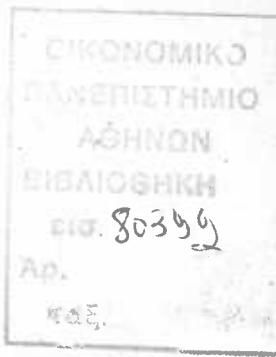




ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ



Η ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ : ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

ΛΙΑΠΑΚΗ ΠΕΡΣΕΦΟΝΗ

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

Αθήνα

{ΙΟΥΛΙΟΣ ,2006}

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΟΓΟΣ



Εγκρίνουμε την εργασία της

ΠΕΡΣΕΦΟΝΗΣ ΛΙΑΠΑΚΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΛΕΛΕΔΑΚΗΣ

.....

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ

.....

30 ΙΟΥΝΙΟΥ 2006



Ευχαριστώ τον καθηγητή μου Γεώργιο Λελεδάκη και γενικότερα το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών για τις γνώσεις που μου μετέδωσαν.



**Στους γονείς μου
και στον Γιώργο.**



ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	9
ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ	9
2.1 Εισαγωγή.....	9
2.2 Παρουσίαση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών και την επίδραση που αυτή έχει στην χρηματιστηριακή αγορά.	10
2.2.1 Βιβλιογραφία σχετικά με τις μεθόδους επαναγοράς ιδίων μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών.	10
2.2.1.1. Αγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. (Open Market)	11
2.2.1.2. Αγορά ιδίων μετοχών μέσω προκαθορισμένης – σταθερής προσφοράς (via tender offer)	15
2.2.1.3. Σύγκριση των δύο μεθόδων και συμπεράσματα για τις επιπτώσεις τους.	17
2.2.1.4. Σύγκριση επαναγοράς μετοχών, απόδοσης μερισμάτων και λοιπών μεθόδων απόδοσης κερδών στους μετόχους.....	19
2.2.1.5. Έρευνες σχετικά με τους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.....	20
2.2.2 Έρευνες σχετικά με την επίπτωση της ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων μετοχών στην τιμή της μετοχής σε χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών	22
2.3 Επίλογος – συμπεράσματα.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	27
ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	27
3.1 Εισαγωγή.....	27
3.2 Προϋποθέσεις για την αγορά ιδίων μετοχών.....	27
3.3 Διαδικασία αγοράς ιδίων μετοχών.....	28
3.4 Χαρακτηριστικά και ιδιότητες των αγοραζόμενων μετοχών, διαχειριστικές υποχρεώσεις και ενέργειες κατά την διάρκεια και μετά την αγορά τους	30
3.5 Επίλογος – συμπεράσματα.....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	33
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	33
4.1. Εισαγωγή.....	33
4.2. Επιλογή μοντέλου	36
4.3. Άθροιση των υπερβολικών αποδόσεων κατά τη διάρκεια του χρόνου.....	42
4.4. Στοιχεία της αποτελεσματικότητας και της ισχύς των μεθόδων	43
4.5. Επιλογή ελέγχου σημαντικότητας.....	44
4.5.1. T-test	44
4.5.2. Μη παραμετρικοί έλεγχοι (Non - parametric test)	50
4.6. Τι θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα μελέτη	50
4.7. Δεδομένα.....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	53
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	53
5.1 Παρουσίαση αποτελεσμάτων.....	53
5.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων εμπειρικής έρευνας.....	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	61
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	61



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Μία από τις στρατηγικές διανομής κερδών στους μετόχους, είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών. Το φαινόμενο αυτό έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στην Αμερικανική αγορά, στην οποία εφαρμόζονται δύο (2) διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς: η επαναγορά ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market) και η επαναγορά σε προκαθορισμένη τιμή (tender offer).

Στην Ελλάδα, η επαναγορά ιδίων μετοχών σημείωσε ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία πέντε (5) χρόνια, στην περίοδο (2000-2005). Η μέθοδος που ακολουθείται είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market).

Υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία που καταγράφει τους λόγους που οδηγούν τις διοικήσεις των εταιρειών στην εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς. Οι υποθέσεις που έχουν καταγραφεί είναι πολλές και μερικές από αυτές είναι: η υπόθεση της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis), η υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis), η υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) αλλά και η υπόθεση απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis).

Στην συγκεκριμένη μελέτη διερευνήθηκε η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά την πρώτη ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το εξεταζόμενο δείγμα περιλάμβανε 74 ανακοινώσεις των προγραμμάτων αυτών. Η περίοδος εξέτασης αφορούσε τις σαράντα μία (41) ημέρες γύρω από την εξεταζόμενη ημέρα.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει μια σημαντική πτώση στην τιμή της μετοχής είκοσι (20) ημέρες πριν την ανακοίνωση και ειδικότερα σημειώθηκε μια υπερβάλλουσα αρνητική αντίδραση της τιμής κατά την ημέρα (-7) της τάξεως του (-1,15%) η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του διοικητικού συμβουλίου για επαναγορά ιδίων μετοχών, οπότε πιθανότατα να υπάρχει διαρροή πληροφόρησης. Ακόμη βρέθηκαν στοιχεία στατιστικά σημαντικής θετικής αντίδρασης τις πρώτες ημέρες που έπονται της ανακοίνωσης και ειδικότερα στο διάστημα (0,+1) της τάξεως

του (0.97%). Το γεγονός αυτό υποδεικνύει ότι την ημέρα (+1) η αγορά έχει ενσωματώσει την πληροφορία της επαναγοράς και την έχει αξιολογήσει θετικά.

Επομένως και για στην ελληνική αγορά, η επαναγορά ιδίων μετοχών είναι μία στρατηγική χρηματοδότησης του επενδυτικού κοινού από τις διοικήσεις των εταιρειών, οι οποίες επιδιώκουν και επιτυγχάνουν την άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι μέτοχοι αποτελούν για τις εταιρείες την κυριότερη πηγή άντλησης μετρητών και μία από τις βασικές μέριμνες των διοικήσεων των εταιρειών, είναι να διατηρούν τους μετόχους τους ικανοποιημένους. Μία από τις στρατηγικές που ακολουθούνται σε αυτά τα πλαίσια, είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών.

Η επαναγορά ιδίων μετοχών, ως μέθοδος διανομής ταμειακών ρευστών στους μετόχους, έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής τα τελευταία πέντε (5) χρόνια και σε πολλές χρηματιστηριακές αγορές ξεπέρασε σε συχνότητα ακόμη και την διανομή μερίσματος. Στην Ελλάδα αυξήθηκε σε συχνότητα από το 2000, μετά και την αναπροσαρμογή του νομικού πλαισίου στις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς.

Υπάρχουν διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς ιδίων μετοχών. Οι περισσότερες από αυτές συναντιόνται στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών καθώς αποτελεί και την πιο εξελιγμένη μορφή αγοράς. Η πιο δημοφιλής μέθοδος είναι η επαναγορά ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market). Με τη συγκεκριμένη μέθοδο, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να ολοκληρώσουν τα προγράμματα που εξαγγέλλουν και κατά τους Stephens και Weisbach (1998), τα διοικητικά στελέχη μπορούν να πραγματοποιούν επαναγορά όταν υπάρχουν διαθέσιμα ταμειακά κεφάλαια. Ακόμη σύμφωνα με τους Stephens και Jagannathan (2001), οι εταιρείες που αγοράζουν κατά τακτά χρονικά διαστήματα ίδιες μετοχές, είναι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και πολλές φορές χρησιμοποιούν την επαναγορά ιδίων μετοχών ως υποκατάσταση πληρωμής υψηλών μερισμάτων.

Διαδεδομένη είναι επίσης η αγορά ιδίων μετοχών μέσω προκαθορισμένης – σταθερής προσφοράς (via tender offer). Με αυτή την μέθοδο η εταιρεία προσφέρεται να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, σε καθορισμένη τιμή, η οποία υπερέχει της χρηματιστηριακής, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Ο Persons (1997) έδειξε ότι οι επαναγορές ιδίων μετοχών χρησιμοποιούνται για να σηματοδοτήσουν στην χρηματιστηριακή αγορά μεγάλες ασυμετρίες πληροφόρησης. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι D/Emello και Shroff (2000) οι οποίοι



βρήκαν ότι πολύ μεγάλο ποσοστό εταιρειών που επαναγοράζουν τις μετοχές τους, έχουν υποτιμημένη χρηματιστηριακή αξία έναντι της πραγματικής.

Αρκετοί μελετητές, όπως οι Comment και Jarrell (1991) σύγκριναν τις δύο (2) αυτές μεθόδους και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως όταν η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη, τότε οι διοικήσεις προχωρούν σε επαναγορά ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς ενώ, η μέθοδος της προκαθορισμένης τιμής έχει την μεγαλύτερη επίπτωση στην τιμή της μετοχής.

Πολλές έρευνες έχουν διεξαχθεί σε σχέση με την σύγκριση επαναγοράς μετοχών, απόδοσης μερισμάτων και άλλων μεθόδων διανομής κερδών στους μετόχους. Οι Ofer και Thakor (1987) παρατήρησαν πιο ευνοϊκή αντίδραση των επενδυτών σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών σε σχέση με την διανομή μερισμάτων. Ο Cai (2004) εξέτασε το δίλλημα της εταιρείας να προβεί είτε σε επαναγορά ιδίων μετοχών, είτε σε εξαγορά άλλης εταιρείας, εστιάζοντας στην αλληλεπίδραση εταιρικής διακυβέρνησης και διοίκησης.

Εκτενής είναι η διεθνής βιβλιογραφία που έχει ασχοληθεί με τους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Ένας από αυτούς είναι η υπόθεση της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis) όπως έχει εξεταστεί από τους Vermaelen (1981), Mullins (1982) και Dann (1981). Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, η εταιρεία μέσω της επαναγοράς διοχετεύει πληροφορίες προς τους μετόχους της και υπονοεί ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, άρα και ευκαιρία επένδυσης. Ένας άλλος λόγος επαναγοράς είναι κατά τους Masulis (1980), Bagwell και Shoven (1989) και Vermaelen (1981), η υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis) κατά την οποία οι επενδυτές προτιμούν την επαναγορά ως μέθοδο απολαβής ταμειακών ροών, διότι είναι αφορολόγητη. Επίσης έρευνα έχει διεξαχθεί και σε σχέση με την υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) όπως και για την υπόθεση απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis) από τον Vermaelen (1981). Με την υπόθεση της άμυνας (takeover defense hypothesis) ασχολήθηκαν οι Bagwell και Shoven (1989).



Εκτός από την Αμερική, έρευνες σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών και την επίπτωσή τους στην χρηματιστηριακή αγορά, έχουν πραγματοποιηθεί και σε άλλες χώρες, όπως στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην Γερμανία, στην Ιαπωνία, στην Ταϊβάν, στον Καναδά και διάφορες άλλες.

Η πραγματοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στηρίζεται στο νομικό πλαίσιο του 2190/1920 των άρθρων 15β και 16. Οι εταιρείες στην Ελλάδα πραγματοποιούν την επαναγορά μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, εκμεταλλευόμενες την ευελιξία που τους προσφέρει. Το νομικό πλαίσιο είναι αρκετά συγκεκριμένο στις διατάξεις του και ο κύριος στόχος του είναι η εξασφάλιση ουσιαστικών λόγων και στόχων για την πραγματοποίηση αυτών των προγραμμάτων. Ο πιο ουσιαστικός λόγος ύπαρξής του είναι η παροχή δυνατότητας στις εταιρείες να στηρίξουν χρηματιστηριακά τις μετοχές τους και αυτός είναι και ο πλέον συνήθης και ουσιαστικός λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτά τα προγράμματα στην χώρα μας.

Στην μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος : “market adjusted model” για να εξεταστεί η επίδραση στις υπερβάλλουσες αποδόσεις αλλά και στις αθροιστικές υπερβάλλουσες υπεραποδόσεις. Ως ημέρα εξέτασης λήφθηκε η ημέρα της ανακοίνωσης στον ηλεκτρονικό και έντυπο τύπο των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων. Η περίοδος εξέτασης είναι οι σαράντα μία (41) ημέρες γύρω από την εξεταζόμενη ημέρα. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας έγινε με την μέθοδο: (time series standard deviation test).

Τα αποτελέσματα ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με αυτά των εμπειρικών ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας. Παρατηρείται μια σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής ένα μήνα πριν την ανακοίνωση της επαναγοράς και στατιστικά σημαντική θετική αντίδραση τις πρώτες ημέρες που έπονται αυτής. Επομένως και η ελληνική αγορά, υποστηρίζει την θεωρία της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis) ως τον κυριότερο λόγο που οι ελληνικές εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

Η παρούσα μελέτη αποτελείται από έξι (6) μέρη. Το πρώτο μέρος είναι η εισαγωγή. Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζεται μία όσον τον δυνατόν πιο ολοκληρωμένη αναφορά στην διεθνή βιβλιογραφία, ώστε να τοποθετηθούν τα θεμέλια για την κατανόηση της έρευνας. Στο τρίτο μέρος παρατίθεται το νομικό πλαίσιο που επικρατεί στην Ελλάδα. Στο τέταρτο μέρος παρουσιάζεται η μεθοδολογία που θα εφαρμοστεί και γίνεται η περιγραφή των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν. Στο πέμπτο μέρος εμφανίζονται τα αποτελέσματα του εμπειρικού μέρους της έρευνας και καταγράφονται τα συμπεράσματα που εξήχθησαν με βάση αυτά. Τέλος, στο έκτο μέρος γίνεται μια σύντομη αναφορά στα κύρια μέρη της έρευνας και παρατίθεται αυτούσιο το ισχύον νομικό πλαίσιο της Ελλάδας ως παράρτημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ

2.1 Εισαγωγή

Η επαναγορά ιδίων μετοχών από τις εταιρείες είναι ένα στρατηγικό εργαλείο στα χέρια των διοικήσεών τους, το οποίο χρησιμοποιούν για την επίτευξη διάφορων εταιρικών στόχων. Πιο συγκεκριμένα, σε αρκετές περιπτώσεις είναι ένας συνήθης τρόπος για την διανομή των διαθέσιμων εταιρικών ταμειακών ροών ή κερδών στους μετόχους της εταιρείας. Σε άλλες περιπτώσεις χρησιμοποιείται ως μέσο στήριξης της τιμής της μετοχής, θεωρώντας πως αυτή είναι υποτιμημένη (σε συγκεκριμένες ίσως χρονικές στιγμές).

Επιπρόσθετα, στην περίπτωση που η διοίκηση της εταιρείας θεωρεί πως η μετοχή της είναι υποτιμημένη, προχωρά στην επαναγορά θεωρώντας πως μπορεί να αποκομίσει κέρδη όταν η αγορά εκτιμήσει την συγκεκριμένη μετοχή στην πραγματική της αξία. Ολοκληρώνοντας την εισαγωγή του συγκεκριμένου κεφαλαίου θα πρέπει να σημειωθεί πως και φορολογικοί λόγοι συντελούν συχνά στην επαναγορά μετοχών από τις εταιρείες.

Η δομή της ανάλυσης έχει ως κριτήριο τις διαφορετικές χρηματιστηριακές αγορές, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην αμερικανική αγορά που αποτελεί και την πλέον εξελιγμένη μορφή, καθώς και τις δύο μεθόδους επαναγοράς (μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς και μέσω προσφοράς προκαθορισμένης τιμής). Επιπλέον αναφέρονται μελέτες που έχουν συγκρίνει τις δύο μεθόδους επαναγοράς μεταξύ τους αλλά και με άλλες τεχνικές μεταφοράς κερδών στους μετόχους. Επιπρόσθετα παρουσιάζεται η διεθνής βιβλιογραφία που έχει ασχοληθεί με τους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

2.2 Παρουσίαση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών και την επίδραση που αυτή έχει στην χρηματιστηριακή αγορά.

Σύμφωνα με την έρευνα που πραγματοποιήθηκε, υπάρχουν αρκετές μελέτες που αφορούν στο αντίκτυπο που έχει η ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς στις τιμές των μετοχών των εταιρειών, και οι οποίες αναφέρονται σε αρκετές χρηματαγορές, όπως των Ηνωμένων Πολιτειών, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας, του Καναδά, Ανατολικών Χωρών κ.α. Οι έρευνες εστιάζονται είτε σε κάποια από τις δύο κύριες μεθόδους πραγματοποίησης της επαναγοράς (μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς ή σε προκαθορισμένη τιμή), είτε και σε σύγκριση μεταξύ των αποτελεσμάτων των δύο μεθόδων.

2.2.1 Βιβλιογραφία σχετικά με τις μεθόδους επαναγοράς ιδίων μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών.

Το χρονικό διάστημα κατά το οποίο έχουν πραγματοποιηθεί οι περισσότερες έρευνες σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι μεταξύ 1980 και 1995. Οι περισσότερες έρευνες ασχολούνται με την μέτρηση της επίδρασης που έχουν οι διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς στις τιμές των μετοχών, όπως και με την σύγκριση μεταξύ της διανομής μερίσματος και της επαναγοράς ιδίων, ως μεθόδων διανομής κερδών στους μετόχους. Η παρουσίαση των ευρημάτων της βιβλιογραφίας θα ξεκινήσει με αναφορά στην μέθοδο της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, θα συνεχιστεί με την μέθοδο της επαναγοράς σε προκαθορισμένη τιμή, θα ακολουθήσει η σύγκριση των δύο μεθόδων και θα ολοκληρωθεί με την σύγκριση της επαναγοράς μετοχών ως στρατηγικής με την απόδοση μερισμάτων και άλλες μεθόδους απόδοσης κερδών στους μετόχους.

2.2.1.1. Αγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. (Open Market)

Είναι η πιο δημοφιλής μέθοδος στις Ηνωμένες Πολιτείες (όπως και σε άλλες χώρες). Με τη συγκεκριμένη μέθοδο, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν τις πράξεις επαναγοράς αλλά οι συναλλαγές που αφορούν στην επαναγορά οφείλουν να είναι συμβατές με τους νόμους για την προστασία του επενδυτικού κοινού από χειραγώηση και απάτη. Οι εταιρείες αγοράζουν σταδιακά από την χρηματιστηριακή αγορά μικρά πακέτα μετοχών. Η εταιρεία πληρώνει τις νόμιμες προμήθειες και ο πωλητής δεν γνωρίζει ότι πουλάει τις μετοχές του στην ίδια την επιχείρηση. Συνήθως, η συγκεκριμένη μέθοδος επαναγοράς ιδίων μετοχών εφαρμόζεται όταν η εξαγορά αφορά μικρό όγκο μετοχών και διαρκεί αρκετά χρόνια.

Η αγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς έχει προσεγγίσει και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον μέχρι σήμερα αναφορικά με την διερεύνηση των αποτελεσμάτων και επιπτώσεων της ανακοίνωσής της στην τιμή της μετοχής.

