

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ**

ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΧΡΥΣΟΣΤΟΜΟΣ

**Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης**

Αθήνα

{Νοέμβριος 2016}



Εγκρίνουμε την εργασία του

Νικολάου Χρυσόστομου

ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ

.....

ΛΕΛΕΛΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

.....

ΣΠΥΡΟΥ ΣΠΥΡΙΑΔΩΝ

.....

30/11/2016

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΧΡΥΣΟΣΤΟΜΟΣ

.....

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	9
1. Εισαγωγή	11
1.1 Βασικές Πηγές Χρηματοδότησης μιας Επιχείρησης	12
1.2 Τραπεζικός Δανεισμός στις Η.Π.Α.	12
1.3 Η Αγορά των Εταιρικών Ομολόγων στην Αμερική	14
2. Βιβλιογραφική Επισκόπηση και Προηγούμενες Μελέτες	19
2.1 Ανακοινώσεις Τραπεζικών Δανείων και Αντιδράσεις Αγοράς Μετοχών	19
2.2 Ανακοινώσεις Τραπεζικών Δανείων και Αντιδράσεις Αγοράς Ομολόγων	28
2.3 Αποτελεσματική Αγορά: Θεωρία και Εννοιολόγηση	31
2.4 Η Μεθοδολογία των Event Studies	33
3. Πηγές Δεδομένων	35
3.1 Μεταβλητές Δεδομένων της Έρευνας	37
3.2 Διευκρίνιση Ορισμών για τις Αποδόσεις	38
3.3 Περιγραφή Μεταβλητών	39
3.4 Προσέγγιση του Δείγματος και Χρονικά Διαστήματα Ανάλυσης	40
3.5 Μέση Αναμενόμενη Απόδοση	41
3.5.1 Υπερβάλλουσα Απόδοση	42
3.5.2 Αθροιστική Υπερβάλλουσα Απόδοση	42
3.6 Ποιοτικά και Ποσοτικά Χαρακτηριστικά του Δείγματος	42
4. Εμπειρικά Ευρήματα	47
4.1 Στατιστική Σημαντικότητα Ευρημάτων	52
5. Επίλογος – Συμπεράσματα	55
6. Βιβλιογραφία	57

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η διπλωματική εργασία αυτή μελετά κατά πόσο οι αποδόσεις και κατ'επέκταση οι τιμές των ομολόγων επηρεάζονται ή μπορούν δυνητικά να επηρεαστούν από ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων. Πρόκειται για ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει ελάχιστα την διεθνή επιστημονική κοινότητα με αποτέλεσμα τα έως τώρα ευρήματα, να είναι ελάχιστα έως ανύπαρκτα. Η υπόθεση την οποία και επιθυμούμε να ερευνήσουμε είναι αν η ανακοινώσεις χορηγήσεων τραπεζικών δανείων, συνεπάγονται με στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στα αντίστοιχα εταιρικά ομολόγα των δανειοληπτών. Η βιβλιογραφία ορίζει πως ο επιπλέον δανεισμός δεν αντιμετωπίζεται θετικά από τους υπάρχοντες πιστωτές μιας επιχείρησης. Μια τέτοια περίπτωση αντιμετωπίζεται ως αρνητική είδηση και έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των τιμών των χρεογράφων, ως αντίκτυπο της αγοραίας αντίδρασης, το οποίο με την σειρά του επιφέρει μια αύξηση της απόδοσης στην λήξη. Για να διερευνήσουμε την στοιχειοθέτηση του φαινομένου, προβήκαμε στην συλλογή 259 δημοσιοποιήσεων χορήγησης δανείων και κατόπιν συλλέξαμε τις αποδόσεις στην λήξη των μικρότερης χρονικής διάρκειας εταιρικών ομολόγων σε κυκλοφορία, από το 1996 έως και το 2010. Χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία επιχειρηματικών γεγονότων (Event Study Methodology), χωρίσαμε σε έξι διαφορετικά χρονικά παράθυρα, για τα οποία υπολογίσαμε τις μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις κάνοντας χρήση του μοντέλου των μέσων αποδόσεων (Mean Adjusted Returns Model). Επιπροσθέτως, για να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα των ανωτέρω, υπολογίσαμε το T-Stat για το κάθε χρονικό διάστημα. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν αποδείχθησαν διαφωτιστικά. Πιο συγκεκριμένα, τα χρονικά παράθυρα (Event Windows) που απείχαν από μία έως και τρεις ημέρες από την επικείμενη ανακοίνωση, παρουσίασαν στατιστικώς σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις, επιβεβαιώνοντας τις αρχικές μας υποθέσεις, αλλά και την περιορισμένης έκτασης βιβλιογραφία. Ωστόσο, το ίδιο δεν συνέβη και με τα μεγαλύτερα χρονικά παράθυρα, τα οποία κατέγραψαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις, οι οποίες όμως δεν ήταν στατιστικά σημαντικές. Συμπερασματικά καταλήγουμε πως η αγορά αντιδρά δημιουργώντας κατά μέσο όρο θετικές σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, μόνο όμως στις ημερομηνίες πλησίον της ημέρας ανακοίνωσης.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών (ΜΠΣ) στην Χρηματοοικονομική και Λογιστική του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Προθεσή μας αποτελεί η διερεύνηση του κατά πόσο ένα οικονομικό γεγονός, όπως η ανακοίνωση λήψης ενός τραπεζικού δανείου από μία εισηγμένη εταιρία, μπορεί να επηρεάσει την αγορά των εταιρικών ομολόγων.

Η θεωρία σε συνδυασμό με σύγχρονες εμπειρικές μελέτες έχουν απόδειξει πως σε μία αποτελεσματική αγορά, ο επιπλέον δανεισμός αντιμετωπίζεται ως μία αρνητική είδηση για τους ήδη πιστωτές μιας επιχείρησης, δεδομένου ότι δημιουργεί νέες υποχρεώσεις (περισσότερο επαυξημένες για την επιχείρηση) απέναντι στους καινούριους δανειστές κάτι που έχει ως αποτέλεσμα να ζημιώνονται τα συμφέροντα των πρώτων.

Με δεδομένη την ανωτέρω θεωρία και εμείς με την σειρά μας θα προσπαθήσουμε να ελέγξουμε την ορθότητα της εν λόγω υπόθεσης, εξετάζοντας κατά πόσο η ανακοίνωση ενός τραπεζικού δανείου συνεπάγεται και με την ύπαρξη υπεραποδόσεων (μη-κανονικές αποδόσεις) για το αντίστοιχο εταιρικό ομόλογο που έχει εκδόσει η εκάστοτε εταιρία.

Στην ενότητα που ακολουθεί θα αναφέρουμε τις πηγές χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και θα δώσουμε ιδιαίτερη έμφαση στον τραπεζικό δανεισμό και τα εταιρικά ομόλογα.

1.1 Βασικές Πηγές Χρηματοδότησης μιας Επιχείρησης

Μια επιχείρηση χρειάζεται κεφάλαια τα οποία να της εξασφαλίζουν την εύρυθμη και απρόσκοπτη λειτουργία της τόσο στο ξεκίνημα της όσο και εν συνεχεία, έτσι ώστε να μπορεί να χρηματοδοτεί την λειτουργία της αλλά παράλληλα να είναι σε θέση να πραγματοποιεί τις απαιτούμενες επενδύσεις για να παραμένει ανταγωνιστική και βιώσιμη.

Οι παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης μιας εταιρίας είναι ο τραπεζικός δανεισμός, η έκδοση εταιρικών ομολόγων, η εισαγωγή σε μια οργανωμένη κεφαλαιαγορά (για τις μη-εισηγμένες) και η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (για τις ήδη εισηγμένες). Στο σημείο αυτό ενδεικτικά αναφέρουμε ότι ανάλογα με την φάση στην οποία βέσκεται η κάθε επιχείρηση επιλέγει και τον ανάλογο τρόπο χρηματοδότησης. Εμείς θα αναφερθούμε περισσότερο διεξοδικά στον τραπεζικό δανεισμό και τα εταιρικά ομόλογα ως τρόπους χρηματοδότησης, μιας και οι υπόλοιποι τρόποι ξεφεύγουν από την σκοπιά αυτής της μελέτης.

1.2 Τραπεζικός Δανεισμός στις Η.Π.Α.

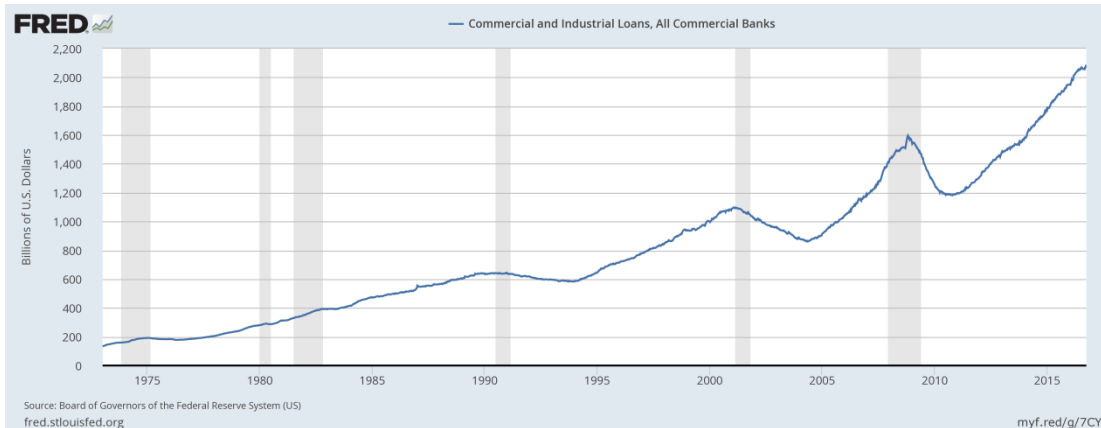
Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι το δείγμα μας περιλαμβάνει μόνο Αμερικανικές Εταιρίες και Ομίλους, κρίνουμε σκόπιμο να αναφέρουμε κάποια στοιχεία για τον τραπεζικό δανεισμό στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί σημείο ζωτικής σημασίας για τις περισσότερες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έχουν πρόσβαση σε οργανωμένες κεφαλαιαγορές. Οι μεγαλύτεροι εταιρικοί όμιλοι και επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με ποικίλους τρόπους πέραν των παραδοσιακών που ήδη έχουν προαναφερθεί ανωτέρω, μέσω της πρακτόρευσης απαιτήσεων (Factoring), χρηματοοικονομικής ή λειτουργικής μίσθωσης (Leasing) ακόμα και διαμέσω πώλησης απαιτήσεων (Forfeiting).

Ένα δάνειο το οποίο χορηγείται σε μια εταιρία ή μια βιομηχανική επιχείρηση (και όχι σε κάποιον ιδιώτη-φυσικό πρόσωπο) χαρακτηρίζεται ως εμπορικό δάνειο και χρησιμοποιείται κατά κύριο λόγο για την χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης και οποιαδήποτε κεφαλαικής δαπάνης ή επένδυσης. Τα επιτόκια πάνω στα οποία επικυρώνονται οι συμφωνίες αυτές είναι κυμαινόμενα και άμεσα συσχετιζόμενα με το επιτόκιο LIBOR, καθώς επίσης η χορήγηση τους συνεπάγεται και με την παροχή εγγυήσεων από την πλευρά των δανειοληπτών, για την διασφάλιση σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται διαχρονικά από τις αρχές του 1970 έως και σήμερα η διάρθρωση των τραπεζικών δανείων που έχουν χορηγηθεί σε εμπορικές και βιομηχανικές επιχειρήσεις.

Γράφημα 1 : Εμπορικά και Βιομηχανικά δάνεια σε κυκλοφορία στις ΗΠΑ



Πηγή : www.tradingeconomics.com , *Federal Reserve*

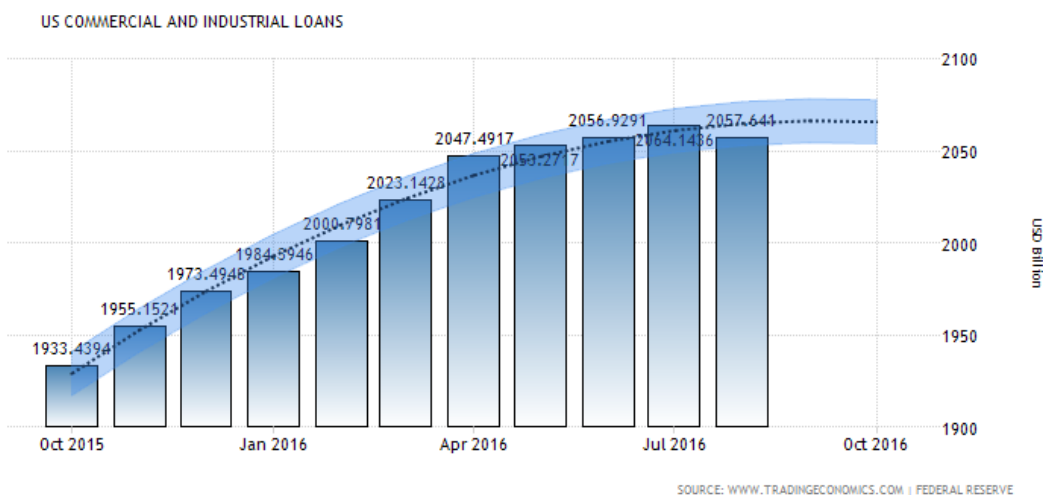
Όπως πολύ εύκολα μπορεί να γίνει αντιληπτό επικρατεί μια συνεχώς αυξανόμενη τάση στην χορήγηση εμπορικών δανείων, από τις αρχές του 1970 έως και το 2008-09, όταν και ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση. Το ύψος των δανείων σε κυκλοφορία ξεπερνά το 1,5 τρις δολάρια, ενώ η κάμψη που παρατηρείται κατά το διάστημα της κρίσης οδήγησε σε μείωση κατά 300 δις δολλαρίων μέχρι και το τέλος του 2010. Στις μέρες μας το νούμερο αυτό ξεπερνά τα 2,05 τρις δολάρια.

Από την δεκαετία του '80 η αγορά άρχισε να υποδέχεται ένα νέο είδος δανείου τα κοινοπρακτικά δάνεια (Syndicated Loans). Αυτού του είδους τα δάνεια είναι αποτέλεσμα συμμετοχής περισσότερων από ενός δανειστή και δομείται από μια ή περισσότερες εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες. Η λογική είναι ότι ένα τέτοιο είδος δανείου είναι πιο εύκολα διαχειρίσιμο αλλά επίσης ενέχει και μικρότερο μερίδιο ρίσκου για την κάθε τράπεζα μιας και αυτό επιμερίζεται μεταξύ των συμμετεχόντων δανειστών. Σε ένα κοινοπρακτικό δάνειο υπάρχει μια τράπεζα (συνήθως επενδυτική), η οποία λειτουργεί ως ανάδοχος (underwriter) και τις περισσότερες φορές συνεισφέρει το μεγαλύτερο μέρος του ποσού που δανείζεται. Επίσης, ενδέχεται να είναι υπεύθυνη για τον διαμοιρασμό των χρηματοροών στα υπόλοιπα μέλη. Τέτοιου τύπου δάνεια γνώρισαν τεράστια άνθηση στην Αμερική μιας και ο όγκος τους αυξήθηκε κατά κόρον από τα 137 εκ. στα μέσα του '80 σε κάτι περισσότερα από

1 τρις δολάρια, μέχρι και το 2007. Όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό περισσότερα από τα μισά εμπορικά δάνεια στις ΗΠΑ είναι τέτοιου τύπου.

Οι προβλέψεις είναι ότι τα δάνεια τέτοιου τύπου θα συνεχίσουν να καταγράφουν ανοδική πορεία και να αυξάνονται. Μάλιστα, η επίσημη πρόβλεψη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Federal Reserve), έτσι όπως αυτή διατυπώνεται στην επίσημη ιστοσελίδα της, είναι ότι τα εμπορικά δάνεια θα αρχίσουν να σημειώνουν μια μικρή μείωση και μέχρι το τέλος του έτους θα βρίσκονται λίγο πιο χαμηλά από τα τωρινά τους επίπεδα, δηλαδή στα 2,035 τρις. Μακροπρόθεσμα η έκθεση σημειώνει πως ο αριθμός αυτός θα έχει αγγίξει τα 1,89 τρις μέχρι και τις αρχές του 2020. Σχηματικά αυτό απεικονίζεται ως ακολούθως:

Γράφημα 2 : Πρόβλεψη όγκου Εμπορικών και Βιομηχανικών δανείων στις ΗΠΑ.



Πηγή : www.tradingeconomics.com ,Federal Reserve

1.3 Η Αγορά των Εταιρικών Ομολόγων στην Αμερική

Πολλές φορές η άντληση των απαιτούμενων κεφαλαίων από το τραπεζικό σύστημα δεν είναι εφικτή. Για την ακρίβεια ένα μεγάλο μέρος επιχειρήσεων από μικρομεσαίες μέχρι μεγάλους πολυεθνικούς ομίλους, αποκλείεται από αυτού του είδους την χρηματοδότηση συνήθως με την μορφή απαγορευτικών επιτοκίων.

Ο εναλλακτικός δρόμος τον οποίο είναι αναγκασμένες να ακολουθήσουν αυτές οι επιχειρήσεις, είναι αυτός της αγοράς των εταιρικών ομολόγων. Πρόκειται για μια εναλλακτική πρόταση τις περισσότερες φορές πιο εύκολη στην υλοποίηση της με πολλαπλά οφέλη, κάτι που την καθιστά ισχυρό υποκατάστατο του τραπεζικού δανεισμού.

Η πιο ανεπτυγμένη έκφανση της αγοράς των εταιρικών ομολόγων υπάρχει στις Η.Π.Α. Ίδιως μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09, όπου οι αποδόσεις πολλών χρεογράφων σταθερού εισοδήματος μειωθήκαν, η προσοχή πολλών επενδυτών στράφηκε προς τα εταιρικά ομόλογα, των οποίων οι αποδόσεις αυξήθηκαν ή διατηρήθηκαν σε παρόμοια επίπεδα.

Για να είμαστε πιο ακριβείς, σύμφωνα με την Ένωση Χρηματοπιστωτικών Αγορών (Securities Industry and Financial Markets Association- SIFMA), όπως παρουσιάζεται και στον πίνακα που ακολουθεί, οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων παρουσίασαν ραγδαία αύξηση από το 2008 στο 2009 κατά σχεδόν 1,92 τρις δολάρια.

Πίνακας 1 : Όγκος εκδόσεων στην αγορά ομολόγων των ΗΠΑ.

