

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΕΚΠΟΝΗΣΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΘΕΜΑ: *ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ*

ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ: 2004 - 2005

ΦΟΙΤΗΤΗΣ: **ΣΧΙΖΑΣ ΣΤΥΛΙΑΝΟΣ**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: **ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαια	Σελ.
1. Εισαγωγή	1
2. Λόγοι – Κίνητρα Επαναγοράς Μετοχών	4
3. Σύνοψη Βιβλιογραφίας.....	12
3.1. Επαναγορά μέσω “tender offer” και επίδραση στην τιμή της μετοχής	13
3.2. “Open Market Repurchase”: Επίδραση στην τιμή της μετοχής – Υπόθεση “Signaling”	15
3.3. Επίδραση στην τιμή της μετοχής υπό άλλες συνθήκες	22
3.4. Άλλα συμπεράσματα και επιδράσεις στην τιμή της μετοχής	24
4. Θεσμικό Πλαίσιο	29
5. Μεθοδολογία.....	36
5.1. Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων.....	36
5.2. Υπολογισμός έκτακτων αποδόσεων – Υπόδειγμα της Αγοράς	37
5.3. Διαστρωματικός μέσος έκτακτων αποδόσεων – Αθροιστικός μέσος έκτακτων αποδόσεων	39
5.4. Έλεγχος Υποθέσεων – Στατιστική Σημαντικότητα Αποτελεσμάτων	40
6. Σχηματισμός Δείγματος	42
6.1. Συλλογή Στοιχείων	42
6.2. Δημιουργία τριών (3) Δειγμάτων	43
6.3. Διάσπαση των Δειγμάτων	45
7. Αποτελέσματα	47
7.1. Αποτελέσματα για τα συνολικά δείγματα	48
7.2. Αποτελέσματα Δείγματος εταιριών που προτίθενται να επαναγοράσουν για πρώτη φορά	51
7.3. Αποτελέσματα για το Δείγμα των εταιριών που προτίθενται να επαναγοράσουν ξανά	52
8. Συμπεράσματα	63
Παράρτημα	67
Αρθρογραφία – Πηγές	81

Κεφάλαιο 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με τον όρο αγορά ιδίων μετοχών εννοείται η διαδικασία κατά την οποία μία επιχείρηση αγοράζει μέρος μετοχών της από τους μετόχους της. Η αγορά αυτή πραγματοποιείται σε τιμή μικρότερη από την τρέχουσα και σε ποσοστό συνήθως μέχρι 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας. Η αγορά ιδίων μετοχών, ή αλλιώς επαναγορά των μετοχών από τις επιχειρήσεις είναι ένα φαινόμενο που παρουσιάζει ιδιαίτερη άνθιση κυρίως στις ΗΠΑ. Ο σχετικός κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αφήνει μικρά περιθώρια στις χώρες της Ευρώπης για τέτοιου είδους ενέργειες. Στην Ελλάδα σύμφωνα με το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο, ο μόνος λόγος για να προβεί μία επιχείρηση σε επαναγορά των μετοχών της, είναι όταν πιστεύει ότι αυτή είναι υποτιμημένη και προσπαθεί να τη στηρίξει.

Έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες που εξετάζουν τόσο τους λόγους επαναγοράς των μετοχών, όσο και την επίδραση στην τιμή της μετοχής όταν ανακοινωθεί ένα πρόγραμμα επαναγοράς σε ξένες αγορές. Η πλειοψηφία αυτών καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αγορά αντιδρά θετικά όταν λαμβάνει ένα τέτοιο μήνυμα από μία επιχείρηση και έτσι προκύπτουν θετικές αποδόσεις στη μετέπειτα πορεία της μετοχής. Μάλιστα οι θετικές αποδόσεις παρουσιάζονται μακροπρόθεσμα, αλλά με φθίνοντα ρυθμό. Οι μελέτες αυτές εστιάζουν σαν ημερομηνία γεγονότος την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γενικής Συνέλευσης στην οποία αποφασίζεται η αγορά ιδίων μετοχών.

Στην Ελλάδα λίγες μελέτες έχουν γίνει για το θέμα των επαναγορών. Συνυπολογίζοντας το γεγονός ότι η εξέυρεση των στοιχείων δυσχεραίνει μία τέτοια έρευνα, γίνεται αντιληπτό το πόσο ενδιαφέρουσα είναι η πραγματοποίησή της. Ο σκοπός της έρευνας αυτής είναι να εμπλουτίσει σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο το σύγχρονο κλάδο της επιχειρηματικότητας και του Χρηματιστηρίου. Κατανοώντας και ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής, μπορούν να βγουν χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με τα κίνητρα που έχουν οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο

Αξιών Αθηνών επιχειρήσεις για να αγοράσουν μέρος των μετοχών τους. Επίσης θα αξιολογηθεί βάσει των αποτελεσμάτων η όποια αντίδραση της αγοράς στην πρόθεση των ελληνικών επιχειρήσεων να επαναγοράσουν μετοχές τους. Έτσι θα γίνει και η σχετική σύγκριση των συμπερασμάτων αυτών με τα αντίστοιχα που προέκυψαν από μελέτες σε ξένες αγορές.

Στη μελέτη που ακολουθεί θα εξεταστεί η αντίδραση της τιμής της μετοχής με βάση τρία γεγονότα: Την ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου για πραγματοποίηση Γενικής Συνέλευσης με θέμα την αγορά ιδίων μετοχών, την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης που καλεί τους μετόχους της εταιρίας να συμμετέχουν στη Γενική Συνέλευση και τέλος την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γενικής Συνέλευσης.

Το υπό εξέταση δείγμα αποτελείται από ημερομηνίες Έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων δύο ειδών. Αυτών που έχουν ως αποκλειστικό θέμα την αγορά ιδίων μετοχών και αυτών που έχουν και άλλα θέματα, λιγότερο σημαντικά. Με τον περιορισμό αυτό του δείγματος στην εξέταση των γεγονότων των 3 ημερομηνιών που προαναφέρθηκαν, θα απομονωθούν επιδράσεις που προέρχονται από άλλα γεγονότα, όπως διανομή μερισμάτων, συγχωνεύσεις, εξαγορές και άλλα. Το δείγμα αφορά εταιρίες που έχουν ανακοινώσει Έκτακτη Γενική Συνέλευση τέτοιου είδους για το χρονικό διάστημα από 1/1/2000 έως 31/3/2005.

Το συνολικό δείγμα διασπάται σε άλλα δύο. Το ένα αποτελείται από εταιρίες που ανακοινώνουν πρόθεση επαναγοράς για πρώτη φορά, και το δεύτερο από αυτές που επαναλαμβάνουν κάτι τέτοιο. Με το διαχωρισμό αυτό θα εξεταστεί κατά πόσο η επίδραση στην τιμή της μετοχής εξαρτάται από το αν μια εταιρία γνωστοποιεί για πρώτη φορά στην αγορά πρόθεση επαναγοράς μετοχών.

Στη συνέχεια ορίζεται ως εξεταζόμενη περίοδος (event study) η περίοδος (-50, +10). Δηλαδή η περίοδος που εκτείνεται 50 ημέρες πριν την πραγματοποίηση του γεγονότος και 10 ημέρες μετά από αυτό. Η ημέρα πραγματοποίησης του γεγονότος είναι η ημέρα $t = 0$. Μέσα στο διάστημα αυτό υπολογίζονται οι

υπερβάλλουσες αποδόσεις που θα οδηγήσουν στα σχετικά συμπεράσματα. Για τον προσδιορισμό των έκτακτων αποδόσεων εκτιμώνται οι συντελεστές α και β των μετοχών των εταιριών και στη συνέχεια γίνεται χρήση του Υποδείγματος της Αγοράς. Αναλόγως με τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που βρέθηκαν προκύπτουν και τα ανάλογα συμπεράσματα. Η στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων εκτιμάται συγκρίνοντας τους συντελεστές t – statistics με τις κριτικές τιμές σε 3 επίπεδα σημαντικότητας: 1%, 5% και 10%.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν δείχνουν ότι στην Ελλάδα η επίδραση στην τιμή της μετοχής δεν είναι ιδιαίτερα σημαντική. Είναι σε μικρά επίπεδα θετική μετά την απόφαση του Δ.Σ. και μετά τη δημοσιοποίηση της αντίστοιχης πρόσκλησης. Γύρω από την ημερομηνία της Γ.Σ. οι αντίστοιχες αποδόσεις είναι θετικές τόσο πριν όσο και μετά από αυτή. Λίγες όμως από αυτές τις αποδόσεις παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα ειδικά στις δύο πρώτες περιπτώσεις.

Τα κεφάλαια που ακολουθούν κατανέμονται ως εξής: Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφονται οι λόγοι και τα κίνητρα για να προβεί μία επιχείρηση σε επαναγορά των μετοχών της. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά παλαιότερες μελέτες που έγιναν πάνω στο θέμα των επαναγορών και στην επίδραση της τιμής της μετοχής. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται το ισχύον θεσμικό πλαίσιο της Ελλάδας γύρω από την αγορά ιδίων μετοχών. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύεται η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί για τον υπολογισμό των μεγεθών που ενδιαφέρουν για την διεξαγωγή των συμπερασμάτων. Στο έκτο κεφάλαιο αναφέρεται επιγραμματικά η διαδικασία σχηματισμού του δείγματος και η διάσπασή του σε επιμέρους υπο - δείγματα. Στο έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της μελέτης για όλα τα δείγματα στο διάστημα (-10,+10) και ακολουθούν σχετικοί σχολιασμοί αυτών. Τέλος στο όγδοο κεφάλαιο περιγράφεται περιληπτικά όλη η έρευνα και αναλύονται τα τελικά συμπεράσματα. Στο Παράρτημα περιέχεται ο Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που εκδόθηκε στις 22/12/2003.