Σύμφωνα με τους Stephens και Weisbach (1998), στις επαναγορές ιδίων που πραγματοποιούνται μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να ολοκληρώσουν τα προγράμματα που εξαγγέλλουν. Αυτό τους δίνει αρχικά τη δυνατότητα να προσαρμόζουν το ποσοστό επαναγοράς ανάλογα με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Επιπλέον, η μη υποχρέωση τέλεσης της επαναγοράς εξυπηρετεί σημαντικά ταμειακά εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν αστάθεια στις ταμειακές τους ροές, γεγονός που τους δίνει τη δυνατότητα να πραγματοποιούν επαναγορά όταν υπάρχουν διαθέσιμα ταμειακά κεφάλαια. Τα διοικητικά στελέχη εκμεταλλεύονται την ευελιξία που τους παρέχει η επαναγορά μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς και το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό κάνει την μέθοδο αυτή ιδιαίτερα δημοφιλή.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα ευρήματα της συγκεκριμένης έρευνας, πολλές εταιρείες πραγματοποίησαν το 74%-82% της επαναγοράς, άλλες διεύρυναν το χρονικό ορίζοντά της, ενώ άλλες υπερκέρασαν την προβλεπόμενη ποσότητα επαναγοράς, γεγονός που καταδεικνύει την πλήρη εκμετάλλευση της ευελιξίας που

παρέχεται από την συγκεκριμένη μέθοδο. Ολοκληρώνοντας, παρατηρήθηκε πως οι πραγματοποιθείσες επαναγορές είναι αρνητικά συνδεδεμένες με την υπεραπόδοση της μετοχής πριν την ανακοίνωση.

Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι Cook, Krigman και Leach (2004) οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα εξήντα τεσσάρων (64) εταιρειών στην Αμερικανική αγορά, όσον αφορά τον χρόνο και το ποσοστό ολοκλήρωσης των προγραμμάτων επαναγοράς. Δεν βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι η ημέρα της ανακοίνωσης της επαναγοράς ταυτίζεται ή και ακολουθεί τις ημέρες ανακοινώσεων χρηματιστηριακών νέων. Όμως βρήκαν στοιχεία που φανερώνουν ότι τα προγράμματα επαναγοράς συνεισφέρουν στην αύξηση της ταμειακής ρευστότητας.

Επίσης, οι Stephens και Jagannathan (2003) σύγκριναν τις εταιρείες που πραγματοποιούσαν επαναγορά ιδίων μετοχών κατά τακτά χρονικά διαστήματα και την επίπτωση που αυτή είχε στην τιμή της μετοχής, με τις εταιρείες που πραγματοποιούσαν την επαναγορά σε σποραδικά διαστήματα.

Η έρευνα κατέληξε σε αρκετά συμπεράσματα. Αρχικά, αναφορικά με τις εταιρείες που αγοράζουν κατά τακτά χρονικά διαστήματα ίδιες μετοχές, έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- είναι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης,
- έχουν μικρή διαφοροποίηση στα λειτουργικά έσοδα,
- έχουν υψηλά ποσοστά αποπληρωμής μερισμάτων και
- πολλές φορές χρησιμοποιούν την επαναγορά ιδίων ως υποκατάσταση πληρωμής υψηλών μερισμάτων.

Αντίθετα, οι εταιρείες που προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών σποραδικά έχουν τα κάτωθι χαρακτηριστικά:

- έχουν συνήθως μετοχές οι οποίες είναι υποτιμημένες στην χρηματιστηριακή αγορά, με χαμηλό δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία,
- είναι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης,
- έχουν υψηλούς βαθμούς ασυμμετρίας πληροφόρησης,

- έχουν ασταθή λειτουργικά έσοδα και
- έχουν υψηλό ιδιοκτησιακό καθεστώς.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η αγορά έχει πιο θετική αντίδραση σε εταιρείες που σποραδικά επαναγοράζουν τις μετοχές τους. Ο λόγος που αιτιολογεί την συγκεκριμένη στάση των επενδυτών είναι πως θεωρούν την υποτίμηση των μετοχών ως το κύριο κίνητρο επαναγοράς και κατά συνέπεια προσδοκούν και οι ίδιοι στην αποκόμιση υπεραποδόσεων από τον μελλοντικό επαναπροσδιορισμό και ορθολογικοποίηση της τιμής της μετοχής.

Οι Barth και Kaznik (1999) διερεύνησαν την πιθανή συσχέτιση του ύψους των άϋλων παγίων στοιχείων που διατηρεί μία εταιρεία και της συχνότητας και επιτυχίας της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι εταιρείες που είναι στον χώρο της έρευνας και τεχνολογίας και κατά συνέπεια διατηρούν σημαντικό ποσοστό άϋλων στοιχείων τα οποία αποτελούν συνήθως την ουσιαστική υπεραξία της επιχείρησης, είναι πιο πιθανό να προχωρήσουν σε επαναγορά ιδίων και μάλιστα με σημαντικότερη άνοδο της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση. Επιπρόσθετα, καθώς τα άϋλα πάγια δεν μπορούν να αναγνωριστούν πλήρως από τις ακολουθούμενες λογιστικές μεθόδους – παρουσιάσεις, λόγω της δυσκολίας ποσοτικοποίησης της αξίας τους, οι εταιρείες αυτές θεωρούν την επαναγορά ιδίων μετοχών σαν ένα κόστος – μέθοδο που ακολουθείται προκειμένου να επιτευχθεί η αναγνώριση της αξίας τους από την αγορά. Πιο πρακτικά, οι συγκεκριμένες εταιρείες στηρίζουν σημαντικά την μετοχή τους με την πραγματοποίηση επαναγορών, για να δείξουν στην χρηματιστηριακή αγορά πόσο πιστεύουν στην υπεραξία των άϋλων παγίων και να τους πείσουν για την ουσιαστική τους αξία.

Οι Vafeas και Joy (1995) εξέτασαν τις πηγές χρηματοδότησης και τα οφέλη για την εικόνα της εταιρείας από την επαναγορά ιδίων μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως πολλά από τα κέρδη τα οποία χρηματοδοτούν την επαναγορά ιδίων μετοχών προέρχονται από την μείωση του agency cost της εταιρείας. Πρακτικά αυτό σημαίνει πως από τη στιγμή που η εταιρεία αποφασίζει να επιστρέψει κέρδη στους μετόχους της με την επαναγορά ιδίων μετοχών, δεν αποδίδει μόνο μέρισμα στους μετόχους, αλλά και μειώνει την πιθανότητα να γίνει λανθασμένη χρησιμοποίηση των συγκεκριμένων κεφαλαίων σε μη αποδοτικές επενδύσεις,

βελτιώνοντας έτσι ουσιαστικά την διαχείριση και αποδοτικότητα των διαθέσιμων κεφαλαίων της εταιρείας.

Ο McNally (1999) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αποτίμηση της αγοράς στην αξία των μετοχών έχει θετική συσχέτιση με το ποσοστό επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Συνεπώς, όσο περισσότερες επαναγορές πραγματοποιούνται από τις εταιρείες, τόσο ανεβαίνει η αξία της μετοχής τους, κάτιο το οποίο δείχνει ότι η συγκεκριμένη στρατηγική είναι επιτυχής ως μέθοδος στήριξης της τιμής της μετοχής.

Οι Badrinath και Varaiya (2000) εξετάζοντας δείγμα διακοσίων (200) αμερικανικών εταιρειών, κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι μερισματικές αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες μετά από την ολοκλήρωση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Οι Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995) εξέτασαν κατά πόσο είναι μία επένδυση σωστή, όταν με βάση την θεωρία της υποτίμησης της μετοχής, τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Με βάση την έρευνα τους βρήκαν ότι υπάρχει αρχικά μια μικρή αντίδραση της αγοράς, της τάξεως του 3,5%, γεγονός που υποδεικνύει ότι η αγορά αρχικά υποαντιδρά, ενώ η υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα τετραετίας ξεπερνά το 15%. Ακόμη, οι υπεραποδόσεις είναι μεγαλύτερες σε εταιρείες με υψηλούς δείκτες λογιστικής προς αγοραία αξία. Ερεύνησαν και απέδειξαν ότι ένας επενδυτής μπορεί να αποκομίσει κέρδος αγοράζοντας και διακρατώντας στο χαρτοφυλάκιό του εταιρείες που προβαίνουν σε επαναγορά. Επομένως μακροπρόθεσμα ισχύει η θεωρία της υποτίμησης.

Επιπλέον, οι Ikenberry και Vermaelen, την επόμενη χρονιά (1996), στηριζόμενοι στην λειτουργία του συγκεκριμένου τρόπου επαναγοράς, ο οποίος δεν δεσμεύει τις εταιρείες να ολοκληρώσουν το πρόγραμμα που έχουν εξαγγείλει, εξέτασαν κατά πόσο η παροχή αυτής της ευελιξίας είναι παράγοντας που οδηγεί τελικά στην αύξηση της τιμής της μετοχής κατά την ημέρα της ανακοίνωσης. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε η έρευνα είναι πως η φύση του προγράμματος παρέχει την δυνατότητα στις διοικήσεις των εταιρειών να κινηθούν με τέτοιο τρόπο στην υλοποίηση της επαναγοράς ώστε να ωφελήσουν τους μακροπρόθεσμους μετόχους – επενδυτές τους.



Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αξιολογεί θετικά η χρηματιστηριακή αγορά την ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς.

Ολοκληρώνοντας την αναφορά στην μέθοδο της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, αξίζει να σημειωθεί πως η Lie (2005) μετά από εξέταση 4.729 ανακοινώσεων επαναγοράς μεταξύ των ετών 1981 και 2000, βρήκε ότι η λειτουργική δραστηριότητα των επιχειρήσεων βελτιώνεται όταν αυτές ολοκληρώνουν προγράμματα επαναγοράς, γεγονός που αφήνει σημαντικές ενδείξεις και για ουσιαστική συνεισφορά εφαρμογής της συγκεκριμένης στρατηγικής στην λειτουργία των εταιρειών που την πραγματοποιούν.

2.2.1.2. Αγορά ιδίων μετοχών μέσω προκαθορισμένης – σταθερής προσφοράς (via tender offer)

Με αυτή την μέθοδο η εταιρεία προσφέρεται να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, σε συγκεκριμένη τιμή, η οποία είναι συνήθως πάνω από την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα το οποίο διαρκεί συνήθως από τρεις (3) έως τέσσερις (4) εβδομάδες μετά την ημερομηνία έναρξης της προσφοράς. Η εταιρεία διατηρεί το δικαίωμα να αγοράσει περισσότερες μετοχές από ότι είχε αρχικά ανακοινώσει ή και να επεκτείνει το χρονικό διάστημα στο οποίο προτίθεται να τις αγοράσει.

Ακολουθεί αναλυτική παρουσίαση της βιβλιογραφίας για την συγκεκριμένη μέθοδο, η οποία είναι έχει πιο περιορισμένη εφαρμογή σε σχέση με την προηγούμενη μέθοδο.

Ο McNally (1999) εξετάζοντας την προαναφερθείσα μέθοδο επαναγοράς κατέληξε στα εξής συμπεράσματα:

- Οι υψηλού κινδύνου εταιρείες επαναγοράζουν μικρές ποσότητες μετοχών καταβάλλοντας υψηλές προσφορές,
- Οι εταιρείες που καταγράφουν υψηλά κέρδη, αγοράζουν μεγάλες ποσότητες ιδίων αλλά καταβάλλοντας χαμηλότερες προσφορές.

Ο Persons (1997) έδειξε ότι οι επαναγορές ιδίων μετοχών προβάλουν την υποτίμηση της μετοχής με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Παρόλο που υπάρχουν σημαντικά σταθερά έξοδα για την διεκπεραίωση προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών με τη συγκεκριμένη μέθοδο, οι επαναγορές χρησιμοποιούνται για να σηματοδοτήσουν στην χρηματιστηριακή αγορά μεγάλες ασυμετρίες πληροφόρησης, ενώ τα μερίσματα αντίστοιχα σηματοδοτούν μικρές. Επομένως η επαναγορά ιδίων προκαλεί μεγαλύτερη άνοδο τιμών από την διανομή μερισμάτων.

Οι D/Emello και Shroff (2000), εξέτασαν την συγκεκριμένη μέθοδο και τον τρόπο χρησιμοποίησής της από τα διευθυντικά στελέχη, υπό το κάτοπτρο της υποτίμησης της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής έναντι της πραγματικής της αξίας. Τα ευρήματά τους είναι τα εξής:

1. 74% των εταιρειών που επαναγοράζουν τις μετοχές τους, έχουν υποτιμημένη χρηματιστηριακή αξία έναντι της πραγματικής,
2. το περιθώριο στην τιμή προσφοράς¹ είναι υψηλά συσχετισμένο με το επίπεδο της υποτίμησης της μετοχής,
3. η απόφαση της εταιρείας να αγοράσει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών από αυτόν που είχε αρχικά ανακοινώσει, είναι άμεσα συσχετισμένη με το επίπεδο υποτίμησης της τιμής της μετοχής.

Οι Noel και Tarhan (1998) εξέτασαν την απόδοση των μετοχών από την ημέρα της ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων και έδωσαν έμφαση στις αποδόσεις της λειτουργικής δραστηριότητας των εταιρειών. Βρήκαν ότι η απόδοση της λειτουργικής δραστηριότητας βελτιώνεται μόνο σε εταιρείες με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και ότι αυτή η βελτίωση οφείλεται στην αποτελεσματική χρησιμοποίηση του ενεργητικού και τις πωλήσεις που πραγματοποιούνται από αυτό, παρά λόγω των ευκαιριών ανάπτυξης. Επίσης, ενώ η επαναγορά δεν είναι μια γνήσια χρηματοοικονομική συναλλαγή που είχε σκοπό να αλλάξει την κεφαλαιακή διάρθρωση, παρόλα αυτά, συρρικνώνει το ενεργητικό της εταιρείας². Αυτά τα στοιχεία τους οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι η θετική αντίδραση των επενδυτών στις επαναγορές εξηγείται από την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών.

¹ Η διαφορά της τιμής την οποία προσφέρει η εταιρεία για την επαναγορά της μετοχής της και της χρηματιστηριακής τιμής (τιμή προσφοράς > χρηματιστηριακή τιμή).

² Με την επαναγορά ιδίων μετοχών αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας με αποτέλεσμα την υπόπτηση μείωση στοιχείων στο ενεργητικό της εταιρείας.

Ο Hertzel (1990) βρήκε στοιχεία που αποδεικνύουν πως η επαναγορά ιδίων μέσω προκαθορισμένης προσφοράς περιλαμβάνει πληροφορίες σε σχέση με τον βαθμό και την επικινδυνότητα των μελλοντικών κερδών. Οι αναλυτές αναθεωρούν τις προβλέψεις που κάνουν για τα κέρδη ανά μετοχή, όταν ανακοινώνονται προγράμματα επαναγοράς, κυρίως στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

2.2.1.3. Σύγκριση των δύο μεθόδων και συμπεράσματα για τις επιπτώσεις τους.

Ο McNally (1998) σύγκρινε τις αποδόσεις μετοχών με τις μεθόδους επαναγοράς ιδίων μέσω της ανοιχτής διαπραγμάτευσης και της προκαθορισμένης τιμής και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι οι οποίοι διατηρούν τις μετοχές τους κερδίζουν το ίδιο ποσοστό και με τις δύο μεθόδους ενώ παράλληλα αυτοί που δεν τις διατηρούν μακροπρόθεσμα έχουν καλύτερες αποδόσεις μέσω της μεθόδου της προκαθορισμένης τιμής.

Οι Lie και McConnell (1998) εξέτασαν κατά πόσο η αύξηση των κερδών των εταιρειών με την μέθοδο της εξαγοράς σε προκαθορισμένη τιμή είναι μεγαλύτερη από ότι στην περίπτωση της μεθόδου επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ήταν πως υπάρχει βελτίωση των κερδών και με τις δύο μεθόδους. Πιο αναλυτικά, εξέτασαν και τις δύο μεθόδους διαχρονικά και κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα:

Αναφορικά με την μέθοδο της εξαγοράς σε προκαθορισμένη τιμή βρήκαν τα κάτωθι:

1. Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν κατά τις δεκαετίες του 1960 και 1970 ήταν συσχετισμένες με θετικές και στατιστικά σημαντικές υπεραποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο της ανακοίνωσης σε ποσοστό 16%.
2. Η εξαγορά συνοδευόταν με βελτίωση των λειτουργικών αποτελεσμάτων της εταιρείας.
3. Οι υπεραποδόσεις των μετοχών την συγκεκριμένη περίοδο συσχετίζονταν με την βελτίωση της λειτουργικής απόδοσης της εταιρείας.

Η μέθοδος της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς έκανε την εμφάνισή της το 1981 και από τότε κυριάρχησε ως μέθοδος επαναγοράς ιδίων μετοχών. Κατά συνέπεια η σύγκριση των δύο μεθόδων ξεκινά το 1981 και τελειώνει το 1994. Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν έδειξαν διαφορά στις υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιρειών, καθώς αυτά κυμάνθηκαν στα επίπεδα του 8% και με τις δύο μεθόδους. Επίσης, δεν παρουσιάστηκε διαφορά ούτε στα κέρδη που σημείωσαν οι εταιρείες για την ίδια περίοδο.

Παρόλα αυτά, παρατηρήθηκε πως η επαναγορά ιδίων οδήγησε τις εταιρείες, άσχετα από την μέθοδο που ακολούθησαν, στην πραγματοποίηση υπερκερδών σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου τους κατά την ίδια χρονική περίοδο, γεγονός που ενισχύει την αποτελεσματικότητα που έχουν και οι δύο μέθοδοι ως στρατηγικές στήριξης της τιμής των μετοχών.

Οι Comment και Jarrell (1991) υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες προχωρούν σε ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς σε περιπτώσεις που η μετοχή της εταιρείας είναι πιο πιθανό να είναι υποτιμημένη, ενώ έφτασαν στο συμπέρασμα πως η μέθοδος της προκαθορισμένης τιμής συσχετίζεται με την επαναγορά μεγαλύτερου αριθμού μετοχών και έχει την μεγαλύτερη επίπτωση στην τιμή της μετοχής.

Οι Best και Hodges (1998) συγκρίνοντας τις επιπτώσεις τις επαναγοράς ιδίων με τις προσδοκίες και εκτιμήσεις των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη των εταιρειών κατέληξαν στο συμπέρασμα πως στην περίπτωση της μεθόδου της προκαθορισμένης τιμής το αποτέλεσμα επηρεάζει θετικά τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Αντίθετα, στην περίπτωση της μεθόδου επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, η θετική επίδραση εμφανίζεται μόνο για τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των μελλοντικών κερδών.

2.2.1.4. Σύγκριση επαναγοράς μετοχών, απόδοσης μερισμάτων και λοιπών μεθόδων απόδοσης κερδών στους μετόχους

Οι Feen και Liang (2000) εξέτασαν τις πολιτικές απόδοσης κερδών στους μετόχους και έφτασαν στο συμπέρασμα πως η αύξηση των stock options³ για την αμοιβή των υψηλόβαθμων στελεχών των εταιρειών εξηγεί σε σημαντικό βαθμό την αύξηση της επαναγοράς ιδίων μετοχών σε βάρος της διανομής μερισμάτων.

Οι Guay και Harford (2000) κατέληξαν ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών χρησιμοποιήθηκε ως μέθοδος απόδοσης κερδών στους μετόχους, επιτρέποντας στις διοικήσεις των εταιρειών να διανείμουν ταμειακές ροές αντικαθιστώντας εν μέρει τα μερίσματα. Επίσης, διαπίστωσαν πως η αύξηση του μερίσματος είχε μεγαλύτερο θετικό αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής σε σχέση με την ανακοίνωση επαναγοράς.

Οι Murali, Jagannathan, Stephens και Weisbach (2000) διαπίστωσαν πως η πληρωμή μερισμάτων πραγματοποιείται περισσότερο από εταιρείες με μεγαλύτερες ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ακολουθώντας ουσιαστικά τα καλά αποτελέσματα της εταιρείας. Αντίθετα, η στρατηγική της επαναγοράς ιδίων μετοχών χρησιμοποιείται από εταιρείες με προσωρινή έλλειψη ταμειακών εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες, απόρροια της κακής πορείας της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται.