Issuance in the U.S. Bond Markets USD Billions

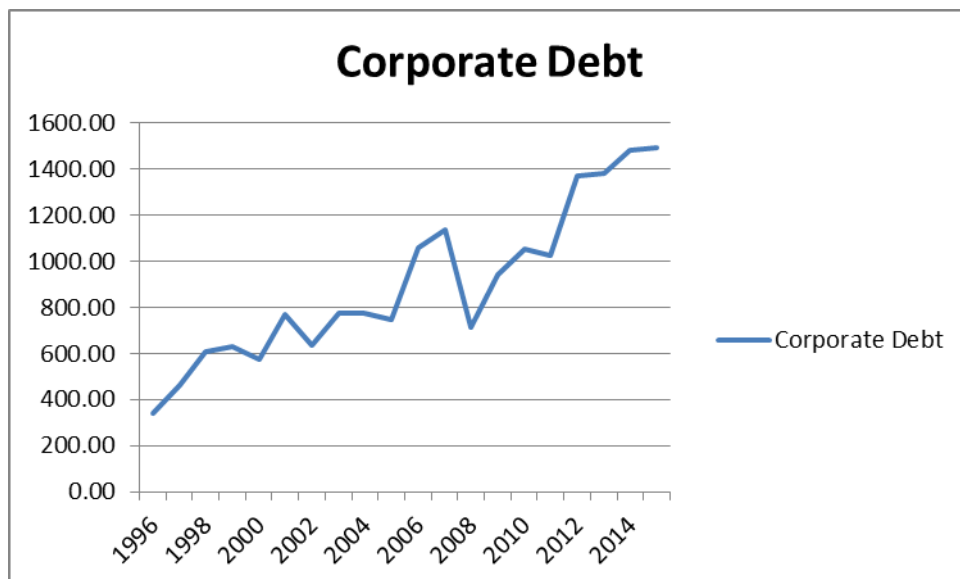


<u>Year</u>	<u>Municipal</u>	<u>Treasury</u>	<u>Mortgage-Related</u>	<u>Corporate Debt</u>	<u>Federal Agency Securities</u>	<u>Asset-Backed</u>	<u>Total</u>
1996	185.20	612.40	553.43	343.70	277.90	121.88	2,094.50
1997	220.70	540.00	719.33	466.00	323.10	142.16	2,411.29
1998	286.80	438.40	1,259.31	610.70	596.40	186.12	3,377.73
1999	224.37	364.60	1,125.60	629.20	548.00	198.56	3,090.33
2000	198.29	312.40	778.83	574.06	446.60	246.78	2,556.95
2001	286.24	380.70	1,818.07	771.93	941.00	266.81	4,464.75
2002	355.78	571.60	2,519.42	636.04	1,041.50	273.85	5,398.19
2003	380.19	745.20	3,505.02	772.90	1,219.47	287.91	6,910.70
2004	358.13	853.30	2,411.47	774.56	877.78	349.23	5,624.46
2005	407.19	746.20	2,782.06	750.05	635.01	482.48	5,802.98
2006	385.98	788.50	2,730.89	1,057.54	691.82	678.11	6,332.85
2007	429.17	752.30	2,494.28	1,136.17	831.24	634.00	6,277.17
2008	389.26	1,037.30	1,436.83	711.26	984.93	289.34	4,848.92
2009	409.60	2,074.93	2,106.44	940.06	1,086.68	153.99	6,771.71
2010	433.13	2,319.84	2,010.69	1,055.14	1,203.72	108.36	7,130.87
2011	294.65	2,103.26	1,701.36	1,023.36	838.36	126.49	6,087.49
2012	378.88	2,304.52	2,157.73	1,370.21	720.75	233.22	7,165.31
2013	334.94	2,139.98	2,092.01	1,379.90	419.53	262.44	6,628.80
2014	337.54	2,215.38	1,365.27	1,479.30	377.44	309.62	6,084.55
2015	403.06	2,122.47	1,709.98	1,492.55	513.52	255.17	6,496.74

Πηγή : Securities Industry and Financial Markets Association- SIFMA

Όπως διαφαίνεται ξεκάθαρα στο ανωτέρω διάγραμμα, η SIFMA προχωρά σε ένα σαφή διαχωρισμό μεταξύ των ειδών των ομολόγων που βρίσκονται σε κυκλοφορία, με τα εταιρικά να παρουσιάζουν μια ολοένα αυξανόμενη πορεία απο το 1996 έως και το 2015, όπου και υπερτριπλασιάστηκε ο όγκος των ετήσιων εκδόσεων τους. Κάτι τέτοιο διαφαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα και τονίζει την στροφή των επιχειρήσεων προς αυτή την χρηματοδότηση, ιδίως τα έτη που ακολούθησαν μετά την κρίση.

Γράφημα 3 : Διαχρονική αύξηση εταιρικών ομολόγων στις Η.Π.Α. (ποσά εκπεφρασμένα σε εκατομύρια δολάρια).



Ο αριθμός των εκδόσεων μας δίνει μια μικρή γεύση για το μέγεθος της εν λόγω αγοράς. Ωστόσο, ο όγκος εκπεφρασμένος σε δις δολάρια αναλύεται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2 : Όγκος εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ σε κυκλοφορία.

Outstanding Corporate U.S. Bonds USD Billions



	<i>Municipal</i>	<i>Treasury</i>	<i>Mortgage Related</i>	<i>Corporate Debt</i>	<i>Federal Agency Securities</i>	<i>Money Markets</i>	<i>Asset-Backed</i>	<i>Total</i>
1996	1,261.63	3,459.70	2,606.43	2,248.46	925.80	1,596.32	297.83	12,396.17
1997	1,318.53	3,456.80	2,871.77	2,459.25	1,021.80	1,891.98	397.56	13,417.69
1998	1,402.73	3,355.50	3,243.38	2,781.63	1,302.10	2,103.45	482.75	14,671.53
1999	1,457.09	3,266.00	3,832.20	3,122.33	1,620.00	2,461.27	588.86	16,347.75
2000	1,480.71	2,951.90	4,119.31	3,403.44	1,853.70	2,823.77	705.45	17,338.28
2001	1,603.40	2,967.50	4,710.96	3,827.64	2,157.40	2,719.78	816.69	18,803.37
2002	1,762.82	3,204.90	5,286.28	4,038.60	2,377.70	2,641.76	905.49	20,217.55
2003	1,900.38	3,574.90	5,707.96	4,313.72	2,626.20	2,620.43	996.41	21,740.00
2004	2,876.83	3,943.60	6,289.06	4,541.84	2,700.60	3,000.22	1,100.92	24,453.06
2005	3,099.95	4,165.90	7,206.41	4,608.10	2,616.00	3,540.74	1,281.92	26,519.01
2006	3,286.52	4,322.90	8,376.00	4,846.54	2,633.96	4,140.85	1,654.49	29,261.25
2007	3,542.39	4,516.70	9,372.59	5,258.54	2,906.25	4,311.59	1,956.56	31,864.62
2008	3,653.28	5,783.64	9,457.64	5,422.23	3,210.58	3,939.79	1,822.98	33,290.14
2009	3,823.45	7,260.57	9,341.58	5,938.88	2,727.50	3,244.55	1,707.07	34,043.60
2010	3,926.91	8,853.02	9,221.45	6,545.67	2,538.78	2,980.95	1,498.66	35,565.44
2011	3,878.91	9,928.44	9,043.84	6,620.30	2,326.93	2,719.35	1,351.47	35,869.24
2012	3,871.61	11,046.09	8,814.90	7,052.67	2,095.81	2,612.31	1,272.25	36,765.65
2013	3,803.47	11,854.44	8,720.06	7,460.21	2,056.86	2,713.66	1,270.50	37,879.20
2014	3,761.51	12,504.78	8,744.72	7,830.12	2,028.75	2,903.29	1,352.63	39,125.80
2015	3,777.04	13,191.56	8,720.10	8,172.28	1,995.40	2,806.89	1,393.95	40,057.22

Καθίσταται πλέον σαφές, λαμβάνοντας υπόψη και τα στοιχεία που παρατίθεται στον δεύτερο πίνακα υπάρχει μια ξεκάθαρη άνοδος των εταιρικών ομολόγων που βρίσκονται σε κυκλοφορία, μιας και το 1996 ο αριθμός τους ανέρχονταν σε κάτι περισσότερο από 2,4 τρις δολάρια ενώ 19 έτη αργότερα ο ίδιος αριθμός είχε εκτοξευθεί στο αστρονομικό ποσό των σχεδόν 8,2 τρις δολλαρίων. Είναι δε αξιοσημείωτο, το γεγονός ότι οι εκδόσεις ομολόγων

αγγίζουν κάθε χρόνο επίπεδα ρεκόρ. Αυτό οφείλεται αφενός στην πτώση των επιτοκίων, αλλά και αφετέρου στην ανάπτυξη της εν λόγω αγοράς μιας και τα τελευταία χρόνια έχει γίνει πιο ρευστή και με μεγαλύτερο βάθος. Πέραν, όλων των άλλων στοιχείων που συνοδεύουν και λαμβάνονται υπόψη στην τιμολόγηση ενός ομολόγου, εξίσου τιμολογείται και η ρευστότητα. Η αύξηση της ρευστότητας της αγοράς των εταιρικών ομολόγων είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών τους, αλλά και την περαιτέρω συμπερίληψη τους στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια πολλών διαχειριστών κεφαλαίων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η εν λόγω αγορά να φαντάζει πιο ελκυστική όντας λιγότερο δαπανηρή για την χρηματοδότηση των εταιριών. Επίσης, αξίζει να σημειωθεί το γεγονός ότι η έκδοση εταιρικών ομολόγων πολλές φορές προκρίνεται έναντι της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, μιας και η πρώτη δεν επιφέρει καμία αλλαγή στην σύνθεση της ιδιοκτησίας, καθώς επίσης συνεπάγεται και με ένα θετικό μήνυμα προς τις διεθνείς χρηματαγορές, κάτι που σε καμία των περιπτώσεων δεν ισχύει για τις μετοχές.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09 είχε σημαντικό αντίκτυπο στην αγορά ομολόγων, όπως και σε κάθε άλλη αγορά. Ως εκ τούτου η ραγδαία άνοδος των spreads αλλά και η κατακόρυφη μείωση ρευστότητας που χαρακτήριζε την αγορά, ήταν αναπόφευκτες. Ωστόσο, όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό από τον Πίνακα 2, η αγορά ομολόγων σταδικά ξεπέρασε το σόκ που υπέστη και κατάφερε να διογκωθεί περαιτέρω από τα 5,4 τρίς δολλάρια το 2008 στα 8,17 τρίς το 2015.

2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Η βιβλιογραφία παρουσιάζει μεγάλη ποικιλία αλλά και πληθώρα μελετών που έχουν καλύψει την αντίδραση περιουσιακών στοιχείων σε διαφόρων ειδών ανακοινώσεων, από ανακοινώσεις σε επίπεδο εταιρίας έως ανακοινώσεις συσχετιζόμενες με τον τραπεζικό δανεισμό.

Παρόλη όμως την προσοχή που έχει δοθεί από πολλές μελέτες στο θέμα των ανακοινώσεων και των αντιδράσεων που έπονται αυτών, από όσο γνωρίζουμε δεν υπάρχει κάποια σχετική μελέτη η οποία να καλύπτει τον αντίκτυπο που προκαλούν οι ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων στην αγορά ομολόγων. Αυτό το γεγονός αποτέλεσε το εναρκτήριο έναυσμα για την διεξαγωγή αυτής της μελέτης, με την ελπίδα ότι θα μπορέσουμε να συνδράμουμε έστω και σε ένα πολύ μικρό βαθμό, στον εμπλουτισμό της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Δεδομένου, του επιστημονικού αυτού κενού, οφείλουμε να πλοηγηθούμε σε αχαρτογράφητα νερά, ακολουθώντας ως οδηγούς την μέχρι τώρα έρευνα στο ευρύτερο πεδίο των ανακοινώσεων και των αντιδράσεων που τις περιβάλλουν. Για τον λόγο αυτό μελετήσαμε ενδελεχώς (και σε αυτά θα αναφερθούμε παρακάτω) τα κομμάτια της έρευνας που αφορούν :

- α) την αντίδραση της αγοράς μετοχών σε ανακοινώσεις τραπεζικού δανεισμού και β) την αντίδραση της αγοράς ομολόγων σε διάφορες ανακοινώσεις.

2.1 Ανακοινώσεις Τραπεζικών Δανείων και Αντιδράσεις Αγοράς Μετοχών

Μια σημαντική και αρκετά διαφοροποιημένη μελέτη είναι αυτή του Masulis (1980), ο οποίος εξετάζει την σημαντικότητα που ενέχει η κεφαλαική διάρθρωση μιας επιχείρησης στις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών της επιχείρησης. Το ενδιαφέρον εύρημα του Masulis είναι ότι απέδειξε ότι κατά μέσο όρο οι μέτοχοι επηρεάζονται δυσμενώς όταν υπάρχει μείωση της μόχλευσης, κάτι με το οποίο συμφωνεί η διεθνής βιβλιογραφία μιας και οι διοικήσεις των εταιριών δεν κινούνται με αποκλειστικό γνώμονα την μεγιστοποίηση του μετοχικού πλούτου, δεδομένου ότι τέτοιου είδους αποφάσεις δεν ευθυγραμμίζονται πάντα με την μεγιστοποίηση των κερδών του οργανισμού. Η εν λόγω μελέτη τονίζει την σημαντικότητα αλλά και την άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση μεταξύ αποδόσεων και ξένων κεφαλαίων. Κρατώντας αυτό κατά νου, μπορούμε να δικαιολογήσουμε το τσουνάμι μελετών που ακολούθησαν στην προσπάθειά τους να εντοπίσουν την όποια συνδεση μεταξύ

δημοσιοποιήσεων δανείων που παρέχουν τα ξένα αυτά κεφάλαια, με τις αποδοσεις των άμεσα ενδιαφερόμενων μετόχων.

Οι τράπεζες διαδραματίζουν έναν κρίσιμο ρόλο στην παγκόσμια οικονομία, μιας και λειτουργούν ως ενδιάμεσοι βοηθώντας στην ορθή κατανομή πλούτου μεταξύ των πλουτοπαραγωγικών μονάδων, απο μια πλεονασματική σε μια ελλειμματική. Σαφέστατα όπως καθίσταται εύκολα αντιληπτό η επιλογή χρηματοδότησης μιας μονάδας (επιχείρησης), μόνο απλή υπόθεση δεν αποτελεί, αφενός διότι η τράπεζα έχει πεπερασμένα κεφάλαια στην διάθεσή της και αφετέρου διότι η ίδια πρέπει να εξασφαλίσει την επιστροφή των κεφαλαίων αυτών για την επιβίωσή της. Αυτό σημαίνει πως την τράπεζα βαραίνει η ευθύνη των σωστών επιλογών δανειοδότησης, γιατί το αντίθετο συνεπάγεται τον αποκλεισμό απο την στρόφιγγα της χρηματοδότησης υγιών επιχειρήσεων.

Για να το επιτύχει αυτό η τράπεζα είναι αναγκασμένη να αντιμετωπίσει την ασυμμετρία πληροφόρησης κάνοντας σωστές επιλογές κατι που μπορεί να επιτευχθεί μόνο με την κατάλληλη πληροφόρηση. Βέβαια, η συλλογή πληροφοριών όπως και η διαχείριση τους συνεπάγονται με κόστος, κόστος το οποίο η κάθε τράπεζα αντιμετωπίζει με την επίτευξη οικονομικών κλίμακας.

Εάν υποθέσουμε ότι κάποιος ανεξάρτητος διαμεσολαβητής έχει πληροφορίες για κάποιους πιθανούς δανειολήπτες, αυτό σημαίνει ότι θα παραχωρεί τις πληροφορίες αυτές έναντι αμοιβής, στους άμεσα ενδιαφερόμενους. Στην περίπτωση μας βέβαια οι «άμεσα ενδιαφερόμενοι» δεν είναι άλλοι απο τις τράπεζες, οι οποίες οφείλουν να προβλέπουν τον πιστωτικό κίνδυνο που συνεπάγεται η κάθε χορήγηση δανείου, καθώς επίσης και να παρακολουθούν το κάθε δανειολήπτη για την δυνατότητα διεκπεραίωσης των υποχρεώσεων του. Αυτό ακριβώς έδειξαν και στην έρευνά τους οι Ramakrishnan και Thakor (1984), υπογραμίζοντας το γεγονός ότι οι τράπεζες αναγκάστηκαν να αναπτύξουν οικονομίες κλίμακας για την συλλογή (ή απόκτηση) και διαχείριση των πληροφοριών. Κατ'επέκταση δεδομένου ότι η επιβίωση μιας τράπεζας εξαρτάται απο τις σωστές πληροφορίες, οι δανειστές θεωρούνται απο πολλούς οτι είναι κάτοχοι εσωτερικής πληροφόρησης, για τον λόγο αυτό η λήψη δανείου απο μια επιχείρηση εκλαμβάνεται ως ενα θετικό μήνυμα προς την αγορά.

Η παροχή πίστωσης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με το παρελθόν. Οι τραπεζίτες οφείλουν να έχουν συμπαγής και ολοκληρωμένη γνώση για την λειτουργία του οικονομικού συστήματος, των κερδών που μπορεί να επιτευχθούν σε ένα κλάδο, ακόμη και γνώση για τον ίδιο τον

δανειολήπτη. Έχοντας ως αποκλειστικό στόχο την μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης ακόμα και την πιθανή εξάλειψή της, όπως εμφατικά δηλώνει ο Schumpeter (1939) «μια τράπεζα οφείλει να γνωρίζει προσωπικά τον πελάτη της, την επιχείρησή του, ακόμα και τις προσωπικές του συνήθειες», στην προσπάθειά του να τονίσει τον ζωτικής σημασίας ρόλο που ενέχει η πληροφόρηση στον τραπεζικό κλάδο.

Σε μια μοναδικής σημασίας μελέτη το 1985 ο Eugene F.Fama απέδειξε τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι τράπεζες σε συνδυασμο με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς. Μιλώντας για «αποτελεσματική αγορά», αναφερόμαστε σε μία αγορά της οποίας οι τιμές αντικατοπτρίζουν (έχουν ενσωματώσει) όλη την διαθέσιμη πληροφορία. Ο πρωταρχικός ρόλος της κεφαλαιαγοράς είναι η κατανομή ιδιοκτησίας του διαθέσιμου μετοχικού κεφαλαίου. Για να συμβεί αυτό και για να είναι σε θέση οι εμπλεκόμενοι να λάβουν τις βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις, η αγορά οφείλει να προσφέρει περιουσιακά στοιχεία και επενδυτικά προϊόντα που αντικατοπτρίζουν όλη την διαθέσιμη και μη διαθέσιμη πληροφόρηση. Παρόλα αυτά, επειδή κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό πάντοτε, ο Fama κατέδειξε ότι η αγορά αναγνωρίζει ως γνώστες και κατόχους πληροφοριών τις τράπεζες, με αποτέλεσμα μια ανακοίνωση χορήγησης δανείου να εκλαμβάνεται ως ένα θετικό σήμα από την αγορά και ως εκ τούτου η τιμή της εταιρίας-δανειολήπτη να ανεβαίνει.

Μια άλλη πολύ σημαντική έρευνα είναι αυτή των Mikkelson και Partch (1986), οι οποίοι ερευνώντας αν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών μιας εταιρίας, με τους διάφορους τρόπους χρηματοδότησής της, κατέληξαν στο ότι η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου έχει αρνητικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών και εκλαμβάνεται αρνητικά από την αγορά. Πιο συγκεκριμένα η αγορά θεωρεί πως η εταιρία προσπαθεί να καρπωθεί την «φούσκα» της τιμής μετοχής λόγω υπερτιμολόγησης και για τον λόγο αυτό οι επενδυτές επιλέγουν να πουλήσουν ωθώντας τις τιμές προς τα κάτω. Αντιθέτως, όταν πρόκειται για την αύξηση της μόχλευσης μιας επιχείρησης παρατηρήσαν ότι προκύπτουν στατιστικώς σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις στις τιμές των μετοχών.

Ένα χρόνο αργότερα το 1987, ο Christopher James, απέδειξε και εκείνος με την σειρά του την θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών που έπονται της ανακοίνωσης τραπεζικού δανεισμού, με την διαφορά ότι εντόπισε μεγάλες υπεραποδόσεις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%, για τις δύο επόμενες ημέρες της ανακοίνωσης. Αντιθέτως, ως αρνητικό σήμα εκλαμβάνονται, η επαναχρηματοδότηση του χρέους, η έκδοση δημοσίου χρέους αλλά και η ιδιωτική τοποθέτηση (private placement). Ο James δεν αρκέστηκε στα αποτελέσματα

που του παρείχε η έρευνά του αλλά προσπάθησε να δώσει μια εξήγηση στην ύπαρξη των φαινομένων αυτών. Αποτέλεσμα της ερευνάς του αυτής, ήταν να επικεντρωθεί σε κάποιους συγκεκριμένους παράγοντες, όπως ο χρόνος ωρίμανσης του δανείου, ο σκοπός της λήψης του (επενδυτικός λόγος, κεφάλαιο κίνησης κ.ο.κ), ακόμα και ο κίνδυνος αθέτησης απο πλευράς της επιχείρησης. Οι παραπάνω παράγοντες δηλώνουν emphaticά ότι ο τραπεζικός δανεισμός είναι ξεχωριστής σημασίας και δεν μπορεί να εξισωθεί με την πίστωση από άλλους φορείς.

