

ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η μέθοδος Event Study (ανάλυση επιχειρηματικών συμβάντων ή γεγονότων) στηρίζεται στις εργασίες του Fama και στην Υπόθεση της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς (Efficient Market Hypothesis). Σύμφωνα με το Fama (1970) μια αγορά είναι αποτελεσματική όταν «οι τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση». Επίσης κατά τους Fama et. al., (1969), η μέση κρίση ή απόφαση της αγοράς σε σχέση με τις επιπτώσεις των νέων πληροφοριών, αντικατοπτρίζεται πλήρως στις τιμές των μετοχών σχεδόν αμέσως μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Όλες οι επενδύσεις σε μια αποτελεσματική αγορά έχουν μηδενική καθαρή παρούσα αξία ενώ ο ανταγωνισμός καθιστά μια αγορά ως αποτελεσματική.

Μεταξύ των διαφόρων υποδειγμάτων εξέτασης της κεφαλαιαγοράς, σημαντική θέση κατέχει το Υπόδειγμα της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς ή Υπόθεση της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς (Efficient Market Hypothesis), σύμφωνα με το οποίο καλά οργανωμένες και δομημένες κεφαλαιαγορές, όπως το Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης (NYSE), είναι ορθολογικές και λειτουργούν αποτελεσματικά. Σε ορθολογικές κεφαλαιαγορές όλες οι επενδύσεις οδηγούν σε μηδενική καθαρή παρούσα αξία.

Οφείλεται στο γεγονός ότι αν οι αξίες των μετοχών δεν είναι υψηλές ούτε χαμηλές, τότε η διαφορά μεταξύ της αξίας και του κόστους της επένδυσης είναι συνολικά μηδενική. Οι επενδυτές που θα αγοράσουν μετοχές εισπράττουν ως αξία από την επένδυσή τους όσα ακριβώς αρχικά καταβάλλουν ενώ οι επιχειρήσεις λαμβάνουν ακριβώς την πραγματική αξία των μετοχών (ή ομολόγων) τους.

Η πραγματική όμως αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αντανακλά όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση που υπάρχει σχετικά με την επιχείρηση. Δηλαδή ότι όλοι οι

επενδυτές έχουν πρόσβαση στα επίσημα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία, στις ανακοινώσεις μιας επιχείρησης, στη μερισματική της πολιτική κτλ. .

Το κύριο όμως στοιχείο που καθιστά την αγορά ορθολογική είναι ο ανταγωνισμός μεταξύ των επενδυτών, οι οποίοι αναζητούν την ύπαρξη έστω και μικρών διαφορών στην αποτίμηση των χρεογράφων προκειμένου να επωφεληθούν και να πραγματοποιήσουν κέρδη.

Αν όμως οι κεφαλαιαγορές ήταν ορθολογικές τότε ποιος ή ποιοι είναι οι λόγοι, που οι τιμές των μετοχών διαφοροποιούνται, αυξανόμενες ή μειούμενες, από ημέρα σε ημέρα;

Σύμφωνα όμως με το υπόδειγμα της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς, οι μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι απολύτως φυσιολογικές και συμβατές με την έννοια της ορθολογικότητας, γιατί καθημερινά οι επενδυτές γίνονται δέκτες πλήθους πληροφοριών σχετικά με την πορεία και το μέλλον των επιχειρήσεων ή της εκάστοτε εθνικής ή παγκόσμιας οικονομίας.

Οι μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι αποτέλεσμα της συνεχούς ροής πληροφοριών για την κάθε επιχείρηση. Η στασιμότητα των τιμών των μετοχών, σημαίνει ότι η κεφαλαιαγορά δεν χαρακτηρίζεται από ορθολογικότητα, ειδικά στο σύγχρονο ενοποιημένο πληροφοριακά παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

Όταν η χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί τέλεια, τότε θεωρείτε ότι ισχύουν οι εξής υποθέσεις (Καραπιστόλης, 1994; Bodie et. al, 1993; Συριόπουλος, 1999):

- δεν υπάρχουν φόροι ή κόστη συναλλαγών,
- υπάρχει αρκετή προσφορά και ζήτηση για κάθε μετοχή και οι μετοχές είναι απεριόριστα διαιρετές,
- οι τιμές δεν επηρεάζονται από τη δράση μικρού αριθμού επενδυτών,
- η αναγκαία πληροφόρηση είναι διαθέσιμη σε όλους δίχως κόστη,

