■ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΟΝΤΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΑ ΚΑΙ ΣΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ ΤΟΥ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ: ΘΕΩΡΙΕΣ, ΕΡΕΥΝΕΣ, ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.

Αθανάσιος Κουλακιώτης, PhD

University of Wales, Bangor

Δημήτριος Αγγελίδης, MA

University of Wales, Bangor

1. Εισαγωγή.

Τα τελευταία χρόνια γινόμαστε μάρτυρες ενός φαινομένου, που σταδιακά αυξάνεται με εντονότερους ρυθμούς, κατά το οποίο οι κοινωνικές, πολιτικές, πολιτισμικές αλλά κυρίως οι οικονομικές αλληλοεπιδράσεις μεταξύ των διάφορων κρατών και περιοχών του πλανήτη, γίνονται ολοένα σημαντικότερες και σπουδαιότερες. Τα εθνικά και τοπικά δίκτυα κάθε μορφής απορροφούνται από ένα ισχυρότερο και μεγαλύτερο παγκόσμιο δίκτυο με τα δικά του ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Η οικονομία πέρα από κινητήρια δύναμη της παγκοσμιοποίησης έχει επηρεαστεί σε κάθε κλάδο της έντονα και ποικιλόμορφα. Η άρση αυστηρών περιορισμών, η βελτίωση της τεχνολογίας και η ταχύτερη μεταφορά μεγαλύτερης ποσότητας πληροφοριών επέτρεψε σε πολλές ριζοσπαστικές επιχειρήσεις να στραφούν σε αγορές του εξωτερικού, όχι μόνο για την παραγωγή ή την πώληση προϊόντων, αλλά και για να θέσουν ένα μέρος του μετοχικού τους κεφαλαίου στην διάθεση επενδυτών της αλλοδαπής.

Το κίνητρο των επιχειρήσεων για μια τέτοια πρωτοβουλία είναι η άντληση κεφαλαίων από νέες αγορές. Παράλληλα, αίρεται το ερώτημα ποιές είναι οι πιθανές επιπτώσεις από την καινούργια αυτή τακτική των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων τόσο για τις ίδιες τις επιχειρήσεις όσο και για τους επενδυτές που κατέχουν μετοχές των εταιρειών που διαπραγματεύονται σε άλλες αγορές.

Απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα προσπάθησαν να δώσουν έρευνες διαφόρων μελετητών αρχικά για επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) που πέρα από το NYSE από άρχισαν να διαπραγματεύονται τις μετοχές τους και σε άλλα χρηματιστήρια. Στην συνέχεια οι εργασίες επεκτάθηκαν και για άλλες χώρες υπολογίζοντας τους ίδιους ή διαφορετικούς παράγοντες. Τα κύρια ζητήματα με τα οποία ασχολήθηκαν οι ερευνητές ήταν οι τιμές των μετοχών, η διακύμανσή τους και κυρίως με ποιό τρόπο και σε ποιό βαθμό επηρεάζεται η συμπεριφορά των μετοχών από την απόφαση της διοίκησης κάποιας επιχείρησης να διαπραγματευτεί τις μετοχές της σε παραπάνω από ένα χρηματιστήρια. Διαφορετικά χρηματιστήρια σημαίνει διαφορετικά θεσμικά και νομικά πλαίσια, διαφορετικές οι-

κονομίες, διαφορετικά μακροοικονομικά νέα, διαφορετική ώρα διαπραγμάτευσης. Είναι, λοιπόν, ζητούμενο να εξεταστεί πώς η ίδια επιχείρηση επηρεάζεται σε διαφορετικό περιβάλλον. Τα συμπεράσματα είναι χρήσιμα για τους επενδυτές, θεσμικούς και ιδιώτες, αλλά και για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων. Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αναφέρει τις σχετικές μελέτες και να τις ταξινομήσει με βάση κάποια κριτήρια, ώστε τόσο οι επαγγελματίες στον συγκεκριμένο κλάδο, όσο και οι ακαδημαϊκοί ερευνητές, να έχουν ένα οδηγό για την διεξοδική μελέτη τουυ θέματος. Για την επίτευξη του σκοπού μας, η δομή της εργασίας είναι η εξής: Αρχικά αναφερόμαστε στην ομαδοποιημένη διακύμανση. Στην συνέχεια παρουσιάζουμε έρευνες για την δημόσια πληροφόρηση, την εσωτερική πληροφόρηση και την φημολογία. Ακόμη, επισημένονται μελέτες σχετικά με την τμηματοποίηση της αγοράς, εμπειρικά αποτελέσματα και την μεταφορά πληροφοριών ανάμεσα στις Ευρωπαϊκές αγορές.

2. Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Η ενότητα αυτή διακρίνεται σε επτά υποενότητες, καθώς ταξινομούνται οι μελέτες με βάση ορισμένα χαρακτηριστικά.

2.1 Ομαδοποιημένη Διακύμανση (Volatility Clustering). Μοντέλα ARCH και GARCH.