Κεφάλαιο 2: ΛΟΓΟΙ - ΚΙΝΗΤΡΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ένα από τα θέματα που απασχολούν κατά καιρούς τις σύγχρονες χρηματιστηριακές επιχειρήσεις είναι το αν και πότε θα προβούν σε αγορά ιδίων μετοχών. Ένας από τους λόγους για να προβεί μία επιχείρηση σε αγορά μέρους των μετοχών της είναι ο τρόπος πληρωμής των μετόχων. Δηλαδή το να πληρώσει τους μετόχους της τυχόν έκτακτα κεφαλαιακά κέρδη αγοράζοντας από αυτούς μέρος των μετοχών της.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μεταστροφή του τρόπου πληρωμής των μετόχων από τις επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα η ποσότητα των πληρωμών μέσω μερισμάτων τη δεκαετία του 1990 είχε μειωθεί σε σχέση με αυτή του 1970 και μειώνεται όλο και περισσότερο. Αντίστοιχα αυξάνεται η πληρωμή μέσω επαναγοράς μετοχών από τους μετόχους. Ιδιαίτερα όταν η αγορά κινείται καθοδικά και πέφτουν οι τιμές των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών, έχει παρατηρηθεί ότι αυξάνεται ο αριθμός των ανακοινώσεων για επαναγορά μετοχών.

Η μείωση αυτή των μερισμάτων οφείλεται μεταξύ άλλων στο ότι 1) έχει μειωθεί το κόστος συναλλαγών για την πώληση και αγορά μετοχών, 2) οι managers των επιχειρήσεων προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη μέσω των option – μετοχών και 3) η μεγαλύτερη χρήση των option – μετοχών έχει ελαττώσει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διοικούντων. Τρεις παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση για καταβολή μερίσματος από μία επιχείρηση: η κερδοφορία, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος της. Βάσει αυτών οι μεγαλύτερες και κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να καταβάλουν μέρισμα σε σχέση με τις μικρότερες και αυτές που έχουν περισσότερες ευκαιρίες για επένδυση.

Σήμερα τόσο η παγκόσμια, όσο και η εγχώρια αγορά είναι γεμάτες από μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που δεν έχουν μεγάλα κέρδη, αλλά πραγματοποιούν συνεχώς επενδύσεις. Μάλιστα παρατηρείται ότι οι περισσότεροι επενδυτές είναι

πρόθυμοι να αποκτήσουν μετοχές τέτοιου είδους επιχειρήσεων. Αυτός είναι ένας παράγοντας που επηρεάζει την πτώση των μερισμάτων.

Τη θεωρία ότι οι εταιρίες οι οποίες έχουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και λιγότερο προβλέψιμες χρηματοροές χρειάζονται μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ελαστικότητα, και για αυτό και προτιμούν τις περιστασιακές αγορές ιδίων μετοχών από την καταβολή σταθερού μερίσματος, υποστηρίζουν οι Fenn και Liang κατά τη μελέτη τους (1997).

Ο Persons σύμφωνα με τη μελέτη που πραγματοποίησε το 1998 συμπέρανε ότι, οι επαναγορές των μετοχών μεταδίδουν ισχυρότερο σήμα ασυμμετρίας πληροφοριών από ότι η καταβολή μερισμάτων. Αυτό έχει σα συνέπεια οι επαναγορές να οδηγούν σε μεγαλύτερη άνοδο της τιμής από ότι τα μερίσματα. Ο ίδιος κατέληξε και στο συμπέρασμα ότι είναι περισσότερο σκόπιμο για τις εταιρίες να σηματοδοτούν την αγορά, με αγορά περισσότερων μετοχών σε χαμηλότερη τιμή, παρά λιγότερων μετοχών σε υψηλότερη τιμή.

Έτσι πολλές επιχειρήσεις σήμερα σε παγκόσμια κλίμακα δε διανέμουν μέρισμα, αλλά αποδίδουν χρήματα στους μετόχους, επαναγοράζοντας μετοχές από αυτούς. Οι νέες εταιρίες μάλιστα εμφανίζονται να έχουν περισσότερο την τάση αυτή, από ότι στο παρελθόν, ενώ και οι μεγαλύτερες και παλαιότερες επιχειρήσεις χωρίς να έχουν σταματήσει εντελώς να μοιράζουν μέρισμα, συχνότερα επιλέγουν την επαναγορά ως τρόπο πληρωμής των μετόχων.

Οι Grullon και Michaely με τη μελέτη τους (2002) προσπάθησαν να δώσουν απαντήσεις σε ερωτήματα όπως: Γιατί συνέβη η μεταστροφή αυτή; Γιατί αυτό δε συνέβαινε παλαιότερα, και αν τελικά η επαναγορά λειτουργεί ουσιαστικά ως υποκατάστατο του μερίσματος. Οι έρευνες τους απέδειξαν ότι η αντίδραση της αγοράς γύρω από την ανακοίνωση μείωσης των μερισμάτων είναι αρνητική, πολύ λιγότερο όμως για αυτές που συνάμα ανακοινώνουν επαναγορά μετοχών σε σχέση με αυτές που δεν κάνουν κάτι τέτοιο. Μάλιστα για αυτές που επαναγοράζουν η αντίδραση αυτή βρέθηκε στατιστικά ασήμαντη (σχεδόν μηδέν), ενώ για αυτές που

δεν επαναγοράζουν σημαντικά αρνητική. Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την ιδέα ότι οι επαναγορές μετοχών και τα μερίσματα αποτελούν το ένα υποκατάστατο του άλλου. Ένα άλλο στοιχείο που ενδυναμώνει αυτή την ιδέα είναι ότι τα σφάλματα στις προβλέψεις των μερισμάτων συσχετίζονται αρνητικά με τη δραστηριότητα των επαναγορών των μετοχών. Δηλαδή η διαφορά μεταξύ των πραγματικών και των αναμενόμενων μερισμάτων – πληρωμών τείνει να γίνεται όλο και πιο μικρή, όσο αυξάνονται τα χρήματα που ξοδεύουν οι επιχειρήσεις για επαναγορά μετοχών.

Σύμφωνα με τους Gullon και Michaely (2004), οι βασικοί λόγοι για τους οποίους αποφασίζει μία εταιρία να κάνει επαναγορά μετοχών, είναι δύο. Ο πρώτος είναι ότι η διοίκηση θέλει με αυτό τον τρόπο να δώσει ένα σήμα στην αγορά για καλύτερες προσδοκίες της εταιρίας στο μέλλον. Κάτι τέτοιο υποστήριξαν και οι Bhattacharya (1979), Miller και Rock (1985), και ο Vermaelen (1984) στις αντίστοιχες μελέτες τους. Η σκέψη αυτή βασίσθηκε στην υπόθεση του “signaling”, η οποία συνίσταται από τις εξής τρεις απόψεις για τις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών: 1) Συνοδεύονται από θετικές αλλαγές στις τιμές των μετοχών, 2) ακολουθούνται (όχι αναγκαία αμέσως), από θετικά νέα για την κερδοφορία ή τις χρηματοροές της επιχείρησης, και 3) ακολουθούνται αμέσως από θετικές αλλαγές στις προσδοκίες για τη μελλοντική κερδοφορία της εταιρίας. Η υπόθεση του “signaling” προβλέπει ότι τα μελλοντικά κέρδη θα βελτιωθούν μετά τις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών.

Ο δεύτερος λόγος έχει να κάνει με τη θέληση της επιχείρησης να μειώσει το μέγεθος των ελεύθερων χρηματοροών (free cash flow) που έχει στη διάθεσή της η διοίκηση. Θέλει δηλαδή με αυτό τον τρόπο να ελαττώσει τις πιθανές πλεονασματικές επενδύσεις της διοίκησης. Κάτι τέτοιο σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν υποστεί μείωση στις αναπτυξιακές ευκαιρίες και στην απόδοση του ενεργητικού τους “return of assets” (ROA) είναι περισσότερο πιθανό να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Όλα αυτά στηρίζονται στην “free cash flow” υπόθεση, η οποία προβλέπει τα επόμενα για τις εταιρίες που επαναγοράζουν μετοχές: 1) Πτώση της κερδοφορίας τους. 2) Οι εταιρίες αυτές χρειάζονται λιγότερα μετρητά διαθέσιμα για επενδύσεις, για

αυτό και η ανάγκη για αποθεματικά μειώνεται. Το ίδιο συμβαίνει και με τα κεφαλαιακά έξοδα. 3) Ελαττώνεται ο συστηματικός τους κίνδυνος και αυτό έχει ως συνέπεια τη μείωση του κόστους κεφαλαίου και 4) Η αντίδραση της αγοράς είναι μεγαλύτερη όταν πρόκειται για εταιρίες που μπορεί να χρησιμοποιήσουν μέρος του κεφαλαίου για πλεονασματικές επενδύσεις (overinvestment).

Οι Grullon και Michaely (2002) έδωσαν και μία ακόμα εξήγηση για τη μεταστροφή προς τις επαναγορές. Είναι η μείωση του φόρου που επέρχεται σε μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη, κάτι που δεν ευνοεί την πληρωμή των μετόχων με βραχυπρόθεσμο τρόπο όπως είναι τα μερίσματα. Εξάλλου η διαφορετική φορολογία μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών φαίνεται να μετράει στο ότι η αντίδραση της αγοράς στις επαναγορές είναι περισσότερο θετική, αφού τα φορολογικά κέρδη από τις επαναγορές είναι μεγαλύτερα.

Τέλος σύμφωνα με τους Gustavo Grullon και David Ikenberry (2000) αλλά και τον David Henry (2004) ένας ακόμη λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές των μετοχών τους είναι για να αυξήσουν το δείκτη «κέρδη ανά μετοχή» (EPS). Αυτό γιατί οι επαναγορές των μετοχών αυξάνουν τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας, αφού μειώνεται ο αριθμός των υφιστάμενων μετοχών. Βέβαια για να συμβαίνει αυτό θα πρέπει τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για την αγορά των μετοχών να μην έχουν παραγωγική και επενδυτική χρήση. Ωστόσο κάτι τέτοιο είναι δυνατό να μειώσει την αξιοπιστία του δείκτη αυτού, γιατί έτσι αυξάνεται ο δείκτης χωρίς όμως αντίστοιχη αύξηση εσόδων στην εταιρία.