Την πληθώρα μελετών στο αντικείμενο ήλθαν να συμπληρώσουν οι Lummer και McConnell (1989), οι οποίοι εντόπισαν κενό στις προηγούμενες έρευνες καθότι καμία έρευνα δεν προχωρούσε σε διάκριση μεταξύ σύναψης νέων συμφωνιών και επέκτασης ή ανανέωσης των ήδη υπάρχουσων. Η διάκριση αυτή μπορεί να προσδώσει μια πληρέστερη εκτίμηση για τις διαδικασίες χορήγησης δανείου μιας τράπεζας αλλά και για τα μηνύματα που μπορεί δυνητικά να φέρει μια τράπεζα στις χρηματαγορές. Με πιο απλά λόγια αν μια τράπεζα συνάπτει μια συμφωνία για πρώτη φορά, τότε και η ίδια υπόκειται σε ενδεχομένως αγνώστου βαθμού πιστωτικό κίνδυνο, κατ'επέκταση το μήνυμα το οποίο φέρει σε μια αγορά δεν θα πρέπει να είναι ίδιας βαρύτητας με ένα μήνυμα σύναψης δανείου με έναν ήδη πελάτη της τράπεζας, μιας και η πληροφόρησή της θα είναι πιο έγκυρη και σαφέστατα δοκιμασμένη απο την παρελθούσα εμπειρία. Στην ίδια λογική, λοιπόν οι δύο οικονομολόγοι υπέθεσαν ότι στην είδηση μιας νέας δανειακής σύμβασης δεν θα πρέπει να παρατηρούνται υπεραποδόσεις, μιας και η τράπεζα δεν έχει ακόμα αποκτήσει το πλεονέκτημα της εσωτερικής πληροφόρησης, δεδομένου ότι δεν διατηρούσε καμία εμπορική και μη συναλλαγή με τον καινούριο αντισυμβαλλόμενο. Πράγματι, η υπόθεση τους απεδείχθη σωστή, αν δηλαδή χωρίσουμε σε δύο κατηγορίες τις ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων, στις νέες και σε αυτές που ανανεώνονται, η μη-κανονικότητα των αποδόσεων θα παρατηρείται μόνο στις ανανεώσεις των συμφωνιών αυτών, την οποία υπεραπόδοση υπολογίσαν ότι έχει θετικό πρόσημο και ανέρχεται στο 1,24%. Επίσης, η περαιτέρω ανάλυση κατέδειξε ότι όταν οι ανανεώσεις των συμφωνιών αυτών είναι θετικές, τότε συνοδεύονται και απο θετικές υπεραποδόσεις, ενώ όταν αντίστοιχα υπάρχουν ανακοινώσεις μειώσεων ή περικοπών των δανείων, στην περίπτωση αυτή οι μη-κανονικές αποδόσεις που προκύπτουν έχουν αρνητικό πρόσημο, οι τιμές δηλαδή των μετοχών μειώνονται ως αποτέλεσμα της είδησης. Παρόλα αυτά, το αξιοσημείωτο και ενδιαφέρον κομμάτι της έρευνας είναι αυτό που αφορά ανακοινώσεις αμφιλεγόμενων δανείων, δηλαδή συμφωνιών αμφίβολης έκβασης μιας και ο δυνητικός αντισυμβαλλόμενος αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικές δυσχέρειες στα όρια της τεχνικής

πτώχευσης, με την λήψη δανείου να αποτελεί την τελευταία σανίδα σωτηρίας. Σε αυτή την ξεχωριστή για την βιβλιογραφία περίπτωση, η έρευνα κατέληξε ότι ο αντίκτυπος στην αγορά ήταν πολύ πιο ισχυρός και εμφανής από τις προηγούμενες περιπτώσεις μιας και φάνηκε ότι οι επενδυτές το αξιολογούσαν ως ένα πολύ σημαντικό βήμα για την επιβίωση της επιχείρησης, το αποτέλεσμα είναι η εμφάνιση στατιστικά σημαντικών θετικών υπεραποδόσεων. Ο λόγος είναι ότι η αγορά αντιλαμβάνεται πως η τράπεζα ως κατοχος εσωτερικής πληροφόρησης, διαβλέπει πως η συγκεκριμένη επιχείρηση έχει προοπτικές ανάπτυξης με το βασικότερο επιχείρημα όλων να αποτελεί πως εφόσον η τράπεζα επέλεξε να συνάψει την συμφωνία θα συνεχίσει και μελλοντικά την συνεργασία της και κατ'επέκταση την στηριξή της προς τον δανειολήπτη, δημιουργώντας έτσι μια κατάσταση που εφησυχάζει την αγορά.

Στο ίδιο μήκος κύματος οι Slovin, Glascock και Johnson (1992) προσπάθησαν να ρίξουν φως σε άλλη μια σημαντική διάσταση που η μέχρι τότε βιβλιογραφία δεν κάλυπτε, το κατά πόσο το μέγεθος της επιχείρησης που προβαίνει στην ανακοίνωση έχει σημασία στην εμφάνιση μετέπειτα υπέρ-αποδόσεων. Για να το πετύχουν αυτό χώρισαν το δείγμα τους σε δύο κατηγορίες, σε εταιρίες μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με βάση πάντα τις αγοραίες τιμές μετοχών που επικρατούσαν. Το 57% του δείγματος αποτελούνταν από εταιρίες μικρού μεγέθους (λαμβάνοντας πάντοτε υπόψη τα δεδομένα της εποχής), ενώ το εναπομείναν 43% από μεγάλες. Η μελέτη τους επικεντρώθηκε στις αποδόσεις του δείγματος κατά την ημέρα ανακοίνωσης καθώς και την επόμενη (στην προσπάθειά τους να εντοπίσουν τυχόν υπεραποδόσεις). Η έρευνά τους κατέληξε πως οι μεγάλες επιχειρήσεις παρουσίαζαν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις της τάξεως του +0,48%, οι οποίες όμως ήταν μη-στατιστικά σημαντικές. Από την άλλη πλευρά, οι μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρίες εμφάνισαν θετικές υπεραποδόσεις +1,92%, τόσο για τις ανακοινώσεις νέων δανείων όσο και για ανανεώσεις ήδη υπάρχουσων δανειακών συμβάσεων. Η ερμηνεία που αποδίδουν οι ανωτέρω αρθρογράφοι, έρχεται σε συμφωνία με τις υποθέσεις των Fama και Diamond, δηλαδή ότι οι μικρές εταιρίες, είναι εκείνες οι οποίες, απολαμβάνουν τα προνόμια μείωσης της ασυμμετρίας πληροφόρησης (μέσω των ανακοινώσεων που παρέχονται από τράπεζες). Η λογική πίσω από το επιχείρημά τους έγκειται στο ότι, με τις μεγάλες επιφανείς εταιρίες συνεπάγεται και περισσότερη διαφάνεια αλλά και πληροφόρηση, κατ'επέκταση η «αξία» της ιδιωτικής πληροφορίας που εισάγει η τράπεζα δεν είναι τόσο μεγάλη. Αντιθέτως, μια μικρή και άσημη επιχείρηση δεν απολαμβάνει μεγάλης προβολής, κάτι που έχει ως αποτέλεσμα οι πληροφορίες γύρω από αυτή να είναι περιορισμένες αν όχι ανύπαρκτες. Κατά

συνέπεια, η ανακοίνωση ενός τραπεζικού δανείου συνεπάγεται και με μεγάλης αξίας ιδιωτική πληροφόρηση που παρέχεται από την τράπεζα προς τους επίδοξους επενδυτές, κάτι που με την σειρά του θα φέρει και υψηλές θετικές υπεραποδόσεις.

Την πληθώρα μελετών επί του θέματος, ήρθε να συμπληρώσει το 1993, αυτή των Best και Zhang, οι οποίοι προσπάθησαν να βρουν τις πληροφορίες που απορρέουν από το ίδιο περιεχόμενο των τραπεζικών συμβάσεων, κάτι που προηγούμενες έρευνες αγνοούσαν. Σε ένα δείγμα 500 σχεδόν τραπεζικών ανακοινώσεων (που λάβανε χώρα από το 1977 έως το 1989), προχώρησαν σε διαχωρισμό μεταξύ εταιριών που το προηγούμενο από την ανακοίνωση έτος, οι προβλέψεις των αναλυτών για τα κέρδη τους εμπεριείχαν υψηλό ποσοστό σφάλματος και αντίστοιχα για τις υπόλοιπες το αντίστροφο. Τελικά, όπως απεδείχθη το μέρος του δείγματος όπου το ποσοστό σφάλματος των αναλυτών ήταν υψηλό, παρουσίασε στατιστικά σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Η ερμηνεία που μπορεί να αποδοθεί στο φαινόμενο, είναι ότι το γεγονός της ανακοίνωσης λειτουργεί επιβεβαιωτικά στο αίσθημα σιγουριάς που επιζητούν οι δυνητικοί επενδυτές, κάτι που οι αναλυτές δεν μπορούσαν να προσφέρουν με τις ασταθείς προβλέψεις τους. Επίσης, οι ίδιοι ερευνητές εξέτασαν κατά πόσο οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων έχουν επίδραση στην εμφάνιση μη κανονικών αποδόσεων αλλά και αν το είδος της επίδρασης αυτής είναι θετικό, αρνητικό ή σταθερό. Απέδειξαν, λοιπόν, ότι στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις έχουμε μόνο στην περίπτωση που οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων είναι αρνητικού χαρακτήρα. Πρόκειται για μια κατάσταση απολύτως λογική, μιας και όταν οι οφειλέτες αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες, τότε και οι τράπεζες (ως πιστωτές) τείνουν να αυξάνουν τους ελέγχους τους, για να εξασφαλίσουν την αποπληρωμή τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ποιότητα αλλά και η αξία της πληροφόρησης που παράγουν να είναι ακόμα υψηλότερη.

Σε ένα άλλο παρεμφερές αλλά εξίσου σημαντικό θέμα βάλθηκαν να απαντήσουν και οι Mullinaex και Preece το 1994. Το αντικείμενο έρευνάς τους ήταν η επιρροή που έχει στις υπεραποδόσεις η ταυτότητα του πιστωτή. Στο δείγμα που χρησιμοποίησαν, συμπεριέλαβαν ανακοινώσεις τραπεζικών ιδρυμάτων, ανεξάρτητων φορέων αλλά και εταιριών που προσφέρουν υπηρεσίες χρηματοδότησης (Non-Bank Firms). Κατέληξαν ότι τελικά όταν οι ανακοινώσεις προέρχονται από την τελευταία κατηγορία πιστωτών (Non-Bank Firms) καταγράφονται σημαντικότερες θετικές υπεραποδόσεις, σε σχέση με τις άλλες δύο κατηγορίες.

Την σημαντικότητα που ενέχει ο δανειστής στην ανακοίνωση θέλησαν να μελετήσουν και οι Billet, Flannery και Garfinkel (2006). Πεισμένοι ότι η ταυτότητα του δανειστή διαδραματίζει οπωσδήποτε σημαντικό ρόλο στην όλη διαδικασία, σύλλεξαν ένα δείγμα 629 περιπτώσεων ανακοίνωσης δανείου και εντόπισαν ότι αφενός οι τραπεζικές ανακοινώσεις συνεπάγονται την εμφάνιση υπεραποδόσεων και αφετέρου ότι αυτές οι υπεραποδόσεις διαφέρουν αναμεταξύ τους ανάλογα με την προέλευση της ανακοίνωσης. Πιο συγκεκριμένα, απέδειξαν ότι οι υψηλότερης ποιότητας πιστωτές συσχετίζονταν με σημαντικά υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Αυτό έρχεται σε συμφωνία με το λογικό επιχείρημα ότι η βαρύτητα μιας ανακοίνωσης που προέρχεται από μια μεγάλη και κραταιά τράπεζα, φέρει ένα πολύ πιο ουσιαστικό και βαρύγδουπο μήνυμα στις αγορές από ότι μια ανακοίνωση δανείου από μια μικρή και περιορισμένης εμβέλειας τράπεζα. Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι όταν δανειστές πιστοληπτικής διαβάθμισης AAA έκαναν ανακοινώσεις δανείων, τότε οι δανειολήπτριες εταιρίες παρουσίαζαν υψηλές και στατιστικά σημαντικές θετικές υπεραποδόσεις της τάξεως του 0,636%. Σε αντίθεση ανακοινώσεις που προέρχονταν από πιστωτές χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, τότε στην περίπτωση αυτή παρουσιάζονταν, μάλιστα, μη-στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις. Το συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι σημασία δεν έχει μόνο το είδος της χρηματοδότησης, αλλά ακόμα και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του ίδιου του χρηματοδότη.

Επιπλέον, οι Ongena και Roscovan (2009) διεξήγαγαν μια παρόμοια μελέτη αναλύοντας ένα δείγμα 986 ανακοινώσεων χορήγησης δανείων σε Αμερικανικές εταιρίες κατά το χρονικό διάστημα 1980-2003. Οι δύο ερευνητές κατέληξαν στο ότι ναι μεν οι τράπεζες αντιμετωπίζονται από την αγορά ως οι έχοντες την επιπλέον πληροφόρηση, αλλά η σημασία και η βαρύτητα της πληροφόρησης αυτής μπορεί να διαφέρει ανάλογα με την προέλευσή της. Η ξεχωριστή τους συνεισφορά στην διεθνή βιβλιογραφία έγκειται στο ότι ανακάλυψαν ότι οι επενδυτές αντιδρούν θετικά σε τέτοιου είδους ανακοινώσεις είτε τα δάνεια προέρχονται από εγχώριες είτε από ξένες τράπεζες, αλλά δεν λαμβάνουν καθόλου υπόψη τους ανακοινώσεις δανείων από τράπεζες που δεν έχουν παρουσία στην πολιτεία όπου εδρεύουν τα κεντρικά γραφεία του (Headquarters) δυνητικού δανειολήπτη. Μέσα από την εμπειρική τους μελέτη στην πραγματικότητα διαπίστωσαν ότι η αντίδραση των αγορών ήταν ακόμη πιο έντονη στην περίπτωση όπου ο δανειοδότης ήταν μη-Αμερικανική τράπεζα, μιας και υποδειλώνονταν ότι αποκλείονταν κάθε ενδεχόμενη εμπορική σχέση, η οποία πιθανώς να επηρρέαζε την όλη συναλλαγή. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι η αγορά αξιολογεί πιο θετικά ανακοινώσεις και συναλλαγές όταν αυτές προέρχονται από μεγάλες ανταγωνιστικές τράπεζες, οι οποίες δεν

βασίζονται αποκλειστικά στην εσωτερική πληροφόρηση αλλά σε δικά τους αμερόληπτα χρηματοοικονομικά υποδείγματα αξιολόγησης. Οι διεθνείς τραπεζικοί όμιλοι τείνουν να δανείζουν μεγάλες διαφανείς επιχειρήσεις, κάτι το οποίο έχει ως αποτέλεσμα οι υπεραποδόσεις¹ που επιτυγχάνονται μετέπειτα της ανακοίνωσης δανεισμού, να είναι κατά πολύ υψηλότερες από τις αποδόσεις που επιτυγχάνονται όταν ο δανεισμός πραγματοποιείται από εγχώριες ή τοπικές τράπεζες. Επι της ουσίας οι τράπεζες αυτές έχουν καταφέρει να κερδίσουν την εμπιστοσύνη της αγοράς για την διασφάλιση του αδιάβλητου της υπόθεσης αλλά και για την απουσία διαπροσωπικών σχέσεων μεταξύ των εμπλεκόμενων πλευρών.

Δύο χρόνια μετά τους Ongena και Roscovan, η έρευνα των Maskara και Mullineaux (2011) έρχεται να ανατρέψει τα δεδομένα της μέχρι τότε διεθνούς βιβλιογραφίας. Οι δύο οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι οι ανακοινώσεις δανείων δεν συνοδεύονται απαραίτητα με υπερβάλλουσες αποδόσεις. Η ανάλυσή ξεκινά όταν παρατηρούν ότι με δεδομένο τον πληθυσμό των εταιρικών δανείων, μόλις ένα μικρό υποσύνολο αυτών προβαίνει στις ανακοινώσεις τους. Για την ακρίβεια βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις εταιρικών δανείων είναι σχετικά σπάνιες και εξαρτώνται από την σημαντικότητα χορήγησης τους. Ελέγχοντας το δείγμα των Billet, Flannery και Garfinkel, ανακαλύπτουν ότι το δείγμα τους αποτυγχάνει να αντικατοπτρίσει το σύνολο του πληθυσμού και πως οι υπεραποδόσεις εντοπίζονται κυρίως σε μικρότερες επιχειρήσεις. Σε ένα νέο δικό τους δείγμα, προσπαθούν να συμπεριλάβουν εταιρίες κάθε κατηγορίας, έτσι ώστε να είναι πιο αντιπροσωπευτικό και τα ευρήματά τους πιο έγκυρα. Το συμπέρασμά τους καταλήγει ότι στο δείγμα τους οι υπεραποδόσεις που προκύπτουν είναι στατιστικά ασήμαντες. Εστιάζουν την προσοχή τους στο γεγονός ότι μόλις το ένα τέταρτο (1/4) των τραπεζικών δανείων ανακοινώνονται και μάλιστα οι εταιρίες που προβαίνουν σε τέτοιου είδους ανακοινώσεις διαφέρουν σημαντικά από τον υπόλοιπο πληθυσμό, δεδομένου ότι η ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης επηρεάζει την απόφαση του δανειολήπτη να δημοσιοποιήσει το γεγονός. Συνήθως, τα σημαντικά δάνεια (Material Loans) συνοδεύονται και από ανακοινώσεις, δηλαδή δάνεια τα οποία είναι εξαιρετικά μεγάλου μεγέθους σε σχέση με το μέγεθος της εταιρίας πελάτη ή αυτά που σχετίζονται άμεσα με την επιβίωση του οργανισμού. Ο μεγαλύτερος αριθμός των τραπεζικών πιστώσεων, ο οποίος δεν ανακοινώνεται, πηγαίνει σε μεγάλες εύρωστες εταιρίες, εκεί όπου οι επενδυτές είναι λιγότερο πιθανό να θεωρήσουν μια τέτοια πληροφορία ως σημαντική.

¹ Πρόκειται για ορολογία που χρησιμοποιείται στην περιγραφή της απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, όταν αυτή διαφέρει από την αναμενόμενη απόδοση E(R).

Όπως, επισημαίνουν αν όλα τα δάνεια που συνάπτονταν επρόκειτο να ανακοινωθούν, τότε οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις που θα προέκυπταν δεν θα απείχαν πολύ απο το μηδέν. Επιπροσθέτως, τονίζουν ότι οι προηγούμενες μελέτες στερούνται της απαραίτητης αμεροληψίας του δείγματος, με αποτέλεσμα να παραπλανούν στο ότι τα τραπεζικά δάνεια αποτελούν ξεχωριστό τρόπο χρηματοδότησης έναντι των υπολοίπων.

Την άποψη των Maskara και Mullineaux φαίνεται πως ασπάστηκε και η Gonzalez (2011), η οποία σε πρόσφατη μελέτη που διεξήγαγε, υποστήριξε πως από το σύνολο του πληθυσμού των επιχειρήσεων που λαμβάνουν τραπεζικές πιστώσεις, μόλις το 22% προβαίνει στην ανακοίνωσή τους, παρόλο που οι σύγχρονες τεχνολογικές εξελίξεις το καθιστούν πολύ πιο εύκολο. Μάλιστα καταλήγει πως τα δάνεια τα οποία τείνουν να ανακοινώνονται είναι μακράς διάρκειας, μεγαλύτερα και συνήθως πιο επικίνδυνα.