- όλοι οι επενδυτές έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και αναλύουν τις μετοχές με τον ίδιο τρόπο,
- υπάρχει ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο το οποίο είναι κοινό για όλους και κάθε επενδυτής μπορεί να δανείσει ή να δανειστεί χρήματα με αυτό,
- οι επενδυτές αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια εκτιμώντας τις αναμενόμενες αποδόσεις και τις τυπικές αποκλίσεις των χαρτοφυλακίων αυτών σε μοναδιαία περίοδο επένδυσης που είναι κοινή για όλους τους επενδυτές,
- οι αποδόσεις των μετοχών ακολουθούν την καμπύλη κανονικής κατανομής,
- οι επενδυτές έχουν ομογενείς προσδοκίες, δηλαδή έχουν την ίδια αντίληψη όσον αφορά τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των περιουσιακών στοιχείων.

Θεωρείται ότι η συνολική πληροφόρηση για την επιχείρηση είναι ενσωματωμένη στην χρηματιστηριακή τιμή, η οποία τείνει να ταυτιστεί με την εσωτερική της αξία. Δηλαδή οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν και αντανακλούν πλήρως κάθε δημοσιευμένη πληροφορία που αφορά την μετοχή μιας εταιρίας, σε ταχύτατο χρόνο. Αυτό σημαίνει ότι περιορίζονται οι κερδοσκοπικές ενέργειες με αποτέλεσμα οι θεμελιώδεις αναλύσεις των οικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης μέσω των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων να μην προσφέρουν γνώσεις και πληροφορίες που να συνδέονται με την μελλοντική πορεία της τιμής της μετοχής. Σημαίνει επίσης ότι οι χρηματιστηριακές τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται αμέσως στην ανακοίνωση μιας είδησης και δεν παρουσιάζεται υστέρηση στην πληροφόρηση και στην ανάδραση των επενδυτών.

Η υπόθεση της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς διακρίνει τις κεφαλαιαγορές σε τρεις μορφές, ανάλογα με την ισχύ τους και την αποτύπωση των πληροφοριών στις

τιμές των μετοχών: α) Χαμηλής ισχύος ορθολογικές κεφαλαιαγορές (weak form market efficiency), β) Μέσης ισχύος ορθολογικές κεφαλαιαγορές (semi strong form market efficiency), γ) Υψηλής ισχύος ορθολογικές κεφαλαιαγορές (strong form market efficiency).

Όμως κατά τους Fama & French (2004) το υπόδειγμα Capital Asset Pricing Model (CAPM), δηλαδή το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, που αναπτύχθηκε από το Sharpe και από το Lintner και υποστηρίζει την Υπόθεση της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς, δεν χαρακτηρίζεται από επιτυχία κατά την εμπειρική του εφαρμογή. Εξαρτάται από την υποτιθέμενη αποτελεσματικότητα της αγοράς για τις σωστές προβλέψεις των τιμών των μετοχών με βάση το παρελθόν (Κυριαζής, 2007). Οι Fama & French (1992) έχουν ασκήσει σοβαρή κριτική ως προς την ικανότητα του συντελεστή κινδύνου β ή b (beta) να εξηγήσει τον κίνδυνο αγοράς. Σε σειρά άρθρων τους οι Fama & French ανέπτυξαν ένα τριπαραγοντικό (three factor) υπόδειγμα που περιλαμβάνει την ευαισθησία των αποδόσεων στο συντελεστή β ή b , στο μέγεθος και στη λογιστική προς την αγοραία αξία της μετοχής. Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι οι συγκεκριμένοι τρεις παράγοντες επαρκούν για να εξηγήσουν τις παρατηρούμενες αποδόσεις (Sudarsanam, 2003).

Ο Benoit Mandelbrot που εισήγαγε την θεωρία των fractal (μορφοκλασματική θεωρία), πολέμιος της θεωρίας των ορθολογικών αγορών υπολόγισε ότι αν ο χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones Industrial Average ακολουθούσε την κανονική κατανομή, θα έπρεπε να είχε κινηθεί άνω του 3,4% για 58 μέρες μόνο μεταξύ των ετών 1916-2003, αλλά στην πραγματικότητα αυτό συνέβη 1.001 φορές. Θα έπρεπε να είχε κινηθεί άνω του 4,5% έξι μέρες και αυτό συνέβη 366 φορές. Θα έπρεπε να είχε κινηθεί άνω του 7% μόνο μια φορά κάθε 300.000 αλλά κατά τη διάρκεια του εικοστού αιώνα, αυτό συνέβη 48 φορές (The Economist, January 24th 2009, σελ.14).

