όλη την παρατηρούμενη περίοδο και την περίοδο που υπήρχαν φήμες για ενδεχόμενη συγχώνευση. Γίνεται φανερό από το εν λόγω γράφημα ότι η διαρροή πληροφορίας ή φήμης στην αγορά έχει άμεσο αντίκτυπο στον πραγματοποιούμενο όγκο συναλλαγών. Παρόλα αυτά οδηγεί σε αρνητικές αποδόσεις, εμφανίζοντας φαινόμενα bear market.



Γράφημα 8⁴: Σύγκριση όγκου συναλλαγών ETE συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Alpha.

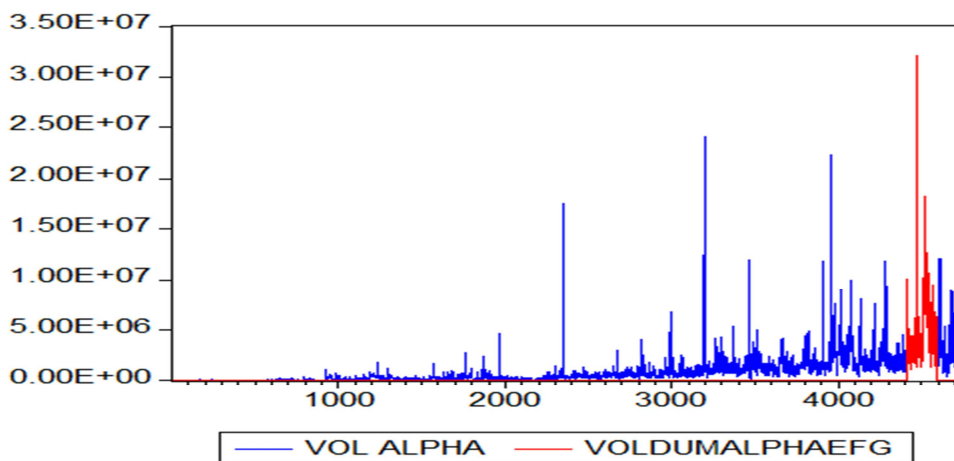
³ Σημείωση: Όπου VOLDUM ο όγκος συναλλαγών της μετοχής την περίοδο που υπήρχαν πληροφορίες και αποτυπώνεται με κόκκινη γραφή.

⁴ Σημείωση: Όπου VOLDUMETE ο όγκος συναλλαγών της μετοχής την περίοδο που υπήρχαν πληροφορίες και αποτυπώνεται με κόκκινη γραφή.



Γράφημα 9⁵: Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Ιονική.

Στο Γράφημα 9 δε γίνεται αντιληπτή κάποια σημαντική μεταβολή στον όγκο συναλλαγών την περίοδο της φήμης, γεγονός που αποδίδεται στην πρώιμη περίοδο για το ελληνικό χρηματιστήριο τέλεσης της συγχώνευσης αλλά και στη βεβαιότητα της αγοράς ότι αυτή θα ολοκληρωθεί.

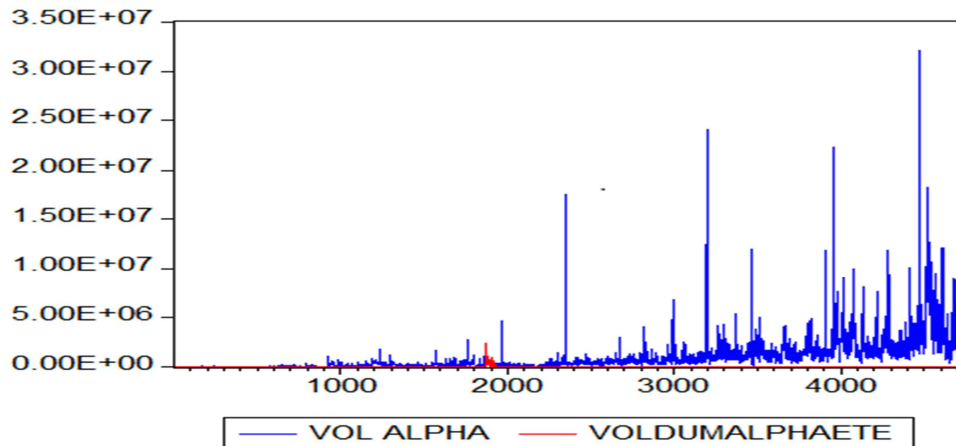


Γράφημα 10⁶: Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την Eurobank.