Οι Ofer και Thakor (1987) παρατήρησαν ότι η αγορά αντιδρά πιο ευνοϊκά σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών σε σχέση με την ανακοίνωση διανομής μερισμάτων. Επίσης, διαπίστωσαν πως όταν μία εταιρεία πληρώνει μερίσματα δεν χρησιμοποιεί ποτέ εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Ο Vermaelen (1981) παρατήρησε ότι η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών έχει μεγαλύτερη θετική επίδραση από την ανακοίνωση μερίσματος. Επιπλέον, οι εταιρείες

³ Stock Options είναι τρόπος αμοιβής υψηλόβαθμων στελεχών εταιρειών κατά τον οποίο τα bonus απόδοσης και επίτευξης στόχων δεν αποδίδονται σε χρηματικούς όρους, αλλά σε μετοχές της εταιρείας, στα πλαίσια της προσπάθειας για ενίσχυση του ενδιαφέροντος των στελεχών αυτών για την γενικότερη καλή πορεία της εταιρείας, η οποία αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής της, και όχι μόνο στα στενά πλαίσια της επίτευξης συγκεκριμένων στόχων, αγνοώντας τους υπόλοιπους τομείς δραστηριότητας της εταιρείας.

προχώρησαν σε επαναγορά μετοχών σε περιόδους που ήθελαν να ελέγξουν την αύξηση των μερισμάτων.

O Cai (2004) εξέτασε το δίλλημα της εταιρείας να προβεί είτε σε επαναγορά ιδίων μετοχών, είτε σε εξαγορά άλλης εταιρείας, εστιάζοντας στην αλληλεπίδραση εταιρικής διακυβέρνησης και διοίκησης. Οι δύο αυτές αποφάσεις είναι διαφορετικές στρατηγικές επενδύσεων ταμειακής ρευστότητας και προσπάθησε να ανακαλύψει την ιεραρχική τους θέση. Βρήκε ότι προηγούνται η απόδοση μερίσματος και η μείωση των ξένων κεφαλαίων. Επίσης συμπέρανε ότι οι εταιρείες που προχωρούν σε επαναγορά είναι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, με αρκετά ρευστά διαθέσιμα, καλύτερη λειτουργική απόδοση, χαμηλά ποσοστά ξένων κεφαλαίων και συνήθως στα τελευταία στάδια της ανάπτυξής τους. Οπότε οι αναπτυσσόμενες εταιρείες όταν έχουν ρευστά διαθέσιμα προς επένδυση, σαφώς και προτιμούν την εξαγορά μιας νέας εταιρείας από την επαναγορά ιδίων μετοχών.

2.2.1.5. Έρευνες σχετικά με τους λόγους για τους οποίους οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

Μεγάλη έρευνα έχει διεξαχθεί για τον προσδιορισμό των αιτίων που οδηγούν τις εταιρείες σε επαναγορά ιδίων μετοχών τους και έχουν διατυπωθεί διάφορες υποθέσεις.

1. Οι Vermaelen (1981), Mullins (1982), Dann (1981) αναφέρονται στην υπόθεση της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis). Επαναγοράζοντας η εταιρεία τις μετοχές της, δίνει ποικίλων ειδών πληροφορίες στους μετόχους της σχετικά με την πορεία της. Το ένα είδος πληροφορίας μπορεί να αναφέρεται στην αναμονή υψηλών κερδών στο προσεχές μέλλον και να αναγγέλλει ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, άρα και ευκαιρία επένδυσης. Όμως σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976) η επαναγορά ιδίων μπορεί να υποκρύπτει την έλλειψη ευκαιριών ανάπτυξης και ότι η εταιρεία προτιμά να επανεπενδύσει τα ρευστά διαθέσιμα της στην ίδια, παρά να προχωρήσει σε ριψοκίνδυνες και αμφίβολες επενδύσεις σε άλλες εταιρείες.



2. Οι Masulis (1980), Bagwell και Shoven (1989) και Vermaelen (1981), εξέτασαν την υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis). Η απόδοση μερισμάτων είναι φορολογήσιμη στις περισσότερες χώρες, οπότε οι εταιρείες προτιμούν την επαναγορά ιδίων ως μέσο διανομής ταμειακών ροών στους μετόχους τους. Με αυτόν τον τρόπο οι μέτοχοι αποφεύγουν την υπερβολική φορολόγηση.
3. Με την υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) ασχολήθηκε ο Vermaelen (1981). Αναφέρει ότι η επαναγορά ιδίων μπορεί να χρηματοδοτηθεί με την χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων. Η εταιρεία αυξάνει το χρέος της διότι της το επιτρέπει ο δείκτης μόχλευσης και μειώνεται ο επιβαλλόμενος φόρος κατά το ποσό των τόκων πληρωτέων. Επομένως οι μέτοχοι επωφελούνται από την μείωση της φορολογίας και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αυξάνεται. Εκτενής έρευνα σχετικά με την υπόθεση της μόχλευσης έχει γίνει και από τον Masuli (1980). Εξέτασε τις μεταβολές στους δείκτες των ξένων προς ίδια κεφάλαια και βρήκε στοιχεία που δείχνουν πως το φορολογικό σύστημα μπορεί να επιδράσει σημαντικά. Όταν οι εταιρείες χρηματοδοτούν την επαναγορά ιδίων με ξένα κεφάλαια, τότε αποσκοπούν στην μεταβολή των δεικτών ξένα προς ίδια κεφάλαια.
4. Η υπόθεση απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis) εξετάστηκε επίσης από τον Vermaelen (1981). Η επαναγορά ιδίων μειώνει την αξία του ενεργητικού της εταιρείας και επομένως και την αξία των απαιτήσεων των κατόχων ομολόγων. Με αυτόν τον τρόπο μεταφέρεται πλούτος από τους κατόχους ομολόγων στους μετόχους της εταιρείας.
5. Η υπόθεση της άμυνας (takeover defense hypothesis) έγινε αντικείμενο έρευνας από τους Bagwell και Shoven (1989). Η υπόθεση αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι υπάρχουν πάντα κάποιοι μέτοχοι που δεν αποσκοπούν σε μακροχρόνια διακράτηση της μετοχής τους και μέσω της επαναγοράς πουλάνε τις μετοχές τους πίσω στην εταιρεία σε τιμή που δεν θα μπορούσαν να βρουν υπό άλλες προϋποθέσεις.

2.2.2 Έρευνες σχετικά με την επίπτωση της ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων μετοχών στην τιμή της μετοχής σε χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών

Μετά την εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις εταιρείες στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών, ακολούθησαν και οι υπόλοιπες χώρες. Ακολουθεί η ανάλυση της βιβλιογραφίας για τις κυριότερες από αυτές τις αγορές.

α) Ηνωμένο Βασίλειο

Σύμφωνα με τους Rau και Vermaelen (2000) και μετά από εξέταση των προγραμμάτων επαναγοράς για την περίοδο 1985 έως 1998, σε δείγμα 246 εταιρειών, οι δραστηριότητες επαναγοράς επηρεάζονται από τις φορολογικές επιπτώσεις που αυτές έχουν τόσο για την εταιρεία όσο και για τους επενδυτές.

Ο Rees (1996) παρατήρησε χαμηλότερες υπεραποδόσεις σχετιζόμενες με την ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς.

β) Γερμανία

Ο Pellens (2000) εξέτασε τα προγράμματα επαναγοράς στην γερμανική αγορά, των οποίων η πραγματοποίηση επετράπη από το 1998 και έπειτα. Στο σύντομο αυτό διάστημα εξήντα εταιρείες πήραν εξουσιοδότηση από την Γενική τους Συνέλευση για να προχωρήσουν σε εφαρμογή προγράμματος επαναγοράς. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα πως οι διοικήσεις των εταιρειών χρησιμοποίησαν την ανακοίνωση σαν σήμα προς την αγορά για τις μελλοντικές τους προοπτικές.

γ) Ιαπωνία

Οι Hatakeda και Isagawa (2003) εξέτασαν την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών σε σχέση με την επαναγορά τους στην Ιαπωνία από το 1995 έως το 1998. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης οι τιμές των

μετοχών πέφτουν, ενώ με την ανακοίνωση της επαναγοράς σημειώνεται σημαντική αύξηση των τιμών. Κατηγοριοποίησαν τις εταιρείες σε δύο ομάδες, σε αυτές που πραγματοποιούν την επαναγορά και σε αυτές που αποφασίζουν να μην προχωρήσουν σε αυτήν ή να την αναβάλουν. Διαπίστωσαν πως σε περίπτωση μεγάλης πτώσης τιμών οι εταιρείες προχωρούν στη πραγματοποίηση της επαναγοράς ενώ σε μικρότερη πτώση οι εταιρείες διαμορφώνουν το καταστατικό τους ώστε να μπορούν να προχωρήσουν σε επαναγορά στο μέλλον.

δ) Ταϊβάν

Στην Ταϊβάν, σύμφωνα με την μελέτη των Liao, Ke και Yu (2005), για την περίοδο από τον Αύγουστο 2000 έως τον Σεπτέμβριο 2001, διαπιστώθηκε ότι οι μετοχές των εταιρειών πριν την ανακοίνωση της απόφασης για επαναγορά ιδίων έχουν αρνητικές υπεραποδόσεις, ενώ αυτές γίνονται θετικές από την ημερομηνία ανακοίνωσης μέχρι και μερικές ημέρες μετά.

Επιπρόσθετα, παρατήρησαν πως στην περίπτωση που η αιτιολογία της επαναγοράς ιδίων είναι η διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας, οι υπεραποδόσεις είναι υψηλότερες από την περίπτωση που αιτιολογία είναι η διανομή μετοχών στους υπαλλήλους.

Ακόμη, οι εταιρείες του χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν υψηλότερες υπεραποδόσεις από αυτές των εταιρειών του κλάδου των ηλεκτρονικών. Ολοκληρώνοντας, όσο μεγαλύτερες είναι εταιρείες τόσο μικρότερα υπερκέρδη επιτυγχάνουν, ενώ το αντίθετο ισχύει για τις εταιρείες που πραγματοποιούν επαναγορά μεγαλύτερου μεγέθους.

ε) Καναδάς

Οι Ikenberry και Vermaelen (1999) εξέτασαν δείγμα 1060 προγραμμάτων επαναγοράς μεταξύ του 1989 και του 1997. Τα συμπεράσματα στα οποία έφτασαν ήταν τα ακόλουθα:

1. Η αρχική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση ήταν μικρή, κάτω του 1%.

2. Η αγορά γενικά φάνηκε να υποεκτιμά την ανακοίνωση. Η υπεραπόδοση για την περίοδο των επόμενων τριών ετών ήταν 7% ετησίως όταν πραγματοποιήθηκε η επαναγορά, ενώ στην περίπτωση που πραγματοποιήθηκε έκδοση νέων μετοχών, η υπεραπόδοση ήταν αρνητική.
3. Όσο μεγαλύτερος ήταν ο βαθμός υποτίμησης της μετοχής ή όσο πιο υψηλός ήταν ο δείκτης της λογιστικής προς την αγοραία αξία της μετοχής, τόσο υψηλότερες ήταν οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις.
4. Τα κίνητρα των εταιρειών για την πραγματοποίηση της επαναγοράς γίνονταν περισσότερο εμφανή στην συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς το νομικό πλαίσιο λειτουργίας υποχρεώνει τις εταιρείες να ενημερώνουν σε μηνιαία βάση το ποσό των επαναγοραζόμενων μετοχών.
5. Τα ποσοστά ολοκλήρωσης του προβλεπόμενου πακέτου αγοράς ιδίων μετοχών ήταν μεγαλύτερα σε εταιρείες με υψηλό δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία, όπως και σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης.
6. Τα ποσοστά ολοκλήρωσης ήταν άμεσα συνδεδεμένα αρνητικά με την εξέλιξη της τιμής της μετοχής, δηλαδή όσο περισσότερο έπεφτε η τιμή τόσες περισσότερες μετοχές επαναγοράστηκαν και το αντίστροφο.

Για την αγορά του Καναδά οι Li και McNally (2000) διαπίστωσαν πως οι εταιρείες χρησιμοποίησαν την επαναγορά μετοχών σαν μία μέθοδο για την μείωση του agency cost.

ζ) Χονγκ Κονγκ

Οι Brockman και Chung (2001) πήραν δείγμα 5.000 εταιρειών που πραγματοποίησαν επαναγορά ιδίων μετοχών από το 1991. Με βάση την ισχύουσα νομοθεσία οι εταιρείες όταν προχωρούν σε επαναγορά ιδίων είναι υποχρεωμένες να το γνωστοποιούν στην χρηματιστηριακή αγορά άμεσα, οπότε μπόρεσαν να εντοπίσουν την ακριβή ημερομηνία επαναγοράς. Επίσης, εξέτασαν και διαπίστωσαν την ικανότητα των διευθυντικών στελεχών να εφαρμόζουν στην κατάλληλη χρονική στιγμή το πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων. Ολοκληρώνοντας την έρευνά τους, διαπίστωσαν πως η ρευστότητα των χρηματικών διαθεσίμων της εταιρείας είναι αυτή που ουσιαστικά προσδιορίζει το ποσοστό ολοκλήρωσης του προβλεπόμενου πακέτου αγοράς ιδίων μετοχών.



η) Κορέα

Σύμφωνα με αναφορά του Korean Economy Daily Report (2000)⁴ σε 75 εταιρείες οι οποίες προχώρησαν σε ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών παρατηρήθηκε αύξηση στην τιμή της μετοχής τους της τάξεως του 19,1% κατά τις πρώτες δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση σε σχέση με το 10% της αύξησης του Γενικού Δείκτη. Επιπρόσθετα, οι μετοχές των εταιρειών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης παρουσίασαν μεγαλύτερες αυξήσεις στην τιμή τους σε σχέση με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

θ) Αυστραλία

Οι Otchere και Ross (2000) διαπίστωσαν πως στην συγκεκριμένη αγορά οι ανακοινώσεις επαναγοράς σηματοδοτούσαν θετική πληροφόρηση για την αξία των εταιρειών που τις έκαναν αλλά και των αντιπάλων τους. Οι Lamda και Ramsay (2000) υποστήριξαν πως η αυστηρή νομοθεσία της αυστραλιανής αγοράς σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών που ίσχυε μέχρι το 1995, έκανε τα συγκεκριμένα προγράμματα λιγότερο αποτελεσματικά, ενώ τα καλύτερα αποτελέσματα επιτυγχάνονταν με την μέθοδο της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς.

ι) Νορβηγία

Ο Skjeltorp (2000) εξέτασε την βραχυπρόθεσμη επίδραση των προγραμμάτων επαναγοράς για την το τελευταίο έτος. Κατέληξε στο συμπέρασμα πως υπήρχε αντίδραση της αγοράς της τάξεως του 3,15% ενώ υπήρχε και θετική συσχέτιση μεταξύ της βραχυπρόθεσμης επίδρασης και του δείκτη αγοραίας προς λογιστικής τιμής της μετοχής.

κ) Γαλλία

Η Γαλλία έχει παρόμοιο θεσμικό πλαίσιο όσον αφορά την αγορά ιδίων μετοχών με αυτό των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι Ginglinger και Hamon (2005), ερεύνησαν 36.848 προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών που πραγματοποιήθηκαν από 352

⁴ έκδοση του Consulate General of the Republic of Korea.

γαλλικές εταιρείες την περίοδο του 2000 έως το 2002 και εξέτασαν κατά πόσο οι επαναγορές ήταν ακόλουθες με το γράμμα του νόμου. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες δεν ακολουθούν σε απόλυτο βαθμό το νομικό πλαίσιο, κυρίως δε, οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής ρευστότητας. Όταν επιδεινώνεται η ρευστότητα των εταιρειών, τότε παραβιάζουν τους κανόνες επαναγοράς ιδίων προσπαθώντας να επαναφέρουν την ρευστότητα στα επιθυμητά επίπεδα.

2.3 Επίλογος – συμπεράσματα

Σύμφωνα με τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας παρατηρείται πως σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές οι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες προχωρούν σε προγράμματα επαναγορών των μετοχών τους είναι ουσιαστικά κοινοί. Οι πιο σημαντικοί είναι η ενίσχυση της τιμής της μετοχής, κυρίως σε περιπτώσεις που αυτή είναι υποτιμημένη, η μόχλευση των ξένων κεφαλαίων και η αύξηση του αφορολόγητου ορίου, η εξασφάλιση μετοχών για την απόδοσή τους στους εργαζόμενους της εταιρείας. Ακόμη, η αποκόμιση κερδών από την προσδοκώμενη επανεκτίμηση της τιμής της μετοχής από την αγορά, η μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολόγων στους μετόχους όπως και η προστασία έτσι των μετόχων μακροπρόθεσμης προοπτικής.

Οι μέθοδοι πραγματοποίησης των επαναγορών είναι ουσιαστικά δύο, η επαναγορά μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς και η επαναγορά σε προκαθορισμένη τιμή. Οι έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η πρώτη είναι πιο δημοφιλής καθώς παρέχει μεγαλύτερη ευελιξία στις εταιρείες αναφορικά με την υλοποίησή της. Επίσης, η δεύτερη μέθοδος χρησιμοποιείται περισσότερο όταν οι εταιρείες θέλουν να αγοράσουν μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

Το πλέον ουσιαστικό συμπέρασμα, στο οποίο κατέληξαν ουσιαστικά όλες σχεδόν οι έρευνες, είναι πως η επαναγορά ιδίων μετοχών, ασχέτως της μεθόδου που θα χρησιμοποιηθεί, είναι αποτελεσματική στρατηγική ενίσχυσης της τιμής της μετοχής και οδηγεί σε υπερκέρδη κατά την περίοδο μετά την ανακοίνωσή της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί το ισχύον νομικό πλαίσιο στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για την πραγματοποίηση επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Στην Ελλάδα το νομικό πλαίσιο για την αγορά ιδίων μετοχών από την εταιρεία δημιουργήθηκε με τον νόμο 2190/1920, στα άρθρα 15β και 165. Έκτοτε, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού ώστε να ακολουθηθούν τα διεθνή πρότυπα και πρακτικές, και το αυξανόμενο μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς, τόσο σε αριθμό εταιρειών όσο και σε όγκο συναλλαγών, οδήγησαν στην τροποποίηση ορισμένων διατάξεων μέσω του άρθρου 6 παρ. 3-11 του Ν. 2892/2001.

Η παρουσίαση του νομοθετικού πλαισίου θα ξεκινήσει με την ανάλυση των προϋποθέσεων για την πραγματοποίηση αυτών των προγραμμάτων, θα συνεχιστεί με την ανάλυση της διαδικασίας υλοποίησης των προγραμμάτων επαναγοράς, θα ακολουθήσει παρουσίαση των χαρακτηριστικών και ιδιοτήτων των αγοραζόμενων μετοχών, οι διαχειριστικές υποχρεώσεις και οι απαιτούμενες ενέργειες κατά την διάρκεια και μετά την αγορά τους, και θα ολοκληρωθεί με τα συμπεράσματα σχετικά με την συνολική λειτουργία του συστήματος σε σχέση με τις ανάγκες των εταιρειών.

3.2 Προϋποθέσεις για την αγορά ιδίων μετοχών

Με βάση το ισχύον νομικό πλαίσιο οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους εφόσον συντρέχουν αθροιστικά οι παρακάτω λόγοι (ή κάποιοι εξ αυτών):

⁵ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ I.