Επίσης ο Mandelbrot (2006) ανέφερε ότι: οι αγορές δεν αυτορυθμίζονται, ο κίνδυνος υπάρχει πάντα σε όλες τις μορφές επένδυσης και είναι υψηλότερος από αυτόν που μπορούμε να υποθέσουμε, οι αγορές παραπλανούν, ο χρόνος της αγοράς είναι σχετικός, οι άνθρωποι δεν είναι πάντα ορθολογικά όντα που αποσκοπούν στην απόκτηση πλούτου, οι επενδυτές δεν είναι όλοι ίδιοι, οι μεταβολές των τιμών είναι συνεχείς και οι αγορές υπόκεινται σε στρόβιλους και είναι πιο τυρβώδεις, οι συντελεστές κινδύνου β δεν παρέχουν ικανοποιητική βοήθεια για τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων, η πρόβλεψη τιμών είναι πάντα παρακινδυνευμένη όμως η αστάθεια είναι σίγουρη και μπορεί να υπολογιστεί, το σύστημα είναι τελικά ενδογενώς ασταθές και όχι σταθερό όπως πιστεύεται, η τυχαιότητα δεν μπορεί να ερμηνευθεί μέσω της καμπύλης κανονικής κατανομής και ότι, οι αποκλίσεις από τη καμπύλη κανονικής κατανομής είναι πιο συχνές και γι' αυτό πρέπει να προσεχθούν περισσότερο οι «παχιές ουρές».

Παρότι η καμπύλη κανονικής κατανομής ανταποκρίνεται στο κέντρο της στον πραγματικό κόσμο, δεν εκφράζει σωστά τις άκρες ή «ουρές» της. Στις χρηματαγορές τα ακραία γεγονότα είναι εντυπωσιακά συχνά και γι' αυτό οι «ουρές» της κανονικής κατανομής θεωρούνται ως «παχιές ουρές».

Σύμφωνα με τους Jagannathan & McGrattan (1995), το υπόδειγμα CAPM είναι χρήσιμο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα κατόπιν μελέτης που διενήργησαν για χρονική περίοδο 66 ετών.

Στις εμπειρικές έρευνες, συνήθως η περίοδος παρατήρησης κυμαίνεται από 100 έως 300 ημέρες για τις μελέτες που στηρίζονται σε ημερήσια στοιχεία ενώ για τις μελέτες που στηρίζονται σε μηνιαία στοιχεία η περίοδος παρατήρησης κυμαίνεται από 24 έως 60 μήνες (Peterson, 1989). Η επιλογή όμως μεγάλης περιόδου παρατήρησης (estimation period) εμπεριέχει μια αλληλο-εξουδετέρωση (trade-off)

μεταξύ μεγαλύτερης ακρίβειας στην εκτίμηση των συντελεστών α_i και β_i και του γεγονότος ότι οι συγκεκριμένοι συντελεστής καθίστανται ξεπερασμένοι (out of date) και απηρχαιωμένοι (Armitage, 1995).

Όταν χρησιμοποιούνται μακροχρόνιες περίοδοι για event window τότε εντοπίζονται και συμπεριλαμβάνονται όλες οι επιδράσεις του γεγονότος ή της ανακοίνωσης στη τιμή της μετοχής αλλά η εκτίμηση υπόκειται σε μεγαλύτερο «θόρυβο» στα δεδομένα (Weston et al., 2004). Πολλές μελέτες εφαρμόζουν ως event window περίοδο -30 έως +30 ημέρες γύρω από την ημερομηνία παρατήρησης (Jarrell & Poulsen, 1989; Jarrell et al., 1988; Franks & Harris, 1989; Sudarsanam & Mahate, 2003;)

Οι έρευνες «ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων» λαμβάνουν υπόψη μόνο την κίνηση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση γεγονότων όπως είναι η προκήρυξη εκλογών και το αποτέλεσμα των εκλογών και κατά συνέπεια εκφράζουν το πώς αντιλαμβάνεται η αγορά την ανακοίνωση σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Η μέθοδος στηρίζεται στη χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων για τον υπολογισμό των προβλεπόμενων αποδόσεων που θα είχαν οι μετοχές των εταιριών εάν δεν είχε γίνει η ανακοίνωση, οι οποίες στη συνέχεια αφαιρούνται από τις πραγματικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Η διαφορά μεταξύ των δύο πιο πάνω αποδόσεων καταδεικνύει την ύπαρξη ή μη, υπερκανονικών ή μη-κανονικών αποδόσεων (abnormal return).