Παρόμοια είναι και τα ευρήματα των Ongena, Roscovan, Song και Werker (2014), οι οποίοι ανακάλυψαν πως υπάρχει μια σταδιακά μειούμενη αντίδραση των αγορών μετοχών και ομολόγων σε τέτοιου είδους δημοσιοποιήσεις δανείων. Αξιοσημείωτο αποτελεί δε το γεγονός ότι οι αντιδράσεις των τιμών μετοχών και ομολόγων είναι (το χρονικό διάστημα πριν και μετά την ανακοίνωση) ανεξάρτητες της πιστοληπτικής διαβάθμισης του δανειολήπτη και του κινδύνου του όπως αυτός μετράται απο το Credit Spread του οργανισμού.

Συνοψίζοντας την ενότητα αυτή, κρίνουμε σκόπιμο να ισχυριστούμε πως οπωσδήποτε υπάρχει κάποιου είδους σχέση μεταξύ ανακοίνωσεων δανεισμού και μετοχικών αποδόσεων, παρόλο που πιο σύγχρονες εμπειρικές μελέτες τείνουν να αποδυναμώνουν το εν λόγω συμπέρασμα. Αναμφίβολα, οι τράπεζες έχοντας αναλάβει ρόλο ενδιαμέσου έχουν το κίνητρο αλλά και την δυνατότητα να αντλήσουν περαιτέρω πληροφορίες για έναν δυνητικό δανειολήπτη. Το ερώτημα που φυσικά ανακύπτει είναι εάν σε κάθε τέτοια σύμβαση, το τραπεζικό ίδρυμα βασίζεται σε εσωτερική πληροφόρηση ή σε πληροφορίες που είναι διαθέσιμες προς όλους. Σαφέστατα, ενέργειες όπως η παροχή πίστωσης απο μεγάλους τραπεζικούς ομίλους, αποτελούν θετικές ενδείξεις και σήμα προς την αγορά, μιας και κάτι τέτοιο συνεπάγεται πως ο πιστωτής έχει πεισθεί για την αξιοπιστία, οικονομική ευρωστία αλλά και μελλοντική συνέχεια του αντισυμβαλλόμενου, λαμβάνοντας πάντα ως προϋπόθεση την απουσία σκοπιμότητας αλλά και την μη προσπάθεια χειραγώγησης των αγορών. Οι επενδυτές, λοιπόν, εκλαμβάνουν ενθαρρυντικά την εξέλιξη αυτή, αυξάνοντας την ζήτηση και προβαίνοντας σε αγορά της μετοχής ωθώντας τις τιμές προς τα επάνω.

2.2 Ανακοινώσεις Τραπεζικών Δανείων και Αντιδράσεις Αγοράς Ομολόγων

Συνεχίζοντας την ανάλυσή μας, θα επεκταθούμε στην αγορά των ομολόγων και στις δικές της αντιδράσεις σε δημοσιοποιήσεις τραπεζικών πράξεων. Η βιβλιογραφία, ενώ σφύζει άρθρων που αναλύουν την σχέση δανείων και αποδόσεων, είναι αρκετά φτωχή όσον αφορά το κομμάτι αποδόσεων των ομολόγων. Αυτό μπορεί να αποδοθεί κυρίως στις ακόλουθες αιτίες. Η πρώτη έγκειται στο ότι μόνο οι ΗΠΑ έχουν οργανωμένη αγορά εταιρικών ομολόγων, μιας και αναμφισβήτητα η προσοχή των επενδυτών είναι κυρίως στραμμένη στο κομμάτι της αγοράς μετοχών, η οποία σε συνδυασμό με την παράλληλη αγορά των παραγώγων, προσφέρει δυσανάλογα περισσότερες ευκαιρίες πολλαπλασιασμού των κερδών μέσω της μόχλευσης. Ως άλλη μια αιτία μπορεί να θεωρηθεί το γεγονός ότι πολλές εταιρίες (και πολλές φορές μεγάλης κεφαλαιοποίησης) δεν προβαίνουν στην έκδοση εταιρικών ομολόγων, κάτι που θα μπορούσε να βοηθήσει το επενδυτικό κοινό στην παράλληλη παρακολούθησή τους με την αγορά μετοχών και ως εκ τούτου θα μείωνε τα κόστη παρακολούθησης. Τέλος, θα λέγαμε πως οι αποδόσεις που προσφέρονται από την αγορά ομολόγων, αλλά και οι μεταβολές αυτών είναι αρκετά μικρές σε σημείο που δεν προσφέρονται για κερδοσκοπία αν συγκριθούν με την εμμέσως ανταγωνιστική μετοχική αγορά.

Μέχρι στιγμής αυτό το οποίο είναι γνωστό, είναι πως ο επιπλέον δανεισμός (αναφερόμενοι πάντα σε ξένα και όχι ίδια κεφάλαια), δεν αντιμετωπίζεται με θετικό μάτι από τους ήδη πιστωτές μιας επιχείρησης, διότι κάτι τέτοιο σημαίνει είσοδος περισσότερων ενδιαφερόμενων πλευρών που έχουν απαίτηση έναντι της επιχείρησης και σε περίπτωση πτώχευσης έχουν δικαίωμα αποπληρωμής και ενδεχομένως προτεραιότητα έναντι παλαιότερων πιστωτών, ανάλογα με την συμφωνία που έχουν συνάψει.

Η πρώτη και μια από τις λιγότες έρευνες που υπάρχουν για το θέμα δημιουργήθηκε από τους Altman, Gande και Saunders (2004), οι οποίοι μελέτησαν την αποτελεσματικότητα πληροφόρησης της αγοράς δανείων εν συγκρίσει με αυτή των ομολόγων. Για τον λόγο αυτό χρησιμοποίησαν δεδομένα από την δευτερογενή αγορά, από όπου άντλησαν τις ημερήσιες τιμές για την πρώτη αγορά, για το χρονικό διάστημα από το 11/1999 έως και τον 06/2002. Σε συμφωνία με την άποψη ότι η έντονη παρακολούθηση των δανείων από τις τράπεζες, θα πρέπει να αντικατοπτρίζεται και στις τιμές της δευτερογενούς αγοράς, οι ερευνητές υπέθεσαν ότι οι τιμές διαπραγμάτευσης των δανείων θα πρέπει να είναι πιο αντιπροσωπευτικές, λόγω του ελέγχου που ασκούν οι ίδιοι οι πιστωτές στους οφειλέτες τους, αλλά και λόγω του

κινήτρου που έχουν οι ίδιοι για την διαρκή συλλογή πληροφοριών και δεδομένων. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι γύρω από τις ημερομηνίες αδυναμίας αποπληρωμής (τόσο δανείων όσο και ομολόγων) η αντίδραση των τιμών των ομολόγων ήταν πολύ πιο δυσμενής σε σχέση με αυτή της τιμής των δανείων. Επιπροσθέτως, οι αρθρογράφοι ανακάλυψαν πως σε περιόδους χρηματοοικονομικής ασφυξίας, η διαφορά τιμής μεταξύ δανείων και ομολόγων μεγαλώνει, κάτι που λειτουργεί ως μια πρώτη ένδειξη για το τι πρόκειται να ακολουθήσει. Η μεγένθυση του χάσματος τιμής μεταξύ των δύο μπορεί να οφείλεται σε πολλούς παράγοντες (διαφορετικούς ανά την περίπτωση), κυριότεροι μεταξύ των οποίων είναι η προτεραιότητα αποπληρωμής και τα τυχόν ενέχυρα που συνοδεύουν το εκάστοτε συμβόλαιο. Γενικά, η μελέτη καταλήγει ότι η αγορά των δανείων είναι πιο αποτελεσματικά πληροφορημένη, σε σχέση με την αγορά των ομολόγων, ιδίως γύρω από τις ημερομηνίες αδυναμίας αποπληρωμής.

Πέντε χρόνια οι Altubas, Kara και Ibanez (2009) ασχολήθηκαν με την άντληση ξένων κεφαλαίων και συνέκριναν την χρηματοδότηση μέσω κοινοπρακτικών δανείων με την έκδοση ομολόγων, αλλά και τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν μια τέτοια απόφαση. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 2.460 περιπτώσεις κοινοπρακτικών δανείων και έκδοσης ομολόγων, από 1.377 επιχειρήσεις (μη-χρηματοοικονομικού τύπου) της Ευρωζώνης. Αποδεικνύεται ότι εταιρίες μεγάλου μεγέθους, με υψηλό δείκτη μόχλευσης, μεγαλύτερη αναλογία παγίων στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού αλλά και λιγότερες προοπτικές ανάπτυξης φαίνεται να προτιμούν τα κοινοπρακτικά δάνεια έναντι των ομολόγων. Συνεπώς, οι συγγραφείς υποστηρίζουν πως τα κοινοπρακτικά δάνεια είναι προτιμητέα σε σύγκριση με την επιλογή των ομολόγων, παρόλο που τα τελευταία χρόνια η ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς έχει προκαλέσει μια ευρύτερη σύγκλιση των δύο μεθόδων χρηματοδότησης. Τα χαρακτηριστικά και κυρίως τα κίνητρα των εταιριών που επιθυμούν να αξιοποιήσουν τις δύο αυτές αγορές, θα μπορούσαμε να πούμε πως δεν είναι ομοειδή, τουλάχιστον όσον αφορά την Ευρωζώνη. Ωστόσο, αν οι επιλογές αυτές ειδικθούν ως ένα φάσμα επιλογών άντλησης κεφαλαίων, από μέρους των επιχειρήσεων, τότε μπορούμε να τολμήσουμε να πούμε πως οι δύο αυτές αγορές δεν διαφέρουν και πολύ, παρόλο που χρησιμοποιούνται για διαφορετικούς σκοπούς από διαφορετικούς εμπλεκόμενους κάθε φορά.

Ωστόσο, η πιο χαρακτηριστική μελέτη επι του θέματος διεξήχθη από τους Ongena, Roscovan, Werker και Song (2014). Σε ένα δείγμα 364 επιχειρήσεων συλλέξαν 896 δανειακές συμφωνίες για την χρονική περίοδο 1997-2003. Βασιζόμενοι στην πληθώρα των προηγούμενων μελετών που διεξήχθησαν από τους Diamond (1984), Thakor (1984), Fama

(1985) και πολλούς άλλους, αποδέχθηκαν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των τραπεζών, το οποίο δεν είναι άλλο από την πρόσβασή τους σε εσωτερικές πληροφορίες, μη διαθέσιμες στο υπόλοιπο επενδυτικό κοινό. Ο συνδυασμός της τεχνικής γνώσης με την πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες έχουν καταστήσει τις τράπεζες ως φορέα σημαντικού μηνύματος στην αγορά και για τον λόγο αυτό, ο τραπεζικός δανεισμός θεωρείται πως αποτελεί ένα μοναδικό τρόπο χρηματοδότησης. Από την μία οπτική γωνία, η σύναψη δανείου συνεπάγεται με μια θετική είδηση και αύξηση της απόδοσης των μετοχών, μιας και μια τέτοια εξέλιξη προυποθέτει την πιστοληπτική αξιοπιστία της επιχείρησης έως ένα βαθμό. Από την άλλη όμως, σηματοδοτεί την αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας καθώς και την αύξηση της μόχλευσης του δανειολήπτη, που οδηγεί σε αύξηση της αναμενόμενης απώλειας σε περίπτωση πτώχευσης (Loss Given Default). Αυτό σημαίνει ότι μια τέτοια είδηση δεν αντιμετωπίζεται με θετικό μάτι από τους ομολογιούχους ή στην καλύτερη περίπτωση η ερμηνεία της είναι ασαφής και διφορούμενη. Στην προσπάθεια των ερευνητών να εξηγήσουν το φαινόμενο χρησιμοποίησαν κάποια παράθυρα (χρονικά διαστήματα για μελετήσουν το φαινόμενο), καταλήγοντας πως τα ομολόγια να μην αντιδρούν στις ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων, αλλά όχι θετικά όπως όριζε η βιβλιογραφία για τις μετοχές. Αντιθέτως, η αγορά ομολόγων αντιδρά αρνητικά σε τέτοιου είδους ειδήσεις παράγοντας αρνητικά πιστωτικά περιθώρια (credit spreads) για το χρονικό παράθυρο [-5,+5]. Για να είμαστε πιο ακριβείς σε χρονικό ορίζοντα δύο ημερών [-1,0] (δηλαδή μια ημέρα πριν την είδηση αλλά και την ημέρα που λαμβάνει χώρα το γεγονός), παρατηρείται στατιστικά σημαντική μείωση των υπερβάλλουσων αποδόσεων κατά 11 ποσοστιαίες μονάδες βάσεις (Basis Points). Επιπλέον, ένα ακόμα εξαιρετικά ενδιαφέρον σημείο της μελέτης είναι το εύρος των υπεραντιδράσεων που παρατηρούνται σε συνάρτηση με το μέγεθος της κάθε εταιρίας του δείγματος. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι μεγάλες και οικονομικά ισχυρές επιχειρήσεις δεν παρουσίαζαν μεγάλες διακυμάνσεις στις αποδόσεις τους, αφήνοντας τις μικρές και οικονομικά ευάλωτες εταιρίες (με σαφώς υψηλότερο βαθμό ρίσκου) να υπόκεινται στους κανόνες της αγοράς που υπαγορεύουν ότι ο υψηλότερος κίνδυνος συνοδεύεται και από υψηλότερη απόδοση, έχοντας ως αποτέλεσμα οι κάτοχοι τέτοιων ομολόγων να υπόκεινται σε μεγάλες αρνητικές υπεραποδόσεις και εν τέλει να επηρεάζονται δυσανάλογα περισσότερο σε σχέση με τους ομολογιούχους μεγάλων επιχειρήσεων. Εν κατακλείδι, οι συγγραφείς δηλώνουν ότι τα ευρήματα τους είναι σε συμφωνία με την έρευνα των Altman, Gande και Saunders (2005), ότι δηλαδή η αγορά των δανείων είναι πιο πληροφοριακή αν την συγκρίνει κανείς με αυτή των ομολόγων, αλλά σαφέστατα συνδέονται και η δημοσιοποίηση τραπεζικών συμβάσεων, ενώ αποτελεί θετικό μήνυμα για τους μετόχους, αποτελεί όπως αποδεικνύεται πολύ αρνητικά

νέα για τους ομολογιούχους και κυρίως αυτούς που επέλεξαν να επενδύσουν σε επικίνδυνες εταιρίες.

Για να δώσουμε έναν σύντομο επίλογο στην ενότητα, αξίζει να επαναλάβουμε ότι η σημασία των ανωτέρω θεωριών είναι πολύ μεγάλη δεδομένης της έλλειψης προσοχής της επιστημονικής κοινότητας στο θέμα. Δεν χωρά καμία αμφιβολία ότι η δημοσιοποίηση τραπεζικών δανείων επιδρά θετικά στις μετοχές παρέχοντας στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις. Ωστόσο, στο φώς αυτών των λιγοστών ερευνών δεν μπορούμε επίσης να αρνηθούμε και την αντίθετη επίδραση που έχουν οι δημοσιοποιήσεις αυτές στην αγορά των ομολόγων. Μάλιστα, οι ισχυρισμοί αυτοί έχουν και θεωρητική βάση δεδομένου πως η απαίτηση ενός μετόχου σε μια επιχείρηση μπορεί να χαρακτηριστεί ως υπολλειματική (Residual Claim), άρα η αύξηση της μόχλευσης ιδίως σε μια υψηλού κινδύνου επιχείρηση αποτελεί καλά νέα, σε αντίθεση, όμως, με τον ομολογιούχο που βρίσκει τα συμφεροντά του να θίγονται και τις απαιτήσεις του στην επιχείρηση να φθίνουν.

2.3 Αποτελεσματική Αγορά: Θεωρία και Εννοιολόγηση

Θεωρούμε πως αποτελεί κριτικής σημασίας να κάνουμε μια σύντομη αναφορά στην έννοια της αποτελεσματικής αγοράς, μιας και σε αυτή την θεώρηση βασίζονται τόσο οι μελέτες, των οποίων αποσπάσματα αναφέραμε ανωτέρω, όσο και η (εμπειρική) μελέτη γεγονότους (event study) που θα ακολουθήσει στην συνέχεια.

Η αποτελεσματική αγορά υπακούει στην υπόθεση ότι όλες οι τιμές μιας αγοράς ακολουθούν το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου (Random Walk Theory), όπως αυτό διατυπώθηκε από τον L. Bachelier (1900). Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, οι τιμές των μετοχών ακολουθούν την ίδια κατανομή και είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Ως εκ τούτου, η οποιαδήποτε τυχόν παρελθοντική κίνηση ή τάση που επέδειξε η μετοχή δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της μελλοντικής της τιμής. Με άλλα λόγια αυτό σημαίνει ότι οι τιμές διαμορφώνονται με γνώμονα τα νέα του σήμερα και όχι τις εξελίξεις του χθές. Εφόσον, οι τιμές είναι στοχαστικές και απρόβλεπτες αυτό σημαίνει πως και η μέση αναμενόμενη απόδοση θα πρέπει να είναι μηδενική.

Εξαιρετικά σημαντική θεωρείται η ερευνητική προσφορά του Fama (1980), στο συγκεκριμένο πεδίο. Γενικότερα, κατά τον Fama, το ιδανικό σενάριο, είναι η ύπαρξη μιας αγοράς η οποία να παρέχει τα κατάλληλα σήματα προς τους πιθανούς επενδυτές για την αξία των στοιχείων που παρέχει προς διαπραγμάτευση, μια τέτοια αποτελεσματική αγορά οφείλει

ανα πάσα ώρα και στιγμή αντικατοπτρίζει στις τιμές όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. Για τον λόγο αυτό προχώρησε στον διαχωρισμό τριών διαφορετικών κατηγοριών (μορφών) που εκφράζουν την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς.

- i. Αποτελεσματικότητα Ασθενής μορφής: Οι υπό διαπραγμάτευση τιμές μιας αγοράς έχουν ήδη ενσωματώσει όλη την παρελθούσα πληροφορία που αφορά τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία, ως εκ τούτου δεν μπορεί να γίνει καμία προβλεψη με βάση ιστορικά στοιχεία, που θα έχει ως αποτέλεσμα την ύπαρξη υπεραποδόσεων. Αυτό σημαίνει, πως η όποια προσπάθεια για την επίτευξη υπεραποδόσεων με την χρήση της τεχνικής ανάλυσης² αποδुकνύεται άκαρπη.
- ii. Αποτελεσματικότητα Ημι-ισχυρής μορφής: Πρόκειται για την μορφή αγοράς στην οποία οι τιμές αντικατοπτρίζουν γρήγορα και αποτελεσματικά όλη την διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση, όπως ανακοινώσεις κερδών, διανομές μερισμάτων κτλ. Η επίτευξη μη κανονικών αποδόσεων δεν είναι εφικτή παρά μόνο στην περίπτωση που ο επενδυτής είναι κάτοχος ιδιωτικής πληροφόρησης. Εν τούτοις, αξίζει να αναφέρουμε πως η επικράτηση αυτής της μορφής αποτελεσματικότητας αγοράς καθιστά άχρηστες την χρήση μεθόδων ανάλυσης όπως η τεχνική, αλλά και στην περιπτωσή μας και η θεμελιώδης ανάλυση³.
- iii. Αποτελεσματικότητα Ισχυρής μορφής: Αυτή η μορφή αποτελεσματικότητας είναι η ιδανική αλλά συγχρόνως και η πιο δύσκολη να υπάρξει. Στην περίπτωση αυτή κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες του μέσου όρου, ούτε με την χρήση ιδιωτικής πληροφόρησης, μιας και η ύπαρξη αυτής της αγοράς προϋποθέτει την ενσωμάτωση όλων των πληροφοριών στις τιμές, ιδιωτικών και μη. Όπως μπορούμε εύκολα να αντιληφθούμε, κάτι τέτοιο δεν είναι πάντα εφικτό και για τον λόγο αυτό η επιστημονική κοινότητα τα τελευταία χρόνια κλίνει προς την άποψη ότι οι αγορές δεν μπορούν να καταφέρουν να είναι αποτελεσματικές στην ισχυρή τους μορφή, υπογραμμίζοντας παράλληλα πως η ημι-ισχυρής μορφή είναι πιο πιθανή να υπάρξει.