- ◆ Εάν σε διάστημα έξι μηνών από την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και προοπτικές της εταιρείας και η εταιρεία επιθυμεί να στηρίξει την μετοχή της.
- ◆ Εάν οι αποκτήσεις ιδίων μετοχών έγιναν με σκοπό τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε από τη γενική συνέλευση σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του καταστατικού.
- ◆ Όταν οι αποκτήσεις ιδίων έγιναν μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας. Αποκτήσεις μετοχών, που έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς και προέρχονται από αναγκαστική εκτέλεση που έγινε για την πληρωμή απαιτήσεων της ίδιας της εταιρείας.
- ◆ Αποκτήσεις που διενεργήθηκαν από ανώνυμες τραπεζικές εταιρείες μετοχών τους, αλλά κατ' εντολή τρίτων.
- ◆ Αποκτήσεις από χαριστική αιτία εφόσον έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς. Αποκτήσεις με σκοπό τη διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό εταιρείας που είναι συνδεδεμένη με αυτή. Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία δώδεκα (12) μηνών από την απόκτηση τους, μετά την πάροδο της οποίας οι μετοχές πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.
- ◆ Οι νέες αυτές μετοχές της εταιρείας υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, δεν έχουν όμως δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση.

3.3 Διαδικασία αγοράς ιδίων μετοχών

Η διαδικασία για την υλοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών έχει ως κάτωθι:

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας προτείνει στην γενική συνέλευση των μετόχων την αγορά ιδίων μετοχών, αιτιολογώντας τους λόγους για τους οποίους προχωρά σε αυτήν. Η γενική συνέλευση λαμβάνει την σχετική απόφαση, η οποία γνωστοποιείται αμέσως μετά τη λήψη της στο διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Στην απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων ορίζονται κυρίως τα εξής:

1. Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.
2. Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.
3. Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά ιδίων μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η ανακοίνωση πρέπει να περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, Ενδεικτικά αναφέρονται ο ανώτατος αριθμός των μετοχών που θα αγοραστούν, η ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να επαναλαμβάνεται κάθε φορά για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών.

Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο.

Στην συνέχεια, η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

3.4 Χαρακτηριστικά και ιδιότητες των αγοραζόμενων μετοχών, διαχειριστικές υποχρεώσεις και ενέργειες κατά την διάρκεια και μετά την αγορά τους

Οι αγοραζόμενες μετοχές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Εάν δεν συμβαίνει αυτό τότε η Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κηρύσσει την ακυρότητα των μετοχών.

Η απόκτηση από την εταιρεία ιδίων μετοχών, δεν πρέπει να επιφέρει τη μείωση του καθαρού ενεργητικού κάτω από ένα ορισμένο ποσό.

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται να συγκεντρώνει στοιχεία και να καταρτίζει πλήρη κατάλογο μετόχων από τους οποίους προήλθαν οι αποκτηθείσες μετοχές. Ο κατάλογος αυτός ανακοινώνεται στους μετόχους στην πρώτη γενική συνέλευση που ακολουθεί την περίοδο των αγορών.

Αν οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως των μετοχών ή δεν διανεμηθούν στο σύνολό τους ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην εταιρεία, ακυρώνονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων. Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην αρμόδια Διεύθυνση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η εταιρεία δύναται να ζητήσει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και 2 έτη για ειδικούς λόγους

Η πώληση των μετοχών διενεργείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του συνολικού αριθμού των μελών του. Η απόφαση ορίζει κατώτερη τιμή πωλήσεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διαθέσεως αυτών στην αγορά. Η απόφαση γνωστοποιείται αμελλητί στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται σε δύο (2) τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες.

3.5 Επίλογος – συμπεράσματα

Η πραγματοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά στηρίζεται στο νομικό πλαίσιο που παρουσιάστηκε παραπάνω. Ουσιαστικά οι εταιρείες στην Ελλάδα πραγματοποιούν την επαναγορά μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, εκμεταλλευόμενες την ευελιξία που τους προσφέρει.

Το νομικό πλαίσιο είναι αρκετά συγκεκριμένο στις διατάξεις του και όπως φαίνεται σαν κύριο στόχο έχει την εξασφάλιση ουσιαστικών λόγων και στόχων για την πραγματοποίηση τέτοιών προγραμμάτων. Ο πιο ουσιαστικός λόγος ύπαρξής του όπως και το ίδιο τονίζει, είναι η παροχή δυνατότητας στις εταιρείες να στηρίξουν τις μετοχές τους και αυτός είναι και ο πλέον συνήθης και ουσιαστικός λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτά τα προγράμματα στην χώρα μας.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1. Εισαγωγή

Τα μη αναμενόμενα ή υπερβολικά κέρδη από τις μετοχές, τα οποία μπορούν να προκληθούν από διάφορες αιτίες, έχουν αποτελέσει σημαντικό αντικείμενο της έρευνας στον τομέα των χρηματοοικονομικών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών, η απόδοση της αγοράς επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την απόδοση της μετοχής. Μακροπρόθεσμα, πιο επικίνδυνες μετοχές απαιτείται να αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των "risk averse" επενδυτών (αποστρέφονται τον κίνδυνο). Έτσι, η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής σε μια περίοδο σχετίζεται άμεσα με την απόδοση της αγοράς κατά την περίοδο εκείνη, λαμβάνοντας υπόψην και τον κίνδυνο της μετοχής. Η πραγματική απόδοση της μετοχής θα επηρεαστεί και από άλλους παράγοντες, αλλά προσπάθειες να μοντελοποιηθούν οι αποδόσεις χρησιμοποιώντας παράγοντες εκτός από την απόδοση της αγοράς δεν οδήγησαν σε ουσιαστικά συμπεράσματα. Τα υπερβάλλοντα κέρδη ουσιαστικά είναι τα πραγματικά μείον τα αναμενόμενα.

Αρκετές έρευνες που αφορούν υπερβάλλοντα κέρδη αποτελούνται εξετάζουν τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, με βάση την οποία οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλη την υπάρχουσα πληροφόρηση, δημοσιοποιημένη και μη. Με αυτόν τον τρόπο, δεν δύναται να επιτευχθούν αποδόσεις μεγαλύτερες ή μικρότερες από τις αναμενόμενες, παρά μόνο τυχαία. Διάφορες μελέτες προσπάθησαν να εκτιμήσουν τα υπερβάλλοντα κέρδη ακολουθώντας συστηματικά έναν επενδυτικό κανόνα. Πιο συχνές είναι οι εμπειρικές μελέτες που εκτιμούν τα υπερβάλλοντα κέρδη κατά την διάρκεια και γύρω από την στιγμή της πραγματοποίησης ενός γεγονότος που σχετίζεται με την μετοχή (π.χ. επαναγορά ιδίων μετοχών).

Εμπειρική μελέτη (ή event study), σύμφωνα με τον Strong (1992), είναι ένα όνομα που δόθηκε στην εμπειρική έρευνα της σχέσης μεταξύ της τιμής της μετοχής και του οικονομικού γεγονότος. Η μεθοδολογία της εμπειρικής μελέτης κατά τον Armitage (1995), αναφέρεται γενικά, στην διαδικασίες εκτίμησης των υπερβαλλόντων κερδών και εξετάζοντας την στατιστική σημαντικότητά τους.

Οι μελέτες δεν είναι ομογενοποιημένες στην χρήση τέτοιων διαδικασιών. Ένας λόγος είναι ότι υπάρχουν παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή της μεθόδου σε κάθε περίπτωση. Κατά καιρούς και για μελέτες που πραγματοποιήθηκαν για το ίδιο χρονικό διάστημα, έχουν χρησιμοποιηθεί διαφορετικά μοντέλα και μέθοδοι εκτίμησης. Η πραγματοποίηση εμπειρικών ερευνών ξεκίνησε ουσιαστικά μετά το 1980.

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να κάνει αναφορά στις κύριες μεθόδους και τους διαφορετικούς τρόπους με τους οποίους τα υπερβάλλοντα κέρδη έχουν κατά καιρούς εκτιμηθεί. Τα στοιχεία δείχνουν πως η επιλογή μοντέλου ή μεθόδου μπορεί να επηρεάσει το αποτέλεσμα, σε ορισμένες περιπτώσεις.

Τα δύο σημεία στα οποία θα εστιαστεί η παρουσίαση θα είναι η επιλογή μοντέλου και η επιλογή του τεστ σημαντικότητας. Αναφορικά με την επιλογή μοντέλου, τα αποτελέσματα δείχνουν, σύμφωνα με τον Armitage (1995), πως το μοντέλο της αγοράς υπερτερεί των υπολοίπων σε πολλές περιπτώσεις, ενώ σε άλλες παρουσιάζει τις ίδιες επιδόσεις. Επιπρόσθετα, στην επιλογή του τεστ σημαντικότητας οι ενδείξεις ευνοούν το t-test.

a) Υπολογισμός των αποδόσεων

Οι αποδόσεις των μετοχών μπορούν να υπολογιστούν με τους παρακάτω τρόπους::

$$1^{\text{ος}} \text{ τρόπος: } P_{jt} = (P_{jt} + D_{jt} - P_{jt-1}) / P_{jt-1}$$

$$2^{\text{ος}} \text{ τρόπος: } P_{jt} = \log [(P_{jt} + D_{jt}) / P_{jt-1}]$$

όπου P_{jt} = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της περιόδου t .

D_{jt} = τα μερίσματα που πληρώνονται κατά την περίοδο t .

P_{jt-1} = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της περιόδου $t-1$, προσαρμοσμένη για οποιαδήποτε κεφαλαιοποίηση προκειμένου να είναι συγκρίσιμη με το P_{jt} .

Ο Strong (1992), θεωρεί ότι υπάρχουν θεωρητικοί και εμπειρικοί λόγοι για να προτιμηθεί η δεύτερη λύση με τους λογαρίθμους.

β) Τα εκτιμώμενα και τα εξεταζόμενα διαστήματα

Τα χρονικά διαστήματα που έχουν χρησιμοποιηθεί προκειμένου να εκτιμηθούν οι αποδόσεις ποικίλουν. Τα ευρύτερα χρησιμοποιούμενα είναι τα μηνιαία, εβδομαδιαία και ημερήσια. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι πως όσο πιο σύντομα είναι τα χρονικά διαστήματα μέσα στα οποία υπολογίζουμε τις αποδόσεις, τόσο πιο συχνά παρατηρούνται υπερβολικά κέρδη. Πρακτικά, για ημερήσιες μελέτες η περίοδος εκτίμησης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 100 και 300 ημέρων. Για τις μηνιαίες μελέτες, η περίοδος αυτή κυμαίνεται μεταξύ 24 και 60 μηνών. Ουσιαστικός λόγος αύξησης των συγκεκριμένων χρονικών διαστημάτων δεν υπάρχει, καθώς ενώ μπορεί να υπάρξει μεγαλύτερης ακρίβεια λόγω των περισσότερων παρατηρήσεων, αυξάνεται και η πιθανότητα να προσθέσουμε στοιχεία εντελώς άχρηστα ή και παραπλανητικά για το τελικό αποτέλεσμα. Η περίοδος εκτίμησης μπορεί να περιβάλει τη στιγμή του γεγονότος ή να έπεται αυτού, αν η περίοδος πριν από το γεγονός κρίνεται ως μη φυσιολογική.

Ο προσδιορισμός της ακριβούς ημερομηνίας του γεγονότος είναι ένα από τα πλέον κρίσιμα θέματα στην εμπειρική μελέτη. Η επιλογή της εξεταζόμενης περιόδου θα κριθεί κυρίως από το αντικείμενο εξέτασης. Όσο πιο μικρή είναι η περίοδος που πραγματοποιείται το υπό εξέταση γεγονός, τόσο πιο εύκολο είναι να αναγνωριστεί οποιαδήποτε μη φυσιολογική απόδοση. Αν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με την ημερομηνία του γεγονότος, οι Dyckman et al (1984) βρίσκουν πως καταλήγουν σε πιο αξιόπιστα συμπεράσματα προσθέτοντας τα υπερβάλλοντα κέρδη σε σχέση με την επιλογή μιας τυχαίας ημέρας ως την ημέρα του γεγονότος.

Συνήθως, μέσα στην εξεταζόμενη χρονική περίοδο υπάρχουν και γεγονότα τα οποία δυσκολεύουν την διεξαγωγή συμπερασμάτων από την έρευνα, καθώς είναι πιθανόν να επηρεάζουν και αυτά σε σημαντικό βαθμό την τιμή της μετοχής (και όχι μόνο το εξεταζόμενο γεγονός). Για παράδειγμα, η ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών από μία εταιρεία, μπορεί να γίνει ταυτόχρονα με την ανακοίνωση αποκοπής μερίσματος, γεγονός που σημαίνει πως η τιμή της μετοχής πιθανόν να επηρεαστεί και από τα δύο γεγονότα, και κατά συνέπεια να μην είναι σκόπιμο να περιληφθεί η συγκεκριμένη τιμή στο εξεταζόμενο δείγμα. Η συνήθης αντιμετώπιση τέτοιων περιπτώσεων είναι να δημιουργήσουμε δύο δείγματα. Ένα δείγμα που θα περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου και ένα δεύτερο

το οποίο θα προέρχεται από το πρώτο αλλά θα έχουν αφαιρεθεί εκείνα τα στοιχεία που κρίνεται πως πιθανόν να επηρεάζουν ή να αποπροσανατολίζουν το αποτέλεσμα. Στο τέλος θα πρέπει να γίνει αναφορά των αποτελεσμάτων και για τα δύο δείγματα.

Η ιστορία των αποδόσεων για κάθε μία μετοχή, ισχυρίζεται ο Strong (1992), συνήθως διαιρείται στην εκτιμώμενη περίοδο (estimation period EP) και στην εξεταζόμενη περίοδο (test period TP). Η εκτιμώμενη περίοδος χρησιμοποιείται για να εκτιμήσουμε τις παραμέτρους της αναμενόμενης απόδοσης της βάσης που χρησιμοποιούμε (π.χ. τον δείκτη της αγοράς). Έτσι γίνεται πιο εφικτό, οι προβλεπόμενες υπερβάλλουσες αποδόσεις, να υπολογισθούν μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο. Σε μερικές μελέτες, η εκτιμώμενη περίοδος εκτείνεται σε κάθε μία πλευρά της εξεταζόμενης περιόδου. Επιλέγεται γενικά ως χρονική περίοδος κοντά στην εξεταζόμενη περίοδο.

Εδώ το EP βρίσκεται μεταξύ του $t = -T$ και του $t = -s$, ενώ το TP καλύπτει το διάστημα από το $t = -s$ έως το $t = r$.

4.2. Επιλογή μοντέλου

Παραδοσιακές μεθοδολογίες event study όσον αφορά τον υπολογισμό των abnormal returns περιλαμβάνουν τα market model, market adjusted return model, mean adjusted return model και άλλα. Παρακάτω θα ακολουθήσει αναλυτική περιγραφή της κάθε μεθοδολογίας και περιεκτική αξιολόγηση τους.

a) Market model

Η πιο συνήθης πρακτική είναι να εκτιμήσουμε τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της αγοράς μέσω της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (ordinary least squares "OLS") και να χρησιμοποιήσουμε τη μαθηματική σχέση που θα προκύψει για να εκτιμήσουμε την αναμενόμενη απόδοση, δεδομένης της απόδοσης της αγοράς.

$$R_{it} = \alpha_i + b_i R_{mt} + e_{it}$$

Όπου a_i , και b_i συντελεστές παλινδρόμησης και το e_{it} είναι το σφάλμα με μέσο μηδέν. Έχοντας υπολογίσει τις εκτιμήσεις των a_i και b_i , η αναμενόμενη απόδοση δίνεται με το να εισάγουμε τις εκτιμώμενες αξίες των a_i , και b_i , μαζί με την πραγματική απόδοση της αγοράς. Έτσι:

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

Τα υπερβάλλοντα κέρδη του market model είναι προβλέψεις σφαλμάτων αν η εξεταζόμενη περίοδος είναι ξεχωριστά από την εκτιμώμενη. Αν η εξεταζόμενη περίοδος είναι υποομάδα της εκτιμώμενης τότε τα υπερβάλλοντα κέρδη δίνονται από τα κατάλοιπα. Το market model δίνει αποτελέσματα υπερβαλλόντων αποδόσεων με μικρές διακυμάνσεις, οπότε και δείχνει το δρόμο για πιο ισχυρά στατιστικά τεστ και παράγει την μικρότερη συσχέτιση μεταξύ των υπερβολικών αποδόσεων.

Οι μέσες υπερβολικές αποδόσεις (average abnormal returns) AAR_t δίνονται από τον τύπο:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N},$$

όπου t ορίζονται οι συναλλασσόμενες ημέρες που σχετίζονται με την κρίσιμη ημέρα.

Σε ένα διάστημα μεταξύ δύο ή περισσότερων ημερών ξεκινώντας από την ημέρα T_1 και τελειώνοντας με την ημέρα T_2 , οι αθροιστικές υπερβολικές αποδόσεις (cumulative abnormal returns) είναι:

$$CAAR_{T_1, T_2} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}$$

β) To market model με το Scholes-Williams beta estimation

To Scholes- Williams beta estimator είναι:

$$'\beta_i^* = \frac{'\bar{\beta}_i^- + '\beta_i^- + '\beta_i^+}{1 + 2\rho_m},$$

όπου $'\beta_j^-$ είναι η κλίση του OLS για την απλή γραμμική παλινδρόμηση του R_{it} στο R_{mt-1} , $'\beta_i^+$, είναι ο εκτιμητής του OLS για την παλινδρόμηση του R_{it} στο R_{mt+1} και $'\rho_m$ είναι η πρώτης τάξεως παλινδρόμηση του R_m . Όπως και στο OLS, η εκτιμήτρια τείνει την εκτιμημένη γραμμή της παλινδρόμησης προς τον μέσο :

$$'a_i^* = \bar{R}_i - '\beta_i^* \bar{R}_m,$$

όπου \bar{R}_i είναι η μέση απόδοση της μετοχής i στην περίοδο εκτίμησης και \bar{R}_m είναι η μέση απόδοση της αγοράς στην περίοδο εκτίμησης.

γ) Market adjusted return model

Ίσως, το πιο απλό μοντέλο είναι να υποθέσουμε ότι, για μια συγκεκριμένη περίοδο t, μια μετοχή i θα έχει την ίδια απόδοση με την απόδοση της αγοράς, R_{mt} . Οπότε, τα υπερβάλλοντα κέρδη, $AR_{it} >$ είναι τα πραγματικά κέρδη, R_{jt} , μείον το R_{mt} .

$$E(R_i) = E(R_m)$$

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Οι ορισμοί των average abnormal return και cumulative abnormal return είναι ίδιοι με τον ορισμό του market model.

δ) Mean adjusted returns model

Ένα άλλο απλό μοντέλο είναι να υποθέσουμε ότι η μετοχή πραγματοποιεί το ίδιο ποσοστό κερδών με τον μέσο όρο κατά την διάρκεια της υπό εκτίμησης περιόδου πριν ή γύρω από την εξεταζόμενη περίοδο.

$$AR_{it} = R_{it} - K,$$

όπου K είναι η μέση απόδοση της μετοχής κατά τη διάρκεια της εκτιμώμενης περιόδου.

Οι ορισμοί των average abnormal return και cumulative abnormal return είναι οι ίδιοι που χρησιμοποιήθηκαν και κατά τον ορισμό του market model.