⁵ Σημείωση: Όπου VOLDUMION ο όγκος συναλλαγών της μετοχής την περίοδο που υπήρχαν πληροφορίες και αποτυπώνεται με κόκκινη γραφή.

⁶ Σημείωση: Όπου VOLDUMALPHA EFG ο όγκος συναλλαγών της μετοχής την περίοδο που υπήρχαν πληροφορίες και αποτυπώνεται με κόκκινη γραφή.

Στο Γράφημα 10 είναι εμφανής η σημαντική διαφοροποίηση του όγκου συναλλαγών την περίοδο κατά την οποία υφίσταται πληροφορία ή διαχέεται κάποια φήμη για επικείμενη συγχώνευση των δύο Τραπεζών. Η συγκεκριμένη παρατήρηση σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η φήμη διέρευσε ημέρα Σάββατο αλλά και τα συμπεράσματα στα οποία οδηγούμαστε μελετώντας τα περιγραφικά στατιστικά, μας δίνουν εκ προοιμίου την αίσθηση της μη ολοκληρωμένης συγχώνευσης.



Γράφημα 11⁷: Σύγκριση όγκου συναλλαγών Alpha συνολικά και την περίοδο της πληροφορίας για τη συγχώνευση με την ΕΤΕ.

Στο Γράφημα 11 εντοπίζεται μια διαφοροποίηση στον όγκο συναλλαγών, η οποία δεν είναι ιδιαίτερα αισθητή, κυρίως λόγω του μικρού χρονικού διαστήματος που υπήρχαν πληροφορίες στην αγορά.

Ακολουθούν τα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από την εφαρμογή του μοντέλου TGARCH (1,1,1) το οποίο στη γενική του μορφή γράφεται ως εξής :

$$R_t = e_t, e_t \sim N(0, \sigma_t^2)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \delta vol_{t-1}^T + \gamma e_{t-1}^2 I_{t-1} \quad (7)$$

όπου vol_{t-1}^T ο συνολικός όγκος συναλλαγών κάθε μετοχής.

⁷ Σημείωση: Όπου VOLDUMALPHAETE ο όγκος συναλλαγών της μετοχής την περίοδο που υπήρχαν πληροφορίες και αποτυπώνεται με κόκκινη γραφή.

Πίνακας 5: TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,001313 (3,63)
α_1	0,15 (2,42)
β_1	0,60 (5,50)
γ	0,05 (0,62)
δ	-1,05E-10 (1,12)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 6: TGARCH μοντέλο για την Eurobank, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000009 (2,90)
α_1	0,133242 (3,57)
β_1	0,869131 (45,82)
γ	0,001248 (0,02)
δ	-5,42E-11 (0,67)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 7: TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,001353 (2,72)
α_1	0,15 (0,48)
β_1	0,60 (4,23)
γ	0,05 (0,12)
δ	-5,59E-11 (0,27)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 8: TGARCH μοντέλο για την Εθνική, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000015 (2,08)
α_1	0,367198 (1,24)
β_1	0,80 (17,43)
γ	-0,18 (0,65)
δ	-7,24E-11 (0,45)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 9: TGARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο για την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,001262 (4,68)
α_1	0,15 (1,97)
β_1	0,60 (6,81)
γ	0,05 (0,44)
δ	-8,56E-11 (1,17)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 10: TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000036 (2,40)
α_1	0,20 (3,45)
β_1	0,79 (16,07)
γ	0,01 (0,12)
δ	1,06E-8 (0,44)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 11: TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,0012 (2,48)
α_1	0,15 (1,73)
β_1	0,60 (3,86)
γ	0,05 (0,43)
δ	-1,36E-9 (0,33)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 12: TGARCH μοντέλο για την Alpha, με τον όγκο συναλλαγών μόνο την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000054 (2,76)
α_1	0,22 (1,71)
β_1	0,73 (15,09)
γ	0,13 (0,80)
δ	-1,05E-10 (0,67)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Γίνεται εμφανές από τα παραπάνω ότι, αν και σε αρκετές περιπτώσεις απαντώνται οι στατιστικές ιδιότητες ύπαρξης ενός GARCH μοντέλου, παρόλα αυτά δεν εντοπίζεται, στατιστική σημαντικότητα στο συντελεστή γ . Ως εκ τούτου θα γίνει χρήση του μοντέλου GARCH (1,1) με τον όγκο στην εξίσωση της διακύμανσης.