Υπάρχουν διαφορετικά κίνητρα για τις εταιρίες που προβαίνουν συχνά σε αγορά των μετοχών τους σε σχέση με αυτές που προβαίνουν σπανιότερα σε κάτι τέτοιο. Οι διοικήσεις των εταιριών που επαναγοράζουν για πρώτη φορά ή σε σπάνιες περιπτώσεις πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών τους είναι υποτιμημένες. Στις περιπτώσεις αυτές αναμένεται η επιχείρηση να δώσει σήμα για βελτίωση της λειτουργίας και της κερδοφορίας της μετά την επαναγορά των μετοχών της. Οι εταιρίες αυτές είναι συνήθως μικρές, με μικρά επίπεδα επιχειρηματικής ιδιοκτησίας,

υψηλά επίπεδα εξόδων και ιδιαίτερα ευμετάβλητα έσοδα. Αντιθέτως οι εταιρίες που συνηθίζουν να προβαίνουν σε αγορά των μετοχών τους σε τακτά χρονικά διαστήματα, κάνουν χρήση της εναλλακτικής από τα μερίσματα μεθόδου διανομής κερδών στους μετόχους. Έτσι λοιπόν σε αυτές τις περιπτώσεις πρόκειται για εταιρίες που πληρώνουν παραδοσιακά μεγάλα μερίσματα. Πρόκειται δηλαδή για μεγάλες, κερδοφόρες επιχειρήσεις με υψηλή λειτουργικότητα, υψηλά επίπεδα επιχειρηματικής ιδιοκτησίας, χαμηλά επίπεδα δανεισμού και σταθερά επίπεδα εσόδων.

Σύμφωνα και με τα παραπάνω «προφίλ» των εταιριών, μελέτες έχουν δείξει ότι στις περιπτώσεις των σπάνιων επαναγορών οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που παρουσιάζονται μετά την ημέρα ανακοίνωσής τους κυμαίνονται σε υψηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα για τις συχνές επαναγορές.

Για την Amy K.Dittmar (2000) οι λόγοι για τους οποίους θα επαναγοράσει μία επιχείρηση τις μετοχές της συμφωνούν με αυτούς που έχουν παρουσιαστεί στη βιβλιογραφία και από άλλους ερευνητές. Ωστόσο υποστηρίζει ότι τα κίνητρα για να γίνει η επαναγορά πολλές φορές μπορεί να είναι περισσότερα από ένα. Δε φτάνει μόνο ένα κίνητρο για να λειτουργήσει ως εφαλτήριο στους διοικητές των επιχειρήσεων για μια τέτοια απόφαση. Τα κίνητρα αυτά συνήθως πηγάζουν από την πολιτική της κάθε επιχείρησης σε διάφορους τομείς όπως στη διανομή των κερδών, στις επενδύσεις, στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στον έλεγχο ιδιοκτησιακού καθεστώτος.

Βάσει προηγούμενων μελετών έχουν αναπτυχθεί οι παρακάτω θεωρίες – υποθέσεις υπό το πρίσμα των οποίων μία επιχείρηση αποφασίζει να προβεί σε επαναγορά των μετοχών της, ανάλογα πάντα με την εκάστοτε πολιτική της.

A) Η υπόθεση του πλεονασματικού κεφαλαίου "Excess Capital Hypothesis".

Στη θεωρία αυτή εξετάζεται η επαναγορά ως είδος διανομής των κερδών στους μετόχους. Όταν λοιπόν μια εταιρία έχει διαθέσιμα κεφάλαια και έχει εξαντλήσει τις επενδυτικές της ευκαιρίες, αποφασίζει για το αν θα κρατήσει τα κεφάλαια αυτά ή θα τα διανείμει στους μετόχους της. Σε περίπτωση που προβεί στη διανομή αυτών,

υπάρχουν δύο τρόποι για να το κάνει. Ο ένας είναι να διανείμει μερίσματα και ο άλλος είναι να επαναγοράσει μέρος μετοχών από αυτούς. Θα μπορούσε να προτιμήσει την επαναγορά για δύο λόγους. Ο πρώτος είναι ότι όταν ανακοινώσει επαναγορά μετοχών διαμέσου χρηματιστηρίου (open market repurchase), δεν υποχρεούται να το πράξει, ούτε αν τελικά το κάνει να επαναγοράσει ολόκληρο τον αριθμό των μετοχών που αρχικά είχε δηλώσει. Οπότε σε αντίθεση με τα μερίσματα δεν υπάρχει προσδοκία από τους μετόχους ότι αυτό θα συμβαίνει σε συχνή βάση. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση αποφεύγει τις δεσμεύσεις απέναντι στους μετόχους ως προς την κατανομή κερδών, κάτι πολύ σημαντικό, γιατί σε περιόδους ύφεσης θα αντιμετώπιζε πρόβλημα στο να τους ικανοποιήσει. Άλλωστε ο φόρος που επιβάλλεται στα κεφαλαιακά κέρδη είναι σαφώς μικρότερος από τον αντίστοιχο για το μέρισμα, και έτσι το συγκεκριμένο κόστος μειώνεται σε περίπτωση επαναγοράς, κάτι που αποτελεί το δεύτερο λόγο. Ωστόσο η επαναγορά δεν αποτελεί υποκατάστατο του μερίσματος, γιατί σύμφωνα με τη Dittmar έχει διαπιστωθεί ότι εταιρίες που επαναγοράζουν μετοχές δεν πληρώνουν μικρότερα μερίσματα.

B) *Η υπόθεση της υποτίμησης "Undervaluation Hypothesis"*. Η θεωρία αυτή στηρίζεται στην ασυμμετρία πληροφοριών που υπάρχει μεταξύ των εσωτερικών προσώπων της εταιρίας (διοίκησης, υψηλόβαθμα στελέχη κλπ) και των μετόχων. Σε περίπτωση που τα στελέχη της επιχείρησης πιστεύουν ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη από την αγορά, στέλνουν το μήνυμα αυτό μέσω της επαναγοράς. Αποκτούν έτσι μέρος των μετοχών που σύμφωνα με αυτούς είναι λάθος εκτιμώμενη από την αγορά και έτσι δημιουργούν κλίμα για άνοδό της στο μέλλον. Στηρίζουν δηλαδή την τιμή της μετοχής επενδύοντας σε αυτή. Βέβαια οι αποδόσεις της μετοχής δεν αυξάνονται στο βραχυπρόθεσμο μέλλον. Σημαντικά θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις παρατηρούνται σε χρονικό διάστημα 4 ετών και έπειτα. Επομένως σημαντικό παράγοντα επιρροής για το αν θα προβεί μία επιχείρηση σε επαναγορά ή όχι αποτελεί η διαθεσιμότητα πληροφοριών και ο βαθμός εγκυρότητας της αποτίμησης της επιχείρησης από την αγορά. Πάντως γενικότερα η επαναγορά

προσφέρει ελαστικότητα στην επιλογή του πώς και πότε θα διανείμει τα κέρδη της μια επιχείρηση. Η ελαστικότητα στο πότε, είναι αυτή που βοηθά την επιχείρηση να στηρίξει την τιμή της μετοχής της, καθώς μπορεί να προβεί σε επαναγορά όταν πιστεύει ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη.

Γ) *Υπόθεση επιθυμητού επιπέδου δείκτη μόχλευσης “Optimal Leverage Ratio Hypothesis”*. Όταν μια επιχείρηση διανείμει τα κεφαλαιακά της κέρδη μειώνει τα ίδια της κεφάλαια, αλλά ταυτόχρονα αυξάνει το δείκτη μόχλευσης “leverage ratio”. Έτσι ένας λόγος για να προβεί σε επαναγορά μετοχών είναι όταν θέλει να αυξήσει τη μόχλευσή της. Η χρήση μικρών προγραμμάτων επαναγοράς διαμέσου ανοικτής αγοράς είναι ένας τρόπος κατάλληλης ρύθμισης του επιπέδου μόχλευσης.

Δ) *Υπόθεση Διοικητικής Λειτουργίας “Management Incentive Hypothesis”*. Η επαναγορά των μετοχών είναι ένας λειτουργικός τρόπος διανομής κεφαλαίου στους μετόχους. Αυτό όμως που την κάνει ιδιαίτερα εύχρηστη στους διοικούντες των εταιριών είναι ότι παρέχει ασφάλεια στην τιμή της μετοχής. Αυτό είναι πολύ σημαντικό ειδικά σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν μετοχές δικαιώματος (stock options). Στις περιπτώσεις αυτές είναι προτιμότερο για τους managers η επαναγορά μετοχών από τη διανομή μερισμάτων, γιατί η πρώτη δεν εξασθενεί την τιμή της μετοχής.

Ε) *Υπόθεση πρόληψης εξαγοράς “Takeover Deterrence Hypothesis”*. Σε περίοδο υψηλής έξαρσης συγχωνεύσεων και εξαγορών, μία επιχείρηση που θέλει να αποφύγει την εξαγορά της από μία άλλη, προσπαθεί να ανεβάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής της. Με αυτό τον τρόπο θα γίνει λιγότερο ελκυστική προς την επιχείρηση που θέλει να την εξαγοράσει, γιατί θα ανεβάσει το κόστος της εξαγοράς. Με το να επαναγοράσει μετοχές κατορθώνει να ωθήσει την τιμή της προς τα πάνω, επειδή οι μετοχές που επαναγοράζονται είναι αυτές που έχουν τη μικρότερη τιμή. Έτσι η επαναγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως άμυνα για μια επιχείρηση για να διατηρήσει το ιδιοκτησιακό καθεστώς της.

ΣΤ) Υπόθεση φορολογικών ελαφρύνσεων “*Tax savings Hypothesis*”. Όπως προαναφέρθηκε η αγορά ιδίων μετοχών εξασφαλίζει φορολογικές ελαφρύνσεις έναντι των μερισμάτων. Η πληρωμή των μετόχων μέσω μερισμάτων επιβαρύνει φορολογικά την επιχείρηση περισσότερο από ότι οι επαναγορές μετοχών.

Ζ) Υπόθεση ανασυγκρότησης “*Restructuring Hypothesis*”. Σε πολλές περιπτώσεις η αγορά μέρους μετοχών μπορεί να αποσκοπεί στην ανακατανομή της διοικητικής δύναμης μιας επιχείρησης. Η κατοχή μετοχών μιας εταιρίας αντικατοπτρίζει και ανάλογη διοικητική δύναμη, ιδιαίτερα στην περίπτωση μεγάλων επιχειρήσεων που διοικούνται από μεγαλομετόχους. Έτσι όταν μία επιχείρηση αποφασίσει να αγοράσει μετοχές, αφαιρεί από τους μετόχους αυτούς ένα μέρος της διοικητικής τους δύναμης. Πωλώντας στη συνέχεια τις μετοχές αυτές, κατανέμει το αντίστοιχο ποσοστό διοίκησης στους νέους αγοραστές.