Ένας αριθμός μελετών ανέδειξαν εμπειρικά αποτελέσματα για την 'ομαδοποιημένη διακύμανση' που αναφέρονται στην επίπτωση που έχουν οι ειδήσεις στην μεταβολή της τιμής των μετοχών. Όλες αυτές οι έρευνες υποστήριξαν την θεωρία της 'ομαδοποιημένης διακύμανσης' σύμφωνα με την οποία τα νέα τείνουν να ομαδοποιούνται μαζί και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζεται η διακύμανση στην τιμή της μετοχής. Πιο συγκεκριμένα ο Engle (1982) εισήγαγε μια νέα τάξη στοχαστικών μοντέλων τα οποία αναφέρονται με τα αρχικά ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedastic, ARCH). Σε γενικές γραμμές οι προσεγγίσεις μέσω των μοντέλων ARCH αναφέρουν ότι οι παρελθούσες πληροφορίες είναι ικανές για την πρόβλεψη της

διακύμανσης της τιμής της μετοχής για την επόμενη περίοδο. Συνήθως οι εργασίες που χρησιμοποιούν τα μοντέλα ARCH εστιάζουν την προσοχή τους στα δεδομένα εκείνα που υστερούν χρονικά κατά μία περίοδο.

Ο Pindyck (1986) βρήκε ότι οι αλλαγές στην μεταβολή των τιμών των μετοχών δεν διατηρούνται κανονικά για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, υποστήριξε ότι η διακύμανση της προηγούμενης περιόδου είναι ικανή να εξηγήσει την διακύμανση της επόμενης περιόδου σε εντονότερο βαθμό από άλλες μεταβλητές, όπως είναι για παράδειγμα οι μεταβολές στα εταιρικά κέρδη ή το πραγματικό επιτόκιο. Η ένταση της επιρροής εξαρτάται βασικά από το μέγεθος των αντίστοιχων μεταβολών. Ο Pindyck ανέφερε ότι το ένα τρίτο περίπου από την συνολική μείωση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1974 μπορεί να οφείλονταν στις μεταβολές της διακύμανσης των τιμών των μετοχών.

Ο Bollerslev (1986) επέκτεινε το πλαίσιο εργασίας του μοντέλου ARCH που είχε εισαχθεί από τον Engle το 1982 σε ένα γενικό μοντέλο ARCH το οποίο συμβολίζεται με τα αρχικά GARCH (General ARCH). Το μοντέλο GARCH επιτρέπει στις παρελθούσες εκτιμώμενες διακυμάνσεις να συνυπολογίζονται για τον προσδιορισμό της τρέχουσας εκτιμώμενης διακύμανσης έτσι ώστε να συμπεριλαμβάνεται και η 'ομαδοποιημένη διακύμανση'. Ως αποτέλεσμα τα μοντέλα GARCH προτιμούνται από την προσέγγιση των μοντέλων ARCH για την έρευνα που αφορά την μεταφορά των διακυμάνσεων ανάμεσα στις αγορές. Αυτό συμβαίνει γιατί το γενικό μοντέλο επιτρέπει την εξέταση τόσο της σημασίας όσο και της διατήρησης της διάχυσης των επιδράσεων που προκαλούνται από την μεταβολή της διακύμανσης. Αντίθετα, οι προσεγγίσεις με την χρήση μοντέλων ARCH παρέχουν εκτιμήσεις μόνο για την σημασία του φαινομένου της διάχυσης των διακυμάνσεων.

2.2 Δημόσια πληροφόρηση (Public Information).

Η ομαδοποιημένη διακύμανση χαρακτηρίζει την μεταφορά ειδήσεων από μία αγορά σε κάποια άλλη. Σύμφωνα με αυτή την άποψη η μεταφορά ειδήσεων, τα οποία μπορεί να σχετίζονται με τις μετοχές μιας επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά του εξωτερικού, μπορεί να είναι δημό-

σια, ιδιωτική ή απλά φημολογία. Η υπόθεση των δημόσιων πληροφοριών αναφέρει ότι οι διακυμάνσεις στις αποδόσεις προκύπτουν από την ανακοίνωση δημόσιων πληροφοριών όπως εταιρικές ανακοινώσεις, δικαστικές αποφάσεις και ειδήσεις για την μακροοικονομία. Όμως, υπάρχουν μελέτες που απορρίπτουν την υπόθεση των δημοσίων πληροφοριών. Αυτές οι έρευνες τείνουν να υποστηρίξουν την άποψη ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις θα παραμείνουν ανεπηρέαστες από την παράλληλη διαπραγμάτευση σε χρηματιστήρια του εξωτερικού.

Ειδικότερα, οι French και Roll (1986) ερεύνησαν την μεταβολή στην απόδοση για μία περίοδο δύο ημερών έπειτα από αργίες για το χρηματιστήριο συναλλαγών των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι συγγραφείς υπέθεσαν ότι αν οι δημόσιες πληροφορίες είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την διακύμανση των αποδόσεων, τότε θα πρέπει αυτή η μεταβολή των δύο ημερών να είναι διπλάσια από την μεταβολή της μίας ημέρας. Τα ευρήματά τους φανέρωσαν ότι η μεταβολή των δύο ημερών ήταν μόνο 15 τοις εκατό μεγαλύτερη από την διακύμανση της μίας ημέρας. Επομένως απέρριψαν την υπόθεση των δημόσιων πληροφοριών ως μία πιθανή ερμηνεία για την μεγαλύτερη διακύμανση της τιμής των μετοχών.