² Ως τεχνική ανάλυση ορίζουμε την τεχνική, η οποία προσπαθεί να εντοπίσει διάφορα μοτίβα και τάσεις στην κίνηση των τιμών μιας αγοράς, βασισμένη σε ιστορικά στοιχεία, με αποτέλεσμα την αποκόμιση μη κανονικών κερδών.

³ Θεμελιώδης ορίζεται η ανάλυση η οποία προσπαθεί με χρηματοοικονομικά και ποσοτικά μοντέλα και υποδείγματα να εντοπίσει την εσωτερική αξία (Intrinsic Value) ενός περιουσιακού στοιχείου και μετέπειτα να προβεί σε αγορά των υποτιμημένων τίτλων με σκοπό την επίτευξη υπεραποδόσεων.

Παρόλα αυτά, και όλη την υπόθεση των μορφών αποτελεσματικότητας μιας αγοράς, όπως υπεδείχθη από τον Fama, σε μια πιο σύγχρονη μελέτη του ο Robert Shiller (2003) κατέδειξε πως οι αγορές δεν είναι πάντα αποτελεσματικές και πως μια τέτοια αποτελεσματική λειτουργία δεν θα πρέπει να θεωρείται δεδομένη. Οι επενδυτές με τις ορθολογικές τους αποφάσεις αλλά και οι ρυθμιστικές αρχές ανάλογα με τους περιορισμούς που επιβάλλουν, μπορούν να επηρεάσουν την αποτελεσματικότητα μιας αγοράς. Τα τελευταία χρόνια μάλιστα έχει λάβει μεγάλη ανάπτυξη ένας υποκλάδος της Χρηματοοικονομικής επιστήμης, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance), θέλοντας να καταδείξει την άρρηκτη σχέση που έχει η αποτελεσματικότητα μιας αγοράς με τις αποφάσεις που λαμβάνουν οι επενδυτές σε αυτή την αγορά, αλλά και την γενικότερη επίδραση που έχουν οι ψυχολογικοί και κοινωνικοί παράγοντες που διέπουν τους επενδυτές, επάνω στις ίδιες τις τιμές. Απόρροια επενδυτικών αντιδράσεων που έχουν τις ρίζες τους σε κοινωνικούς παράγοντες, είναι και οι διάφορες φούσκες που δημιουργούνται κατά καιρούς στις τιμές, όπως αυτή που έλαβε χώρα στις αρχές του 2000 στις τιμές των μετοχών του NASDAQ, η οποία έμεινε γνωστή ως η κρίση των DotCom.

2.4 Η Μεθοδολογία των Event Studies

Το Event Study είναι μια εμπειρική ανάλυση που διεξάγεται πάνω σε ένα αξιόγραφο ή χρεόγραφο, το οποίο έχει υποστεί ένα πολύ σημαντικό γεγονός, για το οποίο η βιβλιογραφία θέλει να εξετάσει κατά πόσο έχει επίδραση στις τιμές και κατ' επέκταση στις αποδόσεις. Στην ουσία, η ανάλυση αυτή θέλει να εξετάσει τον αντίκτυπο που έχει ένα συγκεκριμένο γεγονός στις τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου, αλλά και αν συνοδεύεται με θετικές ή αρνητικές υπεραποδόσεις, πριν ή μετά την εκδήλωση του συμβάντος, του οποίου και η επίδραση είναι υπό εξέταση.

Εφόσον, αναφερόμαστε σε αποτελεσματικές αγορές, αυτό σημαίνει όπως προαναφέρθηκε, ότι οι τιμές αντικατοπτρίζουν όλη την διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση ή τουλάχιστον κάτι τέτοιο θα έπρεπε να συμβαίνει. Χρησιμοποιώντας, τις περισσότερες φορές το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model- CAPM), βρίσκουμε την μέση αναμενόμενη απόδοση του υπό εξέταση τίτλου, την οποία εν συνεχεία συγκρίνουμε με τις αποδόσεις που προέκυψαν πριν και μετά την δημοσιοποίηση του γεγονότος, παρατηρώντας αφενός αν οι αποδόσεις είναι διαφορετικές από τις αναμενόμενες, αλλά και αφετέρου αν αυτές οι διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές έτσι ώστε να στοιχειοθετούν την ύπαρξη υπεραποδόσεων. Η διεθνής βιβλιογραφία έχει εστιάσει μέχρι στιγμής την προσοχή

της σε φαινόμενα που θεωρεί ότι έχουν ή τουλάχιστον θα έπρεπε να έχουν σημασία για την διαμόρφωση των τιμών. Τέτοια γεγονότα είναι, οι ανακοινώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών (Mergers & Acquisitions), οι ανακοινώσεις κερδών, οι ανακοινώσεις αρχικής έκδοσης μετοχών (Initial Public Offering- IPO), αλλά και οι ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων με τις οποίες θα ασχοληθούμε και εμείς παρακάτω. Επίσης, η μεθοδολογία των Event Studies, πέρα από τα αμιγώς οικονομικά γεγονότα, έχει επεκταθεί και στην μελέτη ευρύτερων ανακοινώσεων που επηρεάζουν τις τιμές των αξιογράφων και χρεογράφων, όπως αποτελέσματα εκλογικών αναμετρήσεων, τρομοκρατικές επιθέσεις, ακόμα και η σύσφιξη σχέσεων ή και ο γάμος μεταξύ παραδοσιακών επιχειρηματικών οικογενειών που δυνητικά μπορούν να έχουν σημαντική επίδραση στο οικονομικό τοπίο.

Όπως μπορούμε να συμπεράνουμε τα Event Studies εξυπηρετούν ένα πολύ σημαντικό σκοπό στην έρευνα των κεφαλαιαγορών αλλά και στον έλεγχο της αποτελεσματικότητάς τους. Η ανωτέρω μελέτη του Fama κατέδειξε πως σε μια αγορά στην ημί-ισχυρή της μορφή (πόσο μάλλον στην ισχυρή της μορφή), δεν μπορούν να επιτευχθούν υπεραποδόσεις. Συνεπώς, ο εντοπισμός στατιστικά σημαντικών υπερβάλλουσων αποδόσεων, που διαφέρουν συστηματικά από τον αναμενόμενο μέσο όρο, συνιστούν την απουσία ύπαρξης μιας αγοράς η οποία είναι αποτελεσματική τουλάχιστον στην ισχυρή και ημί-ισχυρή της μορφή. Το φαινόμενο αυτό εγείρει ερωτήματα για τον ρόλο που επιτελεί μια τέτοια αγορά, στην οποία οι οικονομικά εύρωστες επιχειρήσεις «ευθυγραμμίζονται» με τις υπόλοιπες, προκαλώντας ανισορροπία στο όλο σύστημα αυτό καθεαυτό. Η ύπαρξη μιας μη-αποτελεσματικής αγοράς, σίγουρα δεν εξυπηρετεί τον λόγο ύπαρξής της, αλλά αντιθέτως πολλές φορές ενδέχεται να λειτουργήσει και ως αντικίνητρο για την εισαγωγή μιας νέας εταιρίας, κάτι το οποίο δεν θα αναλύσουμε περαιτέρω μιας ξεφεύγει από τους σκοπούς της παρούσας μελέτης μας.

3. ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Στόχος της έρευνάς μας αποτελεί το κατά πόσο η ανακοίνωση τραπεζικών χορηγήσεων επηρεάζει την απόδοση των εταιρικών ομολόγων. Για τον λόγο αυτό χρειαζόμαστε τόσο συγκεκριμένες ημερομηνίες ανακοινώσεων δανείων απο συγκεκριμένες εταιρίες, όπως επίσης και τις αντίστοιχες αποδόσεις που κατέγραψαν τα ομόλογα αυτά.

Για τις ανάγκες της έρευνας μας συλλέξαμε τις αποδόσεις στην λήξη (Yield to Maturity - YtM) των εταιρικών ομολόγων, που βεβαίως βρισκόντουσαν σε κυκλοφορία την χρονική περίοδο που η ανακοίνωση δανείου (απο την αντίστοιχη εταιρία) έλαβε χώρα. Για να καταλήξουμε στο ποιά ομόλογα να επιλέξουμε από την πληθώρα που συναντήσαμε για την εκάστοτε εταιρία, χρησιμοποιήσαμε τα εξής φίλτρα: α) επιλέξαμε τα ομόλογα τύπου Plain Vanilla (Straight Bonds) και αποφύγαμε για λόγους ομοιογένειας του δείγματος αλλά και λοιπών ιδιαιτεροτήτων τα πιο πολύπλοκα ομόλογα, όπως τα μετατρέψιμα (Convertible Bonds), ανακλητέα (Callable Bonds) και άλλα, β) φροντίσαμε έτσι ώστε μεταξύ των επιλεγμένων ομολόγων να συμπεριλάβουμε αυτά με τον μικρότερο χρόνο ωρίμανσης (Shortest Maturity), θεωρώντας πως η όποια επίδραση θα είναι πολύ πιο ευδιάκριτη και αντιληπτή στα ομόλογα με αυτά τα κοινά χαρακτηριστικά.

Τα δεδομένα μας και πιο συγκεκριμένα οι ανακοινώσεις δανείων, βασίζονται στο δείγμα που χρησιμοποίησαν οι Tsekrekos, Anagnostopoulou, Ferentinou και Tsaousis (2016), στην έρευνα τους για την επίδραση που είχαν στην αγορά παραγώγων οι ανακοινώσεις τραπεζικού δανεισμού. Το δείγμα μας περιλαμβάνει Αμερικανικές εταιρίες εισηγμένες στα χρηματιστήρια των NYSE, NASDAQ αλλά και AMEX κατά το χρονικό διάστημα 1996 έως και τα τέλη του 2010. Ο συνολικός αριθμός ανακοινώσεων που είχαμε στην διάθεσή μας προς ανάλυση ανέρχονταν σε 5.073 , στο σημείο αυτό σημειώνουμε πως η κάθε ανακοίνωση σε καμία περίπτωση δεν συνεπάγονταν και απαραίτητα με μια διαφορετική επιχείρηση και για να είμαστε ακριβείς ο συνολικός αριθμός επιχειρήσεων που συμπεριλήφθησαν ήταν 2.802. Αυτό σημαίνει πως σε κάθε επιχείρηση του δείγματός μας, αντιστοιχούν κατα μέσο όρο 1,8 ανακοινώσεις. Η δημοσιοποίηση του τραπεζικού δανεισμού προήλθε από την ίδια την εταιρία, απο την τράπεζα που χορήγησε το δάνειο ή ακόμη και απο τα μέσα μαζικής ενημέρωσης ή τον οικονομικό τύπο.

Σαφέστατα για να είναι όλο το δείγμα μας αξιοποιήσιμο πρέπει να το φέρουμε σε μια τέτοια μορφή έτσι ώστε να έχουμε την απαιτούμενη ομοιογένεια, αλλά συγχρόνως να ικανοποιούμε

και τις προϋποθέσεις που αναφέραμε. Η βάση δεδομένων την οποία χρησιμοποιήσαμε για να αντλήσουμε τις απαιτούμενες πληροφορίες είναι η Thomson Reuters DataStream. . Το πρώτο και βασικότερο βήμα ήταν να εντοπίσουμε κατά πόσο η κάθε εταιρία του δείγματος, η οποία προβαίνει σε τραπεζικό δανεισμό, έχει εκδόσει κάποιο εταιρικό ομόλογο, το οποίο διαπραγματεύεται στην δευτερογενή αγορά. Προβαίνουμε σε διαχωρισμό, λοιπόν, μεταξύ των εταιριών που έχουν διαπραγματεύσιμα ομόλογα και αυτών που δεν έχουν. Συνεχίζουμε το φιλτράρισμά μας ασχολούμενοι με το πρώτο μέρος (εταιρίες με διαπραγματεύσιμα ομόλογα). Το γεγονός ότι μια εταιρία του δείγματός μας έχει εκδόσει εταιρικά ομόλογα, δεν σημαίνει πως ο τύπος των ομολόγων αυτών συμπίπτει με τους δικούς μας περιορισμούς, καθότι όπως ορίσαμε εξ αρχής θα ασχοληθούμε μόνο με τα ομόλογα τύπου Plain Vanilla (Straight). Επιπλέον, έπρεπε μεταξύ αυτού του υποσυνόλου του δείγματος, το οποίο είχε προβεί σε έκδοση ομολόγων και είχε ομόλογα συμβατά με την έρευνά μας, να εντοπίσουμε αν κατά την διάρκεια δημοσιοποίησης της λήψης δανείου, η εταιρία είχε θέσει σε κυκλοφορία ένα τέτοιο ομόλογο.

Στην προσπάθειά μου να συγκεντρώσω ένα αριθμό εταιριών όσο το δυνατόν μεγαλύτερο συνάντησα τους εξής περιορισμούς, τους οποίους και παραθέτω.

-Για ένα μεγάλο αριθμό εταιριών δεν υπήρχαν καθόλου δεδομένα στην βάση δεδομένων, αυτό αφενός οφείλεται στο μέγεθος των εν λόγω εταιριών αλλά και στο γεγονός ότι η DataStream δεν έχει μεγάλο εύρος δεδομένων για τις αποδόσεις εταιρικών ομολόγων σε αντίθεση με την πληθώρα στοιχείων που παρέχει για την μετοχική αγορά.

-Επίσης ένας μεγάλος αριθμός εταιριών είχε προβεί στην έκδοση εταιρικών ομολόγων, μόνο που τα εκδοθέντα ομόλογα δεν ήταν τύπου Plain Vanilla αλλά κατα κύριο λόγο μετατρέψιμες ομολογίες.

-Επιπλέον, χαρακτηριστικό εμπόδιο της συλλογής των δεδομένων μας , ήταν ότι ακόμα και εταιρίες για τις οποίες υπήρχαν δεδομένα (στοιχεία για την απόδοση στην λήξη), δεν υπήρχαν πληροφορίες για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα- παράθυρο, πριν και μετά την ανακοίνωση του δανείου, με αποτέλεσμα η ενσωμάτωση τους στο δείγμα να μην καθίσταται εφικτή.

-Η DataStream ενώ παρουσιάζει υπερπληθώρα δεδομένων και πληροφοριών για πολλά διαπραγματεύσιμα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως CDS (Credit Default Swaps),

Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) και λοιπά παράγωγα, έχει περιορισμένα στοιχεία όσον αφορά την αγορά ομολόγων κάτι που δυσχέραινε ακόμη περισσότερο την έρευνά μας.

Λαμβάνοντας, λοιπόν, υπόψη μας όλους τους ανωτέρω περιορισμούς το τελικό μας δείγμα αποτελείται από 198 εταιρίες, οι οποίες με την σειρά τους έχουν προβεί είτε άμεσα οι ίδιες είτε έμμεσα σε 259 ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων.

3.1 Μεταβλητές Δεδομένων της Έρευνας

Όπως αναφέραμε και σε προηγούμενες ενότητες, όταν κανείς χρησιμοποιεί την μεθοδολογία Event Study προσπαθεί να μελετήσει αν ένα φαινόμενο έχει επιρροή και κατ'επέκταση στοιχειοθετεί την ύπαρξη υπεραποδόσεων. Οι αποδόσεις, λοιπόν, είναι η βασική και πολλές φορές η μοναδική μεταβλητή την οποία οφείλει να εξετάσει ο εκάστοτε επίδοξος ερευνητής για να καταλήξει σε ένα συμπέρασμα.

Η δική μας μελέτη δεν θα αποτελέσει εξαίρεση στον μέχρι τώρα κανόνα και θα αναλύσουμε και εμείς την απόδοση στην λήξη (Yield to Maturity), δηλαδή την απόδοση που θα λάβει ένας επενδυτής που αγόρασε την ομολογία στην τρέχουσα τιμή της, αν την διακρατήσει μέχρι τέλους. Η τρέχουσα τιμή ενός ομολόγου προκύπτει ως το άθροισμα των προεξοφλημένων χρηματοροών που υπόσχεται η κατοχή του αξιόγραφου μέχρι την λήξη της (συν βεβαίως το προεξοφλημένο ονομαστικό κεφάλαιο). Το επιτόκιο που θα χρησιμοποιήσουμε για την προεξόφληση αυτή είναι η απόδοση στην λήξη (ή Redemption Yield).

Η μεταβλητή Redemption Yield – RY είναι αυτή την οποία συλλέξαμε από την βάση δεδομένων, δεδομένου πως το RY είναι εύκολα συγκρίσιμη και υποδειλώνει το ποσοστό κέρδους ή ζημίας που συνεπάγεται η διακράτηση ενός ομολόγου σε ετήσια βάση.

Ο στόχος του υπολογιστικού τμήματος της εργασίας ήταν η άντληση των τιμών των αποδόσεων στη λήξη του μικρότερου σε διάρκεια εταιρικού ομολόγου που ήταν σε ισχύ κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του τραπεζικού δανεισμού της εταιρείας αυτής. Οι μεταβλητές του μοντέλου μας στηρίχθηκαν στην απόδοση RY (yield to redemption).

Για την κάθε επιχείρηση που είχε λάβει ένα δάνειο, εφόσον πληρούσε όλες τις προϋποθέσεις που αναφέραμε προηγουμένως, επιλέξαμε το απλό ομόλογο (Straight Bond) με τον μικρότερο χρόνο ωρίμασης που σαφώς ήταν σε συμφωνία με το απαιτούμενο για την έρευνα χρονικό διάστημα και εξήγαγα τα δεδομένα για την απόδοση RY του ομολόγου αυτού.

Θεωρήσαμε ότι για την μεγαλύτερη ακρίβεια των δεδομένων μας αλλά και για να μπορέσουμε να παρατηρήσουμε το μεγαλύτερο μέρος της αντίδρασης του φαινομένου, αποφασίσαμε να συλλέξουμε τα δεδομένα μας στον χρονικό ορίζοντα $[-30,+30]$, δηλαδή 30 ημέρες πριν από την δημοσιοποίηση του δανεισμού και 30 ημέρες μετά. Οι αποδόσεις που συλλέξαμε είναι το ημερήσιο RY και για να είμαστε πιο ακριβείς, πρόκειται για τον μέσο όρο των αποδόσεων στην λήξη μέσα στην ημέρα (όπως αυτό ορίζεται από την DataStream). Βέβαια, όπως είναι γνωστό, η αγορά των ομολόγων παρουσιάζει πολύ μικρότερη μεταβλητότητα εν συγκρίσει με άλλες αγορές και θα τολμούσαμε να ισχυριστούμε πως οι διακυμάνσεις του RY μέσα στο χρονικό διάστημα της μιας ημέρας, είναι κυριολεκτικά αμελητέες. Κατά συνέπεια μπορούμε να είμαστε σχετικά σίγουροι για την ακρίβεια των δεδομένων που θα χρησιμοποιήσουμε δεδομένου πως οι αποκλίσεις τους είναι απειροελάχιστες. Επίσης, σημειώνουμε για διευκρινιστικούς λόγους πως στην περίπτωση που η ανακοίνωση του δανεισμού πραγματοποιήθηκε Σαββατοκύριακο ή οποιαδήποτε άλλη ημέρα κατά την οποία δεν υπήρχε διαθέσιμη τιμή για την απόδοση RY, ως ημέρα γεγονότος (event date) λήφθηκε η αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα.

3.2 Διευκρίνηση Ορισμών για τις Αποδόσεις

Μια απόδοση ορίζεται ως κανονική ή αναμενόμενη ($E_{(R)}$) όταν προκύπτει από κάποιο θεωρητικό μοντέλο (λ.χ. CAPM) και είναι η απόδοση που αναμένει ότι θα λάβει ο κάθε επενδυτής υπό την προϋπόθεση ότι δεν λαμβάνει χώρα κανένα απροσδόκητο γεγονός, το οποίο μπορεί να επιδράσει τόσο αρνητικά όσο και θετικά. Πραγματοποιηθείσα λέγεται η απόδοση που τελικά επετεύχθει. Αυτή μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη της αναμενόμενης (αρκετά σύνηθες φαινόμενο στη πράξη). Η διαφορά αυτή, της πραγματοποιηθείσας από την αναμενόμενη ορίζεται ως υπεραπόδοση ή μη κανονική απόδοση, το πρόσημο της οποίας μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό ανάλογα με το αν η πραγματοποιηθείσα απόδοση ξεπέρασε ή όχι τις προσδοκίες.