Κεφάλαιο 3: ΣΥΝΟΨΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

Υπάρχουν 3 βασικοί τρόποι με τους οποίους μπορεί μία επιχείρηση να προβεί σε επαναγορά μετοχών στις ξένες αγορές: 1) Η μέθοδος της προσφοράς “Dutch auction tender offer”, 2) η προσφορά σε τιμή ορισμένη από τη διοίκηση “fixed – price tender offer” και 3) η επαναγορά μέσα από την ανοιχτή αγορά του Χρηματιστηρίου “open-market repurchase”.

Η επαναγορά μετοχών μέσω προσφοράς με σταθερή τιμή (fixed – price tender offer) γίνεται με το να προσφέρει η εταιρία μία μόνο τιμή σε όλους τους μετόχους για ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών. Η περίπτωση της “Dutch – auction” επαναγοράς μετοχών γίνεται και αυτή μέσω προσφοράς σταθερής τιμής. Μόνο που σε αυτή την περίπτωση η τελική τιμή αποφασίζεται μέσα από μια σειρά διαδοχικών γεγονότων που έχουν ως εξής: Η διοίκηση της εταιρίας ανακοινώνει ένα εύρος τιμών μέσα στο οποίο γίνονται δεκτές οι προσφορές από τους μετόχους. Οι μέτοχοι επιλέγουν τη συμμετοχή τους στην προσφορά και λένε στην εταιρία την τιμή και τον αριθμό των μετοχών που είναι πρόθυμοι να πουλήσουν. Στο κλείσιμο της περιόδου προσφοράς, η διοίκηση συλλέγει τις ατομικές προσφορές και τις κατατάσσει βάσει τιμών. Το ακριβές επίπεδο τιμών στο οποίο θα ολοκληρωθεί η επαναγορά των μετοχών καθορίζεται προσθέτοντας τον αριθμό των προσφερόμενων μετοχών αρχίζοντας από τη χαμηλότερη τιμή, στο εύρος τιμών που έχει ανακοινώσει η εταιρία. Η τελική τιμή σταματά στο σημείο εκείνο στο οποίο ο σωρευτικός αριθμός των μετοχών ισοδυναμεί με το μέγεθος του προγράμματος. Όλοι οι μέτοχοι που δήλωσαν συμμετοχή στην πώληση των μετοχών τους με τιμή ίση ή κατώτερη από αυτή που προέκυψε από την ανωτέρω διαδικασία συμπεριλαμβάνονται στο πρόγραμμα επαναγοράς και όλοι λαμβάνουν την ίδια τιμή ανά μετοχή. Αντιθέτως οι μέτοχοι που είχαν δηλώσει μεγαλύτερες τιμές πώλησης, εξαιρούνται από τη συμφωνία και οι μετοχές τους επιστρέφονται.

Επειδή η επαναγορά μέσω “tender offer” δημιουργεί γρήγορες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, λόγω ότι έχουν μεγάλο μέγεθος και σχετικά μεγάλη ταχύτητα πραγματοποίησης, αποτιμάται με μεγαλύτερο “premium” από τη διοίκηση προς τους μετόχους για την αγορά των μετοχών σε σχέση με αυτό στη “Dutch – auction” επαναγορά. Έτσι εταιρίες που προτιμούν να διανείμουν βραχυπρόθεσμα μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη, χωρίς να πληρώσουν μεγάλο “premium” θα προτιμήσουν τη “Dutch – auction” επαναγορά.

Ωστόσο στην πλειοψηφία τους οι εταιρίες επιλέγουν την επαναγορά διαμέσου ανοικτής αγοράς (“open – market repurchase”). Σε αυτές τις περιπτώσεις οι επιχειρήσεις αγοράζουν τις μετοχές τους είτε απ’ευθείας είτε διαμέσου μεσολαβητή από την αγορά του Χρηματιστηρίου, όπως κάθε επενδυτής. Βέβαια η ευκολία και η συχνότητα τέτοιου είδους επαναγορών εξαρτάται από το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο της κάθε χώρας. Η βασική διαφορά της μεθόδου αυτής με τις άλλες δύο είναι ότι δεν υπάρχει δέσμευση για το αν θα πρέπει να γίνουν τελικά οι επαναγορές, πότε και πόσες θα είναι τελικά οι μετοχές που θα αγοραστούν από την επιχείρηση.

3.1 Επαναγορά μέσω “tender offer” και επίδραση στην τιμή της μετοχής

Οι Comment και Jarrell (1991) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η επαναγορά δια μέσου προσφοράς σταθερής τιμής δίνει ισχυρότερο σήμα υποτίμησης της μετοχής στην αγορά, από ότι οι άλλες δύο μέθοδοι επαναγοράς. Συγκεκριμένα η υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα της σχετικής ανακοίνωσης για την πρώτη μέθοδο φτάνει περίπου στο 11%, για τη δεύτερη στο 8%, ενώ για τη μέθοδο ανοικτής αγοράς μόλις στο 2%. Κάτι τέτοιο άλλωστε έρχεται και σε αναλογία με το premium που υφίσταται στην τιμή της μετοχής που είναι υψηλότερο στην περίπτωση της σταθερής προσφοράς από ότι στην “Dutch – auction” προσφορά. Άλλωστε οι ίδιες μελέτες κατέληξαν και στο συμπέρασμα ότι τα premiums που θέτουν οι διοικητές των επιχειρήσεων είναι υψηλότερα όσο πιο άσχημη είναι η πρόσφατη πορεία της μετοχής και της αγοράς γενικότερα. Εξάλλου οι επαναγορές μέσω ανοικτής αγοράς

συνοδεύονται από τις χαμηλότερες αποδόσεις μεταξύ των τριών τρόπων επαναγοράς.

Πάντως οι ερευνητές Lie και McConnell υποστήριξαν βάσει των μελετών τους (1998) ότι δεν υπήρχαν διαφορές στις κατά μέσο όρο υπερβάλλουσες αποδόσεις (γύρω στο 8% και στις δύο περιπτώσεις) των επιχειρήσεων που προέβησαν σε επαναγορά των μετοχών τους με βάση τις δύο μεθόδους προσφοράς.

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Comment και Jarrell έδειξαν ότι οι επαναγορές που πραγματοποιούνται μέσω “tender offer” γίνονται για μεγαλύτερο αριθμό μετοχών και υφίστανται μεγαλύτερη θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής. Η ερμηνεία που δίνεται στα αποτελέσματα αυτά είναι ότι οι σταθερές τιμές των “tender offers” σηματοδοτούν περισσότερες πληροφορίες στους επενδυτές από ότι η ανοιχτή αγορά. Επίσης στοιχεία των Comment και Jarrell δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να ανακοινώνουν επαναγορά των μετοχών τους μετά από πτώση της τιμής, όπου πιστεύουν ότι είναι πιθανότερο να είναι υποτιμημένη η μετοχή τους.

Προηγούμενες μελέτες είχαν καταλήξει στο γεγονός ότι κατά μέσο όρο οι ανακοινώσεις για επαναγορά για συγκεκριμένο αριθμό μετοχών συνοδεύονται με σημαντική αρνητική αντίδραση στην τιμή των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε κάτι τέτοιο. Παρόλο που το φαινόμενο αυτό συμφωνεί με την υπόθεση ότι τέτοιου είδους ανακοινώσεις πλήττουν την διοίκηση της επιχείρησης, οι Mikkelson και Ruback (1991) υποστηρίζουν ότι αυτή η αντίδραση μπορεί να οφείλεται απλά στην απογοήτευση για το επερχόμενο αποτέλεσμα των μετόχων (δηλαδή μείωση του αριθμού μετοχών που θα έχουν στην κατοχή τους και επομένως μείωση και στη διοικητική τους δύναμη). Άλλωστε οι ίδιοι βρήκαν ότι οι συσσωρευτικές αποδόσεις από την αρχική επένδυση μέχρι τη στιγμή της επαναγοράς είναι σημαντικά θετικές.

Η εμπειρική μελέτη των Chang και Hartzel (2004) έδειξε ότι κατά μέσο όρο υπήρχαν θετικές αποδόσεις μετά την ανακοίνωση επαναγοράς για προκαθορισμένο αριθμό μετοχών. Σε αντίθεση δηλαδή με άλλους ερευνητές, συμπέραναν ότι οι ανακοινώσεις για προκαθορισμένες επαναγορές επιφέρουν θετική αντίδραση της

αγοράς. Αυτό οφείλεται στο ότι οι προκαθορισμένες επαναγορές βελτιώνουν την εικόνα της ιδιοκτησίας της εταιρίας.

Οι Lakonishok και Vermaelen (1990) εξέτασαν την περίπτωση της “tender offer” για την επαναγορά μετοχών και είδαν ότι αυτή έχει διαφορετικά αποτελέσματα για τις μικρές και τις μεγάλες εταιρίες. Συγκεκριμένα για τις μικρότερες εταιρίες η μέθοδος του “signaling” φαίνεται να λειτουργεί καλά, γιατί οι εταιρίες αυτές τυγχάνουν μικρότερης προσοχής από τους οικονομικούς αναλυτές και έτσι είναι πιθανότερο να υποτιμηθούν. Γενικότερα πάντως η επαναγορά διαμέσου “tender offer” δημιουργεί σημαντική αβεβαιότητα στον καθορισμό της μετέπειτα τιμής της μετοχής.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας έδειξαν ότι κατά μέσο όρο είχε υποτιμηθεί η αξία της πληροφόρησης του “signaling”, και έτσι οι εταιρίες αυτές επαναγόρασαν τις μετοχές τους σε τιμή χαμηλότερη από την πραγματική τους αξία. Η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής, όπως αυτή εμφανίζεται πριν και μετά την ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, διαφέρει μεταξύ των μικρών και μεγάλων εταιριών. Συγκεκριμένα, στις μικρές εταιρίες η τιμή της μετοχής υφίσταται αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις πριν την ανακοίνωση και θετικές αντίστοιχα μετά την ανακοίνωση. Στις μεγάλες εταιρίες συμβαίνει το αντίστροφο. Αυτό σημαίνει ότι ο πιθανότερος λόγος για να πραγματοποιήσουν οι μεγάλες εταιρίες επαναγορά μετοχών δια μέσου “tender offer” είναι η προσπάθεια επανασυγκρότησης, και όχι η σηματοδότηση υποτίμησης της αξίας τους.