Παρομοίως, οι Barclay, Litzenberger και Warner (1990) επίσης βρήκαν ότι οι δημόσιες πληροφορίες δεν συνδέονται με τις μεταβολές της διακύμανσης. Η έρευνα τους για μετοχές εταιρειών των Ηνωμένων Πολιτειών που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια του εξωτερικού έδειξε ότι ουσιαστικά οι ώρες διαπραγμάτευσης αυτών των μετοχών αυξάνεται αλλά η διακύμανση της τιμής των μετοχών παραμένει σταθερή.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω έρευνες οι Harvey και Huang (1991) συμπέραναν ότι η αυξημένη διακύμανση σε ένα χρηματιστήριο συναλλαγών του εξωτερικού συνδέεται με την ανακοίνωση μακροοικονομικών ειδήσεων που αφορούν τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι ανακοινώσεις αυτές έχουν ως αποτέλεσμα τον επηρεασμό της ξένης αγοράς.

2.3 Εσωτερική Πληροφόρηση (Internal Information).
Ενώ υπάρχουν λίγες ενδείξεις ότι οι δημόσιες πληροφορί-

ες επηρεάζουν την διακύμανση της απόδοσης όταν πραγματοποιείται παράλληλη διαπραγμάτευση, άλλες μελέτες αναγνώρισαν ότι οι ιδιωτικές πληροφορίες μπορεί να έχουν μία εντονότερη επίδραση. Ο Kyle (1985) ανέπτυξε ένα μοντέλο το οποίο επέτρεπε την έρευνα μίας συνεχώς ενεργής αγοράς στην οποία οι ενημερωμένοι συναλλαζόμενοι δημιουργούν ρεύμα εντολών βασισμένοι στις δικές τους ιδιωτικές πληροφορίες. Με αυτά τα δεδομένα, οι αλλαγές στην διακύμανση των τιμών των μετοχών συμβαίνει ως αποτέλεσμα της μεταβολής του όγκου συναλλαγών.

Οι Admati και Pfleiderer (1988) πρότειναν ότι η πλειοψηφία των πράξεων των μετοχών οι οποίες διαπραγματεύονται σε παραπάνω από ένα χρηματιστήριο ουσιαστικά επικεντρώνεται σε μια δραστήρια αγορά. Πωλητές και αγοραστές αποκτούν εσωτερική πληροφόρηση όσο αφορά την πιο δραστήρια αγορά αφού πραγματοποιηθεί η εισαγωγή της μετοχής σε ένα χρηματιστήριο του εξωτερικού. Συμπερασματικά, οι έρευνες που εξετάζουν την επιρροή των ιδιωτικών πληροφοριών θεωρούν ότι οι παράλληλες διαπραγματεύσεις είναι δυνατό να παρέχουν ένα κίνητρο στους επενδυτές να συλλέγουν και να διοχετεύουν εντονότερα αυτό το είδος των πληροφοριών με αποτέλεσμα την ενδεχόμενη αύξηση της διακύμανσης στην τιμή των μετοχών.

Αναλυτικότερα, σύμφωνα με το μοντέλο του Kyle (1985) θεωρείται ότι υπάρχουν τρεις κατηγορίες επενδυτών: οι ενημερωμένοι επενδυτές, οι επενδυτές που μεταβάλουν συχνά τις θέσεις τους με τυχαίο τρόπο και οι επαϊοντες. Οι ενημερωμένοι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη εσωτερικές πληροφορίες όπως επενδυτικά σχέδια για μελλοντικές εξαγορές που δεν έχουν δημοσιοποιηθεί. Οι επενδυτές που μεταβάλουν συχνά τις θέσεις τους με τυχαίο τρόπο πραγματοποιούν πράξεις βασιζόμενοι κυρίως σε δημόσια πληροφόρηση. Οι επαϊοντες επίσης εμπιστεύονται εσωτερική πληροφόρηση με σκοπό να εντοπίσουν τις αλλαγές στις τιμές των μετοχών.

Ακόμη, οι Admati και Pfleiderer (1988) θεώρησαν ότι το μοντέλο του Kyle θα έπρεπε να τροποποιηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να συμπεριλαμβάνει τους επενδυτές που μεταβάλουν συχνά τις θέσεις τους αλλά επιλεκτικά. Αυτός ο χαρα-

κτηρισμός αναφέρεται σε εκείνους τους επενδυτές οι οποίοι ρευστοποιούν συχνά αλλά επιλέγουν τις χρονικές στιγμές κατά τις οποίες θα πραγματοποιήσουν τις πράξεις τους. Το επιχείρημα των συγγραφέων είναι ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές και αυτοί οι οποίοι ρευστοποιούν επιλεκτικά θα προτιμούσαν να πραγματοποιούν πράξεις όταν η αγορά είναι πιο ασαφής (π.χ. όταν υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα). Ωστόσο, υποστήριξαν την άποψη ότι η αναγνώριση της ρευστότητας στις αγορές είναι περισσότερο προβληματική όταν οι μετοχές διαπραγματεύονται παράλληλα σε ξένες αγορές με δεδομένο ότι οι πολλαπλοί τόποι συναλλαγών καταστούν δυσκολότερο το έργο των επενδυτών να συλλέξουν τις απαιτούμενες πληροφορίες.