Σε αυτή την περίπτωση το μοντέλο θα διαμορφωθεί ως εξής :

$$R_t = e_t, \quad e_t \sim N(0, \sigma_t^2)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \delta Vol_{t-1}^T \quad (8)$$

και τα αποτελέσματα συνοψίζονται στους ακόλουθους πίνακες.

Πίνακας 13: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000005 (1,83)
α_1	0,139688 (5,45)
β_1	0,851583 (40,21)
δ	2,36E-11 (1,08)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 14: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Eurobank την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000009 (3,00)
α_1	0,133898 (5,26)
β_1	0,869126 (46,66)
δ	5,42E-11 (0,66)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 15: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000016 (2,21)
α_1	0,309601 (1,44)
β_1	0,783255 (13,88)
δ	7,04E-12 (0,21)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 16: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Εθνική την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000014 (1,82)
α_1	0,295338 (1,66)
β_1	0,800966 (15,39)
δ	-9,81E-11 (0,67)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 17: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000080 (2,28)
α_1	0,568740 (2,45)
β_1	0,405415 (3,43)
δ	2,51E-10 (1,62)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 18: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000035 (2,79)
α_1	0,314297 (3,18)
β_1	0,758679 (16,95)
δ	-1,38E-10 (1,70)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 19: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000040 (2,85)
α_1	0,325642 (3,14)
β_1	0,742987 (16,29)
δ	7,94E-11 (0,55)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 20: GARCH (1,1) μοντέλο με το συνολικό όγκο συναλλαγών στη διακύμανση για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.

Συντελεστής	Τιμές
α_0	0,000036 (2,49)
α_1	0,214650 (3,45)
β_1	0,796661 (17,23)
δ	1,06E-8 (0,44)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Από την εφαρμογή του παραπάνω μοντέλου διαπιστώνουμε τη μη ύπαρξη στατιστικής σημαντικότητας στο συντελεστή δ και ως εκ τούτου είναι δύσκολο να προκύψει κάποια οικονομική ερμηνεία και να εξαχθούν συμπεράσματα.

Σημειώνουμε μόνο την περίπτωση της συγχώνευσης της Alpha με την Εθνική, όπου παρατηρήθηκε στατιστική σημαντικότητα για 10%, γεγονός που υποδεικνύει την περιορισμένη επίδραση που άσκησε ο όγκος συναλλαγών της μετοχής της Alpha.

Εν συνεχεία παρατίθενται τα αποτελέσματα του μοντέλου GARCH (1,1) με τον όγκο των συναλλαγών στην εξίσωση του μέσου που δίνεται με τον παρακάτω τύπο :

$$R_t = \delta \nu o l_{t-1}^T + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_t^2) \quad (9)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{t-1}^2. \quad (10)$$

Πίνακας 21: GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
δ	3,00E-11 (0,07)
α_0	0,0000079 (2,91)
α_1	0,131712 (5,35)
β_1	0,874442 (49,55)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 22: GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Eurobank την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
δ	-2,71E-09 (2,56)
α_0	0,0000081 (2,95)
α_1	0,134293 (5,43)
β_1	0,8721 (49,52)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 23: GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
δ	1,73E-11 (0,04)
α_0	0,000014 (1,69)
α_1	0,296017 (1,66)
β_1	0,801202 (15,52)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 24: GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Εθνική την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
δ	-1,46E-08 (2,05)
α_0	0,000014 (1,69)
α_1	0,332696 (1,80)
β_1	0,787775 (15,40)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 25: GARCH μοντέλο με το συνολικό όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha.