3.2 “Open Market Repurchase”: Επίδραση στην τιμή της μετοχής – Υπόθεση “Signaling”

Για την περίπτωση των επαναγορών διαμέσου ανοιχτής αγοράς ισχύουν τα παρακάτω: Οι επιχειρήσεις οι οποίες ανακοινώνουν αγορά ιδίων μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς σπάνια προχωρούν σε ολοκλήρωση του προγράμματος. Τα ποσοστά ολοκλήρωσης των προγραμμάτων επαναγοράς είναι υψηλότερα κατά μέσο όρο για τις “value” μετοχές σε σχέση με τις “growth” μετοχές. Σε περίπτωση όπου η

αντίδραση της αγοράς είναι υποτονική, οι διοικούντες των επιχειρήσεων παρουσιάζονται λιγότερο πρόθυμοι για επαναγορά των μετοχών τους. Πάντως η αντίδραση της αγοράς εξαρτάται και από τη μεταβλητότητα της μετοχής. Έτσι στην περίπτωση υψηλής μεταβλητότητας, η αντίδραση της αγοράς είναι περισσότερο θετική.

Η ανακοίνωση διάθεσης μετοχών από τις εταιρίες δείχνει στην αγορά ότι οι μετοχές είναι υπερτιμημένες, οπότε η αγορά διορθώνει την αξία τους. Πολλές φορές όμως προκειμένου να αποδώσει στις εταιρίες αυτές την αντικειμενική τους αξία, τις υποτιμά τόσο ώστε αυτές να αναγκάζονται να ανακοινώσουν επαναγορά μετοχών, για να δώσουν ισχυρότερο σήμα υποτίμησης.

Οι ερευνητές Howell και Payne (2004) εξέτασαν ένα δείγμα εταιριών που πραγματοποίησαν διάθεση μετοχών και στη συνέχεια προχώρησαν σε ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών μέσα σε διάστημα ενός έτους. Ήθελαν έτσι να διαπιστώσουν την αντίδραση της αγοράς στα αλυσιδωτά αυτά γεγονότα. Η υπόθεση του “signaling” προβλέπει ότι η μέθοδος πληρωμής μέσω διάθεσης μετοχών σηματοδοτεί ότι οι managers θεωρούν τις εταιρίες τους υπερτιμημένες. Οπότε κάτι τέτοιο σηματοδοτεί αρνητικά την αγορά για τη μελλοντική επίδοση της εταιρίας. Τα αντίθετα σήματα που δίνουν στην αγορά τα δύο αυτά γεγονότα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, κυρίως δε όταν συμβαίνουν διαδοχικά.

Οι έρευνες τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι εταιρίες οι οποίες διαθέτουν μετοχές ως τρόπο πληρωμής και εν συνεχεία προβαίνουν σε επαναγορά υφίστανται περισσότερο αρνητική επίδραση από την αγορά σε σχέση με αυτές που δεν ανακοινώνουν μετά επαναγορά μετοχών. Επίσης αυτές που αρχικά ανακοίνωσαν διάθεση μετοχών και μετά επαναγορά, θα έχουν μικρότερη θετική υπερβάλλουσα απόδοση από αυτές που ανακοίνωσαν επαναγορά χωρίς να έχουν προβεί νωρίτερα σε διάθεση μετοχών. Για την ημέρα ανακοίνωσης η μέση υπερβάλλουσα απόδοση στην περίπτωση αυτών που έχουν ανακοινώσει αρχικά διάθεση μετοχών είναι 1,38%, ενώ για αυτές που δεν είχαν ανακοινώσει διάθεση μετοχών είναι 3,55%.

Τέλος οι εταιρίες που προβαίνουν και στα δύο γεγονότα υφίστανται μία συνεχή πτώση στην τιμή των μετοχών τους, ενώ κάτι τέτοιο δε συμβαίνει για αυτές που ανακοίνωσαν μόνο διάθεση μετοχών. Αυτά οφείλονται στο ότι οι πληροφορίες που ελευθερώνονται προς την αγορά με την ανακοίνωση των επαναγορών, επειδή ακολουθούν αυτών της διάθεσης, έχουν σαφώς μικρότερη δυναμική. Η αγορά έχοντας λάβει τις αρχικές πληροφορίες, έχει μειώσει την ασυμμετρία πληροφοριών που αρχικά υπήρχε και πλέον οι επόμενες πληροφορίες έχουν μικρότερο αντίκτυπο στην αντίδρασή της.

Η αυξητική τάση της τιμής της μετοχής γύρω από την περίοδο επαναγοράς, όπως έχει διαπιστωθεί και από προηγούμενες μελέτες, ερμηνεύεται ως αποτέλεσμα της υπόθεσης “signaling”. Οι Asquith και Mullins (1986) εξήγησαν την ανακοίνωση προγράμματος επαναγοράς ως μήνυμα ότι η διοίκηση πιστεύει ότι έχει υποτιμηθεί η μετοχή της. Το πρόγραμμα επαναγοράς των μετοχών δια μέσου ανοιχτής αγοράς επιτρέπει στους διοικούντες της εταιρίας να προβαίνουν σε μεγαλύτερο αριθμό επαναγοράς μετοχών, αν αυτές βρίσκονται σε χαμηλή τιμή, ή μικρότερο όταν η τιμή τους αυξάνεται. Έτσι η υπόθεση “signaling” προβλέπει ότι οι επαναγορές θα αυξηθούν μετά από πτώση της τιμής της μετοχής και θα μειωθούν μετά από άνοδό της.

Οι μελέτες των Grullon και Michaely (2004) κατέληξαν στο ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων που ανακοινώνουν επαναγορά μετοχών, ακολουθούν πτωτική πορεία μετά την ανακοίνωση, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία του “signaling”. Στο ίδιο άλλωστε συμπέρασμα είχαν καταλήξει και οι έρευνες των Jagannathan και Stephens (2003), που εξέτασαν ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών κατά την περίοδο 1991 – 1995. Επίσης βρήκαν ότι οι προσδοκίες των αναλυτών για τη μελλοντική κερδοφορία των εταιριών αυτών, έπεσαν μετά από τις ανακοινώσεις, κάτι που επίσης έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία του “signaling”. Ωστόσο οι ίδιες έρευνες συμφωνούν με την υπόθεση “free cash flow”. Συγκεκριμένα, διαμορφώνουν την άποψη ότι όσο ωριμάζουν οι εταιρίες, τόσο μειώνονται οι ευκαιρίες επένδυσης για

αυτές. Έτσι στηρίζονται περισσότερο στο ενεργητικό τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο συστηματικός τους κίνδυνος και εν συνεχεία το κόστος κεφαλαίου.

Εξάλλου ο Jensen (1986) εξηγεί ότι η αγορά αντιδρά θετικά ως προς μια τέτοια μείωση επενδύσεων (overinvestments), γιατί γνωρίζει ότι οι κερδοφόρες επενδύσεις έχουν μειωθεί για τις εταιρίες αυτές, και επομένως θεωρεί ως θετική εξέλιξη τη μείωση των διαθέσιμων για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων αυτών. Άλλωστε όπως πιστεύουν οι Grullon, Michaely και Swaminathan (2002) είναι πολύ πιθανό η αγορά να γνωρίζει περισσότερα για τη μείωση της κερδοφορίας, από ότι για τη μείωση του κινδύνου που επιφέρει η μείωση των υπερκανονικών επενδύσεων (overinvestments). Κάτι τέτοιο γίνεται αντιληπτό από την αγορά μέσω των ανακοινώσεων επαναγοράς μετοχών.

Οι Grullon και Michaely βρήκαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μακροπρόθεσμων συσσωρευτικών αποδόσεων και μελλοντικών αλλαγών του κινδύνου και του κόστους κεφαλαίου, και αντίστοιχα θετική μεταξύ των αποδόσεων αυτών και μελλοντικών αλλαγών στην κερδοφορία της επιχείρησης. Κάτι τέτοιο τους οδήγησε στο συμπέρασμα ότι μακροπρόθεσμα οι τιμές των μετοχών των εταιριών που έχουν πραγματοποιήσει επαναγορά αυξάνονται με μειούμενο ρυθμό.

Οι Stephens και Weisbach (1998) εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρονική περίοδο και το μέγεθος των επαναγορών. Εντόπισαν ότι σε χρονικό διάστημα ενός τριμήνου οι επαναγορές των μετοχών συσχετίζονται αρνητικά με τη λειτουργία της εταιρίας στο προηγούμενο τρίμηνο, όπως και με τη σωρευτική απόδοση της μετοχής μέχρι την ανακοίνωση του προγράμματος. Επίσης ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι ενδείξεις που είχαν ότι οι επαναγορές ενός τριμήνου επηρεάζονται θετικά από τις αναμενόμενες ή μη τριμηνιαίες χρηματοροές. Αυτό δείχνει ότι προσαρμόζουν τις επαναγορές των μετοχών τους για αβέβαιες αλλαγές στα διαθέσιμα μετρητά της εταιρίας. Οι προσαρμογές αυτές δε θα μπορούσαν να γίνουν από τους διοικούντες της εταιρίας, αν υπήρχε δέσμευση για την ποσότητα και τη χρονική στιγμή επαναγοράς. Όσον αφορά για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις,

υπολόγισαν ότι οι αθροιστικές μέσες που εκτείνονται από μία ημέρα πριν έως και μία ημέρα μετά την ανακοίνωση φτάνουν το 2,69, στο οποίο συμφωνούν και οι περισσότερες μελέτες (Dann 1981, Vermaelen 1981, Asquith and Mullins 1986, Comment and Jarrell 1991, Ikenberry et al. 1995).