Οι Chowdhry και Nanda (1991) επίσης πρότειναν ότι μία κυριαρχούσα αγορά θα υπάρξει όταν ένα αξιόγραφο έχει πολλαπλές τοποθεσίες διαπραγμάτευσης. Για αυτό τον λόγο προέβλεψαν ότι μία παράλληλη διαπραγμάτευση δεν θα αλλάξει την διακύμανση της απόδοσης. Οι Chowdhry και Nanda χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο διαπραγμάτευσης για ένα πλήθος αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι ενημερωμένοι επενδυτές και οι επενδυτές που ρευστοποιούν επιλεκτικά έτσι όπως αυτοί προτάθηκαν από τον Kyle (1985) και από τους Admati και Pfleiderer (1988). Αν μια μετοχή είναι εισηγμένη σε παραπάνω από μια αγορά, τότε μια από τις αγορές αυτές θα αναδειχθεί ως η κυρίαρχη. Αυτό προκύπτει γιατί οι επενδυτές που ρευστοποιούν επιλεκτικά ψάχνουν για τις αγορές με τα μικρότερα κόστη συναλλαγών, ενώ οι ενημερωμένοι επενδυτές μεγιστοποιούν την κερδοφορία τους επιδιώκοντας συναλλαγές στις αγορές με την μεγαλύτερη δραστηριότητα. Σε αντίθεση με τους Chowdhry και Nanda (1991), ο Freedman (1989) υποστήριξε ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές θα κατανείμουν τις αγοραπωλησίες τους ορθολογικά ανάμεσα στις διάφορες αγορές.

2.4 Θημολογία (Trading Noise).

Μέχρι τώρα αναφερθήκαμε στην επίδραση της δημόσιας και εσωτερικής πληροφόρησης στην μεταβολή της απόδοσης για μετοχές που διαπραγματεύονται παράλληλα σε διαφορετικά χρηματιστήρια. Αυτή η βιβλιογραφία αναδει-

κνύει ότι η εσωτερική πληροφόρηση είναι πιο πιθανό να έχει εντονότερη επιρροή στην διακύμανση της απόδοσης που κυρίως επικεντρώνεται σε μία αγορά. Ένας άλλος κλάδος της σχετικής βιβλιογραφίας επισήμανε ότι οι διαδόσεις νέων και οι φημολογίες που σχετίζονται με τις συναλλαγές μπορεί να έχουν επίσης μία σημαντική επίδραση στην διακύμανση της τιμής της μετοχής. Οι μελέτες αυτές συμπέραιναν ότι η διακύμανση της τιμής της μετοχής μπορεί να οφείλεται σε μία μορφή προσωρινής ή μόνιμης φήμης. Σε αντίθεση με τις υποθέσεις της εσωτερικής και δημόσιας ενημέρωσης, η υπόθεση της φημολογίας γύρω από τις συναλλαγές προβλέπει ότι η διαπραγμάτευση μετοχών στην αλλοδαπή θα οδηγήσει σε μία αύξηση της διακύμανσης των αποδόσεων.

Ο Black (1976) ανέφερε ότι η διακύμανση των μετοχών τείνει να αυξάνεται ως αντίδραση στα δυσάρεστα νέα και να μειώνεται ως αντίδραση στα ευχάριστα νέα. Η οικονομική εξήγηση που δόθηκε από τον Black είναι ότι οι αρνητικές αποδόσεις καταστούν την αξία του ενεργητικού μίας επιχείρησης πιο ριψοκίνδυνη σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της διακύμανσης της τιμής της εταιρικής μετοχής. Σε άλλη του έρευνα ο Black (1986) επισήμανε ότι η φημολογία μπορεί επίσης να αυξήσει την διακύμανση των μετοχών. Ο ερευνητής βρήκε ότι οι διαδόσεις μπορεί να είναι είτε μόνιμες ή προσωρινές. Άρα, η διακύμανση των μετοχών μπορεί να επηρεάζεται τόσο από τις προσωρινές όσο και από τις μόνιμες φημολογίες και ακόμη από τα άσχημα και καλά νέα.

Οι Lo και McKinley (1988) εστίασαν την προσοχή τους στην επίδραση που προκαλεί η προσωρινή φημολογία στην διακύμανση των μετοχών. Βρήκαν ότι η φημολογία που σχετίζεται με τις συναλλαγές οδηγεί σε μία αύξηση της διακύμανσης βραχυπρόθεσμα αλλά σε μία μείωση μακροχρόνια (με αρνητική αυτοσυσχέτιση). Παρομοίως, οι Poterba και Summers (1988) πρότειναν ότι οι αποδόσεις των μετοχών δείχνουν θετική σειριακή συσχέτιση στις βραχυχρόνιες περιόδους και αρνητική συσχέτιση για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα. Στην εργασία τους χρησιμοποίησαν μετοχές από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (New York Stock Exchange, NYSE). Ανακάλυψαν ότι η προσωρινή σύνθεση

της τιμής οφείλεται για ένα σημαντικό κομμάτι της διακύμανσης των μετοχών. Γενικότερα, οι προανεφερόμενες μελέτες έδειξαν ότι η φημολογία μπορεί να επηρεάσει την διακύμανση των τιμών των μετοχών και η επίδραση αυτή μπορεί να είναι προσωρινή ή μόνιμη.