Συντελεστής	Τιμές
δ	1,22E-10 (0,23)
α_0	0,000035 (2,76)
α_1	0,315726 (3,17)
β_1	0,756752 (16,75)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 26: GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Ιονική.

Συντελεστής	Τιμές
δ	-2,36E-07 (2,08)
α_0	0,000036 (2,51)
α_1	0,228608 (3,47)
β_1	0,790188 (16,79)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 27: GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Eurobank.

Συντελεστής	Τιμές
δ	-2,54E-09 (3,70)
α_0	0,000037 (2,81)
α_1	0,324179 (3,21)
β_1	0,750625 (16,74)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Πίνακας 28: GARCH μοντέλο με τον όγκο στην εξίσωση του μέσου για την Alpha την περίοδο που υπήρχαν φήμες και πληροφορίες για τη συγχώνευση με την Εθνική.

Συντελεστής	Τιμές
δ	-1,27E-09 (0,28)
α_0	0,000043 (2,99)
α_1	0,387408 (3,53)
β_1	0,716163 (16,48)

Σημείωση: Η στατιστική σημαντικότητα επιπέδου 5% των μεταβλητών εμφανίζεται μέσα στις παρενθέσεις και υποδηλώνεται με την πλάγια γραφή. Η απεικόνισή τους έγινε σε απόλυτες τιμές.

Από τα αποτελέσματα του παραπάνω μοντέλου διαπιστώνουμε ότι στατιστική σημαντικότητα παρατηρείται για τις εξής μετοχές:

- Για την Eurobank στην περίπτωση συγχώνευσής της με την Alpha,
- Για την Alpha στην περίπτωση συγχώνευσής της με την Ιονική,
- Για την Alpha στην περίπτωση συγχώνευσής της με την Eurobank,

Οι στατιστικές ιδιότητες ύπαρξης του μοντέλου πληρούνται για το σύνολο των προαναφερόμενων περιπτώσεων.

2.5 Οικονομική ερμηνεία των αποτελεσμάτων

Στην υποενότητα που ακολουθεί θα επιχειρηθεί η κατά περίπτωση ανάλυση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων που προέκυψαν παραπάνω. Θα επικεντρωθούμε στις περιπτώσεις όπου εντοπίστηκε στατιστική σημαντικότητα.

Εξετάζοντας τη συγχώνευση της Alpha με την Eurobank, ταυτόχρονα και για τις δύο μετοχές, διαπιστώσαμε ότι καταγράφηκαν αρνητικές συνολικές αποδόσεις. Η παρατηρούμενη περίοδος ξεκινάει από την πρώτη «διαρροή» στον Τύπο της πληροφορίας για επικείμενη συγχώνευση μέχρι και το τελευταίο δημοσίευμα που ανέφερε το οριστικό «ναυάγιο» της συμφωνίας. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι, η πρώτη θετική αντίδραση στις αποδόσεις των εταιριών, σημειώνεται μία εβδομάδα μετά την ανακοίνωση στον Τύπο. Αξιοσημείωτο στοιχείο επίσης, αποτελεί η «αντιστρόφως ανάλογη» συμπεριφορά πληροφορίας και απόδοσης. Τις ημέρες που δημοσιευόταν κάποιο θετικό νέο, καταγράφονταν αρνητική απόδοση. Αντίστροφα, όταν η φημολογία ενίσχυε το ενδεχόμενο αποτυχίας του εγχειρήματος, οι αποδόσεις ήταν θετικές. Επίσης, τις ημέρες που ανακοινώθηκαν οι εγκρίσεις της Γενικής Συνέλευσης της Alpha, περί ανάκλησης του σχεδίου συγχώνευσης και ματαίωσης της συμφωνίας, οι αποδόσεις και στις δύο συνεδριάσεις ήταν θετικές για την ίδια, ενώ για τη μετοχή της Eurobank μόνο στη δεύτερη έγκριση. Ανάλογο αποτέλεσμα εντόπισε και ο Dodd (1980) στην έρευνά του, όπου η «επιτιθέμενη» εταιρία εμφάνισε ελαφρώς ανοδικές τάσεις, ενώ η εταιρία-στόχος κατέγραψε αρνητικές αποδόσεις. Διαφορά υπάρχει με τη μελέτη του Dodd (1980) στο γεγονός ότι οι μέτοχοι της εταιρίας-στόχου κέρδισαν υψηλές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης της πρότασης, κάτι που δεν προκύπτει από την παρούσα εργασία.