ε) Capital asset pricing model

Διαφορετικό από τα τέσσερα μοντέλα που παρουσιάστηκαν μέχρι τώρα, τα οποία δεν δημιουργήθηκαν μέσα από την θεωρία, το capital asset pricing model (CAPM) είναι ένα πραγματικά θεωρητικό μοντέλο, δημιουργημένο από ένα ορισμένο αριθμό προϋποθέσεων. Το μοντέλο αυτό είναι το εξής:

$$E(R_{it}) = R_{ft} + b_i [E(R_{mt}) - R_{ft}],$$

όπου το $E(R_{it})$ είναι η αναμενόμενη ή φυσιολογική απόδοση της μετοχής i για τον χρόνο t , το R_{ft} είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν μηδενικού κινδύνου, το $E(R_{mt})$ είναι ένα μέτρο της αναμενόμενης απόδοσης της αγοράς και το b_i είναι η συνδιακύμανση του R_{it} με το R_{mt} για μια εκτιμώμενη περίοδο ($\text{cov}[R_{it}, R_{mt}]$) διαιρεμένο με την διακύμανση του R_{mt} σε αυτή την περίοδο ($\sigma^2[R_{mt}]$). Η θεωρία αναφέρει πως εκ των προτέρων οι αναμενόμενες αξίες των R_{mt} και b_i καθορίζουν

το $E(R_{it})$. Το beta είναι, στην προκειμένη περίπτωση, το μέτρο του κινδύνου της μετοχής και οι επενδυτές θεωρείται πως ζητούν υψηλότερη απόδοση καθώς αναλαμβάνουν υψηλότερο κίνδυνο. Το υπερβάλλον κέρδος της μετοχής i για τον χρόνο t εκτιμάται αφαιρώντας την πραγματοποιημένη απόδοση R_{it} από την αναμενόμενη απόδοση $E(R_{it})$. Το market model μπορούμε να το δούμε σαν μια εκδοχή του CAPM αν ερμηνεύσουμε το ai σαν $R_f(l - bi)$.

στ) Fama- MacBeth model

Μια άλλη έκδοση του CAPM δημιουργήθηκε από τους Fama and MacBeth (1973). Ξεκινάει με μετοχές με διαφορετικά beta, για κάθε μήνα και στην συνέχεια παλινδρομεί τις αποδόσεις των μετοχών για τον συγκεκριμένο μήνα με βάση το beta. Αυτό έχει γίνει γνωστό σαν το "Fama- MacBeth model". Οι αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών για δεδομένο χρονικό διάστημα είναι:

$$E(R_{it}) = a_{1i} + a_{2i} b_{it},$$

όπου a_{1i} και a_{2i} είναι cross-sectional συντελεστές παλινδρόμησης για τον χρόνο t με το beta και το b_{it} είναι το πραγματικό beta της μετοχής i τον χρόνο t. Σε αυτό το μοντέλο το a_{1i} ερμηνεύεται σαν η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου με μηδενικό beta, που θεωρητικά θα πρέπει να είναι ίσο με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, κάτι το οποίο δεν έχει βρεθεί κατά τον Armitage (1995).

ζ) Control Portfolio model

Ένα τελευταίο μοντέλο είναι το "control portfolio model". Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, σχηματίζεται το χαρτοφυλάκιο με τις μετοχές που πρέπει να εξεταστούν. Στη συνέχεια σχηματίζεται και ένα δεύτερο χαρτοφυλάκιο (control portfolio) από άλλες μετοχές που έχουν όμως τον ίδιο κίνδυνο, ο οποίος μετράτε με το beta, με τις υπό εξέταση μετοχές. Τα υπερβάλλοντα κέρδη υπολογίζονται αφαιρώντας τις αποδόσεις του δεύτερου χαρτοφυλακίου με εκείνες του πρώτου κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.



Άλλες εκδόσεις αυτού του μοντέλου, όπως για παράδειγμα του Vermaelen (1981), υπολογίζουν τα υπερβάλλοντα κέρδη για μία μόνο μετοχή σαν τη διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου που έχει το ίδιο beta.

Στα πειράματα των Brown και Warner (1980) και Brown, Lockwood και Lummer (1985), τα αποτελέσματα των market adjusted return model και market model είναι παρόμοια, ενώ το mean adjusted return model έχει καλές επιδόσεις όταν οι ημερομηνίες των γεγονότων είναι ίδιες αλλά όταν οι αγορές είναι αναλογούντος διαφορετικές (π.χ. επιθετικές και αμυντικές) τα αποτελέσματα του είναι μεροληπτικά. Επίσης το market model είναι πιο ισχυρό από το control portfolio model. Το τελικό συμπέρασμα τους, που είχε εξαχθεί από το άρθρο που ανέφερε μηνιαίες αποδόσεις, είναι πως πέρα από το απλό "one factor market model" δεν υπάρχει ένδειξη ότι κάποια άλλη μεθοδολογία είναι καλύτερη. Το ίδιο συμπεραίνουν και με το άρθρο τους το 1985 όταν ασχολήθηκαν με μηνιαίες αποδόσεις.

Οι Dyckman et al (1984) βρίσκουν ότι το market model υπερτερεί με στατιστική σημαντικότητα της τάξεως του πέντε τοις εκατό από το market adjusted και mean adjusted return model, αλλά η διαφορά δεν φαίνεται να είναι τόσο σημαντική εφόσον το ποσοστό απόρριψης είναι παρόμοιο σε όλες σχεδόν τις περιπτώσεις.

Ο Brener (1979) και οι Brick et al (1989) βρίσκουν στατιστικά σημαντικές διαφορές μεταξύ των αποτελεσμάτων των market model και CAPM αλλά και των market model και Fama- MacBeth model.

Ο Armitage (1995) ισχυρίζεται πως το τελικό συμπέρασμα είναι ότι διαφορετικά μοντέλα δίνουν παρόμοια αλλά όχι ίδια αποτελέσματα. Επίσης το market model είναι το πιο αξιόπιστο με την έννοια ότι, σε όλες τις περιπτώσεις που χρησιμοποιήθηκε είχε επιδόσεις ίδιες ή καλύτερες από τα άλλα μοντέλα.

Εκτός από την δεύτερη μέθοδο, για όλες τις υπόλοιπες χρειάζεται να οριστεί ένας συγκεκριμένος δείκτης. Οι δείκτες της αγοράς μπορεί να διαφέρουν με βάση τον τύπο και τον αριθμό των περιλαμβανομένων μετοχών, τον τρόπο στάθμισης μεταξύ των μετοχών και τέλος ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζονται κατά μέσο όρο οι τιμές των μετοχών για να σχηματίσουν τον δείκτη. Επιπλέον, ορισμένοι δείκτες

μετοχών είναι δείκτες τιμών ενώ άλλοι ενσωματώνουν και τα μερίσματα, οπότε μετατρέπονται σε πραγματικούς δείκτες απόδοσης.

Υπάρχουν ορισμένες ενδείξεις στην έρευνα των Brown and Warner πως η επιλογή του δείκτη της αγοράς επηρεάζει την επίδοση του market model.. Γενικά, είναι πιο αποδοτικός με την ισορροπημένη στάθμιση παρά όταν η στάθμιση γίνεται με βάση την αξία. Παρόλα αυτά υπήρχαν έρευνες, όπως αυτή των Krueger and Johnson (1991), που βρήκαν ότι τα αποτελέσματα, χρησιμοποιώντας και τις δύο σταθμίσεις είναι ίδια. Για μεθόδους που χρησιμοποιούν το CAPM, ο θεωρητικά σωστός δείκτης της αγοράς είναι ο σταθμισμένος με βάση την αξία δείκτης ολόκληρου του συνόλου των κεφαλαίων. Ο Roll (1977) ανέφερε ότι ένας τέτοιος δείκτης πρακτικά δεν υπάρχει.

4.3. Αθροιση των υπερβολικών αποδόσεων κατά τη διάρκεια του χρόνου

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών αθροίζει τις υπερβολικές αποδόσεις των μετοχών για έναν αριθμό περιόδων. Αυτό γίνεται είτε για να απομονώσουν την επίδραση ενός γεγονότος στην τιμή της μετοχής είτε για να προσαρμόσουν την αβεβαιότητα που υπάρχει για την ακριβή ημερομηνία του γεγονότος.

Οι δύο πιο γνωστές μέθοδοι άθροισης των υπερβολικών αποδόσεων κατά την διάρκεια του χρόνου είναι η Cumulative Abnormal Returns (CAR) και η Abnormal Performance Index (API). Αυτές υπολογίζονται ως ακολούθως:

$$C A R = \sum_{t \in T P} \frac{1}{N} \sum_j^n ' u_{it}$$

$$A P I = \frac{1}{N} \sum_j \prod_{t \in TP} (1 + ' u_{it}) - 1$$

όπου $' u_{it} = A R_{it}$ = abnormal return της μετοχής i στον χρόνο t.

Η ερμηνεία αυτών των μέτρων εξαρτάται από την περίπτωση που οι αποδόσεις έχουν εκτιμηθεί στον συνεχή ή τον διακριτό χρόνο σύμφωνα με τους Ohlson (1978) και τους Watts and Zimmerman (1986). Στον συνεχή χρόνο το CAR παρουσιάζει τα υπερβολικά κέρδη ενός χαρτοφυλακίου που επαναπροσδιορίζεται κάθε περίοδο για να υπάρχει ισάξια στάθμιση για κάθε μετοχή. Στον διακριτό χρόνο το API παρέχει τα υπερβολικά κέρδη ενός χαρτοφυλακίου που έχει, από την αρχή, επενδύσει ισότιμα σε κάθε μετοχή και διατηρεί αυτές του τις επενδύσεις μέχρι και την περίοδο όπου θα γίνει η άθροιση.

4.4. Στοιχεία της αποτελεσματικότητας και της ισχύς των μεθόδων

Μέχρι σήμερα έχει διεξαχθεί ένας σημαντικός αριθμός από εξομοιώσεις των μεθοδολογιών που αφορούν τις μελέτες περιπτώσεων. Από αυτές ξεχωρίζει η πρωτοπόρος μελέτη των Brown και Warner (1980) όπου χρησιμοποιούν μηνιαία στοιχεία και στη συνέχεια πάλι των Brown, Lockwood και Lumrner (1985), των Dyckman et al (1984) και του Jain (1986) όπου αναπτύσσονται με βάση το αρχικό άρθρο Brown και Warner (1980) με ημερήσια, αυτή την φορά, στοιχεία.

Σε μια τυπική μέθοδο εξομοίωσης, τα υπερβολικά κέρδη προσθέτονται τεχνητά στα πραγματικά κέρδη των μετοχών. Ο ερευνητής, στη συνέχεια, αναλύει την πιθανότητα οι εναλλακτικές μεθοδολογίες, στην εύρεση υπερβολικών αποδόσεων, να οδηγούν στα σφάλματα τύπου I ή τύπου II. Δηλαδή, να απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση (υπερβολικά κέρδη=0) όταν τα υπερβολικά κέρδη είναι μηδέν, ή να αποτυγχάνουν να απορρίψουν την μηδενική υπόθεση όταν τα υπερβολικά κέρδη δεν είναι μηδέν. Η πρώτη και κύρια απαίτηση είναι, η χρησιμοποιημένη μεθοδολογία να είναι πλήρως διευκρινισμένη, από την άποψη ότι η συχνότητα των σφαλμάτων τύπου I να μην βρίσκεται υπερβολικά υψηλότερα ή χαμηλότερα από το επιλεγμένο επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, για το οποίο λόγος θα γίνει παρακάτω.

Οι μελέτες εξομοίωσης έχουν αναλύσει την επίδραση ενός μεγάλου αριθμού παραγόντων στο σχεδιασμό των μελετών περιπτώσεων (event studies): a) ix> μέγεθος του δείγματος των μετοχών που επηρεάζονται από το γεγονός, b) το πόσο μεγάλη θα είναι η περίοδος των συσσωρεμένων (αθροισμένων) υπερβολικών

αποδόσεων, c) το μήκος της εκτιμώμενης περιόδου, d) η στάθμιση του δείκτη της αγοράς, e) το διάστημα μέσα στο οποίο θα υπολογιστούν οι αποδόσεις κ. α.

Οι Brown και Warner (1980) κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα όσον αφορά τις εξομοιώσεις:

- a. Με ένα δείγμα μεγέθους πενήντα μετοχών και υπερβολικές αποδόσεις της τάξεως του ένα τοις εκατό, η επίδραση του γεγονότος είναι απίθανο να εντοπιστεί με την χρήση μηνιαίων στοιχείων οποιαδήποτε μεθοδολογία κι αν χρησιμοποιηθεί.
- β. Εάν ο συγκεκριμένος μήνας του γεγονότος δεν μπορεί να αναγνωριστεί τότε η ισχύς οποιασδήποτε μεθοδολογίας μειώνεται δραματικά.
- γ. Χρησιμοποιώντας έναν δείκτη ισάξια σταθμισμένο οδηγούμαστε σε πιο ισχυρά τεστ από έναν δείκτη που είναι σταθμισμένος με βάση την αξία.
- δ. Το t-test είναι προτιμότερο.

4.5. Επιλογή ελέγχου σημαντικότητας

4.5.1. T-test

Οι περισσότερες μελέτες ενδιαφέρονται για την επίδραση κάποιου γεγονότος ή επενδυτικού κανόνα σε έναν αριθμό μετοχών. Έτσι, συνήθως υπολογίζονται τα μέσα υπερβολικά κέρδη για ένα ή πολλά χαρτοφυλάκια μετοχών και ελέγχεται η σημαντικότητα τους μέσω του t-test.

Το t-test αποτελεί την πιο βασική μέθοδο ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας. Στη συνέχεια παραθέτουμε τρεις από τις ποιο σημαντικές μεθόδους προσεγγίσεις του t-test που έχουν αναπτυχθεί.

a) cross-sectional standard deviation test

Ο ποιο απλός τρόπος εύρεσης του t-test είναι να υπολογισθούν οι μέσες υπερβολικές αποδόσεις και το τυπικό σφάλμα τους:

$$T = \frac{\tilde{u}_t}{SD(\tilde{u}_t) / \sqrt{N}} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N u_{it}}{\left\{ \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (u_{it} - \tilde{u}_t)^2 n \right\} / \sqrt{N}} \sim t(N-1)$$

όπου N = ο συνολικός αριθμός των μετοχών,

u_{it} = οι υπερβολικές αποδόσεις της εταιρίας i την περίοδο t,

\tilde{u}_t = οι μέσες υπερβολικές αποδόσεις του συνόλου των εταιριών τον χρόνο t,

$SD(\tilde{u}_t)$ = είναι το cross-sectional standard deviation των μέσων αποδόσεων.

To t-test αυτής της μορφής υποθέτει κανονική κατανομή του πληθυσμού. Δηλαδή, η μέση επίδραση του γεγονότος (π.χ. Stock splits) είναι όμοια για όλες τις μετοχές. Επιπρόσθετα, δεν υποθέτει ετεροσκεδαστικότητα ή αλλιώς, θεωρεί πώς η διακύμανση των υπερβολικών αποδόσεων δεν διαφέρει ανάμεσα στις εταιρίες. Επίσης, υποθέτει και ανυπαρξία του cross - correlation στις υπερβολικές αποδόσεις. Παρόλα αυτά, αν οι υπερβολικές αποδόσεις παρουσιάζουν ετεροσκεδαστικότητα ή cross- correlation, τότε η παραπάνω εξίσωση οδηγεί σε μη επαρκείς εκτιμήσεις των μέσων υπερβολικών αποδόσεων και σε μεροληπτική εκτίμηση του standard error.

To t-test για το $CAAR_{T1,T2}$ είναι:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{T1,T2}}{\sigma_{CAAR_{T1,T2}} / \sqrt{N}}$$

όπου $CAAR_{T_1, T_2}$ είναι τα cumulative abnormal returns που αναφέρονται στην περίοδο από το T_1 στο T_2 και

$$\sigma_{CAAR_{T_1, T_2}}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_{i, T_1, T_2} - \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N CAR_{j, T_1, T_2})^2$$

β) Patell test (PSR)

Μια πιο ξεκάθαρη διαδικασία ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας που έχει χρησιμοποιηθεί σε ένα μεγάλο αριθμό μελετών περιπτώσεων ανήκει στον Pateli (1976) και αναφέρεται ως Pateli Standardised Residual (PSR) Test. Το PSR βασίζεται στο market model. Η υπερβολική απόδοση της μετοχής ή την περίοδο t ε TP υπολογίζεται σύμφωνα με το market model. Όταν οι παράμετροι του market model υπολογίζονται από παρατηρήσεις που βρίσκονται έξω από το TP, οι υπερβολικές αποδόσεις αποτελούν prediction errors παρά πραγματικά κατάλοιπα και επομένως πρέπει να τυποποιηθούν (standardized) σύμφωνα με την παρακάτω μέθοδο:

$$V_{it} = \frac{u_{it}}{s_i \sqrt{C_{it}}}$$

όπου $s_i^2 = \frac{\sum_{i=1}^T u_{it}^2}{T-2}$ είναι η εκτίμηση της διακύμανσης των καταλοίπων κατά την διάρκεια της EP,

$$C_{it} = 1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - \tilde{R}_m)^2}{\sum_t (R_{mt} - \tilde{R}_m)^2}$$

αποτελεί την τυποποιημένη οικονομετρική προσαρμογή των για την αύξηση της διακύμανσης όσον αφορά την εκτίμηση έξω από το EP, το T αποτελεί τον αριθμό των παρατηρήσεων στο EP και

$$\tilde{R}_m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{m,t},$$

Προσθέτοντας τις τυποποιημένες υπερβολικές αποδόσεις όλων των εταιριών, σχηματίζεται ένα άθροισμα που κατανέμεται κανονικά για μεγάλο N:

$$Z_{V_t} = \frac{\sum_{i=1}^N V_{it}}{\left\{ \sum_{i=1}^N \frac{T_i - 2}{T_i - 4} n \right\}^{1/2}} \sim N(0, 1),$$

όπου το T είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων στο EP για την μετοχή i

To PSR (prediction error method) ή standardized abnormal return test αναγνωρίζει την πιθανότητα ύπαρξης διαφορετικών διακυμάνσεων των καταλοίπων ανάμεσα στις μετοχές, και σταθμίζει τις υπερβολικές αποδόσεις αναλόγως. Παρόλα αυτά, το PSR συνεχίζει να υποθέτει ότι τα δεδομένα είναι cross-sectional ανεξάρτητα όσον αφορά τις υπερβολικές αποδόσεις και πως δεν υπάρχει καμία αλλαγή στις διακυμάνσεις των καταλοίπων μετοχών του EP και του TP.

Περιπτώσεις όπου cross-sectional φαινόμενα στις υπερβολικές αποδόσεις δεν είναι πιθανόν να δημιουργήσουν προβλήματα λαμβάνοντα χώρα σε μελέτες περιπτώσεων που το εταιρικό ή όποιο άλλο γεγονός (π.χ. split) βρίσκεται σε διαφορετικές ημερομηνίες για διαφορετικές εταιρίες.

Η περίπτωση όπου η υπόθεση για cross-sectional ανεξάρτητες υπερβολικές αποδόσεις είναι περισσότερο πιθανόν να καταστρατηγηθεί είναι όταν οι εταιρίες βιώνουν το ίδιο γεγονός - ταυτόχρονα - την ίδια ημερομηνία. Αυτό συχνά αναφέρεται ως event-date clustering. Τέτοιο φαινόμενο παρουσιάζεται, φυσιολογικά, σε συγκεκριμένες μελέτες όπως η εξέταση για το περιεχόμενο της πληροφόρησης αλλαγών που επηρεάζουν όλες τις μετοχές την ίδια χρονική στιγμή.