2.5 Τμηματοποίηση της Αγοράς (Market Segmentation). Ένα θέμα το οποίο είναι στενά συνδεδεμένο με την μεταφορά της διακύμανσης των τιμών των μετοχών από αγορά σε αγορά (είτε αυτή αφορά δημόσια πληροφόρηση, ή ιδιωτική πληροφόρηση, ή απλά έρπουσα φημολογία) είναι αυτό της τμηματοποίησης της αγοράς. Όσο μεγαλύτερες είναι οι επιδράσεις που προκαλούνται από την μετατόπιση της διακύμανσης ανάμεσα στις διάφορες αγορές τόσο υψηλότερο είναι το επίπεδο της τμηματοποίησης της αγοράς. Ένα συνεχώς διογκώμενο τμήμα της βιβλιογραφίας έχει εξετάσει το θέμα της τμηματοποίησης των κεφαλαιαγορών. Για παράδειγμα, οι Stapleton και Subrahmanyam (1977) πρότειναν τρεις κατηγορίες χρηματοοικονομικών πολιτικών από πλευράς επιχειρήσεων οι οποίες είναι ικανές να οδηγήσουν στην μείωση των επιδράσεων που σχετίζονται με την τμηματοποίηση της αγοράς. Υποστήριξαν ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις, οι συγχωνεύσεις με ξένες εταιρείες και η διαπραγμάτευση των μετοχών της επιχείρησης σε χρηματιστήριο του εξωτερικού είναι όλα μέτρα που μπορούν να αμβλύνουν την επίδραση της τμηματοποίησης της αγοράς.

Ενώ η παράλληλη διαπραγμάτευση θεωρείται ως μία αιτία που οδηγεί τις αγορές στο να γίνουν πιο ολοκληρωμένες, οι εμπειρικές μελέτες βρήκαν περιορισμένες ενδείξεις ότι κάτι τέτοιο πράγματι ισχύει. Οι Howe και Kelm (1987) εξέτασαν ένα δείγμα Αμερικάνικων εταιρειών οι οποίες εισήχθησαν σε χρηματιστήρια του εξωτερικού και συγκεκριμένα στο Παρίσι, στην Φρανκφούρτη και στην Βασιλεία. Υπολόγισαν τις υπεραποδόσεις των μετοχών για μία περίοδο 131 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της παράλληλης διαπραγμάτευσης. Βρήκαν ότι κατά την περίοδο αυτή εμφανίστηκαν αρνητικές υπεραποδόσεις περίπου −5,1%. Το γεγονός αυτό υπαινίσσεται ένα καθαρό κόστος που προκαλείται από την παράλληλη διαπραγμάτευση στο εξωτερικό. Υπέθεσαν ότι η αβεβαιότητα αυξάνεται για μία

μετοχή που διαπραγματεύεται διεθνώς εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας για τους κανονισμούς και το γενικότερο θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί στην αλλοδαπή. Όμως, δεν πρόσφεραν κάποια ένδειξη για να υποστηρίξουν αυτή την εικασία τους.

Οι Alexander, Eun και Janakiramanan (1988) εξέτασαν ένα δείγμα αποτελούμενο από τριάντα τέσσερις ξένες επιχειρήσεις που εισάγανε τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι δεκατρείς από αυτές τις επιχειρήσεις ήταν Καναδικές ενώ οι υπόλοιπες είκοσι μία ήταν από την Ιαπωνία, την Αυστραλία και άλλες χώρες. Οι συγγραφείς ανακάλυψαν θετικές υπεραποδόσεις για την περίοδο που προηγούνταν της παράλληλης διαπραγμάτευσης, όχι υπεραποδόσεις κατά την περίοδο της παράλληλης διαπραγμάτευσης και αρνητικές υπεραποδόσεις κατά την περίοδο μετά την παράλληλη διαπραγμάτευση. Υπήρξαν μόνο αποχρώσεις ενδείξεις που θα μπορούσαν να πιστοποιήσουν σημαντικά οφέλη για τους ιδιοκτήτες των μετοχών των εταιρειών που θα προέκυπταν από την παράλληλη διαπραγμάτευση των μετοχών αυτών σε ένα χρηματιστήριο του εξωτερικού.

2.6 Εμπειρικά Αποτελέσματα.