Εν συνεχεία, ελέγχοντας τον όγκο συναλλαγών των μετοχών, διαπιστώνουμε ότι, παρά τις αρνητικές αποδόσεις, το διάστημα που εξελισσόταν η διαδικασία συγχώνευσης παρουσίασε αύξηση. Το οξύμωρο αυτού ενισχύεται από το γεγονός ότι η αγορά στο σύνολό της ήταν καθοδική. Ο όγκος συναλλαγών συνεπώς «τροφοδοτούνταν» από τις φήμες που κυκλοφορούσαν στις εφημερίδες και στον ηλεκτρονικό τύπο και δεν συνδέεται με απτά στοιχεία ή δεδομένα. Επικουρικά της προηγούμενης ρήσης λειτουργεί το συμπέρασμα των Kyrtzou και Malliaris (2009), οι οποίοι υποστήριζαν ότι, όταν υφίσταται μη γραμμικότητα στο trading, η διάχυση μιας φήμης μπορεί να προκαλέσει διακυμάνσεις και αστάθεια στην αγορά. Ο Murray (1994) αντιθέτως, στην εργασία του απέδειξε ότι η

ύπαρξη πληροφοριών από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης δεν δύναται να επηρεάσει τον όγκο συναλλαγών. Η συγκεκριμένη διαπίστωση όμως ισχύει για αναπτυγμένες αγορές, γεγονός που, όπως αναφέρεται παρακάτω, στη συγκεκριμένη περίπτωση δεν ισχύει. Οι προαναφερθείσες διαπιστώσεις μας οδηγούν σε δύο συμπεράσματα, που το ένα δεν αποκλείει το άλλο: α) είτε οι επενδυτές θεωρούν την επικείμενη συμφωνία μη συμφέρουσα, β) είτε η αγορά είναι αναποτελεσματική. Σχετικά με το πρώτο, όπως αναφέρουν και οι Athanasoglou et al. (2005) στη μελέτη τους, ενδεχομένως να συμβαίνει επειδή θεωρούν ότι με τη συγχώνευση εξυπηρετούνται τα συμφέροντα της Διοίκησης και όχι των μετόχων. Το δεύτερο συμπέρασμα είναι πιο αληθοφανές. Είναι γνωστό ότι κάποιες από τις υποθέσεις της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών είναι οι εξής:

- όλες οι πληροφορίες να είναι γνωστές σε όλους τους επενδυτές και να απορροφώνται στιγμιαία,
- να αποτυπώνονται αυτόματα στις τιμές των μετοχών,
- οι ορθολογικοί επενδυτές να εκτιμούν την πληροφορία και να τη «μεταφράζουν» σε ανάλογες εντολές αγοράς ή πώλησης,
- τα κόστη των συναλλαγών είναι κοινά για όλους,
- οι επενδυτές είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους και δεν αλληλοεπηρεάζονται.

Γίνεται αντιληπτό από τα παραπάνω, ότι οι εξεταζόμενες συγχωνεύσεις δεν περιλαμβάνουν αυτά τα χαρακτηριστικά. Σημειώνουμε ότι η εν λόγω συγχώνευση ανακοινώθηκε από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης ημέρα Σάββατο, γεγονός που αποκλείει την άμεση αποτύπωση της πληροφορίας στις τιμές των μετοχών. Επιπροσθέτως, δημιουργείται αυτομάτως ένα χρονικό κενό 48 ωρών περίπου, που επιτρέπει να γίνουν «ζυμώσεις», οι οποίες κατά πάσα πιθανότητα θα μεταβάλουν την τιμή «ανοίγματος» των μετοχών τη Δευτέρα. Η μη ορθότητα της προαναφερθείσας πρακτικής υπερτονίζεται και από τα αποτελέσματα των Branch et al. (2001), οι οποίοι απέδειξαν ότι η μεταβλητότητα της αγοράς τη Δευτέρα είναι μεγαλύτερη, αν εκείνη την ημέρα πραγματοποιούνται ανακοινώσεις.