γ) Time series standard deviation test

Ο έλεγχος αυτός ονομάζεται επίσης και "crude dependence adjustment" Brown and Warner (1980). Χρησιμοποιείται εδώ μια εκτιμώμενη διακύμανση για ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο. Από την άλλη ξεπερνάει το πρόβλημα της cross corellation συσχέτισης.

$$'u_{pt} = \frac{1}{N} \sum_{i \in p} 'u_{it}$$

Το TP θα περιλαμβάνει όλες τις περιόδους που κάθε μετοχή βίωσε το γεγονός. Οι υπερβολικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου στο TP τυποποιούνται (standardized) διαιρώντας με την εκτιμώμενη τυπική απόκλιση τους που αναφέρεται στο EP ως ακολούθως:

$$SE('u_{pt}) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t \in EP} ('u_{pt} - u_p)^2}$$

όπου το $'u_{pt}$ αναφέρεται στις μέσες υπερβολικές αποδόσεις που αφορούν την EP και δεν ταυτίζεται με το $'u_p$ της προηγούμενης εξίσωσης που σχετίζεται με τις μέσες υπερβολικές αποδόσεις στο TP.

$$\text{Και όπου } \tilde{u}_p = \frac{1}{T} \sum_t 'u_{pt} \quad t = 1, 2, \dots, T \in TP$$

Η συγκεκριμένη εκτίμηση της τυπικής απόκλισης των καταλοίπων του χαρτοφυλακίου λαμβάνει υπόψιν την cross-sectional συσχέτιση μεταξύ των καταλοίπων των μετοχών σε κάθε περίοδο.

To t-statistic είναι :

$$t = \frac{'u_{tp}}{SE('u_{tp})}$$

όπου ο αριθμητής $'\mathcal{U}_{tp}$ αναφέρεται στην πρώτη εξίσωση.

To t-statistic για το $CAAR_{T1,T2}$ είναι:

$$t = \frac{CAAR_t}{(T_2 - T_1 + 1)^{1/2} \cdot \sigma_{AAP}}.$$

Παρακάτω αναφέρονται από τον Armitage ορισμένες περιπτώσεις στις οποίες θα πρέπει να εφαρμοστεί μια συγκεκριμένη μέθοδος.

1. Όταν απουσιάζει το cross-correlation και με ίσες και σταθερές διακυμάνσεις στα κατάλοιπα (abnormal returns) μεταξύ του EP και TP, όλες οι μεθοδολογίες έχουν τις ίδιες επιδόσεις.
2. Με cross-correlation ίσο ή μεγαλύτερο από 0,2 μόνο το portfolio time series method είναι ικανοποιητικό. Οι άλλες δύο μεθοδολογίες υποεκτιμούν την διακύμανση των prediction errors, με αποτέλεσμα να απορρίπτουν την μηδενική υπόθεση πολύ συχνά.
3. Με μια αύξηση της διακύμανσης των σφαλμάτων μεταξύ του EP και TP, μόνο το cross-sectional method δεν απορρίπτει την μηδενική υπόθεση, αν δεν υπάρχει cross-correlation.
4. Με άνισες διακυμάνσεις των σφαλμάτων από μετοχή σε μετοχή και χωρίς cross-correlation το prediction error method υπερτερεί των cross-sectional και time series methods.

Όσον αφορά τα cumulative abnormal returns το t-statistic είναι το άθροισμα των π.χ. ημερήσιων t-statistics των και , ανεξαρτήτως του πια μεθοδολογία χρησιμοποιήθηκε, διαιρεμένο με το , όπου D είναι ο αριθμός των περιόδων (π.χ. ημερών) που βρίσκονται ανάμεσα στα t_1 και t_2 περιλαμβάνοντας και τα t_1 και t_2 .

4.5.2. Μη παραμετρικοί έλεγχοι (Non - parametric test)

Στην περίπτωση που δεν υπάρχει κανονική κατανομή θα εξαχθούν λανθασμένα συμπεράσματα. Αν η κατανομή του τεστ σημαντικότητας δεν έχει εκτιμηθεί σωστά τότε η μηδενική υπόθεση, ενώ θα είναι σωστή, μπορεί να απορριφθεί με μια συχνότητα άλλη από αυτήν που είχε αρχικά καθοριστεί από το επίπεδο σημαντικότητας του τεστ.

Εδώ θα αναφερθούμε σε δύο μη-παραμετρικούς έλεγχους που κάνουν λιγότερο αυστηρές υποθέσεις από το t-test. Ο πρώτος είναι το sign test. Στο συγκεκριμένο τεστ, η μηδενική υπόθεση είναι ότι το ποσοστό των μετοχών του δείγματος που έχουν θετική επίδοση στις αποδόσεις (θετικά κατάλοιπα) είναι ίσο με 0,5. Η εναλλακτική υπόθεση (για οποιοδήποτε επίπεδο θετικής επίδοσης) είναι ότι το ποσοστό των μετοχών του δείγματος που έχουν θετική επίδοση στις αποδόσεις είναι μεγαλύτερο από 0,5. Στον δεύτερο, το Wilcoxon test, λαμβάνονται υπόψην το πρόσημο και το μέγεθος της μη φυσιολογικής επίδοσης στον υπολογισμό του test statistic.

4.6. Τι θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα μελέτη

Στην ερευνά μας για κάθε μετοχή j και ημέρα t , υπολογίζουμε την υπερβολική απόδοση, $E R_{jt} - R_{mt}$, από την ημέρα -20 μέχρι την ημέρα +20 γύρω από την ημέρα που μας ενδιαφέρει (A,B,C), σύμφωνα με το "market adjusted model" ως εξής:

$$E r_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

όπου R_{jt} είναι η απόδοση της μετοχής j την ημέρα t και R_{mt} απόδοση του δείκτη που χρησιμοποιείται για σύγκριση (π.χ. της αγοράς) την ημέρα t . Ο σύνθετος δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών χρησιμοποιείται για σύγκριση. Επίσης, υπολογίζουμε τις αθροιστικές υπερβολικές αποδόσεις για κάθε ημέρα με την μέθοδο Cumulative Abnormal Returns (CAR) ως εξής:

$$CAR_t = \sum_{t \in TP} \frac{1}{N} \sum_j u_{it}$$

ή ποιο απλά, σύμφωνα με τον Brown and Warner (1980):

$$CAR_t = CAR_{t-1} + AR_t.$$

Για να εφαρμόσουμε την μεθοδολογία, οι αποδόσεις υπολογίζονται για εκατόν τριάντα ημέρες, από την ημέρα -150 μέχρι την ημέρα -21, σε σχέση με κάθε μια ημέρα που έχουμε αναφέρει, και τη θεωρούμε ως ημέρα 0.

4.7. Δεδομένα

Η εξέταση της αντίδρασης της τιμής θα γίνει για την ημερομηνία ανακοίνωσης των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών, η οποία θεωρείται η ημέρα 0 στα πλαίσια της στατιστικής ανάλυσης. Πιο αναλυτικά, είναι η ημέρα της πρώτης δημόσιας ανακοίνωσης της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Το δείγμα μας αποτελείται από εξήντα επτά (67) εταιρείες.

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να διευκρινιστεί πως επιλέχθηκε η συγκεκριμένη ημερομηνία, καθώς είναι πρακτικά η πρώτη ημέρα κατά την οποία γίνεται γνωστή η πρόθεση της επαναγοράς στον κύριο όγκο των επενδυτών. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ισχύοντα σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, στις οποίες πρώτη ημέρα γνωστοποίησης της πρόθεσης για επαναγορά μετοχών είναι η ημέρα που λαμβάνει την απόφαση το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Η διαφοροποίηση στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δημιουργείται γιατί η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου δεν δημοσιεύεται άμεσα αλλά μετά από διάστημα 7 – 8 ημερών.

Η εξεταζόμενη περίοδος είναι το διάστημα από την 1/1/2000 έως τις 31/12/2005. Κατά την συγκεκριμένη χρονική περίοδο παρατηρήθηκαν εβδομήντα τέσσερις (74) ανακοινώσεις πρόθεσης επαναγοράς ιδίων μετοχών. Ορισμένες από αυτές τις ανακοινώσεις πραγματοποιήθηκαν ταυτόχρονα με ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού

κεφαλαίου ή με ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων. Στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης οι συγκεκριμένες ανακοινώσεις συμπεριλήφθηκαν στο εξεταζόμενο δείγμα

Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της επαναγοράς ιδίων μετοχών εξήχθησαν από τον διαδικτυακό τόπο της εφημερίδας ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ (www.naftemporiki.gr). Οι τιμές κλεισίματος των μετοχών, καθώς και του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποκομίσθηκαν από τον διαδικτυακό τόπο της εφημερίδας ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ (www.enet.gr), ο οποίος είναι και ο μόνος που παρέχει τις συγκεκριμένες πληροφορίες χωρίς χρηματικό αντίτιμο.

Η μεθοδολογία που παρουσιάστηκε από τους Brown και Warner (1980,1985) όσον αφορά την εξέταση της αντίδρασης της αγοράς, αναλύοντας τις υπερβολικές αποδόσεις, είναι αυτή στην οποία θα βασιστεί η παρούσα εμπειρική έρευνα. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα υπολογιστούν σύμφωνα με το “market adjusted model”.

Πιο αναλυτικά, σχηματίστηκε ένα τελικό δείγμα από εξήντα επτά (67) εταιρίες, και εβδομήντα τέσσερις (74) ανακοινώσεις πρόθεσης επαναγοράς ιδίων μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ακολουθεί η παρουσίαση και επεξήγηση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας, τα οποία συνοψίζονται στους Πίνακες 1 και 2 που ακολουθούν.

5.1 Παρουσίαση αποτελεσμάτων

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται στοιχεία για τις 74 εταιρείες του δείγματος που ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών στο χρονικό διάστημα 2000 έως 2005 στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στην στήλη (3) καταγράφονται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών για περίοδο 41 ημερών (-20,+20) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης η οποία αναφέρεται ως ημέρα (0), προκειμένου να εξεταστεί η βραχυπρόθεσμη υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών. Πρακτικά, η εξεταζόμενη περίοδος αντιστοιχεί σε ένα ημερολογιακό μήνα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της επαναγοράς και έναν ημερολογιακό μήνα μετά.

Επίσης, στην στήλη (4) έχει καταγραφεί η αναλογία των θετικών με τις αρνητικές υπεραποδόσεις, στην στήλη (5) έχει εξεταστεί η στατιστική σημαντικότητα των υπερβαλλουσών αποδόσεων με την μέθοδο χρονολογικών σειρών χαρτοφυλακίου (portfolio time series method) και τέλος, στην στήλη (6) έχουν απεικονισθεί οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Μέσες υπερακοδόσεις (Average abnormal returns AR), αβροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative abnormal returns CAR), έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των AR (t-statistics AR), [AR]γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης για την εκπαγγορά ιδίων μετοχών από τις επωρεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 2000εώς 2003. Το μοντέλο AR, [AR]γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης για την εκπαγγορά ιδίων μετοχών από τις επωρεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 2000εώς 2003. Το μοντέλο χρησιμοποιείται για να υπολογισθούν οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις εντός το market adjusted model. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας (t-statistics of AR) έχει υπολογισθεί την μέθοδο των portfolio time series method.

Ημέρα	Αριθμός επιχειρήσεων	Υπερβάλλουσες αποδόσεις	Αναλογία Βετακών με εργητικών υπερβάλλουσεων	t-statistics portfolio time series method	Αβροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις
-20	73	0,15%	42,31	0,44	0,15%
-19	73	0,58%	34,39	1,77	0,73%
-18	73	-0,26%	33,40	-0,79	0,47%
-17	73	0,08%	36,37	0,23	0,55%
-16	73	-0,38%	35,38	-1,15	0,17%
-15	73	-0,13%	32,41	-0,38	0,04%
-14	73	-0,21%	35,38	-0,65	-0,17%
-13	73	0,16%	34,39	0,49	-0,01%
-12	73	-0,39%	37,36	-1,18	-0,40%
-11	73	0,39%	42,31	1,18	-0,01%
-10	74	-0,26%	33,41	-0,80	-0,27%
-9	74	0,01%	42,32	0,02	-0,27%
-8	74	0,16%	35,39	0,47	-0,11%
-7	74	-1,15%	32,42	-3,49	-1,26%
-6	74	-0,39%	34,40	-1,20	-1,65%
-5	74	0,04%	37,37	0,11	-1,62%
-4	74	0,08%	40,34	0,23	-1,54%
-3	74	-0,09%	37,37	-0,28	-1,63%
-2	74	0,43%	41,33	1,36	-1,18%
-1	74	-0,08%	39,35	-0,25	-1,26%
0	74	0,50%	42,32	1,50	-0,77%
1	74	0,47%	44,30	1,43	-0,29%
2	74	-0,20%	37,37	-0,62	-0,50%
3	74	0,14%	47,27	0,42	-0,36%
4	74	-0,14%	42,32	-0,41	-0,50%
5	74	-0,07%	37,37	-0,21	-0,57%
6	74	0,10%	39,35	0,30	-0,47%
7	74	0,09%	38,36	0,28	-0,38%
8	74	-0,59%	31,43	-1,78	-0,96%
9	74	0,39%	42,32	1,18	-0,57%
10	74	-0,29%	33,39	-0,88	-0,86%
11	74	-0,13%	33,41	-0,38	-0,99%
12	74	-0,02%	32,42	-0,06	-1,00%
13	74	0,28%	37,37	0,85	-0,72%
14	74	0,10%	38,36	0,31	-0,62%
15	74	0,22%	42,32	0,68	-0,40%
16	74	0,35%	34,40	1,05	-0,05%
17	74	-0,25%	41,33	-0,75	-0,30%
18	74	-0,11%	36,38	-0,32	-0,41%
19	74	-0,15%	37,37	-0,44	-0,55%
20	74	0,07%	36,38	0,22	-0,48%

Στον πίνακα 2 εμφανίζονται οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για επιλεγμένα διαστήματα ημερών και παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εξέτασης της στατιστικής σημαντικότητάς τους με βάση την μέθοδο χρονολογικών σειρών χαρτοφυλακίου (portfolio time series method).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

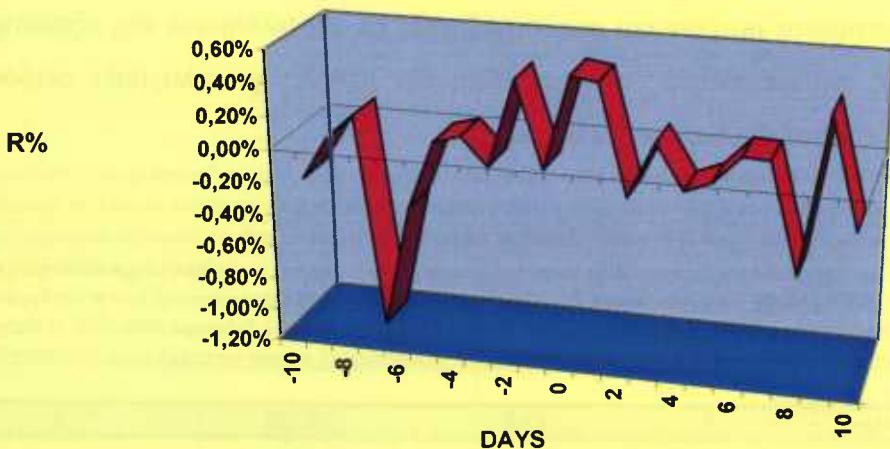
Αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative abnormal returns - CAR), έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των CAR (T statistics of CAR, t [CAR]), για συγκεκριμένα διαστήματα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών το χρονικό διάστημα 2000-2005. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας έχει υπολογιστεί με την μέθοδο χρονολογικών σειρών χαρτοφυλακίου (portfolio time series method).

Event periods	CAR	t[CAR]
Διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης		
-1,+1	0,88%	1,55
-2,+2	1,13%	1,53
-5,+5	1,09%	1,00
Διαστήματα πριν και έως την ημερομηνία ανακοίνωσης		
-20,-1	-1,26%	-0,86
-20,-10	-0,27%	-0,25
-10,-1	-1,25%	-1,20
-20,-5	-1,62%	-1,23
-5,-1	0,39%	0,53
-1,0	0,41%	0,89
Διαστήματα από και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης		
0,+3	0,90%	1,37
0,+10	0,40%	0,37
0,+20	0,78%	0,52
0,+1	0,97%	2,07
0,+2	0,76%	1,33
0,+5	0,69%	0,86

5.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων εμπειρικής έρευνας

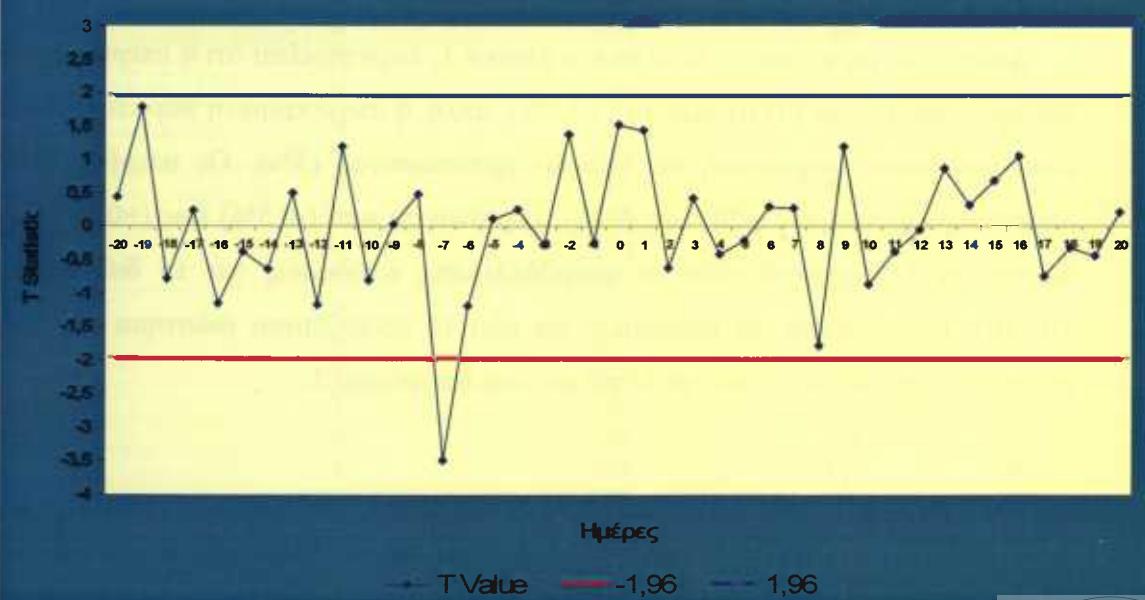
Αναφορικά με τα αποτελέσματα του πίνακα 1, παρατηρείται ότι η υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα (0) αγγίζει το (+0,5%), αλλά η συγκεκριμένη παρατήρηση δεν είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης (5%). Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των ημερών (-20) έως (+20), κυμαίνονται από (-0,5%) έως (+0,5%). Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για το διάστημα (-10,+10). Επιπρόσθετα, οι αποδόσεις για όλο το εξεταζόμενο διάστημα δεν είναι στατιστικά σημαντικές, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 2.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: Μέσες Ημερήσιες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις



Σε παρόμοια συμπεράσματα έχουν καταλήξει και άλλες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε αγορές του εξωτερικού. Στην αμερικανική αγορά, οι μελέτες των Comment και Jarrell (1991), Dann (1981), Ikenberry, Lakonishok, και Vermaelen (1995), και Vermaelen (1981), απέδειξαν ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική υπερβάλλουσα απόδοση της τιμής της μετοχής, την ημέρα της ανακοίνωσης από την εταιρεία του προγράμματος επαναγοράς.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: T Statistic για το διάστημα [-20,+20]



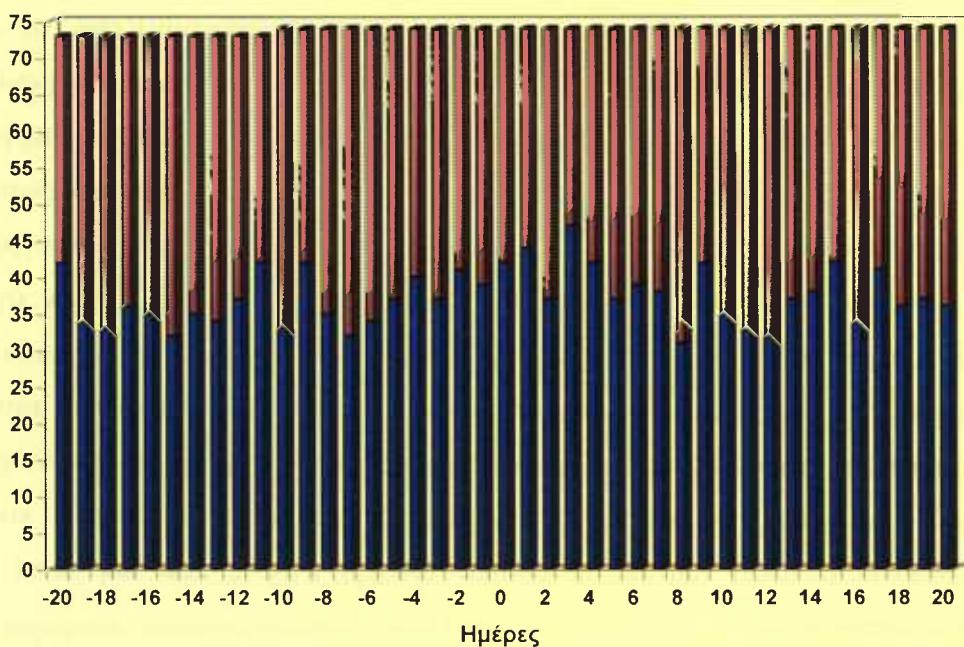
Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 2, μοναδική εξαίρεση αποτελεί η ημέρα (-7) όπου η υπερβάλλουσα απόδοση είναι αρνητική (-1,15%) και στατιστικά σημαντική.