Συνήθως οι έρευνες που εξετάζουν υπερβολικές αποδόσεις (θετικές ή αρνητικές) οι οποίες συνδέονται με παράλληλες διαπραγματεύσεις τείνουν να ανακαλύπτουν αρνητική συμπεριφορά των μετοχών κατά την περίοδο που έπεται της εισαγωγής. Ο Ule (1937) παρατήρησε τις μετοχές που διαπραγματεύονταν παράλληλα στο NYSE ανάμεσα στο 1934 και το 1937 και βρήκε ότι οι τιμές των μετοχών στην χρονική περίοδο πριν από την παράλληλη διαπραγμάτευση εξασφάλισαν μία θετική και μεγάλη απόδοση στους μετόχους. Ομοίως, η Merjos (1963) ερεύνησε ένα δείγμα αποτελούμενο από νέες παράλληλες διαπραγματεύσεις στα Αμερικάνικα χρηματιστήρια (American Stock Exchanges, ASE). Η μελέτη της περιελάμβανε τέσσερις διαφορετικές ημερομηνίες και τρεις μήνες πριν από την παράλληλη διαπραγμάτευση μέχρι ένα μήνα μετά από αυτή. Παίρνοντας ως μέτρο σύγκρισης την συμπεριφορά του βιομηχανικού δείκτη του Dow Jones (Dow Jones Industrial Average index), βρήκε

ότι οι τιμές των μετοχών αυτών ξεπερνούν τις μετοχές του δείκτη με μία μείωση στις τιμές των μετοχών να παρατηρείται μετά την παράλληλη διαπραγμάτευση. Ο Van Horne (1970) βρήκε ότι οι παράλληλες διαπραγματεύσεις δεν είναι 'ένα αντικείμενο αξίας' και ούτε θα μπορούσε να γίνει κερδοσκοπική δραστηριότητα για τους επενδυτές με το να αγοράζουν μετοχές στην ημερομηνία ανακοίνωσης της παράλληλης διαπραγμάτευσης και να πουλούν τις μετοχές αυτές την ημερομηνία στην οποία πραγματοποιείται η παράλληλη διαπραγμάτευση.

Επιπλέον, οι Ying, Lewellen, Schlarbaum και Lease (1977) ανέλυσαν την επίδραση που έχει η παράλληλη διαπραγμάτευση στα Αμερικάνικα χρηματιστήρια (ASE) βρίσκοντας ότι η παράλληλη διαπραγμάτευση δημιουργεί αξία για τις επιχειρήσεις με την έννοια ότι οι υπεραποδόσεις δημιουργούνται ως ένα αποτέλεσμα της παράλληλης διαπραγμάτευσης. Επιπρόσθετα, η μελέτη των Sanger και McConnell (1986) ανέφερε ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας αυξάνεται με την είδηση ότι αυτή η εταιρεία θα προβεί σε μία νέα παράλληλη διαπραγμάτευση σε κάποιο χρηματιστήριο. Η αύξηση στην τιμή της μετοχής συνδέεται με μία αύξηση της ρευστότητας της αγοράς και με πληροφόρηση από τους τεχνοκράτες που ανακαλύπτουν αυτή την καινούργια παράλληλη διαπραγμάτευση. Άλλη έρευνα από τους Varela και Lee (1993) εξέτασαν επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών που διαπραγματεύονταν παράλληλα στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου που διαπραγματεύονταν παράλληλα στις Η.Π.Α. Τα αποτελέσματά, τους που αφορούσαν ξένες επιχειρήσεις οι οποίες διαπραγματεύονταν παράλληλα στην αγορά των Η.Π.Α., παρουσίασαν σημαντικές επιδράσεις στην διακύμανση της τιμής της μετοχής συγκρινόμενες με τις επιρροές που προκαλούνται εξαιτίας της παράλληλης διαπραγμάτευσης στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου. Κάτι τέτοιο σημαίνει ότι ο τόπος διαπραγμάτευσης βρέθηκε να έχει σημαντική επίδραση στην διακύμανση της τιμής της μετοχής. Οι Dharan και Ikenberry (1995) εξέτασαν μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες διαπραγματεύονταν στις αγορές NYSE και ASE και βρήκαν ότι το χρονικό διάστημα κατά το οποίο παρατηρούνται έντονες μεταβολές μετά την περίο-

δο της αρχικής διαπραγμάτευσης είναι μακρύτερο για τις μεγάλες επιχειρήσεις. Ακόμη, βρήκαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μία άσχημη απόδοση στο χρονικό διάστημα μετά την αρχική διαπραγμάτευση.

Γενικά, οι προαναφερθείσες έρευνες υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις γνώρισαν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις μετά από μία διπλή παράλληλη διαπραγμάτευση στα χρηματιστήρια NYSE και ASE. Αρνητικές αποδόσεις κατά τη περίοδο μετά την έναρξη της παράλληλης διαπραγμάτευσης έχουν επίσης αναφερθεί και για εταιρείες με διπλή παράλληλη διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο αξιών του Τόκιο από τους Hwang και Jayaraman (1993). Είναι αλήθεια ότι απουσιάζουν οι ενδείξεις για σημαντικά οφέλη που σχετίζονται με την ευρύτερη ολοκλήρωση της αγοράς η οποία συνδέεται με παράλληλη διαπραγμάτευση στο εξωτερικό. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι οι περισσότερες μελέτες βρήκαν σχετικά μεγάλες περιόδους με αρνητικές αποδόσεις μετά την έναρξη της παράλληλης διαπραγμάτευσης. Τα αποτελέσματα αυτά υπαινίσσονται μία ουσιαστική τμηματοποίηση της αγοράς.