Το τρίτο γεγονός που χρήζει σχολιασμού είναι αυτό της εξαγοράς της Ιονικής από την Alpha. Η ειδοποιός διαφορά σε αυτή την περίπτωση είναι ότι αναφερόμαστε σε μια επιτυχημένη και ολοκληρωμένη διαδικασία. Ένα άλλο χαρακτηριστικό σημείο είναι ότι η πώληση της Ιονικής είχε αποφασιστεί και το διακύβευμα ήταν ποιος τελικά από τους διεκδικητές θα επικρατούσε.

Παρατηρώντας τις αποδόσεις της Alpha, διαπιστώνουμε ότι κινούνται κυρίως σε θετικά επίπεδα. Ακόμα και σε ημέρες με αρνητικά νέα, που έθεταν σε κίνδυνο ολόκληρη τη συμφωνία, η αντίδραση της μετοχής ήταν από ουδέτερη έως θετική. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πεποίθηση του επενδυτικού κοινού ότι, παρά τις δυσκολίες, η συμφωνία θα ολοκληρωθεί, τα νέα που δημοσιεύονται αποτελούν ουσιαστική πληροφόρηση και όχι φήμες που ενδεχομένως να αποσκοπούν κάπου αλλού. Επίσης, οι επενδυτές θεωρούν ότι με το πέρας του εγχειρήματος, η νέα τράπεζα θα καρπωθεί πολλαπλά οφέλη και κατά συνέπεια και οι ίδιοι.

Ο όγκος συναλλαγών αποτελεί ένα ακόμα αξιοπρόσεκτο στοιχείο. Όσο πλησιάζει η στιγμή της οριστικοποίησης της συμφωνίας, βαίνει αυξανόμενος και σε συνάρτηση με τα νέα που αφορούν στην εξαγορά. Σε σχετικό άρθρο οι Keown et al. (1992) υποστηρίζουν ότι η συνεχής ροή πληροφορίας οδηγεί σε αυξανόμενο όγκο συναλλαγών. Θεωρούμε όμως ότι αυτό δεν αποτελεί ένδειξη αποτελεσματικής αγοράς, αλλά η εξήγηση είναι διαφορετική. Οι επενδυτές θεωρούν δεδομένη την ολοκλήρωση της διαδικασίας και ως εκ τούτου διενεργούν αγοραπωλησίες με στόχο το κέρδος.

Σημειώνουμε ότι η εξαγορά της Ιονικής από την Alpha είναι χρονικά προγενέστερη όλων όσων μελετήθηκαν στη συγκεκριμένη εργασία. Παρόλα αυτά, δεν μπορούμε παρά να επισημάνουμε τις ομοιότητες με αυτές που έλαβαν χώρα μια δεκαετία αργότερα και να διαπιστώσουμε ότι ο χρόνος που κύλησε δεν έκανε την αγορά πιο αποτελεσματική και τους επενδυτές πιο σοφούς.

Επίλογος

Από όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, αποδεικνύεται ότι η φήμη και η πληροφορία αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι, τόσο της κοινωνικής ζωής όσο και της οικονομικής. Η δυναμική που έχουν αναπτύξει, ιδιαίτερα τις τελευταίες δεκαετίες μέσω των ραγδαία αναπτυσσόμενων μέσων μαζικής ενημέρωσης, επηρεάζει ποικιλοτρόπως τις επενδυτικές επιλογές των οικονομικών μονάδων. Ο βαθμός επίδρασης γίνεται ακόμα μεγαλύτερος όταν αναφερόμαστε σε μια αναποτελεσματική αγορά. Ενδείξεις αποτελούν, οι κοινές και μαζικές αγοραπωλησίες των επενδυτών, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για μια καθοδική αγορά, η αργοπορημένη απορρόφηση των νέων που διαχέονται και η ύπαρξη εσωτερικής πληροφόρησης.