3.3 Περιγραφή Μεταβλητών

Προτού προχωρήσουμε στα αποτελέσματα που προέκυψαν από την έρευνα μας, θα αναλύσουμε τις μεταβλητές τις οποίες χρησιμοποιήσαμε.

- ANR_t (Average Normal Return) ή εν συντομία ANR_t ,πρόκειται για την μέση ημερήσια απόδοση της εκάστοτε ανακοίνωσης t . Πρόκειται δηλαδή, για την αναμενόμενη απόδοση που συνεπάγεται το κάθε εταιρικό ομόλογο, χωρίς την εμφάνιση μη κανονικών αποδόσεων και για τον λόγο αυτό λειτούργησε κατά κάποιον τρόπο ως το σημείο αναφοράς της έρευνας μας. Ο τρόπος υπολογισμού του θα αναλυθεί παρακάτω διεξοδικά.
- AR_{ti} (Abnormal Return) ή Υπερβάλλουσα Απόδοση είναι η διαφορά που σημειώνεται μεταξύ της υπερβάλλουσας απόδοσης (μιας συγκεκριμένης ημέρας i) με την μέση αναμενόμενη απόδοση (ANR) του κάθε ομολόγου, του οποίου η αντίδραση εξετάζεται.

$$AR_{t,i} = RY_{t,i} - ANR_t$$

- CAR_t (Cumulative Abnormal Return) ή Σωρευτική Υπερβάλλουσα Απόδοση είναι το άθροισμα των υπερβάλλουσων αποδόσεων για όλες τις ημέρες, μέσα στο εκάστοτε χρονικό παράθυρο που εξετάζουμε. Πιο συγκεκριμένα, η μη κανονική απόδοση της εκάστοτε ημέρας (όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω), ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της ημερήσιας απόδοσης RY_{ti} (που πραγματοποιήθηκε), με την μέση αναμενόμενη απόδοση (ANR_t). Όπου, t αναφερόμαστε στην κάθε ανακοίνωση και ως i στην εκάστοτε ημέρα που εξετάζουμε. Δηλαδή, για το χρονικό διάστημα $[0,t]$ το CAR_t υπολογίζεται ως εξής:

$$AR_{t,i} = RY_{t,i} - ANR_t$$

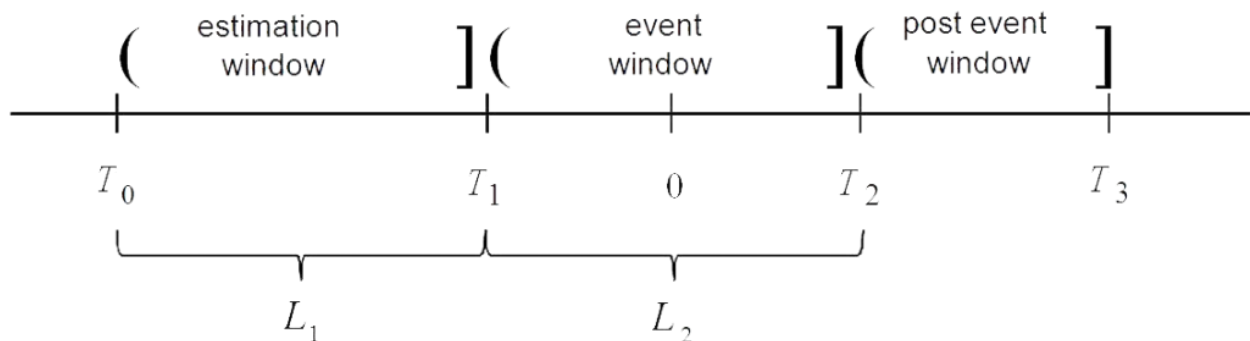
$$CAR_t = AR_{t,0} + AR_{t,1} + \dots + AR_{t,i}$$

3.4 Προσέγγιση του Δείγματος και Χρονικά Διαστήματα Ανάλυσης

Το πρώτο βήμα που κάναμε αμέσως μετά την συλλογή των δεδομένων από την βάση είναι αφενός να φιλτράρουμε το δείγμα μας και αφετέρου να δημιουργήσουμε την νέα μεταβλητή μας RY, με την οποία θα εργαστούμε εν συνεχεία. Συνεχίζοντας την ανάλυση των δεδομένων μας υπολογίσαμε για το κάθε σύνολο των 259 παρατηρήσεων την μέση αναμενόμενη απόδοση (ANR), την ημερήσια υπεραπόδοση (AR) αλλά και την αθροιστική υπεραπόδοση (CAR), για κάθε παρατήρηση - ανακοίνωση.

Τα χρονικά διαστήματα – παράθυρα (Event Windows) μέσα στα οποία βασίσθηκε η μελέτη μας αλλά και υπολογίσθηκαν οι κάτωθι μεταβλητές είναι : α) πέντε ημέρες πριν απο την ανακοίνωση [-5,0], β) πέντε ημέρες που ακολούθησαν της ανακοίνωσης [0,+5], γ) πέντε ημερες πριν και μετά την ανακοίνωση [-5,+5], δ) την ημέρα που προηγείται της ανακοίνωσης [-1,0], ε) την ημέρα που έπεται [0,+1], αλλά και στ) το συνδυαστικό χρονικό διάστημα [-1,+1]. Επίσης, για διευκρινιστικούς λόγους αναφέρουμε πως η ημέρα του συμβάντος αντιμετωπίζεται από εμάς, ως η ημέρα μηδέν ($t=0$).

Γράφημα 4 : Μεθοδολογία Επιχειρηματικών Γεγονότων



Διαφαίνεται ξεκάθαρα στο ανωτέρω γράφημα, ότι η κάθε περίπτωση μελέτης επιχειρηματικών γεγονότων αποτελείται από τρία βασικά στάδια. Την περίοδο πριν λάβει χώρα το συμβάν, την περίοδο λίγο πριν και λίγο μετά το συμβάν καθώς επίσης και την περίοδο που έπεται του συμβάντος. Για να αντιστοιχίσουμε τα στοιχεία του γραφήματος με την δική μας έρευνα, σημειώνουμε πως προσεγγίζουμε την ημέρα μηδέν πέντε μέρες πριν ($T_0 = -5$) καθώς και πέντε ημέρες μετά ($T_3 = +5$). Το ενδιαμέσο πλησιέστερα χρονικά διάστημα είναι μια ημέρα πριν ($T_1 = -1$) καθώς και μια μετά ($T_2 = +1$).

3.5 Μέση Αναμενόμενη Απόδοση

Το σημείο αναφοράς μας, όπως τονίσθηκε προηγουμένως, είναι η μέση αναμενόμενη απόδοση. Η απόδοση, δηλαδή, που θα προέκυπτε αν δεν συνέβαινε καμία ανακοίνωση τραπεζικού δανείου (αλλά και κανένα γενικά απρόοπτο γεγονός το οποίο έχει επίδραση). Ο υπολογισμός της μέσης απόδοσης μπορεί να επιτευχθεί με πολλούς τρόπους, ωστόσο ο πιο διαδεδομένος είναι αυτός του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Είναι το πρώτο μοντέλο που συνέδεσε την ανάληψη συστηματικού κινδύνου με την αναμενόμενη απόδοση ενός τίτλου.

$$R_i = r_f + \beta_i * (R_m - r_f)$$

Όπου, R_i = απόδοση του περιουσιακού τίτλου που διερευνάται,

r_f = απόδοση χωρίς κίνδυνο

β_i = Beta του τίτλου (εκφράζει την μεταβλητότητα του τίτλου αλλά και το ρίσκο του)

R_m = απόδοση της αγοράς

Στην ουσία το ανωτέρω μοντέλο μας δηλώνει ότι η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ανάληψη συστηματικού κινδύνου. Το βήττα (Beta) της εκφράζει τον βαθμό συστηματικού κινδύνου που αναλαμβάνεται, αλλά και όπως είναι λογικό την σχέση μεταβλητότητας της επένδυσης σε σχέση με την μεταβλητότητα της αγοράς (R_m).

Επιπλέον, πέραν του CAPM η διεθνής βιβλιογραφία έχει επεκταθεί και σε άλλους τρόπους υπολογισμού της μέσης αναμενόμενης απόδοσης, μεταξύ των οποίων το μοντέλο της αγοράς (Market Model), το μοντέλο αγοραίων αποδόσεων (Market Return Model), το μοντέλο των μέσων αποδόσεων (Mean Adjusted Returns Model) αλλά και τα πολυμεταβλητά μοντέλα αποτίμησης (Multifactor Models). Σημειώνουμε πως παρόλα αυτά στην μελέτη επιχειρηματικών γεγονότων τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα μοντέλα είναι το μοντέλο της αγοράς και των μέσων αποδόσεων. Το τελευταίο είναι το μοντέλο στο οποίο στηριχθήκαμε και εμείς για τον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων του δείγματος μας. Το εν λόγω μοντέλο είναι αρκετά απλοϊκό και σύμφωνα με τον Warner (1985), έχει αποδειχθεί εμπειρικά πως τα αποτελέσματά του είναι πολύ αξιόπιστα και πολλές φορές πολύ πιο έγκυρα, αν συγκριθούν με άκρως θεωρητικά μοντέλα όπως αυτό του CAPM.

Το μοντέλο των μέσων αποδόσεων θεωρεί πως η μέση αναμενόμενη απόδοση, κυρίως όταν πρόκειται για την μελέτη ενός επιχειρηματικού γεγονότος, είναι ο μέσος όρος των προηγούμενων αποδόσεων που εμφανίστηκαν πριν λάβει χώρα το υπό εξέταση γεγονός. Στην δική μας μελέτη το χρονικό διάστημα πάνω στο οποίο βασίστηκε ο υπολογισμός του ANR είναι το πρώτο δεκαπενθήμερο του μήνα που προηγήθηκε της ανακοίνωσης ή αλλιώς το χρονικό διάστημα [-30,-15]. Στο προαναφερθέν χρονικό παράθυρο υπολογίσαμε τον μέσο όρο των δεκαπέντε αυτών ημερών, επαναλαμβάνοντας το ίδιο και για τις 259 παρατηρήσεις του δείγματος.

3.5.1 Υπερβάλλουσα Απόδοση

Έχοντας προϋπολογίσει την μέση αναμενόμενη απόδοση για την κάθε ανακοίνωση (ANR_t), συνεχίσαμε την μελέτη μας με το επόμενο σημαντικό βήμα, τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων ($AR_{t,i}$). Για να το πετύχουμε αυτό, υπολογίσαμε την διαφορά μεταξύ των αποδόσεων που συλλέχτηκαν για την κάθε ανακοίνωση, με την μέση αναμενόμενη απόδοση που αντιστοιχεί στην κάθε ανακοίνωση. Σαφώς, η διαδικασία είναι άμεσα συνδεδεμένη με τα χρονικά παράθυρα τα οποία ερευνούμε, ως εκ τούτου στο κάθε διάστημα έπρεπε να υπολογισθούν οι αντίστοιχες υπεραποδόσεις, οι οποίες εν συνεχεία θα χρησιμοποιηθούν για να εξάγουμε την αθροιστική μη-κανονική απόδοση.

3.5.2 Αθροιστική Υπερβάλλουσα Απόδοση

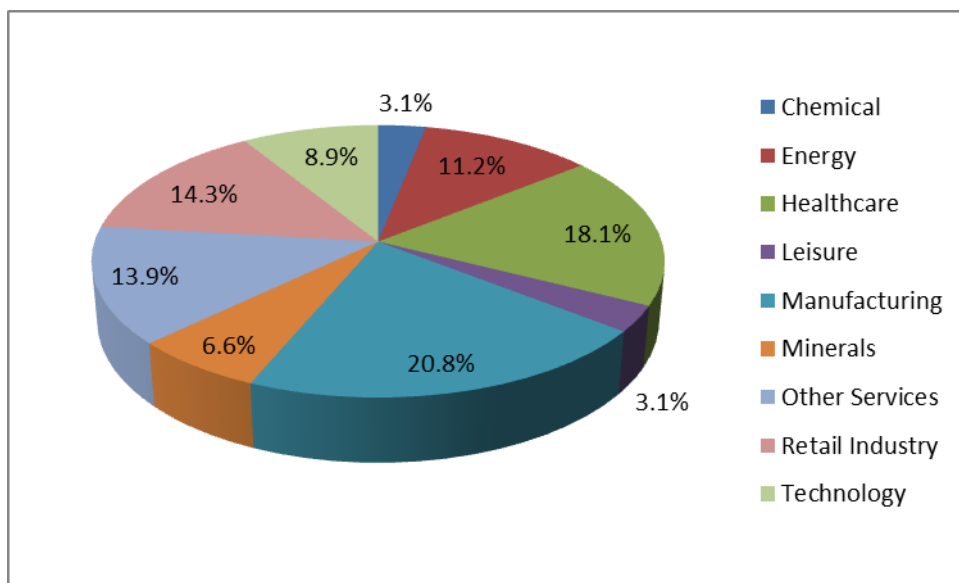
Έχοντας υπολογίσει τις υπεραποδόσεις για τον ανάλογο αριθμό ημερών που αντιστοιχεί στην κάθε περίοδο, συνεχίζουμε αθροίζοντάς τες, έτσι ώστε να υπολογίσουμε το CAR για το κάθε χρονικό παράθυρο. Το αποτέλεσμα είναι να καταλήγουμε με έξι διαφορετικές αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις, όσα και τα διαστήματα που έχουμε αποφασίσει να εξετάσουμε. Πρόκειται για έναν απλοϊκό τρόπο προσέγγισης και ομαδοποίησης των υπερβάλλουσων αποδόσεων, έτσι ώστε να καθίστανται συγκρίσιμες, επιτρέποντας στον ερευνητή να εξάγει τα ανάλογα αποτελέσματα.

3.6 Ποιοτικά και Ποσοτικά Χαρακτηριστικά του Δείγματος

Το δείγμα μας πέρα από την βασική πληροφόρηση (των RY) που φέρει, είναι εμπλουτισμένο και με πληθώρα χαρακτηριστικών τόσο ποιοτικών όσο και ποσοτικών που σίγουρα αποτελούν κριτικής σημασίας, για την εξαγωγή ορθών συμπερασμάτων. Ένα από τα βασικότερα ποιοτικά χαρακτηριστικά είναι ο κλάδος δραστηριοποίησης των εταιριών, μιας και ο διαχωρισμός αυτός είναι πολύ σημαντικός τόσο για την απαιτούμενη αμεροληψία όσο

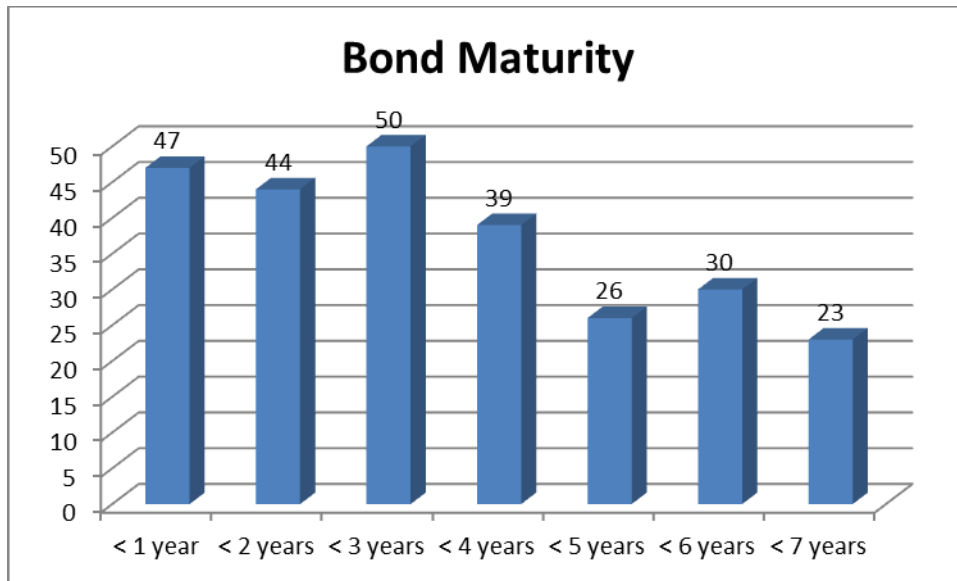
και για λόγους ποικιλομορφίας του δείγματος. Ο κάθε κλάδος διακατέχεται τις δικές του ιδιαιτερότητες, το δικό του επίπεδο κινδύνου αλλά και τις δικές του αποδόσεις. Στην έρευνα μας, η ποικιλομορφία αυτή είναι άμεσα συσχετιζόμενη με τις πληροφορίες που είχαμε στην διάθεση μας σχετικά με τις ανακοινώσεις δανείων. Εργαζόμενοι με τον περιορισμό αυτό, προσπαθήσαμε στο μέτρο του δυνατού να καταλήξουμε σε ένα πληθυσμό, ο οποίος παρουσίαζε την απαιτούμενη ποικιλομορφία για την μεγαλύτερη ασφάλεια και ορθότητα των αποτελεσμάτων.

Γράφημα 5 : Αριθμός εταιριών ανά κλάδο δραστηριοποίησης



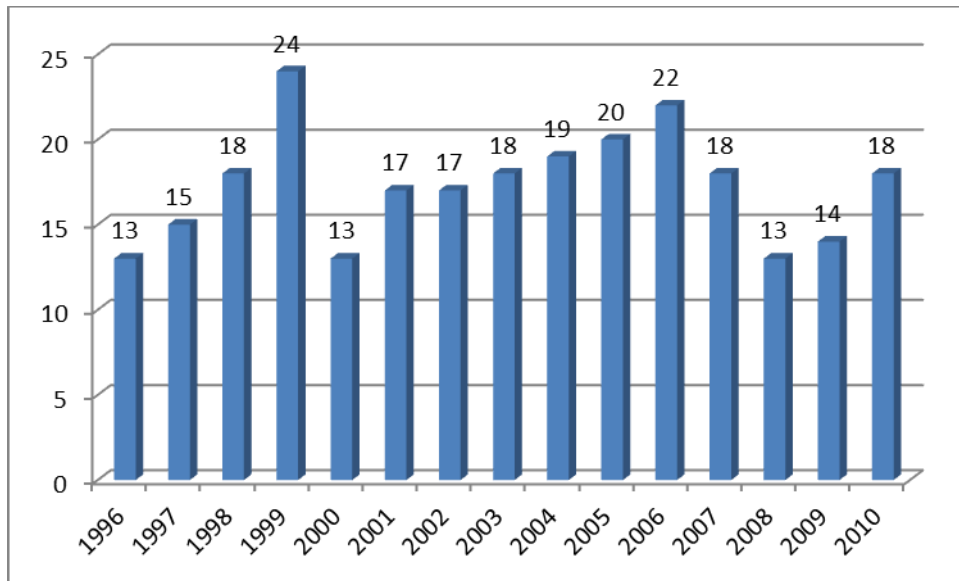
Διαφαίνεται ξεκάθαρα στο παραπάνω γράφημα περίπου το 40% των εταιριών του δείγματός μας ανήκουν στον κλάδο των κατασκευών και της υγείας. Επιπλέον, σημαντική είναι και η παρουσία των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στους κλάδους της ενέργειας και του λιανικού εμπορίου, ενώ σημαντική θέση κατέχει και ο κλάδος των υπηρεσιών πάσης φύσεως (Χρηματοοικονομικές, Διαφημιστικές, Συμβουλευτικές και λοιπές υπηρεσίες). Τέλος, αξιοσημείωτη είναι και η παρουσία του κλάδου τεχνολογίας (με σχεδόν 10%) αλλά και της εξόρυξης ορυκτών (6,6%). Συνολικά, λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς που υφίστανται, καταφέραμε να συγκεντρώσουμε έναν αρκετά διαφοροποιημένο πληθυσμό, ο οποίος απαρτίζεται από τους κυριότερους κλάδους της οικονομίας, με εξαίρεση τον τραπεζικό/ ασφαλιστικό κλάδο.