2.7 Μεταφορά Πληροφοριών (Information Spillovers) Ανάμεσα στις Ευρωπαϊκές Αγορές.

Οι Lyroudi, Koulakiotis και Angelidis (2004) λάβανε υπόψη τους τις διαφορές των κανονισμών ανάμεσα στις κεφαλαιαγορές για να διαπιστώσουν αν αυτό αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει την μεταφορά πληροφοριών για τις Ευρωπαϊκές μετοχές που διαπραγματεύονται παράλληλα. Στην εργασία τους χρησιμοποίησαν ένα πλαίσιο εργασίας διαμορφωμένο με την βοήθεια ενός GARCH μοντέλου για να ενισχύσουν την καθιερωμένη μέχρι τότε σχετική βιβλιογραφία για την παράλληλη διαπραγμάτευση μετοχών. Αυτό επιτεύχθηκε σε τρία επίπεδα: α) Εξέταση της μεταφοράς διακύμανσης από τις μετοχές που διαπραγματεύονται παράλληλα στο εξωτερικό στην αγορά του εσωτερικού. β) Ανάλυση της επίδρασης από την διαπραγμάτευση στο εξωτερικό στην διατήρηση της διακύμανσης στην εσωτερική αγορά. Το ενδιαφέρον εδώ επικεντρώνεται στην αυξομείωση της διακύμανσης στην περίοδο μετά την εισαγωγή σε αντίθεση με τις προηγούμενες έρευνες που εξέτασαν τις

αυξομειώσεις στις ακραίες αποδόσεις μετά την εισαγωγή. γ) Αξιολόγηση της επίδρασης που έχουν διαφορετικοί περιοριστικοί κανονισμοί ανάμεσα στα διάφορα χρηματιστήρια στην ένταση και στην διατήρηση της διάχυσης της διακύμανσης στην εσωτερική αγορά μετά την εισαγωγή σε χρηματιστήριο του εξωτερικού.

Συμπερασματικά, η μελέτη ερευνά εάν υπάρχουν ενδείξεις ότι η διάχυση της διακύμανσης από την διαπραγμάτευση στο εξωτερικό προς την εγχώρια αγορά είναι υπόνοια αυξημένης ή μειωμένης τμηματοποίησης της αγοράς.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, φαίνεται ότι οι επιδράσεις της διάχυσης εμφανίζονται συχνότερα από εισαγωγές σε χρηματιστήρια του εξωτερικού με λιγότερο αυστηρούς κανονισμούς. Επίσης, υπάρχει μία επίδραση από τα δυσάρεστα και τα ευχάριστα νέα της προηγούμενης περιόδου όπως και από την διακύμανση της προηγούμενης περιόδου η οποία επηρεάζει την διακύμανση της επόμενης περιόδου. Η επιρροή των αρνητικών πληροφοριών φαίνεται να είναι εντονότερη από αυτή των θετικών νέων. Όσο αφορά την ημέρα της διαπραγμάτευσης στο εξωτερικό οι μεταφορές της Δευτέρας φαίνεται να είναι οι ισχυρές ακολουθούμενες από αυτές της Τετάρτης. Αυτό σημαίνει ότι οι διαχύσεις που προέρχονται από παράλληλες διαπραγματεύσεις στο εξωτερικό είναι πιο πιθανό να καταλήξουν σε μεταφορά πληροφοριών η οποία θα συμβαίνει τις Δευτέρες και τις Τετάρτες.

3. Επίλογος.

Στην παρούσα εργασία παρουσιάσαμε και αναλύσαμε διάφορες έρευνες οι οποίες είχαν ως αντικείμενο μελέτης την παράλληλη διαπραγμάτευση μετοχών σε διαφορετικά χρηματιστήρια. Παρά το γεγονός ότι παρόμοιες έρευνες διεξάχθηκαν αρχικά πριν από αρκετά χρόνια, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια έξαρση στον αριθμό τους. Κάτι τέτοιο μπορεί να οφείλεται στην ολοένα και αυξανόμενη αλληλοεπίδραση των κεφαλαιαγορών εξαιτίας της διεθνοποίησης – παγκοσμιοποίησης της οικονομίας.

Οι διάφοροι μελετητές προσέγγισαν ο καθένας το ζήτημα μέσα από το δικό του πρίσμα. Ο χρόνος, η μεθοδολογία αλλά και η οριζόμενη εσωτερική αγορά ποικίλλουν από

έρευνα σε έρευνα. Εκείνο, όμως, που είναι κοινό είναι η προσπάθεια των συγγραφέων να διασαφηνίσουν την συμπεριφορά και τις μεταπτώσεις της τιμής ή/και της διακύμανσης των τιμών των μετοχών. Αυτή η προσπάθειά τους έχει αρκετούς αποδέκτες. Αρχικά, σε καθαρά θεωρητικό επίπεδο την επιβεβαίωση ή την διάψευση των σχετικών υποθέσεων. Δεύτερο, αφορά άμεσα τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων που ενδιαφέρονται για τις επιπτώσεις ενδεχόμενης απόφασής τους για παράλληλη διαπραγμάτευση της εταιρείας που διοικούν. Τρίτο, οι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές οφείλουν να είναι ενήμεροι για τις επιδράσεις που προέρχονται από την παράλληλη διαπραγμάτευση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους.