Θα πρέπει να σημειωθεί πως η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του διοικητικού συμβουλίου για επαναγορά ιδίων μετοχών. Συνεπώς, είναι πιθανό να υπάρχει διαρροή της πληροφορίας, παρά το γεγονός πως η εταιρεία δεν έχει προχωρήσει σε δημοσιοποίηση της απόφασης. Η προσδοκία της ανακοίνωσης του προγράμματος επαναγοράς θα πρέπει να οδηγεί σε στασιμότητα αναφορικά με τον όγκο των συναλλαγών της μετοχής, καθώς η διαρροή θα οδηγήσει τους επενδυτές που κατέχουν τη μετοχή να την διατηρήσουν και να μην πραγματοποιούνται συναλλαγές με πιθανούς αγοραστές, καθώς και οι δύο προσδοκούν στην αποκόμιση υπερκερδών κατά την ημέρα της επίσημης ανακοίνωσης στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν φυσικά ένδειξη αγοράς που δεν είναι πλήρως αποτελεσματική.

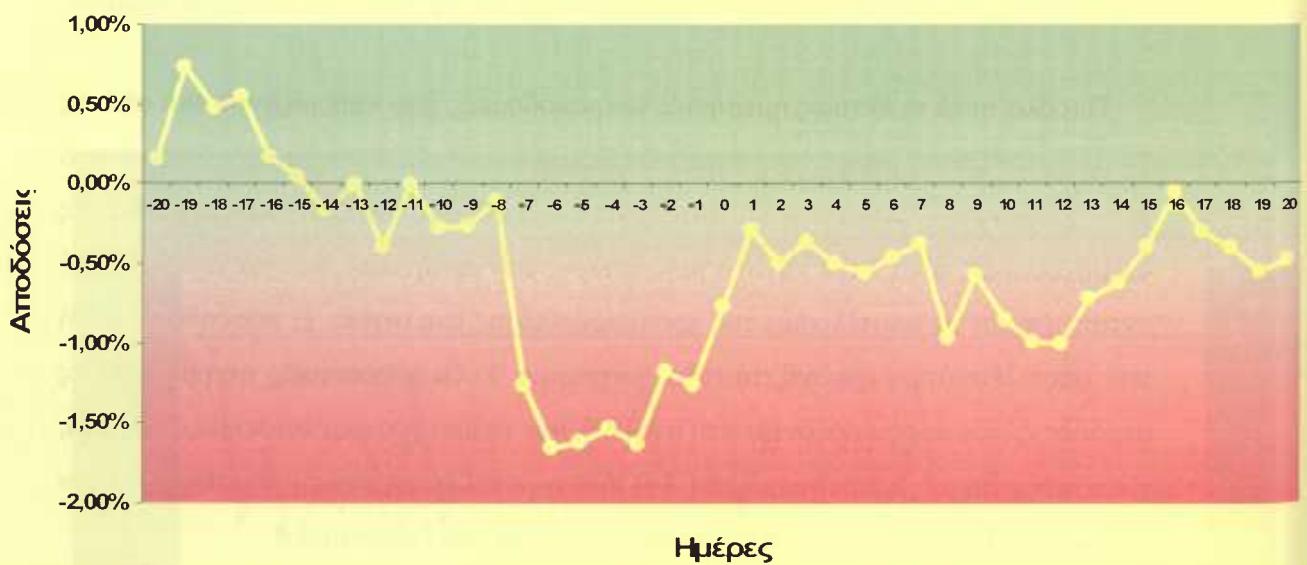
Στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα (-20 ,+20) η αναλογία των ημερησίων θετικών και αρνητικών υπεραποδόσεων για τις 74 μετοχές του δείγματος, που παρουσιάζεται στην στήλη 4, έδειξε πως μόνο 17 ημέρες οι θετικές υπεραποδόσεις ξεπερνούσαν τις αρνητικές.

Παρόλα αυτά οι θετικές ημερήσιες υπεραποδόσεις, που καθορίζονται και από τις 74 μετοχές, ξεπερνούν τις αρνητικές (21/20) και κατανέμονται αρμονικά γύρω από την ημέρα (0). Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι θετικές υπεραποδόσεις είναι κατά κανόνα μεγαλύτερες των αρνητικών, και για το λόγο αυτό αντιστρέφεται το αποτέλεσμα της προαναφερθείσας αναλογίας. Η ποσόστωση αυτή των αποτελεσμάτων εμφανίζεται στο διάγραμμα 3. Οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, που παρουσιάζονται στη στήλη 6, για το ίδιο χρονικό διάστημα (-20,+20), γίνονται αρνητικές από την ημέρα (-14) ενώ η μεγαλύτερη πτώση παρατηρείται την ημέρα (-6). Τα συμπεράσματα αυτά απεικονίζονται στο διάγραμμα 4.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Ποσόστωση θετικών - αρνητικών υπερβαλλουσών αποδόσεων



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το διάστημα [-20,+20]



Αναλύοντας τα αποτελέσματα του πίνακα 2, επιλέχθηκαν τρεις κατηγορίες διαστημάτων. Η πρώτη περιλαμβάνει διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης προκειμένου να εξεταστούν οι επιπτώσεις της ανακοίνωσης σφαιρικά.

Πιο αναλυτικά, τα διαστήματα που επιλέχθηκαν είναι (-5,+5), (-2,+2) και (-1,+1). Οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για τα συγκεκριμένα διαστήματα είναι θετικές και κυμαίνονται κοντά στο (1%), χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης (5%). Συνεπώς, υπάρχει ένδειξη θετικών υπεραποδόσεων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, η οποία όμως δεν τεκμηριώνεται στατιστικά.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει διαστήματα πριν και έως την ημερομηνία ανακοίνωσης προκειμένου να εξεταστεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών πριν την ανακοίνωση επαναγοράς. Πιο αναλυτικά, τα διαστήματα που επιλέχθηκαν είναι (-20,-1), (-20,-10), (-20,-5), (-10,-1), (-5,-1) και (-1,0). Παρατηρείται πως για το διάστημα μέχρι και την ημέρα -5, οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για όλα τα διαστήματα είναι αρνητικές, χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης (5%). Αντίθετα, για όλα τα διαστήματα μετά την ημέρα -5, οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι θετικές χωρίς όμως και πάλι να είναι στατιστικά σημαντικές. Υπάρχει συνεπώς ένδειξη πως όσο προσεγγίζεται η ημερομηνία της ανακοίνωσης, τόσο οι αθροιστικές υπεραποδόσεις τείνουν να γίνονται από αρνητικές θετικές. Το γεγονός αυτό ίσως υποδεικνύει πως οι αρνητικές αθροιστικές υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιρειών για ένα χρονικό διάστημα 16 ημερών οδηγεί το Διοικητικό Συμβούλιο στην απόφαση να προχωρήσει στην επαναγορά τους, ώστε να τις ενισχύσει.

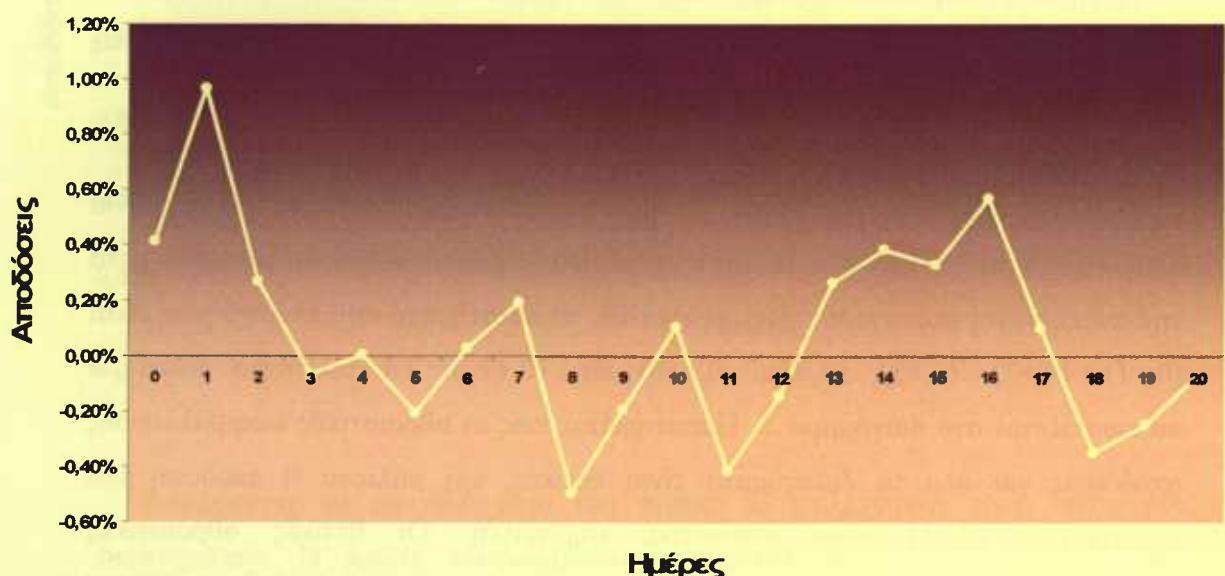
Αρνητικές υπεραποδόσεις πριν από την ημέρα ανακοίνωσης προγραμμάτων επαναγοράς, έχουν παρατηρήσει και οι Zhang (2005) και Liao et al (2005) στις αγορές του Xong Kong και Ταιβάν αντίστοιχα.

Η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει διαστήματα από και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης προκειμένου να εξεταστεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μετά την ανακοίνωση επαναγοράς. Πιο αναλυτικά, τα διαστήματα που επιλέχθηκαν είναι (0,+1), (0,+2), (0,+3), (0,+5), (0,+10) και (0,+20). Το τελευταίο διάστημα παρουσιάζεται στο διάγραμμα 5. Παρατηρείται πως οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για όλα τα διαστήματα είναι θετικές, και μάλιστα η απόδοση του διαστήματος (0,+1) είναι στατιστικά σημαντική. Οι θετικές αθροιστικές υπεραποδόσεις που παρατηρούνται στην συγκεκριμένη χρονική περίοδο ενισχύουν

την θεωρία πως η επαναγορά ιδίων μετοχών χρησιμοποιείται από τα διευθύνοντα στελέχη ως εργαλείο, για να αποκαλύψει στο ευρύ επενδυτικό κοινό την προσωρινή υποτίμηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και να την υποδείξει ως επενδυτική ευκαιρία.. Το συγκεκριμένο φαινόμενο παρουσιάζεται επίσης στο διάγραμμα 5. Η στατιστικά σημαντική αθροιστική υπεραπόδοση της τάξεως του 0,97%, για το διάστημα (0,+1), που περιλαμβάνει την ημέρα ανακοίνωσης και την επόμενη, αποτελεί ουσιαστικά και το διάστημα διαπραγμάτευσης της μετοχής με ενσωματωμένη την πληροφορία.

Τα προαναφερθέντα συμπεράσματα ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με αυτά των εμπειρικών ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας. Υπάρχει μια σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής ένα μήνα πριν την ανακοίνωση της επαναγοράς και θετική αντίδραση τις πρώτες ημέρες μετά την ανακοίνωση. Επομένως και η ελληνική αγορά, παρόλο που πιθανόν να μην είναι πλήρως αποτελεσματική, είναι συμβατή με τις θεωρίες της διεθνούς βιβλιογραφίας και μπορεί να υποκρύπτει διάφορες αιτίες όσον αφορά την αντίδρασή της. Πιθανόν η υπερβάλλουσα απόδοση να σηματοδοτεί μια μελλοντική άνοδο στην τιμή της μετοχής, ή ότι οι διοικήσεις των εταιρειών μειώνουν τα agency costs ,ή ότι διανέμουν ταμειακές ροές στους μετόχους, ή ότι οι εταιρείες αυξάνουν τον βαθμό της εξωτερικής τους μόχλευσης προσανατολιζόμενες προς μια ιδανικότερη κεφαλαιακή διάρθρωση.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το διάστημα [0,+20]



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η διεθνής βιβλιογραφία είναι πλούσια σε έρευνες που έχουν διεξαχθεί γύρω από το φαινόμενο της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Η στρατηγική αυτή διανομής κερδών στους μετόχους, έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα στην Αμερικανική αγορά, στην οποία εφαρμόζονται δύο (2) διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς: η επαναγορά ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market) και η επαναγορά σε προκαθορισμένη τιμή (tender offer). Πολλές μελέτες έχουν ερευνήσει τα αίτια που οδηγούν τις εταιρείες στην επαναγορά ιδίων με την πρώτη ή την δεύτερη μέθοδο και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διαφοροποίηση γίνεται με βάση τους στόχους, τις ανάγκες και το είδος της εκάστοτε εταιρείας.

Στην Ελλάδα, όπως και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, η επαναγορά ιδίων σημείωσε ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία πέντε (5) χρόνια. Στην διεύρυνση αυτή βοήθησε και η πρόσφατη αναθεώρηση του νομοθετικού πλαισίου, το οποίο αναπροσαρμόσθηκε με βάση τις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς. Η μέθοδος που ακολουθείται είναι η επαναγορά ιδίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, γεγονός που προσδίδει μεγαλύτερη ευελιξία στις εταιρείες ως προς τον χρόνο ολοκλήρωσης των προγραμμάτων.

Αρκετοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί με τον προσδιορισμό των αιτιών που οδηγούν τις διοικήσεις των εταιρειών στην εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς. Οι υποθέσεις που έχουν καταγραφεί είναι αρκετές. Η πιο ευρέως διαδεδομένη είναι η υπόθεση της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis). Με βάση αυτήν την υπόθεση, η διοίκηση της εταιρείας μέσω της επαναγοράς, διοχετεύει πληροφορίες προς τους μετόχους της και υπονοεί ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, άρα και ευκαιρία επένδυσης. Μελέτες έχουν καταγραφεί για την συγκεκριμένη υπόθεση από τους Vermaelen (1981), Mullins (1982) και Dann (1981). Μία άλλη υπόθεση επαναγοράς είναι κατά τους Masulis (1980), Bagwell και Shoven (1989) και Vermaelen (1981), η υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis) κατά την οποία οι επενδυτές προτιμούν την επαναγορά ως μέθοδο απολαβής ταμειακών ροών, διότι είναι αφορολόγητη.. Επίσης έρευνα έχει

διεξαχθεί και σε σχέση με την υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) όπως και για την υπόθεση απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis) από τον Vermaelen (1981). Με την υπόθεση της άμυνας (takeover defense hypothesis) ασχολήθηκαν οι Bagwell και Shoven (1989).

Με βάση τις συγκεκριμένες υποθέσεις παρατηρείται μια υπερβάλλουσα θετικά αντίδραση της τιμής της μετοχής κατά την ημέρα ανακοίνωσης του προγράμματος και στο βραχυχρόνιο διάστημα που έπεται της ημέρας αυτής.

Στην παρούσα μελέτη εξετάστηκε η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς κατά την ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το εξεταζόμενο δείγμα περιλάμβανε 74 ανακοινώσεις των προγραμμάτων αυτών. Η περίοδος εξέτασης αφορούσε τις σαράντα μία (41) ημέρες γύρω από την εξεταζόμενη ημέρα. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας έγινε με την μέθοδο: (time series standard deviation test).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει μια σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής ένα μήνα πριν την ανακοίνωση και πιο συγκεκριμένα παρατηρήθηκε μια υπερβάλλουσα αρνητική αντίδραση της τιμής κατά την ημέρα (-7) της τάξεως του (-1,15%) η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του διοικητικού συμβουλίου για επαναγορά ιδίων μετοχών. Οπότε πιθανότατα το γεγονός αυτό να υποδεικνύει μια διαρροή της πληροφορίας. Ακόμη βρέθηκαν στοιχεία στατιστικά σημαντικής θετικής αντίδρασης τις πρώτες ημέρες που έπονται της ανακοίνωσης και ειδικότερα στο διάστημα (0,+1) της τάξεως του (0.97%). Την ημέρα (+1) η αγορά έχει ενσωματώσει την πληροφορία της επαναγοράς και την έχει αξιολογήσει θετικά.