Γράφημα 6 : Η διάρκεια ζωής των ομολόγων



Ένα επίσης πολύ σημαντικό στοιχείο της έρευνάς μας είναι η υπολλειπόμενη διάρκεια ζωής των ομολόγων, από την ημέρα δημοσιοποίησης λήψης του δανείου. Στόχος μας αποτελούσε η περισυλλογή δεδομένων για τα ομόλογα με την μικρότερη υπολλειπόμενη διάρκεια ζωής, μιας και κάναμε την υπόθεση ότι εκεί οι αντιδράσεις των ομολόγων θα είναι πολύ πιο έντονες και εμφανείς. Σχεδόν, το 70% του δείγματος αποτελείται από ομόλογα ωρίμανσης μικρότερα των τεσσάρων χρόνων. Αυτό σημαίνει ότι από την ημέρα ανακοίνωσης τους το χρονικό διάστημα μέχρι την ημερομηνία λήξης, είναι σχετικά σύντομο, κάτι το οποίο ευελπιστούμε ότι θα μας οδηγήσει σε περισσότερο έγκυρα αποτελέσματα.

Γράφημα 7 : Ανακοινωθέντα δάνεια ανά έτος



Επίσης, σημαντικός παράγοντας που οφείλουμε να λάβουμε υπόψη είναι το έτος ανακοίνωσης λήψης του δανείου. Όπως, διαφαίνεται στο γράφημα το χρονικό διάστημα ανακοίνωσης κυμαίνεται απο το 1996 έως και το 2010. Ως έτος κορύφωσης θεωρείται το 1999, κατά την διάρκεια του οποίου ανακοινώθηκε σχεδόν το 10% του δείγματος μας. Παρόλα αυτά, αξιοσημείωτη κάμψη σημειώνεται το έτος 2000, το οποίο μπορεί να αποδοθεί στην κρίση των εταιριών τεχνολογίας του NASDAQ (DotCom Crisis). Επίσης, παρόμοια κάμψη παρατηρούμε και κατα το χρονικό διάστημα 2008-2009, διάστημα κατά το οποίο έλαβε χώρα η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ξεκίνησε πλήττοντας την αγορά των ακινήτων και μετέπειτα τον τραπεζικό κλάδο, λυγίζοντας ομίλους μεγαθήρια (όπως η Lehman Brothers). Η πρόσφατη αυτή κρίση είχε ξεκάθαρο αντίκτυπο στις χορηγήσεις και κατ' επέκταση στις ανακοινώσεις δανείων, κάτι που δικαιολογεί απόλυτα την μείωση που παρουσιάζει το δείγμα μας τα δύο αυτά συναπτά έτη.

4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ

Ξεκινώντας την παρουσίαση των εμπειρικών ευρημάτων της έρευνάς μας, κρίνουμε σκόπιμο να παραθέσουμε κάποια περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεταβλητών μας (Descriptive Statistics). Στο πίνακα που ακολουθεί, παραθέτουμε συγκεντρωτικά, βασικές στατιστικές πληροφορίες που χαρακτηρίζουν το δείγμα μας, τέτοιες ώστε να παρέχεται μια πρώτη εικόνα για το τι μέλλει γενέσθαι.

Πίνακας 3 : Περιγραφικά Στατιστικά (εκπεφρασμένα επί τοις εκατό).

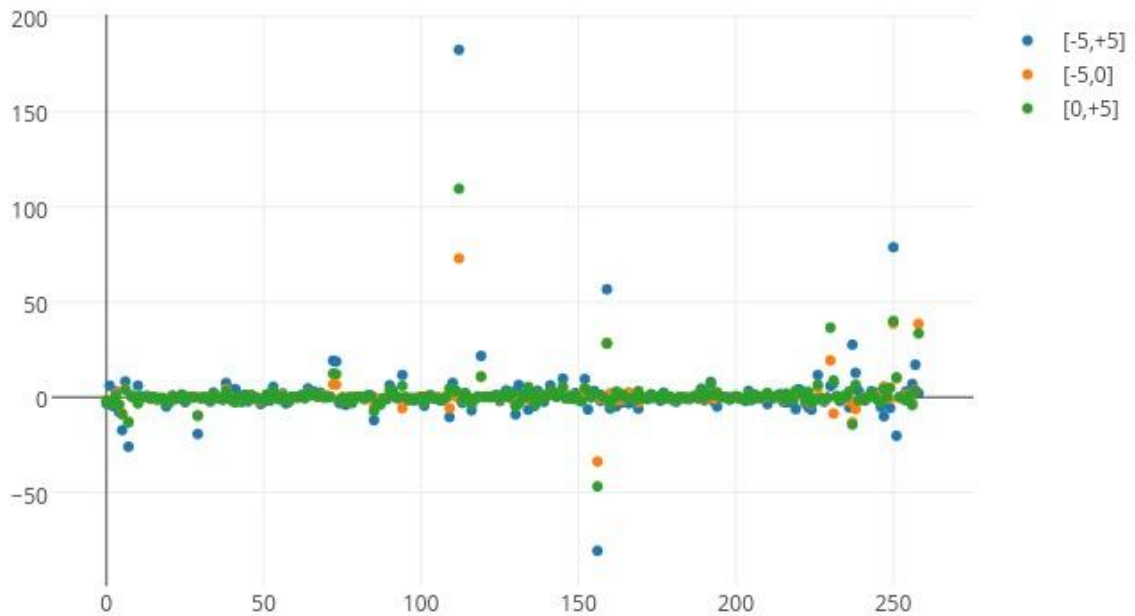
	ANR	CAR[-5,+5]	CAR[-5,0]	CAR[0,+5]	CAR[-1,+1]	CAR[-1,0]	CAR[0,+1]
Mean	6.60	0.93	0.48	0.94	0.43	0.21	0.23
Median	6.48	-0.08	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02
Mode	2.73	-1.33	-0.96	-0.36	-0.21	-0.15	-0.06
St.Deviation	4.25	14.72	6.83	9.01	3.21	1.65	1.72
Kurtosis	18.49	96.55	58.93	87.44	69.89	47.85	76.34
Skewness	-0.32	7.44	5.80	7.08	6.82	5.39	7.71
Min	-25.86	-80.72	-33.83	-46.88	-13.43	-7.83	-2.32
Max	28.58	182.49	72.92	109.56	36.69	16.48	20.21

Όπως, φαίνεται ξεκάθαρα η μέση αναμενόμενη απόδοση (ANR) είναι περίπου 6,6%, υπό την προϋπόθεση ότι δεν προκύπτει κάποιο απρόσμενο γεγονός. Αυτή η τιμή, είναι ο μέσος όρος των 259 ανακοινώσεων, έτσι όπως αυτές υπολογίσθηκαν από εμάς με το μοντέλο των μέσων αποδόσεων (Mean Adjusted Returns Model). Το γεγονός ότι ο μέσος και η διάμεσος παρουσιάζουν τέτοια σύγκλιση, μπορούμε να πούμε πως τα δεδομένα μας είναι κατανομημένα ισόποσα γύρω από την μέση τιμή, ωστόσο παρουσιάζουν μια μικρή ασυμμετρία, αμελητέα έτσι ώστε να ληφθεί υπόψη. Πιο συγκεκριμένα η ασυμμετρία αυτή εντοπίζεται αριστερά του μέσου, μιας και η τιμή της είναι αρνητική (-0,32%). Όσον αφορά την κύρτωση του δείγματος μας, η κατανομή μας φαίνεται πως είναι λεπτόκυρτη, δεδομένου πως η τιμή της κύρτωσης είναι κατά πολύ μεγαλύτερη του τρία. Αυτό σημαίνει πως το δείγμα μας δεν απαρτίζεται από πολλές ακραίες τιμές, αλλά αντιθέτως οι τιμές κινούνται γύρω από τον μέσο. Η τυπική απόκλιση, η οποία ορίζει τον τρόπο κατανομής των δεδομένων γύρω από την μέση τιμή, ανέρχεται στο 0,26. Επίσης, η επικρατούσα τιμή αγγίζει το 2,7%, ενώ οι ακραίες τιμές είναι το -25,8% (min) και το 28,5% (max). Παρόλα αυτά ο κυριότερος λόγος που συμπεριλαμβάνουμε τα περιγραφικά στατιστικά είναι, γιατί προσπαθούμε να



αποκτήσουμε μια πρώτη εικόνα για τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος, στο εκάστοτε χρονικό διάστημα που αυτές εξετάζονται. Οι υποθέσεις στις οποίες στηριχθήκαμε, αλλά και όλα όσα υποστήριζε η λιγοστή αλλά χρήσιμη βιβλιογραφία έως τώρα, είναι πως οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που προκύπτουν ως αποτέλεσμα της δημοσιοποίησης τραπεζικών δανείων, είναι θετικού προσήμου για τους κατόχους των ομολόγων (σε ελεύθερη μετάφραση η άνοδος των αποδόσεων στην λήξη οδηγεί σε μείωση των τιμών των ομολόγων). Με μια πρώτη ματιά, μπορούμε να διακρίνουμε πως κατά μέσο όρο, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και στα έξι χρονικά παράθυρα είναι θετικές και σε συμφωνία με τις αρχικές μας υποθέσεις. Παρόλα αυτά υπογραμμίζουμε πως ακόμη δεν μπορούμε να οδηγηθούμε σε ασφαλή συμπεράσματα μιας και δεν έχει ελεγχθεί ακόμη η στατιστική σημαντικότητα των ανωτέρω ευρημάτων. Μπορούμε να διακρίνουμε πως αν και θετικές κατά μέσο όρο, οι υπεραποδόσεις των υπό εξέταση χρονικών παραθύρων είναι σαφώς μικρότερες των κανονικών (ANR), αλλά παρουσιάζουν και διακυμάνσεις μεταξύ των διαφόρων διαστημάτων. Εύκολα καθίσταται κατανοητό, πως τα μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα παρουσιάζουν και μεγαλύτερες, μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι, θα συνεχίσουμε αναφέροντας τα περιγραφικά στοιχεία για το κάθε παράθυρο που αναλύουμε στο δείγμα μας, ξεκαθαρίζοντας πως προβήκαμε σε ένα άτυπο διαχωρισμό μεταξύ μεγαλύτερων (τα διαστήματα απόκλισης των πέντε ημερών) και μικρότερων χρονικών παραθύρων (απόκλισης μιας ημέρας). Την μεγαλύτερη μέση μή κανονική απόδοση παρουσιάζει το πρώτο πενταήμερο μετά την δημοσιοποίηση λήψης δανείου ($[0,+5]$), με μέση τιμή που αγγίζει το 1% και τυπική απόκλιση 9. Η μέγιστη αθροιστική υπεραπόδοση που καταγράφηκε αγγίζει το 109,5%, ενώ η αντίστοιχη μικρότερη το -46,8%. Το χρονικό διάστημα που προηγείται της ανακοίνωσης ($[-5,0]$) παρουσιάζει σαφώς μικρότερη μέση υπεραπόδοση, για την ακρίβεια 0,48%, σχεδόν 50% μικρότερη από το πενταήμερο που ακολουθεί. Επίπλέον, η τυπική απόκλιση ανέρχεται σε 6,8 με μέγιστη τιμή το 72,9% και ελάχιστη το -33,8%. Τέλος, ο συνδυασμός των δυο προηγούμενων διαστημάτων, αφορά έντεκα ημέρες ($[-5,+5]$) και παρουσιάζει μέση τιμή 0,93%, προσαυξημένη έναντι του χρονικού διαστήματος $[-5,0]$ αλλά ελαφρώς μικρότερο από το χρονικό διάστημα $[0,+5]$, κάτι που φαντάζει λογικό, λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι πρόκειται για τον συνδυασμό των δύο διαστημάτων. Η εξάπλωση των δεδομένων (που οφείλεται στην τυπική απόκλιση) είναι αρκετά μεγαλύτερη στο 14,7, ενώ το ίδιο ισχύει και για τις ακραίες τιμές, οι οποίες κατανέμονται από το -80,7% στο +182,4%.

Γράφημα 8 : Κατανομή μέσω των υπερβάλλουσων αποδόσεων (CAR) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης

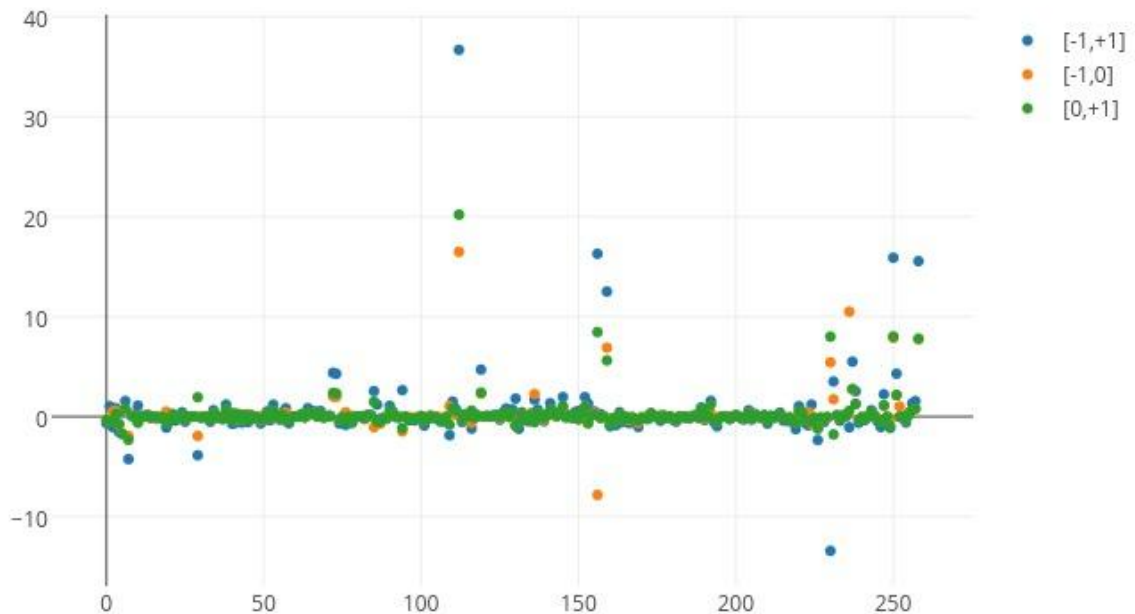


Στο διάγραμμα 8 παρατηρούμε ότι το διάστημα $[-5,+5]$ είναι αυτό που παρουσιάζει τις περισσότερες ακραίες τιμές, φαινόμενο λογικό αν λάβουμε υπόψη το ότι αφορά μια μεγαλύτερη χρονική περίοδο, καθώς επίσης έχει και μεγαλύτερη τυπική απόκλιση γεγονός που αποτυπώνεται ξεκάθαρα ανωτέρω. Επίσης, διακρίνουμε ότι υπάρχει μια σαφή συγκέντρωση των αποδόσεων κοντά στο μηδέν, μιας και οι μέσες υπεραποδόσεις και των τριών παραθύρων είναι σχετικά κοντά στο μηδέν με την μεγαλύτερη να αγγίζει οριακά το 1% (κάτι που είναι αδύνατο να αναπαραχθεί ξεκάθαρα γραφικά). Ακόμη, μπορούμε να πούμε πως η μεγαλύτερη συγκέντρωση παρουσιάζεται στο παράθυρο των πέντε ημερών πριν την ανακοίνωση, δεδομένου πως έχει την μικρότερη τυπική απόκλιση (διασπορά) αλλά και τον μικρότερο μέσο με αποτέλεσμα οι τιμές του να είναι πολύ κοντά στο μηδέν και αρκετά συγκεντρωμένες, χωρίς πολλές ακραίες τιμές.

Η επόμενη ομάδα που θα αναλύσουμε είναι αυτή των μικρότερων διαστημάτων. Παρατηρούμε πως το χρονικό παράθυρο της ημέρας που προηγείται της δημοσιοποίησης ($[-1,0]$) είναι αυτό με την μικρότερη μέση μη κανονική απόδοση, με μόλις 0,21%. Η τυπική

απόκλιση που καταγράφει είναι, επίσης, η μικρότερη εν συγκρίσει με τα άλλα δύο διαστήματα της ίδιας ομάδας, καθώς το ίδιο ισχύει και για τις ακραίες τιμές, καταγράφοντας ελάχιστη τιμή το -7,8% και μέγιστη το +16,4%. Αντιστοίχως, η ημέρα που έπεται της ανακοίνωσης παρουσιάζει ελαφρώς υψηλότερες μέσες υπεραποδόσεις ύψους 0,23%. Επιπροσθέτως, επαυξημένη παρουσιάζεται και η τυπική της απόκλιση (1,72), όσο και η μέγιστη τιμή της που διαμορφώνεται στο 20,2%. Το ίδιο δεν μπορεί να ειπωθεί και για την ελάχιστη τιμή της μιας και παρουσιάζεται μειωμένη (min -2.3%), υποδηλώνοντας μια σαφή τάση των αποδόσεων προς τις θετικές τιμές, κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση των χρονικών διαστημάτων αυτής της ομάδας, αναφέρουμε πως η μέση αθροιστική μη κανονική απόδοση του παραθύρου [-1,+1], δηλαδή της ημέρας που προηγείται και αυτής που έπεται, είναι η διπλάσια των προηγούμενων (0,43%). Επιπλέον, όπως ήταν αναμενόμενο για ένα χρονικό διάστημα που συμπεριλαμβάνει τις αντιδράσεις τόσο πριν όσο και μετά την ανακοίνωση, η διασπορά του είναι αναμενόμενα μεγαλύτερη των άλλων δύο (3,2 έναντι 1,6 και 1,7), όπως επίσης μεγαλύτερη διαφορά έχουν και οι ακραίες τιμές με ελάχιστη απόδοση CAR το -13,4% και μέγιστη το 36,6%. Για του λόγου το αληθές το διάγραμμα που ακολουθεί λειτουργεί διευκρινιστικά έναντι των παραπάνω ισχυρισμών.

Γράφημα 9 : Κατανομή μέσω των υπερβάλλουσων αποδόσεων (CAR) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης



Πράγματι, στο διάγραμμα που παρατίθεται απεικονίζεται ξεκάθαρα ότι το διάστημα $[-1,0]$ παρουσιάζει την μικρότερη διασπορά και αντίστοιχα την μεγαλύτερη συγκέντρωση γύρω από τον μέσο του (0,21%) που στην πράξη σχεδόν ταυτίζεται με το μηδέν, εξού και η ταύτιση με τον οριζόντιο άξονα. Αντίστοιχα, κινούνται και οι αποδόσεις (CAR) του χρονικού παραθύρου $[0,+1]$ (μιας και η διαφορά της τυπικής απόκλισης με το προηγούμενο διάστημα είναι αμελητέα για να οπτικοποιηθεί). Παρουσιάζει μεγάλη συγκέντρωση των τιμών γύρω από το μηδέν, με την μόνη διαφορά ότι έχει περισσότερες ακραίες θετικές τιμές. Ολοκληρώνοντας την ανάλυση αυτού του μέρους, δεν θα μπορούσαμε να παραλείψουμε το χρονικό παράθυρο $[-1,+1]$, το οποίο εμπεριέχει στην ουσία τις σωρευτικές αντιδράσεις των δύο προαναφερθέντων παραθύρων. Οι υπεραποδόσεις του εν λόγω διαστήματος παρουσιάζουν μεγαλύτερη διασπορά (φαινόμενο δικαιολογούμενο από το ύψος της τυπικής απόκλισης), αλλά και οι ακραίες τιμές είναι λογικά μεγαλύτερες, δεδομένου πως αποτυπώνεται η δράση-αντίδραση της αγοράς, από την ημέρα πριν την ανακοίνωση έως και μια ημέρα μετά.

4.1 Στατιστική Σημαντικότητα Ευρημάτων

Οι προηγούμενοι πίνακες και τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών μας παρέχουν μια πληθώρα στοιχείων, η αξία των οποίων παρά ταύτα δεν μπορεί να εκτιμηθεί, μιας και δεν γνωρίζουμε αν οι υπεραποδόσεις που καταγράφησαν από το δείγμα μας είναι στατιστικά σημαντικές ή όχι. Για να εξετάσουμε κατά πόσο τα ευρήματά μας στοιχειοθετούν την ύπαρξη ενός τέτοιου φαινομένου έπρεπε να ερευνήσουμε την σημαντικότητά τους.