Ο Ikenberry το 1995 ανακάλυψε ότι η λειτουργία των εταιριών μετά την ανακοίνωση ήταν πολύ καλύτερη και ιδιαίτερα για τις εταιρίες «αξίας». Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι όντως οι εταιρίες αυτές ήταν υποτιμημένες την περίοδο της ανακοίνωσης του προγράμματος επαναγοράς. Μάλιστα ο ίδιος μαζί με τον Vermaelen το 1995 πρότειναν μία διαφορετική έννοια για την επαναγορά μετοχών. Προέβαλλαν την ικανότητα των επιχειρήσεων να μπορούν να ανταλλάσσουν την αγοραία αξία με την πραγματική τους αξία, μέσω της επαναγοράς. Ένα είδος δηλαδή δικαιώματος ανταλλαγής “exchange option”.

Η έρευνα των Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995) έρχεται να συμπληρώσει πολλές μελέτες που έγιναν στο παρελθόν και οι οποίες κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα. Ότι δηλαδή η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών από μία εταιρία δεν ολοκληρώνεται σε μικρό χρονικό διάστημα, αλλά επεκτείνεται για αρκετά χρόνια αργότερα. Θεωρούν ότι μία τέτοια ανακοίνωση δίνει ένα σημαντικό μήνυμα σε μια αγορά που είναι λιγότερο ενημερωμένη. Έτσι αν η αγορά αντιδρούσε αποτελεσματικά, τότε οι τιμές θα πρέπει να προσαρμόζονταν αμέσως και χωρίς να υπάρχουν αποκλίσεις αργότερα. Δηλαδή η νέα τιμή ισορροπίας θα έπρεπε να αντιπροσωπεύει πλήρως την πραγματική αξία της επιχείρησης. Επίσης στην περίπτωση της αποτελεσματικής αγοράς δε θα υπήρχε νέα υποτίμηση της μετοχής, γιατί κάτι τέτοιο θα μείωνε το κίνητρο της επαναγοράς. Βέβαια σε περιπτώσεις όπου οι managers αποφασίζουν να μην επαναγοράσουν τελικά μετοχές, δεν προβαίνουν σε σχετική ανακοίνωση, γιατί έτσι θα έδειχναν ότι η αρχική αντίδραση της αγοράς ήταν πολύ χαμηλή.

Πάντως από τα στοιχεία που χρησιμοποίησαν, διαπίστωσαν ότι η αντίδραση της αγοράς στην είδηση της επαναγοράς μετοχών ήταν κατά μέσο όρο στο 3,5% (σε

επίπεδα υπερβάλλουσας απόδοσης). Μάλιστα η υπερβάλλουσα απόδοση το μήνα που ανακοινώνεται το πρόγραμμα είναι μικρότερη από 1%. Ωστόσο η απόδοση αυτή σε τριετή βάση υπολογίζεται περίπου στο 7% ετησίως. Η υποτίμηση αυτή των πληροφοριών της ανακοίνωσης από την αγορά αρχικά, έγκειται στο ότι μπορεί αυτή να σφάλει, ή στο ότι οι managers υπήρξαν υπεραισιόδοξοι στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησής τους.

Ένα άλλο στοιχείο που αποδεικνύει ότι η αντίδραση της αγοράς είναι περισσότερο μακροπρόθεσμη, είναι ότι οι εταιρίες που είχαν μικρό λόγο λογιστικής προς αγοραίας αξίας (book to market ratio), παρουσίαζαν μικρότερες υπερκανονικές αποδόσεις από αυτές με μεγαλύτερο αντίστοιχο λόγο, σε μακροπρόθεσμη βάση. Μάλιστα οι εταιρίες με ιδιαίτερα χαμηλό “book to market ratio”, δεν εμφάνιζαν καθόλου υπερκανονικές αποδόσεις μακροπρόθεσμα. Ωστόσο και των δύο ειδών οι εταιρίες παρουσίαζαν παρόμοιες αποδόσεις στην αρχική αντίδραση της αγοράς και μάλιστα μικρές. Έτσι το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν οι ερευνητές είναι ότι η αγορά αντιδρά περισσότερο σε ανακοινώσεις που γίνονται από επιχειρήσεις που έχουν χαμηλή αγοραία αξία και έτσι δίνουν σημαντικότερο σήμα υποτίμησης. Η υποτίμηση είναι το μεγαλύτερο κίνητρο για ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών στην περίπτωση εταιριών με υψηλό book to market ratio. Για αυτές με χαμηλό αντίστοιχο δείκτη υπάρχουν άλλα κίνητρα για τέτοιου είδους ανακοίνωση.

Οι ίδιοι ανέφεραν στις μελέτες τους ότι οι εταιρίες που ανακοινώνουν επαναγορά υφίστανται σημαντική αύξηση απόδοσης, περίπου στο 12% για τα 4 έτη που ακολουθούν. Αυτό δείχνει ότι το ενδεχόμενο να αγοράσει η εταιρία τις μετοχές της μετά από την ανακοίνωση επαναγοράς αποτελεί μία κερδοφόρα επενδυτική ευκαιρία.

Το 1995 είχαν παρουσιάσει στα αποτελέσματα μελέτης για προγράμματα επαναγοράς στις ΗΠΑ που πραγματοποιήθηκαν το 1980, ότι η αρχική αντίδραση της αγοράς δεν είναι η ολοκληρωτική. Επίσης σύμφωνα με τους ερευνητές αυτούς, μεγάλο ρόλο στην απόφαση αυτή διαδραματίζει και η ποιότητα της μετοχής. Έτσι για

μια μετοχή αξίας “value stock”, η υποτίμησή της αποτελεί μεγαλύτερο κίνητρο για επαναγορά της, από ότι για μια μετοχή ανάπτυξης “growth stock”. Στην ίδια έρευνα ανέφεραν ετήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις της τάξης του 2,9% για τέσσερα έτη μετέπειτα των ανακοινώσεων, ενώ στην περίπτωση των “value stocks” οι ετήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις για την ίδια χρονική περίοδο άγγιζαν το 6,4%.

Ένα ακόμη αποτέλεσμα που ήταν συνυφασμένο με την υποτίμηση ήταν ότι εταιρίες που είχαν υψηλό “book to market ratio” παρουσίασαν μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις μετά τις ανακοινώσεις σε σχέση με αυτές που είχαν χαμηλό αντίστοιχο δείκτη. Η αρχική αντίδραση της αγοράς την ημέρα της ανακοίνωσης είναι μικρή.

Σύμφωνα με τους Ikenberry και Vermaelen (1996) οι διοικούντες των επιχειρήσεων ενδιαφέρονται να αυξήσουν τον πλούτο των μακροπρόθεσμων μετόχων τους. Τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών είναι έτσι θεωρημένα ώστε να χρησιμοποιούνται ανάλογα από τους managers των εταιριών. Δηλαδή σε συνδυασμό με τις εσωτερικές πληροφορίες που αυτοί κατέχουν όποτε κρίνουν σκόπιμο, να προβαίνουν σε επαναγορά των μετοχών της εταιρίας για τη στήριξη της μετοχής και επομένως και των μακροπρόθεσμων μετόχων. Έτσι η ανακοίνωση για επαναγορά μετοχών θα αντιπροσωπεύει τη θετική από αυτούς προσδοκία για το μέλλον της μετοχής. Δε θα προέβαιναν σε τέτοιου είδους ανακοίνωση αν πίστευαν ότι η μετοχή τους είναι υπερτιμημένη. Σε περίπτωση που είχαν ήδη πραγματοποιήσει τη σχετική ανακοίνωση και εν συνεχεία διαπίστωναν ότι τελικά η μετοχή τους δε μπορεί να χαρακτηριστεί ως υποτιμημένη, τότε θα παραιτούνταν της ιδέας να πραγματοποιήσουν την επαναγορά. Είναι άλλωστε ένα δικαίωμα που τους παρέχεται από το νόμο.

Το δικαίωμα αυτό που έχουν οι εταιρίες να επενδύσουν ή όχι στις μετοχές τους είναι μια πηγή αξίας η οποία ενεργεί στην επίδραση της αγοράς, στην τιμή της μετοχής μετά την ανακοίνωση επαναγοράς. Για αυτό και το δικαίωμα αυτό μπορεί να

θεωρηθεί ως δικαίωμα αξίας και συγκεκριμένα ως δικαίωμα ανταλλαγής “exchange option” της «αγοραίας» αξίας της μετοχής με την πραγματική της αξία.

Ακόμα και στην περίπτωση όπου οι managers προβαίνουν σε τέτοιου είδους ανακοίνωση χωρίς να έχουν «ανώτερες» πληροφορίες, και η τιμή της μετοχής είναι δίκαια αποτιμημένη (“fair value”) από την αγορά, τα προγράμματα επαναγοράς έχουν αξία επιλογής και η αντίδραση της αγοράς θα είναι και πάλι θετική μετά την ανακοίνωση. Τέλος αν υποθεθεί ότι δεν υπάρχουν αποκλίσεις μεταξύ της αγοραίας αξίας και της πραγματικής αξίας της μετοχής, τότε τα προγράμματα αυτά είναι άχρηστα, γιατί τότε μιλάμε για λειτουργία εσωτερικής αγοράς. Πάντως επειδή αποκλίσεις θα εμφανίζονται πάντα έστω και περιστασιακά, η χρησιμότητα των προγραμμάτων αυτών είναι δεδομένη γιατί δίνουν τη δυνατότητα αύξησης μέρους της εσωτερικής πληροφόρησης της επιχείρησης.

3.3 Επίδραση στην τιμή της μετοχής υπό άλλες συνθήκες

Οι Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (2000) πραγματοποίησαν ακόμα μία έρευνα γύρω από τις επαναγορές σε επιχειρήσεις του Καναδά. Το ενδιαφέρον στη μελέτη αυτή εστιάζεται στις νομικές ρυθμίσεις του Καναδά, σύμφωνα με τις οποίες οι επιχειρήσεις οφείλουν να παρέχουν μία μηνιαία αναφορά με τον αριθμό των μετοχών που επαναγοράζουν στο διάστημα αυτό. Τα κίνητρα για να αποφασίσουν οι managers μιας εταιρίας να επαναγοράσουν μετοχές είναι αρκετά. Μεταξύ αυτών το σημαντικότερο είναι όταν πιστεύουν ότι η μετοχή τους είναι υποτιμημένη. Στην περίπτωση αυτή οι managers θα θελήσουν σε μεγάλο βαθμό να επαναγοράσουν μετοχές, ενώ αντίθετα αν πιστεύουν ότι η τιμή της μετοχής τους είναι υπερτιμημένη, δε θα ήθελαν να προβούν σε κάτι τέτοιο. Άλλωστε το κίνητρο της υποτίμησης θα δώσει καλύτερα αποτελέσματα, από ότι κάποια άλλα κίνητρα σε μακροπρόθεσμη βάση.