Η εργασία αυτή ερευνά τη συμπεριφορά τριών τραπεζικών μετοχών, που εμπλέκονται σε συγχωνεύσεις και εξαγορές και πώς η πληροφορία για το επικείμενο γεγονός επιδρά στις αποδόσεις και στον όγκο συναλλαγών τους. Τα προαναφερθέντα φαινόμενα εμφανίστηκαν έντονα στην παρούσα μελέτη. Πιο συγκεκριμένα, οι αποδόσεις κατέγραψαν κατά κύριο λόγο αρνητικές τιμές, σε αντίθεση με τον όγκο συναλλαγών ο οποίος ήταν ιδιαίτερα αυξημένος τις ημέρες που κυκλοφορούσε κάποια φήμη. Παρατηρήσαμε, με τη βοήθεια των περιγραφικών στατιστικών, ότι οι τιμές των kurtosis, skewness και Jarque-Bera εμφανίζουν σημαντικές αποκλίσεις από τις τιμές ισορροπίας τους, κάτι που υποδηλώνει αναποτελεσματική αγορά και δημιουργεί υπόνοιες για κερδοσκοπία. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από το γεγονός ότι δύο από τα τρία γεγονότα που αναλύσαμε, ανακοινώθηκαν ή δημοσιεύτηκαν ημέρα Παρασκευή και Σάββατο. Κατά αυτό τον τρόπο, δημιουργήθηκε χρονικό κενό δύο ημερών και μειώθηκε η δυνατότητα αντίδρασης των ορθολογικών επενδυτών που απορρόφησαν και μετέφρασαν τη συγκεκριμένη πληροφορία με καθυστέρηση.

Εν κατακλείδι, θεωρούμε ότι η συγκεκριμένη μελέτη είναι ιδιαίτερα επίκαιρη και με τις συνεχείς εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο καθίσταται ακόμα πιο ενδιαφέρουσα. Η οικονομική κρίση που βιώνουμε και η κατάσταση της χώρας έπληξε έντονα τις τράπεζες, πολλές από τις οποίες πίστεψαν ότι «η ισχύς εν τη ενώσει» και αποφάσισαν να συμπράξουν, κερδίζοντας από τις συνέργειες που θα προκύψουν. Την τρέχουσα περίοδο είναι σε εξέλιξη τουλάχιστον δύο μεγάλες συγχωνεύσεις/εξαγορές τραπεζών ενώ επίκεινται και άλλες. Θα ήταν πολύ ενδιαφέρον πεδίο μελλοντικής έρευνας, η μελέτη αυτών των γεγονότων, με τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζουν.

Βιβλιογραφία

- Aharon, D.Y., Gavious, I., & Yosef, R., (2010). Stock market bubble effects on mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50, 456-470.
- Aktas, N., DeBodt, E., Declerck, F., & VanOppens, H., (2007). The PIN anomaly around M&A announcements. *Journal of Financial Markets*, 10, 169-191.
- Altunbas, Y., & Marques, D., (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of Economics and Business*, 60, 204-222.
- Amoako-Adu, B., & Yagil, J., (1996). Stock price behavior between the base, announcement and consummation dates of the merger. *Journal of Economic Business*, 38, 105-111.
- Athanasoglou, P.P., Asimakopoulos, I.G., & Georgiou, E.A., (2005). The effect of merger and acquisition announcement on Greek bank stock returns. *Economic Bulletin*, 24, 27-44.
- Baker, M., Pan, X., & Wurgler, J., (2012). The effect of reference point prices on mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 106, 49-71.
- Bessler, W., & Murtagh, J.P., (2002). The stock market reaction to cross-border acquisitions of financial services firms: an analysis of Canadian banks. *Journal of International Financial Markets*, 12, 419-440.
- Brady, U., & Feinberg, R.M., (2000). An examination of stock-price effects of EU merger control policy. *International Journal of Industrial Organization*, 18, 885-900.
- Branch, B., Jung, J., & Yang, T., (2001). The Monday merger effect. *International Review of Financial Analysis*, 10, 1-18.
- Buch, C.M., & DeLong, G., (2004). Cross-border bank mergers: What lures the rare animal? *Journal of Banking and Finance*, 28, 2077-2102.
- Clarke, R., & Ioannidis, C., (1996). On the relationship between aggregate merger activity and the stock market: some further empirical evidence. *Economic Letters*, 53, 349-356.
- Cornett, M.M., & De, S., (1991). Common stock returns in corporate takeover bids: Evidence from interstate bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, 15, 273-295.