Κατά το Fama (1991), οι μέθοδοι ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων ή γεγονότων, δίνουν μια καθαρή εικόνα σχετικά με την ταχύτητα προσαρμογής των τιμών των μετοχών στη πληροφόρηση.

Εξετάζεται εάν τα αποτελέσματα των εκλογών αλλά και οι ανακοινώσεις προκήρυξης Ελληνικών Εθνικών κοινοβουλευτικών εκλογών κατά τα έτη 1996-2009 οδήγησαν στη δημιουργία υπερ-κανονικών ή μη-κανονικών αποδόσεων και αν είχε εφαρμογή η Υπόθεση της Ορθολογικής Κεφαλαιαγοράς. Με τον τρόπο αυτό εξετάζεται και η πιθανή χειραγώγηση (manipulation) των τιμών των μετοχών πριν την διεξαγωγή των εκλογών.

Στη διεθνή βιβλιογραφία δεν παρατηρούνται έρευνες αναφορικά με τις Ελληνικές εθνικές κοινοβουλευτικές εκλογές και την επίδρασή τους αποκλειστικά στις ημερήσιες τιμές των Ελληνικών τραπεζικών μετοχών λίγες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση προκήρυξης και διενέργειας εκλογών κατά τα έτη 1996-2009. Ο Floros (2008) εξέτασε την επιρροή των Κοινοβουλευτικών και Ευρωπαϊκών εκλογών στην Ελλάδα, στις τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε μηνιαία βάση για τα έτη 1996-2002 και κατέδειξε ότι υπάρχει αρνητική αλλά στατιστικά ασήμαντη επίδραση.

Οι Siokis and Karopoulos (2007) σε έρευνά τους κατέληξαν ότι το πολιτικό περιβάλλον επιδρά στη διακύμανση του χρηματιστηριακού δείκτη στην Ελλάδα. Επίσης, οι αβέβαιες κοινωνικό-πολιτικές συνθήκες έχουν έντονη αρνητική επίπτωση στο Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Asteriou and Siriopoulos, 2000). Ένα μη-οικονομικό γεγονός εξέτασε και η μελέτη των Veraros et al., (2004), όπως ήταν η ψηφοφορία και ανάδειξη της πόλης που θα αναλάμβανε την διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγών του 2004.

Παρατηρούνται όμως εμπειρικές έρευνες σε άλλες χώρες. Συγκεκριμένα, οι Gwilym και Buckle (1994), εξέτασαν την αποδοτικότητα του χρηματιστηρίου των δικαιωμάτων προαίρεσης (options) του Λονδίνου κατά τις εκλογές του 1992 και διαπίστωσαν ότι η αγορά ήταν «ημι-ισχυρή».

Επίσης, Hudson et al., (1998), ανέλυσαν τις κινήσεις των μετοχών στη Μεγάλη Βρετανία μετά το 1945 και κατέδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών ήταν καλύτερες και υψηλότερες όταν προέκυπτε κυβέρνηση των συντηρητικών (Tories government).

Οι Pantzalis et al., (2000), εξέτασαν τη συμπεριφορά των χρηματιστηρίων μετοχών 33 χωρών γύρω από τις ημερομηνίες εκλογών κατά τη χρονική περίοδο 1974-1995, χρησιμοποιώντας μεθοδολογία event study και κατέδειξαν ότι δύο εβδομάδες πριν την ημερομηνία διεξαγωγής των εκλογών προέκυπτε σημαντική θετική αντίδραση.

Επίσης χρησιμοποιώντας στοιχεία από την εκλογική αναμέτρηση του 2000 στις ΗΠΑ, των Bush/Gore, ο Knight (2006), έδειξε ότι οι πολιτικές προτάσεις είχαν ήδη κεφαλαιοποιηθεί στις τιμές των μετοχών 70 εταιριών που ήταν πολιτικά ευαίσθητες.