Στα αποτελέσματά τους βρήκαν μικρή μέση υπερβάλλουσα απόδοση σε μηνιαία βάση (μόλις 0,59%). Διαχωρίζοντας τα αποτελέσματα, σε αυτά για τις “value”

και αυτά για τις “growth” εταιρίες, στην πρώτη περίπτωση η μηνιαία μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0,76%, ενώ στη δεύτερη μόνο 0,28%. Γενικότερα τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι η απόφαση για επαναγορά μετοχών εξαρτάται κατά πολύ από το κατά πόσο υπάρχει η ανάγκη να χειραγωγηθεί η τιμή της μετοχής από την ίδια την επιχείρηση. Αυτό βέβαια αντιστοιχίζεται απόλυτα με την πεποίθηση της εταιρίας ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη.

Στην εργασία του ο Isagawa (2002) επανεξέτασε τη στρατηγική εταιριών που ανακοινώνουν επαναγορά μετοχών όταν υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών και αναποτελεσματική αγορά μαζί. Ο Isagawa αναζήτησε μέσα από τη μελέτη του στοιχεία για να διαπιστώσει γιατί ορισμένες εταιρίες επιλέγουν να αγοράσουν και πάλι τις μετοχές τους, μετά από μία ήδη πραγματοποιηθείσα επαναγορά. Προκειμένου να εξηγήσει τη συμπεριφορά αυτή, εισήγαγε το θέμα της αναποτελεσματικής αγοράς και κατέληξε σε συμπεράσματα που παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

Σύμφωνα με το μοντέλο της αναποτελεσματικής αγοράς, οι μετοχές της εταιρίας μετά από την ανακοίνωση της επαναγοράς θα είναι υποτιμημένες. Αυτή τη λάθος εκτίμηση της αγοράς για τη μετοχή μπορεί η εταιρία να την εκμεταλλευθεί, αγοράζοντας τις μετοχές της σε τιμή ευκαιρίας. Στη συνέχεια θα τις κρατήσει έως ότου εξαλειφθεί η «λάθος» εκτίμηση από την αγορά. Στο διάστημα αυτό με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη. Τα κέρδη αυτά θα δώσουν θετικό σήμα στην αγορά και έτσι θα εμφανιστούν εκ νέου θετικές αποδόσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα. Με αυτό το συλλογισμό σε μία αναποτελεσματική αγορά το κίνητρο για επαναγορά των μετοχών μετά την ανακοίνωση γίνεται ακόμα μεγαλύτερο. Έτσι οι περισσότερες εταιρίες αναμένεται να προβούν σε αυτή, παρόλο που δεν είναι υποχρεωμένες για κάτι τέτοιο.

Όσο οι εταιρίες αγοράζουν τις μετοχές τους, η ζήτηση των μετοχών ανεβαίνει και έτσι η τιμή τους αυξάνεται. Οπότε η υποτίμηση της μετοχής από την αγορά εξαλείφεται εν μέρει. Ωστόσο οι εταιρίες ποτέ δε θα αγόραζαν τόσο μεγάλο αριθμό

μετοχών ώστε να εξαλειφθεί πλήρως η υποτίμηση αυτή, γιατί σε αυτή την περίπτωση δε θα μπορούσαν να συμβούν τα προαναφερθέντα και έτσι δε θα έβγαζαν κεφαλαιακά κέρδη. Άλλωστε κάθε εταιρία θα πρέπει να θέτει ένα μέτρο στην ποσότητα των μετοχών που θα επαναγοράσει, γιατί σε περίπτωση που επαναγοράσει μεγάλη ποσότητα χωρίς να το ανακοινώσει τότε θα θεωρείται ότι κάνει εσωτερικό εμπόριο και προσπαθεί να χαλιναγωγήσει την τιμή στα επίπεδα που αυτή θέλει. Κάτι τέτοιο βέβαια θα ήταν πολύ αρνητικό για την επιχείρηση γιατί θα της επιβαλλόταν υψηλό πρόστιμο. Οι παρατηρήσεις αυτές δείχνουν ότι υπάρχει διαχωρισμός στον τρόπο που λειτουργούν οι επιχειρήσεις μέσα από την υπόθεση του “signaling”. Έτσι, επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν να χαρακτηριστούν υψηλής ποιότητας επιλέγουν να προβούν σε ανακοίνωση επαναγοράς, προτού την πραγματοποιήσουν, ενώ οι χαμηλής ποιότητας δεν ανακοινώνουν επαναγορά και αγοράζουν πολύ μικρότερο ποσοστό των μετοχών τους, μη μπορώντας έτσι να αποκομίσουν σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη.

Σε περίπτωση αποτελεσματικής αγοράς, όλα τα παραπάνω περί κεφαλαιακών κερδών δε θα είχαν βάση. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική, θα αξιολογεί συνεχώς την τιμή της μετοχής, οπότε τυχόν υποτίμησή της θα είναι πολύ μικρή και μετά από την ανακοίνωση θα εξαλειφθεί και αυτή. Έτσι αν θεωρηθεί ότι ο μόνος λόγος για επαναγορά των μετοχών είναι το “signaling”, τότε το κίνητρο του να πραγματοποιηθεί η επαναγορά μετά την ανακοίνωσή της είναι αμελητέο – ουσιαστικά ανύπαρκτο στην περίπτωση αποτελεσματικής αγοράς.

3.4 Άλλα συμπεράσματα και επιδράσεις στην τιμή της μετοχής

Σε αντίθεση με προηγούμενες έρευνες που στηρίζονται στην αντίδραση της αγοράς για να αναγνωριστούν τα κίνητρα που υπάρχουν πίσω από τις επαναγορές, οι D'Mello και Shroff (2000) εξέτασαν την υπόθεση της υποτίμησης συγκρίνοντας την τέλεια πρόβλεψη της οικονομικής αξίας Economic Value (EV) μιας επιχείρησης σε σχέση με την αξία που της προσδίδει η αγορά. Υπό αυτές τις συνθήκες εξέτασης,

διαπίστωσαν ότι η υπόθεση της υποτίμησης υστερεί στα εξής σημεία: 1) Δεν προσμετρώνται το επιτόκιο προεξόφλησης και το “timing” των μελλοντικών χρηματοροών και 2) δε λαμβάνονται υπόψη οι εκτιμήσεις της αγοράς για τα αναμενόμενα κέρδη της επιχείρησης. Επίσης δημιουργούνται δύο ερωτήματα σχετικά με τη “tender offer” ως είδος επαναγοράς: α) Το επιπλέον ποσό στην τιμή που προσφέρεται (tender premium) συσχετίζεται με το μέγεθος της υποτίμησης που κατά τους managers έχουν υποστεί οι επιχειρήσεις; Β) Για τις παραπάνω εγγεγραμμένες προσφορές, η απόφαση των managers να αγοράσουν τις επιπλέον μετοχές εξαρτάται από το αν η EV της εταιρίας ξεπερνά την τιμή της προσφοράς;

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι κατά μέσο όρο οι εταιρίες που επαναγοράζουν μετοχές θεωρούνται υποτιμημένες, σύμφωνα με τις προβλέψεις των managers - που είναι βασισμένες σε μελλοντικές πραγματοποιήσεις. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με το ότι οι αναλυτές αναθεώρησαν τις προβλέψεις τους για την κερδοφορία των επιχειρήσεων προς τα πάνω μετά από τις ανακοινώσεις επαναγοράς, ταιριάζει με τη θεωρία της ιδιωτικής πληροφόρησης που έχουν οι managers για τις εταιρίες τους. Έτσι το ύψος του tender premium θα τεθεί ανάλογα με αυτό της υποτίμησης. Ωστόσο οι managers παρουσιάζονται συντηρητικοί στο ύψος του tender premium που θέτουν, αφού σύμφωνα με τα στοιχεία που προκύπτουν από την έρευνα, το μέγεθος της υποτίμησης είναι φανερά μεγαλύτερο από αυτό. Επίσης παρατηρήθηκε το γεγονός κάποιες υπερτιμημένες από την αγορά εταιρίες να επαναγοράζουν μετοχές. Βέβαια οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για αυτές τις εταιρίες μετά τη σχετική ανακοίνωση ήταν σημαντικά μικρότερες από τις αντίστοιχες των υποτιμημένων εταιριών.

Τέλος οι ερευνητές συμπέραναν ότι η απόφαση από τους managers για το αν θα επαναγοράσουν μετοχές ή όχι εξαρτάται από τις «εσωτερικές» πληροφορίες που αυτοί έχουν σχετικά με την οικονομική αξία της επιχείρησης. Επίσης σε περίπτωση που εταιρίες οι οποίες θεωρούνται υπερτιμημένες από την αγορά πραγματοποιήσουν

επαναγορά μετοχών, αυτό θα συνεπάγεται ότι είχαν άλλα κίνητρα, όπως δανεισμός, ή άλλου είδους εισροή κεφαλαίων.

Οι Patricia Born, Carmelo Giaccotto και Τίτος Ρισάτσος (2004) αναφέρουν μεταξύ άλλων στην έρευνά τους, ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν την τάση να ανακοινώνουν επαναγορά μετοχών όταν βλέπουν ότι η τιμή της μετοχής δεν κινείται σε καλά επίπεδα σε σχέση με την αγορά. Όμως μια τέτοια ανακοίνωση δεν έπεται ότι είναι και αξιόπιστη. Η αξιοπιστία μιας επιχείρησης που προβαίνει σε ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών μπορεί να μειωθεί αν τελικά αποδειχθεί ότι η ανακοίνωση αυτή έγινε στην πραγματικότητα όχι για να επαναγοραστούν μετοχές, αλλά για να επωφεληθεί η εταιρία από την αντίδραση της αγοράς. Σπουδαίο γεγονός αποτελεί και το ότι αν και δεν αποτελεί υποχρέωση των εταιριών που ανακοινώνουν επαναγορά μετοχών, ωστόσο όταν αυτές επαναγοράζουν, καλύπτουν σχεδόν όλο το μέγεθος των μετοχών που είχαν ανακοινώσει ότι θα επαναγοράσουν.