Υπάρχει πλειάδα τρόπων με τους οποίους μπορεί κανείς να εξετάσει την ύπαρξη στατιστικής σημαντικότητας, αξιόλογος και συχνά χρησιμοποιούμενος μεταξύ άλλων, είναι και η T-Statistic και οι έλεγχοι υποθέσεων, χρήση της οποίας κάναμε και εμείς στην παρούσα έρευνα. Η συγκεκριμένη μέθοδος βασίζεται στην γενική ιδέα ότι επιθυμούμε να εξετάσουμε κατά πόσο, η αρχική μας υπόθεση (H_0) για την οποία αμφιβάλουμε, παρέχει ενδείξεις υπέρ της απόρριψής της ή όχι. Στην περίπτωση που απορρίψουμε την αρχική μας υπόθεση καταλλήγουμε στην εναλλακτική (H_1). Η υπόθεση την οποία εμείς θέλαμε να εξετάσουμε, είναι κατά πόσο οι μέσες τιμές των αθροιστικών υπερβάλλουσων αποδόσεων του εκάστοτε χρονικού παραθύρου (Mean CAR_t), διαφέρουν στατιστικά από το μηδέν. Στηριζόμενοι στην υπόθεση μηδέν, ότι δηλαδή ο μέσος των CAR δεν διαφέρει από το μηδέν (είναι μηδέν στην ουσία), προβήκαμε στον ακόλουθο δίπλευρο (Two-Tailed Test) έλεγχο :

$$H_0 : \mu = 0$$

$$H_1 : \mu \neq 0$$

Επιπλέον, έχοντας υπολογίσει σε προηγούμενο στάδιο τα περιγραφικά στατιστικά, τα αντικαταστήσαμε στον ακόλουθο τύπο:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{SE_{\chi}}$$

Όπου, χ : η μέση τιμή του δείγματός μας για το εκάστοτε παράθυρο (Mean CAR_t)

μ : η μέση τιμή της οποίας η υπόθεση εξετάζεται (Hypothesized Value)

SE_{χ} : η τιμή του τυπικού σφάλματος του δείγματος μας (Standard Error)

Πίνακας 4 : Υπολογισμός του T-Stat για το κάθε χρονικό παράθυρο

	Mean	T-Stat
CAR [-5,+5]	0.9349	1.0218
CAR [-5,0]	0.4803	1.1313
CAR [0,+5]	0.9472	1.6920*
CAR [-1,+1]	0.4347	2.1762**
CAR [-1,0]	0.2152	2.0994**
CAR [0,+1]	0.2337	2.1854**

*Significance Level at 10%, **Significance Level at 5%, ***Significance Level at 1%

Σε όλα τα χρονικά παράθυρα έγινε έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας χρησιμοποιώντας τρία διαστήματα εμπιστοσύνης. Το διάστημα εμπιστοσύνης $\alpha = 10\%$ με κριτική τιμή $|t|_{crit} = 1,645$, το διάστημα $\alpha = 5\%$ (το πλέον ευρέως χρησιμοποιούμενο) με κριτική τιμή $|t|_{crit} = 1,96$ αλλά και το πλέον αυστηρό διάστημα εμπιστοσύνης $\alpha = 1\%$ με κριτική τιμή το $|t|_{crit} = 2,5760$. Η θεωρία ορίζει ότι οποιαδήποτε τιμή του T-Stat είναι μεγαλύτερη από την κριτική τιμή για το εκάστοτε επίπεδο εμπιστοσύνης, τότε για το διάστημα αυτό, απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε την εναλλακτική.

Στον ανωτέρω πίνακα μπορούμε να παρατηρήσουμε ξεκάθαρα πως δεν υπάρχει καμία μέση τιμή υπερβάλλουσων αποδόσεων που να είναι στατιστικά σημαντική σε διάστημα εμπιστοσύνης 99% και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι καμία τιμή του T-Stat δεν είναι μεγαλύτερη του 2,576.

Συνεχίζοντας την ανάλυση μας στην λογική των μεγαλύτερων (χρονικά) παραθύρων εν συγκρίσει με τα μικρότερα, μπορούμε να πούμε πως τα μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα (έντεκα και έξι ημερών) δεν είναι στατιστικά σημαντικά σε κανένα επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας (1%, 5% και 10%) με μοναδική φωτεινή εξαίρεση να αποτελεί το χρονικό παράθυρο [0,+5], όπου εκεί οι θετικές υπεραποδόσεις που καταγράφονται (0,94%) είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 10%. Σαφέστατα, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι με βάση τα ευρήματά μας, οι ανακοινώσεις τραπεζικού δανεισμού δεν συνεπάγονται και με την ύπαρξη θετικών υπεραποδόσεων, μιας και αποδεικνύεται η μη στατιστική σημαντικότητά τους, τουλάχιστον στα διαστήματα [-5,0] και [-5,+5]. Το πενθήμερο που έπεται της

δημοσιοποίησης ($[0,+5]$) φαίνεται πως παράγει κατά μέσο όρο στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις, ωστόσο το επίπεδο σημαντικότητας το οποίο βεβαιώνει κάτι τέτοιο, δεν μας επιτρέπει να είμαστε σίγουροι για την ύπαρξη του φαινομένου.

Από την άλλη πλευρά, έχουμε τα μικρότερης διάρκειας χρονικά παράθυρα τα οποία παρουσιάζουν εντελώς διαφορετικά αποτελέσματα. Στα χρονικά διαστήματα μια ημέρας πριν την ανακοίνωση $[-1,0]$ αλλά και μιας μέρας μετά $[0,+1]$, οι τιμές του T-Stat είναι 2,0994 και 2,1854 αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει πως εφόσον οι τιμές του T-Stat είναι μεγαλύτερες από την κριτική τιμή του 1,96, αυτό σημαίνει πως έχουμε ισχυρές ενδείξεις που μας επιτρέπουν με αρκετή σιγουριά να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση (ότι η μέση υπεραπόδοση είναι μηδέν) και να δεχθούμε την εναλλακτική. Κατ'επέκταση μπορούμε να συμπεράνουμε πως υπάρχουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις και μάλιστα σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, το ύψος των οποίων διαμορφώνεται λίγο πάνω από το μηδέν, στο +0,21% για το διάστημα $[-1,0]$ και στο +0,23% για το $[0,+1]$. Επίσης, κάτι αντίστοιχο ισχύει και για το συνδυαστικό χρονικό παράθυρο των $[-1,+1]$, η τιμή του T-Stat μας επιτρέπει να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση και να δεχθούμε την εναλλακτική, κάτι που σημαίνει ότι στοιχειοθετούνται στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις στο 95% και μάλιστα στο εν λόγω χρονικό παράθυρο είναι οι διπλάσιες των δύο προηγούμενων, κάτι που μπορεί να δικαιολογηθεί αν λάβουμε υπόψη το γεγονός ότι εμπεριέχει τις σωρευτικές αντιδράσεις μια ημέρα πριν από την δημοσιοποίηση και μια ημέρα μετά.

Συνοψίζοντας, λοιπόν, αν ρίξουμε μια πιο προσεκτική ματιά στο σύνολο των χρονικών διαστημάτων που εξετάζονται, θα παρατηρήσουμε πως τα μεγαλύτερα χρονικά παράθυρα δεν παρουσιάζουν εν γένει στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, κάτι που μπορεί να σημαίνει ότι η αγορά ενδέχεται να μην λαμβάνει το σήμα δημοσιοποίησης του δανείου από τόσο νωρίς ή αντίστοιχα να μην χρειάζεται πολύ χρόνο να για να το αφομοιώσει (λ.χ. πέντε ημέρες μετά το γεγονός). Αντιθέτως, η αγορά φαίνεται να αντιδρά δημιουργώντας στατιστικώς σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις, μια ημέρα πριν αλλά και μια ημέρα μετά την ανακοίνωση, υποδηλώνοντας μια ξεκάθαρη άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση με την αγορά τραπεζικού δανεισμού.

5. ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι αντιδράσεις διαφόρων αξιογράφων ή χρεογράφων σε γεγονότα ή ανακοινώσεις έχουν απασχολήσει πολλές φορές στο παρελθόν τη διεθνή βιβλιογραφία, με εξέχουσα θέση να κατέχουν μελέτες για την αντίδραση των μετοχών σε ανακοινώσεις τραπεζικών δανείων. Σε αντίθεση με την πληθώρα των μελετών που αφορούσαν την μετοχική αγορά, λιγότερες είναι μέχρι σήμερα οι έρευνες που έχουν γίνει με σκοπό να εξεταστεί η αντίδραση την αγοράς ομολόγων στις ανακοινώσεις αυτές, κάτι που αποτέλεσε κίνητρο για την διεξαγωγή της παρούσας μελέτης. Για να ελεγχθεί το παραπάνω φαινόμενο έπρεπε αφενός να συλλέξουμε πληροφορίες για διάφορες ανακοινώσεις δανείων και αφετέρου να εντοπίσουμε τις αποδόσεις στην λήξη για το εκάστοτε ομόλογο που αφορά η ανακοίνωση. Δεδομένου όμως, πως η μοναδική οργανωμένη δευτερογενή αγορά ομολόγων βρίσκεται στις Η.Π.Α. το δείγμα μας περιορίστηκε υποχρεωτικά σε Αμερικανικές εταιρίες. Ύστερα από μεγάλη προσπάθεια να φιλτράρουμε τα δεδομένα για να είμαστε σε θέση να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα, καταλήξαμε σε ένα δείγμα 259 δημοσιοποιήσεων δανείων. Για λόγους αμεροληψίας αλλά και για να έχουμε μια πιο ξεκάθαρη εικόνα, προβήκαμε στον διαχωρισμό σε έξι διαφορετικά χρονικά παράθυρα (Event Windows), για τα οποία υπολογίσαμε την μέση αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση (Average Cumulative Abnormal Return). Κατόπιν, προχωρήσαμε στον υπολογισμό της T-Stat έτσι ώστε να είμαστε σε θέση να υποστηρίξουμε, αν τα αποτελέσματά μας είναι στατιστικά σημαντικά ή όχι. Αυτό που αποδεικνύεται είναι ότι τα μεγαλύτερα χρονικά παράθυρα $([-5,0], [0,+5], [-5,+5])$ εμφανίζουν θετικές υπεραποδόσεις, οι οποίες όμως είναι μη στατιστικά σημαντικές. Αυτό σημαίνει ότι στην πράξη οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις που θα προκύπτουν σε αντίστοιχα γεγονότα δεν θα πρέπει να διαφέρουν από το μηδέν. Για να είμαστε ακριβείς, μοναδική εξαίρεση αποτελεί το χρονικό διάστημα $[0,+5]$, το οποίο παρουσίασε θετικές υπεραποδόσεις, που όμως είναι σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, κάτι που μας κάνει να θεωρούμε πως το εν λόγω χρονικό διάστημα χρήζει περαιτέρω μελέτης. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της έρευνάς μας δεν ήταν τα ίδια, όσον αφορά τα παράθυρα μικρότερου χρονικού εύρους. Πιο συγκεκριμένα, στα διαστήματα της ημέρας που προηγείται της δημοσιοποίησης $([-1,0])$ και αυτής που έπεται $([0,+1])$, οι μέσες αθροιστικές υπεραποδόσεις που καταγράφονται είναι θετικές και ανέρχονται σε +0,21% και +0,23% αντίστοιχα. Επιπλέον, είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, κάτι που σημαίνει πως η ανακοίνωση τραπεζικών δανείων συνεπάγεται και θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στην λήξη των αντίστοιχων εταιρικών

ομολόγων. Αντίστοιχα με τα δύο προηγούμενα χρονικά παράθυρα, είναι και τα αποτελέσματα του διαστήματος που τα περικλείει, δηλαδή το $[-1,+1]$, με την διαφορά ότι στην περίπτωση αυτή οι μέσες μη κανονικές αποδόσεις που καταγράφονται είναι μεν θετικές και στατιστικά σημαντικές στο 5%, αλλά είναι αρκετά μεγαλύτερες και σχεδόν διπλάσιες των προηγούμενων δύο, δεδομένου πως αγγίζουν το +0,43%. Μπορούμε, λοιπόν, να συμπεράνουμε πως το εν λόγω χρονικό διάστημα παρουσιάζει μεγαλύτερες υπεραποδόσεις, μιας και αναφέρεται στην πιο κρίσιμη χρονική περίοδο που αφορά την ανακοίνωση. Σαφώς, μπορούμε να ισχυριστούμε πως τα μεγάλα χρονικά παράθυρα με την μη στατιστική τους σημαντικότητα ενδεχομένως να εκφράζουν την αβεβαιότητα της αγοράς για την πραγματοποίηση του συμβάντος. Κατ'αντιστοιχία, τα μικρότερα χρονικά διαστήματα που παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις διάφορες του μηδενός, επιβεβαιώνουν την παραπάνω υπόθεση, μιας και η αγορά φαίνεται να αντιδρά, πιο κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης της επικείμενης χορήγησης δανείου. Επίσης, για να μεταφράσουμε σε όρους τιμών τις προηγούμενες αντιδράσεις, μπορούμε να δηλώσουμε πως όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό, μια άνοδος της απόδοσης στην λήξη ενός ομολόγου, συνεπάγεται με μια άμεση μείωση της τιμής του εν λόγω χρεογράφου.

Τα παραπάνω ευρήματα βρίσκονται σε συμφωνία με την έρευνα των Ongena, Roscovan, Werker και Song (2014), οι οποίοι σε μια πρωτότυπη και ξεχωριστής σημασίας μελέτη, κατέδειξαν την αρνητική σχέση που χαρακτηρίζει τις τιμές των ομολόγων σε δημοσιοποιήσεις χορήγησης τραπεζικών δανείων. Αν αντιστρέψουμε την ορολογία μπορούμε να υπογραμμίσουμε την θετική σχέση μεταξύ των τραπεζικών ανακοινώσεων και των αποδόσεων στην λήξη. Σε κάθε περίπτωση, πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό θέμα που αφορά δύο βασικές αγορές χρέους και την μεταξύ τους αλληλεπίδραση. Οι μέχρι τώρα έρευνες, αν και λιγοστές, συνηγορούν υπέρ της στοιχειοθέτησης του φαινομένου, κάτι στο οποίο κατέληξε και η δική μας μελέτη. Ωστόσο, ολοκληρώνοντας θα θέλαμε να τονίσουμε την ανάγκη διεξαγωγής περαιτέρω ερευνών επί του θέματος, οι οποίες εν τέλει θα διελυγκάνουν το επιστημονικό τοπίο και θα επιβεβαιώσουν τα μέχρι σήμερα επιστημονικά ευρήματα.

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Altman, E., Gande, A., and Saunders, A., 2004, Informational efficiency of loans versus bonds: Evidence from secondary market prices, NYU Working paper No.SFI-04-02.

Altunbas, Y., Kara, A., and Marques-Ibanez, D., 2009, Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds, ECB Working paper series No. 1028.

Anagnostopoulou, S. C., Ferentinou, A. C., Tsaousis, P., and Tsekrekos, A. E., 2016, The Options Market Reaction to Bank Loan Announcements, Journal of Financial Services Research.

Best, R., and Zhang, H., 1993, Alternative information sources and the information content of bank loans, The Journal of Finance, 48 (4), 1507-1522.

Billett, M. T., Flannery, M. J., and Garfinkel, J. A., 1995, The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return, The Journal of Finance, 50 (2), 699-718.

Billett, M. T., Flannery, M. J., and Garfinkel, J. A., 2006, Are bank loans special? Evidence on the post-announcement performance of bank borrowers, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 41 (4), 733-751.

Blume, M., Lim, F., and MacKinlay, C., 1998, The declining credit quality of U.S. corporate debt: Myth or reality?, The Journal of Finance, 53 (4), 1389-1413.

Boehmer, E., Musumeci, J., and Poulsen, A., 1991, Event study methodology under conditions of event-induced variance, Journal of Financial Economics, 30 (2), 253-272.

Brown, S., and Warner, J., 1980, Measuring security price performance, Journal of Financial Economics, 8 (3), 205-258.

Brown, S., and Warner, J., 1985, Using daily stock returns: The case of event studies, Journal of Financial Economics, 14 (1), 3-31.

Campbell J. Y., Lo A. W., MacKinlay A. C., 1997, *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press.

Denis, S., and Mihov, V., 2003, The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: Evidence from new corporate borrowings, *Journal of Financial Economics*, 70, 3-28.

Diamond, D., 1984, Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 51 (3), 393-414.

Diamond, D., 1991, Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, 99, 689-781.

Dick-Nielsen, J., Feldhütter, P., and Lando, D., 2012, Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis, *Journal of Financial Economics*, 103 (3), 471-492.

Fama, E., 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.

Fama, E., 1985, What's different about banks?, *Journal of Monetary Economics*, 15, 29-39.

Fama, E., 1991, Efficient capital markets: II, *The Journal of Finance*, 46 (5), 1575-1617.

Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. C., and Roll, R., 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10 (1), 1-21.

Fields, L. P., Fraser, D. R., Berry, T. L., and Byers, S., 2006, Do bank loans relationships still matter?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (5), 1195-1209.

Gonzales, L., 2011, Dogs that bark: Why are bank loan announcements newsworthy?, *Global Economy and Finance Journal*, 4 (1), 62-79.

Ivashina, V., and Scharfstein, D., 2010, Bank lending during the financial crisis of 2008, *Journal of Financial Economics*, 97, 319-338.

James, C., 1987, Some evidence on the uniqueness of bank loans, *Journal of Financial Economics*, 19 (2), 217-236.

Jensen, M. C., 1978, Some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 6 (2/3), 95-101.

Kaplanski, G., and Levy, H., 2010, Sentiment and stock prices: The case of aviation disasters, *Journal of Financial Economics*, 95, 174-201.

Kothari, S. P., and Warner, J. B., 2005, Econometrics of event studies, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Eckbo B. E. (Elsevier/North-Holland).

Lummer, S., and McConnell, J., 1989, Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements, *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 99-122.

MacKinlay, A. C., 1997, Event studies in economics and finance, *Journal of Economic Literature*, 35 (1), 13-39.

Mase, B., 2009, The impact of name changes on company value, *Managerial Finance*, 35, 316-324.

Maskara, P. K., and Mullineaux, D. J., 2011, Information asymmetry and self-selection bias in bank loan announcement studies, *Journal of Financial Economics*, 101 (3), 684-694.

Mikkelsen, W. H., and Partch, M. M., 1986, Valuation effects of security offerings and the issuance process, *Journal of Financial Economics*, 15 (1-2), 31-60.

Ongena, S., Roscovan, V., Song, W. L., and Werker B. J. M., 2014, Banks and bonds: The impact of bank loan announcements on bond and equity prices, *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2, 131-156.

Peterson, P.P., 1989, Event Studies: A review of issues and methodology, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28 (3), 36-66.

Preece, D. C., and Mullineaux, D. J., 1994, Monitoring by financial intermediaries: Banks vs. nonbanks, *Journal of Financial Services Research*, 8 (3), 193–202.

Ramakrishnan, R., and Thakor, A., 1984, Information reliability and a theory of financial intermediation, *Review of Economic Studies*, 51 (3), 415-432.

Schumpeter, J., 1939, *Business cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, McGraw-Hill Book Company.

Shockley, R. L., and Thakor, A. V., 1997, Bank loan commitment contracts: Data, theory and tests, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (4), 517-534.

Slovin, M. B., Johnson, S. A., and Glascock, J. L., 1992, Firm size and the information content of bank loan announcements, *Journal of Banking and Finance*, 16, 1057-1071.

Ηλεκτρονικές Πηγές

<http://www.en.wikipedia.org>

<http://www.eventstudymetrics.com>

<http://www.investopedia.com>

<http://www.tradingeconomics.com>

<http://www.sifma.org>

<http://www.stats.oecd.org>