- Cybo-Ottone, A., & Murgia, M., (2000). Merger and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking and Finance*, 24, 831-859.
- Deyoung, R., Flannery, M.J., Lang, W.W., & Sorescu, S.M., (2001). The information content of bank exam ratings and subordinated debt prices. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33 (4), 17-29.
- DiFonzo, N., & Bordia, P., (1997). Rumor and Prediction: Making sense (but losing dollars) in the Stock Market. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 71(3), 329-353.
- Dodd, P., (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8, 105-137.
- Hagendorff, J., Collins, M., & Keasey, K., (2008). Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1333-1348.
- Jabbour, A.R., Jalilvand, A., & Switzer, J.A., (2000). Pre-bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 9(1), 21-43.
- Jayaraman, N., Frye, M.B., & Sabherwal, S., (2001). Informed trading around merger announcements: An empirical test using transaction volume and open interest in options market. *The Financial Review*, 37, 45-74.
- Kalev, P.S., Liu, W., Pham, P.K., & Jarnecic, E., (2004). Public information arrival and volatility of intraday stock returns. *Journal of Banking and Finance*, 28, 1441-1467.
- Keown, A.J., Pinkerton, J.M., & Bolster, P.J., (1992). Merger announcements, asymmetrical information and trading volume: An empirical investigation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(6), 901-909.
- Kiyamaz, H., (2001). The effects of stock market rumors on stock prices: evidence from an emerging market. *e-Journal of Multinational Financial Management*, 11, 105-115.
- Kosfeld, M., (2005). Rumours and markets. *Journal of Mathematical Economics*, 41, 646-664.
- Kyrtsov, C., & Malliaris, A. G., (2009). The impact of information signals on market prices when agents have non-linear trading rules. *Economic Modelling*, 26, 167-176.

- Lai, G., & Wong, O., (2002). The tie effect on information dissemination: the spread of a commercial rumor in Hong Kong. *Social Networks*, 24, 49-75.
- Martynova, M., & Renneboog L., (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32, 2148-2177.
- Murray, P.G., (1994). Pre-announcement share price run-ups and abnormal trading volume in takeover target's shares: A test of the market speculation hypothesis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 319-348.
- Mylonidis, N., & Kelnikola, I., (2005). Merging activity in the Greek banking system: a financial accounting perspective. *South Eastern Europe Journal of Economics*, 1, 121-144.
- Oberlechner, T., & Hocking, S., (2004). Information sources, news and rumors in financial markets: Insights into the foreign exchange market. *Journal of Economic Psychology*, 25, 407-424.
- Pendleton, S.C., (1998). Rumor research revisited and expanded. *Language and Communication*, 18, 69-86.
- Qiu, L.D., & Zhou, W., (2006). International mergers: Incentives and welfare. *Journal of International Economics*, 68, 38-58.
- Rosnow, R.L., Esposito, J.L., & Gibney, L., (1988). Factors influencing rumor sprwading: replication and extension. *Language and Communication*, 8(1), 29-42.
- Rosnow, R.L., Yost, J.H., & Esposito, J.L., (1986). Belief in rumor and likelihood of rumor transmission. *Language and Communication*, 6(3), 189-194.
- Schwert, G.W., (1996). Mark-up pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
- Vallascas, F., & Hagendorff, J., (2011). The impact of European bank mergers on bidder default risk. *Journal of Banking and Finance*, 35, 902-915.
- Vlastakis, N., & Markellos, R.N., (2012). Information demand and stock market volatility. *Journal of Banking and Finance*, 36, 1808-1821.
- Watson, R., (1988). On the size of a rumor. *Stochastic Processes and their Applications*, 27, 141-149.
- <http://www.investopedia.com>
- <http://www.kathimerini.gr>
- <http://www.naftemporiki.gr>
- <http://www.sec.gov>

- <http://www.tovima.gr>