Ο Bialkowski et al., (2008) εξέτασαν δείγμα 27 χωρών του ΟΟΣΑ (OECD) και κατέληξαν ότι η διακύμανση των αποδόσεων εύκολα διπλασιαζόταν μία εβδομάδα πριν τις εκλογές.

Στα Ελληνικά δεδομένα, όπως έχει καταδείξει έρευνα (Kavussanos & Dockery, 2001), το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι αναποτελεσματικό σε σχέση με την πληροφόρηση (informationally inefficient), που υποδηλώνει ότι οι παρελθούσες τιμές των μετοχών περιέχουν ορισμένη πληροφόρηση για τις μελλοντικές κινήσεις των τιμών των μετοχών. Κατέληξε στη διαπίστωση αυτή εφαρμόζοντας πολυμεταβλητό έλεγχο Dickey-Fuller στη προσέγγιση SURE (Seemingly Unrelated Regression Equations).

Οι Spyridis et al (2012) εφαρμόζοντας Arbitrage Pricing Theory κατέληξαν ότι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι μια ασθενής μορφή αναποτελεσματική αγορά

ενώ ανάλογα συμπεράσματα κατέδειξε και μελέτη (Siourounis, 2002), η οποία χρησιμοποιώντας υπόδειγμα GARCH διαπίστωσε ισχυρές ενδείξεις ότι στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών οι παρελθούσες καθημερινές αποδόσεις συσχετίζονταν με τις σημερινές αποδόσεις και η τρέχουσα μεταβλητότητα ήταν θετικά συσχετισμένη με την παρελθούσα.

Επίσης δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι υπάρχει και μια υπερ-αντίδραση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε μη οικονομικά γεγονότα όπως είναι οι περιπτώσεις τρομοκρατικών επιθέσεων (Liagovas and Repousis, 2010).

Άλλη έρευνα έδειξε (Smith & Ryou, 2003) ότι στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, δεν ισχύει η υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών ακολουθούν μια «τυχαία πορεία» (random walk) λόγω αυτοσυσχέτισης στις αποδόσεις.

Συνήθως εξετάζονται οι αποδόσεις των μετοχών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου από 20 ημέρες έως και 365 ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία της δημόσιας ανακοίνωσης. Η ημερομηνία ανακοίνωσης θεωρείται ως χρονικό σημείο μηδέν. Η χρήση κατάλληλης χρονικής περιόδου παρατήρησης του γεγονότος (event window) έχει μεγάλη σημασία.

Στην έρευνά μου, θα γίνουν στατιστικοί έλεγχοι των AAR_s (Μέσων Μη-Κανονικών Αποδόσεων) και CAAR_s (Σωρευτικών Μέσων Μη-Κανονικών Αποδόσεων) που θα στηριχθούν στην μελέτη των Brown & Warner (1980; 1985). Συγκεκριμένα θα γίνει παραμετρικός έλεγχος με τη χρήση t-test.

Επιλέγω περίοδο εξέτασης του γεγονότος (event window ή event period) τις 30 ημέρες γιατί όσο συντομότερη είναι η συγκεκριμένη περίοδος τόσο πιο εύκολο

είναι να εντοπιστούν στοιχεία μη κανονικής ή υπερκανονικής απόδοσης (Dyckman et al., 1984; Glascock et al., 1991).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ

Καραπιστόλης, Δ. (1994), *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, Αθήνα: Εκδόσεις Έλλην.

Κυριαζής, Δ. (2007), *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Αθήνα: Εκδόσεις Κ. Σμπίλια και Σια ΟΕ «Πανεπιστημιακό».

Mandelbrot, B. (2006), *Ο πίνακας του χάους. Γιατί καταρρέουν οι αγορές;* Αθήνα: Εκδοτικός οίκος Τραυλός.

Συριόπουλος, Κ. (1999), *Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, τόμος I – θεωρία και ανάλυση*, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ανικούλα.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΕΣ

Armitage, S. (1995), “Event study methods and evidence on their performance”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, pp. 25-52.

Asteriou, D. and Siriopoulos, C. (2000), “The role of political instability in stock market development and economic growth: The case of Greece”, *Economic Notes*, Vol. 29, pp. 355-374.