Τα συμπεράσματα των ερευνών άλλοτε συμφωνούν μεταξύ τους [όπως στις εργασίες των Lo και McKinley (1988) και Poterba και Summers (1988) ότι η φημολογία που σχετίζεται με τις συναλλαγές οδηγεί σε μία αύξηση της διακύμανσης βραχυπρόθεσμα αλλά σε μία μείωση μακροχρόνια] και άλλοτε είναι αντικρουόμενα μεταξύ τους [για παράδειγμα ανάμεσα στις εργασίες των Barclay, Litzenberger και Warner (1990) και Harvey και Huang (1991) όπου διαφώνησαν για το αν οι δημόσιες πληροφορίες συνδέονται με τις μεταβολές της διακύμανσης]. Το γεγονός αυτό δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ως μία ένδειξη αποδυνάμωσης της ισχύς και της ορθότητας αυτών αλλά και παρόμοιων ερευνών αλλά ως ένα εφαλτήριο για νέες πιο ενδελεχείς μελέτες, ώστε να προσδιοριστούν με σαφήνεια οι παράγοντες που οδηγούν σε αναντίρρητα συμπεράσματα.

Βιβλιογραφία

Admati A. and Pfleiderer P. (1988) "A theory of Intraday patterns: Volume and price variability", *Review of Financial Studies*, 1: 3-40.

Alexander G., Eun C., and Janakiramanan S. (1988) "International listing and stock returns: Some empirical evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 135-51.

Barclay M., Litzenberger R. and Warner B. (1990) "Private information, trading volume and stock return variances", *Review of Financial Studies*, 3: 233-53.

Black F. (1976) "Studies of stock price volatility changes", *Proceedings of the 1976 Meeting of Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association*, 177-81.

Black F. (1986) "Presidential address: Noise", *Journal of Finance*, 41: 529-43.

Bollerslev T. (1986) "Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, 31: 307-27.

Chowdhry B. and Nanda V. (1991) "Multimarket trading and market liquidity" *Review of Financial Studies*, 4: 483-511.

Dharan B. and Ikenberry D. (1995) "The long run negative drift of post listing stock returns", *Journal of Finance*, 1547-74.

Engle R. (1982) "Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of U.K. inflation", *Econometrica*, 50: 987-1008.

Freedman R. (1989) "A theory of the impact of international cross listing", *Stanford University, Stanford, California*.

French K. and Roll R. (1986) "Stock return variances. The arrival of information and the reaction of traders", *Journal of Financial Economics*, 17: 5-26.

Harvey C. and Huang R. (1991) "Volatility in the foreign currency futures market", *Review of Financial Studies*, 4: 543-69.

Howe S. and Kelm K. (1987) "The stock price impacts of overseas listings", *Financial Management*, 16: 51-6.

Hwang C. and Jayaraman Y. (1993) "The post listing puzzle: Evidence from Tokyo Stock Exchange listings", *Pacific-Basin Finance Journal*, 1: 111-26.

Kyle A. (1985) "Continuous auctions and insider trading", *Econometrica*, 53: 1315-34.

Laporta R., De Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. (1998) "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106: 1113-55.

Lehman B. (1990) "Fads, martingales and market efficiency", *Quarterly Journal of Economics*, 105: 1-28.

Li L. and Engle R. (1998) "Macroeconomic announcements and volatility of treasury futures", *University of California, San Diego, Discussion Paper.*

Lo A. and McKinley A. (1988) "Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test", *Review of Financial Studies*, 3: 175-206.

Lyroudi K., Koulakiotis A. and Angelidis D. (2004) "The impact of foreign cross-listings on symmetric information spillovers between markets."

Merjos A. (1963) "Like money in the bank: Big board listing, the record suggest, is a valuable asset", *Barron's* Vol. 8, July.

Pindyck R. (1986) "Risk aversion and determinants of stock market behavior", *NBER Working Paper*, No. 1921.

Poterba M. and Summers L. (1988) "Mean reversion in stock prices: Evidence and implications", *Journal of Financial Economics*, 22: 27-60.

Sanger G. and McConnell J. (1986) "Stock exchange listing, firm value and security market efficiency: The impact of NASDAQ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21: 1-25.

Stapleton R. and Subrahmanyam M. (1977), "Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance", *Journal of Finance*, 307-19.

Ule M. (1937) "Price movements of newly listed common stocks", *Journal of Business*, 10: 346-69.

Van Horne C. (1970) "New listings and their price behavior", *Journal of Finance*, 25: 783-94.

Varela O. and Lee S. (1993) "The combined effects of international listing on the security market line and symmetric risk for U.S. listings on the London and Tokyo stock exchanges", *International Financial Market and Integration, Basil Blackwell: Oxford*, pp. 367-88.

Ying L., Lewellen G., Schlarbaum G. and Lease R. (1977) "Stock exchange listings and securities returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12: 415-32.