Επομένως και η ελληνική αγορά, είναι συμβατή με την θεωρία των διεθνών βιβλιογραφιών που υποστηρίζουν ότι η επαναγορά ιδίων είναι μία στρατηγική χρηματοδότησης του επενδυτικού κοινού από τις διοικήσεις των εταιρειών, οι οποίες δικαιολογημένα (εκ των αποτελεσμάτων των ερευνών), αποσκοπούν στην άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Armitage, S.,1995, Event study methods and evidence on their performance, The Journal of Economic Surveys,8,25-51.
2. Badrinath, S. G. and Nikhil Varaiya, 2000, The Share Repurchase Decision: Causes Consequences and implementation Guidelines (Working Paper, Financial Executive Research Foundation)
3. Bagwell, L. S. and J. B. Shoven (1989). 'Cash Distributions to Shareholders', Journal of Economic Perspectives,3(3), Summer, pp. 129-140.
4. Barth, Mary E. and Ron Kasznik, 1999, "Share Repurchases and Intangible Assets," Journal of Accounting and Economics (Vol.28) 211-241.
5. Best, R. W., R. J. Best and G W. Hodes, 1998, "The Effect of Self- Tender Offers on Earnings Expectations," The Journal of Financial Research (Vol. 21, No.2) 123-139.
6. Brenner,M.,1979,The sensitivity of the efficient market hypothesis to alternative specifications of the market model,The Journal of Finance,34,915-929.
7. Brick,L., Statman,M .and Weaver,D.,1989, Event studies and model misspecification: another look at the benefits to outsiders from public information about insider trading, The Journal of Business Finance and Accounting,16,399-424.
8. Brown ,K.,Lockwood,C. and Lummer,S.,1985,An examination of event study dependency and structural change in security pricing models, The Journal of Financial and Quantitative analysis,20,315-334.
9. Brown, S., and Warner, J.,1980,Measuring security price performance, The Journal of Financial Economics,8,205-258.
10. Cai, Xiang, 2004, Stock Repurchase and Cash Acquisition-a Payout Policy Perspective, Department Of Financial Economics, Cornell University.(working paper)
11. CGRK Consulate General of the Republic of Korea, 2000, A LG Securities Report (Korean Economy Daily Report, Consulate General of the Republic of Korea CG No. 450)

12. Comment, R., and G. A. Jarrell, 1991, "The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed- Price Self-Tender Offers and Open Market Share Repurchases," *Journal of Finance* (46) 1243-1271.
13. Cook Douglas O, Krigman Laurie, Leach Chris J,2005,On the Timing and Execution of Open Market Repurchases, *The Review of Financial Studies*, Vol 17,no 2,p 463-498.
14. D/Emello, Ranjan and Pervin K. Shroff, 2000, "Equity Undervaluation and Decision Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigations," *Journal of Finance* (55); 2399-2424.
15. Dann, L. Y. (1981). 'Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders', *Journal of Financial Economics*, 9, June, pp.113-138
16. Dyckman, T., Philbrick, D., ans Stephan,J.,1984, A comparison of event study methodologies using daily stock returns: a simulating approach, *The Journal of Accounting Research*,22,1-30.
17. Edith Ginglinger and Jacques Hamon , 2005, Share repurchase regulations: do firms play by the rules?(working paper)
18. Fama,E., and Macbeth,J , 1973,Risk,return and equilibrium: Empirical tests, *The Journal of Political Economy*,71,607-636.
19. Fenn, George W. and Nellie Liang, 2000, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics* (Forthcoming).
20. Guay, Wayne and Jarrad Harford, 2000, "The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases," *Journal of Financial Economics* (Vol. 57) 385-415.
21. Hatakeda,T.,and Isagawa,N.,2004,Stock price behaviour surrounding repurchase announcements: Evidence from Japan, *Pacific-Basin Finance Journal* ,12,271-290.
22. Hertz M,1990, Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers. *Journal-of-Accounting-and-Economics.*; 14(3): 253-74
23. Ikenberry, D and Vermaelen, T., 1996, The Option to Repurchase Stock, *Financial Management*, (Vol 25,No 4 ,9-24)
24. Ikenberry, D. Lakonishok,J, and Vermaelen,T., 1995, "Market Under-reaction to Open Market Share Repurchases," *Journal of Financial Economics*, (Vol. 39, October) 181-208.

25. Ikenberry, D, and Lakonishok,J, and Vermaelen,T.,1999, Stock repurchases in Canada:Performance and strategic trading,National Bureau of Economic Research, Working paper 7325.
26. Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach, 2000, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics* (Vol. 57) 355-384.
27. Jensen, M. C. and W. Meckling (1976). 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360
28. Kruger,T.M., and Johnson,K.H. 1991, Parameter specifications that make little difference in anomaly studies, *The Journal of Business Finance and Accounting*,18,567-582.
29. Lamba, A. and I. M. Ramsay, 2000 "Share Buyback in a Highly Regulated and Less Regulated Market Environment," (University of Melbourne, Working paper).
30. Li, Kai and William McNally, 2000, "Information Signaling or Agency Conflicts: What Explains Canadian Open Market Share Repurchases?" (The University of British Columbia).
31. Liao Liang Tung, Ke Mei-chu,Yu Hsiang-Tai, 2005, Anomalous price behaviour around stock repurchases on the Taiwan stock exchange, *Applied Economic Letters*,12,29-39
32. Lie ,E.,2005, Operating performance following open market share repurchase announcements, *Journal of Accounting and Economics*, 39,411-436.
33. Lie, Erik and John J. McConnell, 1998, "Earnings Signals in Fixed-price and Dutch Auction Self-tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 49 No.(2) 161-186
34. Masulis, R. W. (1980). 'Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes', *The Journal of Finance*, XXXV(2), May, pp. 305-319.
35. McNally William, 1999, Multi-Dimensional Signaling with Fixed-Price Repurchase Offers. *Wiley Journals Volume20, Issue3*, 131-150 .
36. McNally, William J., 1998, "Who Wins in Large Stock Buybacks- Those Who Sell or Those Who Hold?" *Journal of Applied Corporate Finance* (Vol. 11, No. 1) 78-89.

37. McNally, William J., 1999, "Open Market Stock repurchase signaling," *Financial Management* (Vol. 28, No. 2).
38. Mullins, D. W. (1982). 'Signalling with Dividends and Stock Repurchases'. Unpublished manuscript, Harvard Business School, April.
39. Nohel Tom and Vefa Tarhan, 1998 "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow," *Journal of Financial Economics* (Vol. 49) 187-222.
40. Ofer, Aharon and Anjan V. Thakor, 1987, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends," *Journal of Finance* (No. 2) pp. 365-389.
41. Olson,J.A.,1978,On the theory of residual analysis and abnormal performance metrics, *Austalian Journal of Management*,3,175-193.
42. Otchere, Isaac and Matthew Ross, 2000, "Do Share Buy Back Announcements Convey Firm Specific or Industry-Wide Information? A Test of the Undervaluation Hypothesis" (Working Paper)
43. Patell,S.,1976,Corporate forecast of earnings per share and stock price behaviour :Empirical test, *The Journal of Accounting Research*,14,246-276.
44. Pellens, Bernhard, 2000, Share Repurchases (Chair of International Accounting Share Repurchases, University of Bochum, Germany).
45. Persons, John C., 1997, "Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchases," *Journal of Corporate Finance* (Vol. 3) 221-249.
46. Rau, Raghavendra P. and Theo Vermaelen, 2000, "Regulation, Taxes and Share Repurchases in the UK" (November, working Paper).
47. Rees, W., 1996, "The Impact of Open Market Equity Repurchases on UK Equity Prices," *European Journal of Finance* (Vol.2) 353-370.
48. Roll,R.1977,A critique of the asset pricing theory tests: Par I: on past and potential testability of the theory, *The Journal of Financial Economics*,4,129-176.
49. Skjeltorp, Johannes Alte, 2000, Market Impact of Open Market Share Repurchases in Norway (Research Department, Central Bank of Norway).
50. Stephens ,C. and Jagannathan, M.,2003, Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs, *Financial-Management*. 32(2): 71-91
51. Stephens,C.,and Weisbach,M.,1998, Actual Share Reacquisition's in Open-Market Repurchase Programs, *The Journal Of Finance* ,1,313-331.

52. Strong, N.,1992, Modelling abnormal returns: a review article, *The Journal of Business Finance and Accounting*,19,533-552.
53. Vafeas, Nikos and Maurice Joy, 1995, "Open Market Share Repurchases and the Free Cash Flow Hypothesis," *Economics Letters* (Vol.48) 405-410.
54. Vermaelen,T.,1981,Common Stock Repurchases and Market Signalling:Empirical Study,*Journal of Finance Economics* ,9,139-183.
55. Zhang ,H.,2005,Share price performance following actual share repurchases, *Journal of Banking and Finance*,29,1887-1901.

University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Schreyer Fellowships in Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Postgraduate Programmes in Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Ph.D. Programmes in Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Postgraduate Programmes in Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Ph.D. Programmes in Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Postgraduate Programmes in Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Ph.D. Programmes in Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Postgraduate Programmes in Economics and Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Ph.D. Programmes in Economics and Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Postgraduate Programmes in Finance and Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Ph.D. Programmes in Finance and Economics, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Postgraduate Programmes in Economics and Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Teaching Fellowships in Ph.D. Programmes in Economics and Finance, Department of Finance, University of Economics & Business, Athens, Greece
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

To submit applications, please visit our website at www.oep.gr.
Επικοινωνία με την Αίθουσα Διεύθυνσης Επιλογών στον παρακάτω τόπο:



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α.

Κωδικοποίηση Νόμος 2190 Περί Ανωνύμων εταιριών (2004)

Άρθρο 15β Κάλυψη ιδίων μετοχών από την εταιρεία

1. Η εταιρεία δε μπορεί να αναλαμβάνει την κάλυψη δικών της μετοχών.
2. Σε περίπτωση που τις μετοχές της εταιρείας ανέλαβε πρόσωπο που ενεργεί με το δικό του όνομα αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, θεωρείται ότι το πρόσωπο αυτό τις ανέλαβε για δικό του λογαριασμό.
3. Κατά τη σύσταση της εταιρείας οι ιδρυτές και, σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, υποχρεούνται να καταβάλουν την αξία των μετοχών που έχουν αναληφθεί κατά παράβαση των διατάξεων αυτού του άρθρου.

Οι πιο πάνω ιδρυτές ή μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορούν να απαλλαγούν από αυτή την υποχρέωση αν αποδείξουν ότι δεν τους βαρύνει οποιαδήποτε υπαιτιότητα.

[Όπως το άρθρο 15β προστέθηκε με το άρθρο 19 του ΠΔ 409/1986 (προσαρμογή στο άρθρο 18 της Δεύτερης Οδηγίας Ε.Ο.Κ.)]

Άρθρο 16 Απαγόρευση αποκτήσεως ιδίων μετοχών

1. Απαγορεύεται στην ανώνυμη εταιρεία η απόκτηση δικών της μετοχών, είτε από αυτή την ίδια είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της.
2. Από την απαγόρευση της προηγούμενης παραγράφου εξαιρούνται:

- a. Οι αποκτήσεις με σκοπό τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε άπω τη γενική συνέλευση σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του καταστατικού.
- b. Οι αποκτήσεις μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας.
- γ. Οι αποκτήσεις μετοχών, που έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς και προέρχονται από αναγκαστική εκτέλεση που έγινε για την πληρωμή απαιτήσεων της ίδιας της εταιρείας.
- δ. Οι αποκτήσεις από ανώνυμες τραπεζικές εταιρείες μετοχών τους, αλλά κατ' εντολή τρίτων.
- ε. Οι αποκτήσεις από χαριστική αιτία εφόσον έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς.

στ. Αποκτήσεις με σκοπό τη διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό της εταιρείας που είναι συνδεδεμένη με αυτή. Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία δώδεκα (12) μηνών από την απόκτηση τους, μετά την πάροδο της οποίας η διάταξη της παρ. 3 ως προς τις περιπτώσεις γ' και ε' έχει εφαρμογή.

Οι αποκτήσεις μετοχών αυτής της περίπτωσης γίνονται υπό τις εξής προϋποθέσεις:

- εφόσον η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, μαζί με την ονομαστική αξία τυχόν μετοχών των προηγούμενων περιπτώσεων α-ε, δεν υπερβαίνει το ένα

δέκατο (1/10) του μετοχικού κεφαλαίου,

- εφόσον δεν θα έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, όπως προσδιορίζονται στο υπόδειγμα ισολογισμού που προβλέπεται από το άρθρο 42γ, κάτω από το ποσό που προβλέπει η παράγραφος 1 του άρθρου 44α, και
- εφ' όσον πρόκειται για μετοχές πλήρως εξοφλημένες (Βλ. άρθρο 25 παρ. 2 του Ν 1682/1987 και άρθρο 18 του Ν 1731/1987). (Όπως η παρ. στή προστεθήκαμε το άρθρο 25 παρ. 1 του Ν 1682/1987.)

3. Στις περιπτώσεις α' και β' της προηγούμενης παραγράφου, οι μετοχές που αποκτούνται πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.

Στις περιπτώσεις γ' και ε' της ίδιας παραγράφου, οι μετοχές πρέπει να πωλούνται μέσα στο συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα, που δε μπορεί να υπερβαίνει το ένα έτος.

Αν περάσει άπρακτη αυτή η προθεσμία, οι μετοχές πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.

4. Οι μετοχές της εταιρείας που ανήκουν στην ίδια υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, δεν έχουν όμως δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση.

5. Εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παράγραφοι 1 και 2 και 31 παράγραφος 1, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους, με σκοπό τη στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής τους σε περιπτώσεις που θεωρείται ότι η εν λόγω τιμή είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και προοπτικές της εταιρείας.

Στο ανωτέρω ποσοστό συμπεριλαμβάνονται και οι μετοχές τις οποίες έχει προηγουμένως αποκτήσει η εταιρεία, καθώς και εκείνες που έχουν αποκτηθεί από πρόσωπο το οποίο ενεργούσε επ' ονόματι του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας.

6. Η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας για σύγκληση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, με σκοπό τη λήψη απόφασης για αγορά δικών της μετοχών προς στήριξη της τιμής τους σύμφωνα με την παράγραφο 5 του παρόντος, καθώς και η απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων για αγορά των μετοχών, γνωστοποιούνται αμέσως, μετά τη λήψη τους στο διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

7. Στην απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων ορίζονται κυρίως τα εξής:

α) Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.

β) Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.

γ) Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

(Όπως οι παράγραφοι 5, 6 και 7 του άρθρου 16 προστέθηκαν με την παράγραφο 3 του άρθρου 6 του Ν. 2892/2001 και ισχύουν σύμφωνα με την περίπτωση β του άρθρου 19 του ιδίου νόμου από 9/3/2001 και μετά)

8. Οι αγοραζόμενες μετοχές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Η κατά παράβαση των διατάξεων του παρόντος διενεργούμενη

συναλλαγή είναι απολύτως άκυρη, η ακυρότητα δε αυτή διαπιστώνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιφυλασσομένης της δικαιοδοσίας των δικαστηρίων προς τελική επίλυση της διαφοράς.

9. Η απόκτηση από την εταιρεία των δικών της μετοχών κατά τα ανωτέρω, δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού σε ποσό κατώτερο από εκείνο που ορίζεται στο άρθρο 15 παρ. 1α της οδηγίας 77/91/EOK.

10. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρ. 26 παρ. 2 (α) και (β), καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η ανακοίνωση πρέπει να περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, όπως ενδεικτικά τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν, την ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα γίνουν οι αγορές.

Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να επαναλαμβάνεται κάθε φορά για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών.

Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία υποχρεούται το αργότερο τρεις (3) εργάσιμες μέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρείας να προβεί στην απόκτηση δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής που ορίζονται στο πρώτο εδάφιο και ιδίως θα εξειδικεύεται το επί μέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία θα πραγματοποιεί τις αγορές.

Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επίσης, το αργότερο δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να δημοσιεύει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρ. 26 παρ. 2 (α) και (β).

Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο.

Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η τήρηση των παραπάνω υποχρεώσεων δεν απαλλάσσει την εταιρεία από τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης που απορρέουν από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας.

11. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται να συγκεντρώνει στοιχεία και να καταρτίζει πλήρη κατάλογο μετόχων από τους οποίους προήλθαν οι αποκτηθείσες μετοχές.

Ο κατάλογος αυτός ανακοινώνεται στους μετόχους στην πρώτη γενική συνέλευση που ακολουθεί την περίοδο των αγορών.

(Οπως οι παράγραφοι 10 και 11 του άρθρου 16 προστέθηκαν με την παράγραφο 3 του άρθρου 6 του Ν. 2892/2001 και ισχύουν σύμφωνα με την περίπτωση β του



άρθρου 19 του ιδίου νόμου από 9/3/2001 και μετά).

12. Αν οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως των μετοχών ή δεν διανεμηθούν εν όλω ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην εταιρεία, ακυρώνονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, ύστερα από πρόσκληση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας.

Η απόφαση θα περιλαμβάνει τον αριθμό και στα στοιχεία των ακυρουμένων μετοχών και τους λόγους ακύρωσης τους. Η ακύρωση θα γίνεται με καταστροφή του σώματος αυτών και σε περίπτωση εναποθέσεως των μετοχών στην Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων με καταστροφή των αποθετηρίων εγγράφων και αντίστοιχων μετοχών αποδιδόμενων προς τούτο από την Ανώνυμη Εταιρία Αποθετηρίων Τίτλων στην εταιρεία.

Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην αρμόδια Δ/νση του υπ. Εθνικής Οικονομίας.

Η εταιρεία δύναται να ζητεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και 2 έτη για ειδικούς λόγους τους οποίους εξειδικεύει στην αίτηση της.

13. Η πώληση των μετοχών διενεργείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του όλου αριθμού των μελών του.

Η απόφαση ορίζει κατώτερη τιμή πωλήσεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διαθέσεως αυτών στην αγορά.

Η απόφαση γνωστοποιείται αμελλητί στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται σε δύο (2) τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες.

14. Σε περίπτωση που διενεργείται αγορά μετοχών κατά τις διατάξεις του παρόντος τηρούνται οι διατάξεις του άρθρου 30 του Ν 1806/1988.

[Όπως το άρθρ. 16 αντικαταστάθηκε με το άρθρο 20 του ΠΔ 409/1986 (προσαρμογή στο άρθρο 20 της Δεύτερης Οδηγίας ΕΟΚ). Οι παρ. 5-14 προστέθηκαν με το άρθρο 2 του ΠΔ 14/1993] Σχετικές διατάξεις: Άρθρο δεύτερο παρ. 22 Ν 2257/1994.

Σε περίπτωση διάθεσης μετοχών εταιρειών που προβλέπονται στο άρθρου 14, παρ. 20 του Ν 2166/1993, που είναι εισηγμένες ή θα εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιτρέπεται οι ανάδοχοι να προβαίνουν στο εξωτερικό σε πράξεις αγοράς ή πώλησης μετοχών με σκοπό τη σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών αυτών εφόσον:

α) οι παραπάνω συναλλαγές ενεργούνται σύμφωνα με το δίκαιο και τους κανόνες που ισχύουν στη χώρα που ενεργούνται,

β) το ενημερωτικό δελτίο που κυκλοφόρησε στην Ελλάδα εμφανώς ανέφερε ότι οι μετοχές δύνανται να υπαχθούν σε διαδικασία σταθεροποίησης στο εξωτερικό, όπως επίσης και τους τρόπους της σταθεροποίησης.

Στην περίπτωση αυτή, αυτός που ενεργεί πράξεις σταθεροποίησης μετοχών, καθώς και οι βοηθοί που συμπράττουν σε αυτές δεν έχουν καμία ευθύνη από τις πράξεις αυτές, ιδίως λόγω της επίδρασης που θα ασκήσουν αυτές στις τιμές των μετοχών στην Ελλάδα.

Άρθρο δεύτερο παρ. 24 Ν 2257/1994.

Η δυνατότητα που παρέχεται στην εταιρία με βάση το άρθρο 16 παρ. 5 του κωδ. Ν 2190/1920 ανατίθεται στο Δ.Σ. με την απαρτία και πλειοψηφία του άρθρου 12 παράγραφοι 4 και 6 για διάστημα έξι μηνών από την εισαγωγή των μετοχών της στο

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η δυνατότητα αυτή παρέχεται όταν η απόκτηση ιδίων μετοχών είναι αναγκαία για να αποφευχθεί επικείμενη σοβαρή ζημία στην εταιρία.

Στην περίπτωση αυτήν η επόμενη Γ.Σ. πρέπει να ενημερωθεί από το Δ.Σ. για τους λόγους ή το σκοπό των αποκτήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί, τον αριθμό και την ονομαστική αξία, το τμήμα του καλυφθέντος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν, καθώς και την αξία των μετοχών αυτών.

Κατά τα λοιπά εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του άρθρου 16 του κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920.



Δωρεά