Bialkowski, J., Gottschalk, K. and Wisniewski, T-P. (2008), “Stock market volatility around national elections”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 1941-1953.

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A. (1993), *Investments*, USA: Richard Irwin Inc, second edition.

Brown, S. and Warner, J. (1980), “Measuring security price performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 205-258.

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

Dyckman, T., Philbrick, D. and Stephan J. (1984), “A comparison of event study methodologies using daily stock returns: a simulation approach”, *Journal of Accounting Research*, (Supplement), Vol. 22, pp. 1-33.

Economist, The, January 24th 2009, p.14

Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. and Roll, R. (1969), "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review*, Vol. 10, pp. 1-27.

Fama, E. (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.

Fama, E. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, pp. 1575-1617.

Fama, E. and French, K. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, Issue 2, pp. 427-465.

Fama, E. and French, K. (2004), "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No.3, pp. 25-46.

Floros, C. (2008), "The influence of the political elections on the course of the Athens Stock Exchange 1996-2002", *Managerial Finance*, Vol. 34, pp. 479-488.

Franks, J. and Harris, R. (1989), "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 225-249.

Gluscock, J. L., Henderson, G.V., Officer, D. T. and Shah, V. (1991), "Examining the sensitivity of the standardized cumulative prediction error as an event study test statistic", *Journal of Economics and Business*, Vol. 43, pp. 49-57.

Gwilym, O. and Buckle, M. (1994), "The efficiency of stock and options markets: tests based on 1992 UK election opinion polls", *Applied Financial Economics*, Vol. 4, pp. 345-354.

Hudson, R., Keasey, K. and Dempsey, M. (1998), "Share prices under Tory and Labour governments in the UK since 1945", *Applied Financial Economics*, Vol. 8, pp. 389-400.

Jarrell, G.A., Brickley, J.A. and Netter, J.M. (1988), "The market for corporate control: The empirical evidence since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, pp. 49-68.

Jagannathan, R. and McGrattan, E. (1995), "The CAPM Debate", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 19, pp. 2-17.

Jarrell, G.A. and Poulsen, A. (1989), "The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades", *Financial Management*, Autumn, pp. 12-19.

Kavussanos, M. and Dockery, E. (2001), "A multivariate test for stock market efficiency: the case of ASE", *Applied Financial Economics*, Vol. 11, pp. 573-579.

Knight, B. (2006), "Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election", *Journal of Public Economics*, Vol. 90, pp. 751-773.

- Liargovas, P. and Repousis, S. (2010), "The impact of terrorism on Greek banks' stocks: an event study", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 51, pp. 88-96.
- Pantzalis, C., Stangeland, D. and Turtle, H. (2000), "Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence", *Journal of Banking and Finance*. Vol. 24, pp. 1575-1604.
- Peterson, P. P. (1989), "Event studies: a review of issues and methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 28, pp. 36-66.
- Siokis, F. and Kapopoulos, P. (2007), "Parties, elections and stock market volatility: evidence from a small open economy", *Economics and Politics*, Vol.19, pp. 123-134.
- Siourounis, G. (2002), "Modelling volatility and testing for efficiency in emerging capital markets: the case of the Athens stock exchange", *Applied Financial Economics*, Vol. 12, pp. 47-55.
- Smith, G. and Ryoo, H-J. (2003), "Variance ratio tests of the random walk hypothesis for European emerging stock markets", *The European Journal of Finance*, Vol. 9, pp. 290-300.
- Spyridis, T., Sevic, Z. and Theriou, N. (2012), "Macroeconomic vs. Statistical APT Approach in the Athens Stock Exchange", *International Journal of Business*, Vol. 17, pp. 39-64.
- Sudarsanam, S. (2003), *Creating value from mergers and acquisitions: The Challenges*, England: Financial Times Prentice Hall International UK Limited.
- Sudarsanam, P.S. and Mahate. (2003), "Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 30, pp. 299-341.
- Veraros, N., Kasimati, E. and Dawson, P. (2004), "The 2004 Olympic Games announcement and its effect on the Athens and Milan stock exchanges", *Applied Economics Letters*, Vol. 11, pp. 749-753.
- Weston, J.F., Mitchell, M.L. and Mulherin, J.H. (2004), *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, USA: Pearson Prentice Hall, fourth edition.