Ο McNally (1999) μέσα από την ανάλυσή του διαπίστωσε ότι η επαναγορά των μετοχών αυξάνει την επικινδυνότητα της εταιρίας. Αυτό συμβαίνει με δύο τρόπους: 1) Επειδή η εταιρία πληρώνει μετρητά για να επαναγοράσει τις μετοχές της, μειώνονται έτσι τα χρηματικά διαθέσιμα που περιέχουν το λιγότερο κίνδυνο στο ενεργητικό μιας εταιρίας. 2) Επειδή η εταιρία δανείζεται και έτσι αυξάνει το επίπεδο δανεισμού της. Στη συνέχεια καταλήγει στο ότι οι εταιρίες, των οποίων τα προσδοκώμενα κέρδη εμφανίζονται υψηλά αξίζει περισσότερο να πάρουν το «ρίσκο» της επαναγοράς, σε σχέση με αυτές που εμφανίζουν χαμηλά αναμενόμενα κέρδη. Με τον τρόπο αυτό συνδέει και τη μέθοδο του “signaling” με την εξής εξήγηση για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης επαναγοράς: Η αγορά μαθαίνει από τα αναμενόμενα κέρδη της εταιρίας ότι θα πάει καλύτερα μέσω του “signaling” και έτσι αυξάνει την εκτίμησή της προς αυτή.

Στο μοντέλο του McNally εμπεριέχονται δύο νέες θεωρίες στην υπόθεση του “signaling”: 1) Η εκτίμηση της αγοράς θα πρέπει να αυξάνεται ανάλογα με την

επικινδυνότητα των κερδών της επιχείρησης και 2) ανάλογα με το προγενέστερο επίπεδο των μετοχών που κατέχει η διοίκηση της εταιρίας.

Οι Maxwell και Stephens (2003) εξέτασαν την επιρροή της αντίδρασης της αγοράς στις τιμές των μετοχών, αλλά και στις τιμές των ομολόγων. Η θεωρία του “signaling” επισημαίνει ότι η αγορά επιδρά θετικά στις τιμές των μετοχών και κάτι ανάλογο πρέπει να συμβαίνει και με αυτές των ομολόγων. Η άποψη αυτή βασίζεται στο ότι το σήμα που δίνεται στην αγορά από την ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, αφορά όλη την εταιρία, και επομένως επηρεάζει με τον ίδιο τρόπο τις τιμές των μετοχών και των ομολόγων της. Εξετάζεται όμως και μία εναλλακτική υπόθεση, η μεταφορά πλούτου “wealth transfer”, όπου θεωρείται ότι οι αλλαγές των τιμών μετοχών και ομολόγων συσχετίζονται αρνητικά. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί ως εξής: Όταν μία επιχείρηση θέτει σε λειτουργία μηχανισμούς πληρωμής, όπως μερίσματα, επαναγορά μετοχών και άλλα, μειώνονται τα διαθέσιμα μετρητών. Έτσι σε περίπτωση που η μείωση αυτή είναι σημαντική, τότε μπορεί να υπάρξει πρόβλημα μη εκπλήρωσης υποχρεώσεων της επιχείρησης. Σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο, άμεση συνέπεια είναι η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου (default risk) και επομένως η μείωση της αξίας του ομολόγου της εταιρίας, άρα και της τιμής του.

Στις μελέτες τους βρήκαν, όπως και άλλοι, θετικές υπερβάλλουσες τιμές μετοχών μετά από ανακοινώσεις επαναγοράς. Αντίθετα όμως οι αντιδράσεις στις τιμές των ομολόγων ήταν αρνητικές, συμφωνώντας με τις προβλέψεις της υπόθεσης του “wealth transfer”. Μάλιστα στην περίπτωση εταιριών που παρουσιάζουν χαμηλές επενδύσεις σε σχέση με το χρέος τους, η αρνητική αντίδραση ήταν εντονότερη. Εξάλλου σε μεγαλύτερα προγράμματα επαναγοράς μετοχών, η αντίδραση στις τιμές τόσο για τα ομόλογα, όσο και για τις μετοχές είναι μεγαλύτερη, πάντα προς αντίθετες κατευθύνσεις. Τέλος προέκυψε ότι η συνολική αξία μιας επιχείρησης αυξάνει μετά από την ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, κάτι που σημαίνει ότι οι ανακοινώσεις αυτές αντιμετωπίζονται ως θετικά σημάδια από την αγορά και όχι απλά ως μεταφορά πλούτου (“wealth transfer”).

Τα τελικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι ότι μετά από μία ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, προβλέπεται αύξηση στην τιμή της μετοχής και μείωση στην τιμή του ομολόγου της εταιρίας. Όσο πιο μεγάλα είναι τα προγράμματα επαναγοράς που ανακοινώνονται, τόσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση στην τιμή των μετοχών και η αντίστοιχη μείωση σε αυτή των ομολόγων. Ακόμα το κέρδος που τελικά θα καρπωθεί από τους μετόχους, γύρω από μία τέτοια ανακοίνωση, είναι μία συνάρτηση των “signal” και “wealth transfer”. Το ποιό από τα δύο θα επικρατήσει, εξαρτάται από τη δυναμική του “signal”.

Κεφάλαιο 4: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το ισχύον θεσμικό πλαίσιο όπως αυτό εφαρμόζεται σήμερα για την περίπτωση επαναγοράς μετοχών από τις ανώνυμες εταιρίες στηρίζεται στις διατάξεις του Νόμου 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών» και συγκεκριμένα στο άρθρο 16 του νόμου αυτού. Το άρθρο αυτό αντικαταστάθηκε όπως παρουσιάζεται στη συνέχεια με το άρθρο 20 του π.δ. 409/1986 (Α 191). Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, απαγορεύεται η απόκτηση ιδίων μετοχών μιας ανώνυμης εταιρίας, είτε από την ίδια, είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της (παράγραφος 1, άρθρο 16 του Ν.2190/1920), με κάποιες εξαιρέσεις που αναφέρονται στη συνέχεια.

Από την παραπάνω απαγόρευση εξαιρούνται οι ανώνυμες εταιρίες, για τις οποίες συμβαίνει ένα από τα εξής: (παρ.2, άρθρο 16 του Ν.2190/1920).

α) Ο σκοπός της επαναγοράς είναι η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε από την Γενική Συνέλευση (Γ.Σ.) σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του Καταστατικού. β) Γίνεται επαναγορά μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας. Και στις δύο προαναφερθέντες περιπτώσεις, οι μετοχές που αποκτούνται πρέπει να ακυρώνονται αμέσως (παρ.3). γ) Όταν πρόκειται για απόκτηση μετοχών, οι οποίες έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς και προέρχονται από αναγκαστική εκτέλεση που έγινε για την πληρωμή απαιτήσεων της ίδιας της εταιρίας. δ) Αγοράζονται μετοχές εταιρίας από ανώνυμες τραπεζικές εταιρίες, κατά εντολή τρίτων. ε) Αποκτώνται μετοχές από χαριστική αιτία εφόσον έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς. Για τις περιπτώσεις γ) και ε) οι μετοχές πρέπει να πωλούνται μέσα στο συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα, που δε μπορεί να υπερβαίνει το ένα έτος (παρ.3). Αν δεν πωληθούν στο διάστημα αυτό, οι μετοχές πρέπει να ακυρώνονται αμέσως. στ) Όταν οι αποκτήσεις γίνονται με σκοπό τη διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρίας ή στο προσωπικό εταιρίας που είναι συνδεδεμένη με αυτή. Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία δώδεκα μηνών από

την απόκτησή τους, μετά την πάροδο της οποίας, πρέπει να ακυρώνονται αμέσως¹ (παρ.3).

Οι αποκτήσεις μετοχών αυτής της περίπτωσης γίνονται υπό τις εξής προϋποθέσεις: 1) εφ' όσον η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, μαζί με την ονομαστική αξία τυχόν μετοχών των προηγούμενων περιπτώσεων α) έως ε) δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του μετοχικού κεφαλαίου, 2) εφ' όσον δε θα έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρίας, όπως προσδιορίζονται στο υπόδειγμα ισολογισμού² και 3) εφ' όσον πρόκειται για μετοχές πλήρως εξοφλημένες. Οι όροι και οι προϋποθέσεις διάθεσης μετοχών στους εργαζομένους και ιδίως θέματα που αφορούν το είδος των μετοχών αυτών, τις προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν στα πρόσωπα των δικαιούχων, τον τρόπο διάθεσης και κατανομής τους, το ειδικό καθεστώς που θα τις διέπει καθώς και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια ρυθμίζονται με προεδρικά διατάγματα, που εκδίδονται ύστερα από πρόταση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών, Βιομηχανίας, Έρευνας και τεχνολογίας και Εμπορίου και δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (παρ.2, άρθρο 25 του Ν.1682/1987). Επίσης οι μετοχές της εταιρίας που ανήκουν στην ίδια υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, δεν έχουν όμως δικαίωμα ψήφου στη Γ.Σ. (παρ.4, άρθρο 16 του Ν.2190/1920).

Άλλωστε, εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων³, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους, με σκοπό τη στήριξη της χρηματιστηριακής τους τιμής 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 εταιρίας. Στο ανωτέρω ποσοστό συμπεριλαμβάνονται

¹ Η στ) εξαίρεση προστέθηκε από την παράγραφο 1 του άρθρου 25 του Νόμου 1682/1987 (Α 14).

² Όπως προβλέπεται από το άρθρο 42γ, κάτω από το ποσό που προβλέπει η παράγραφος 1 του άρθρου 44α.

³ Η Γενική Συνέλευση των μετόχων λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 29, παρ. 1 και 2, και του άρθρου 31, παρ.1.

και οι μετοχές τις οποίες έχει προηγουμένως αποκτήσει η εταιρία, καθώς και εκείνες που έχουν αποκτηθεί από πρόσωπο το οποίο ενεργούσε έπ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρίας (παρ.5).

Η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της εταιρίας για σύγκληση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, με σκοπό τη λήψη απόφασης για αγορά δικών της μετοχών προς στήριξη της τιμής τους, σύμφωνα με τα προηγούμενα, καθώς και η απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων για αγορά των μετοχών, γνωστοποιούνται αμέσως μετά τη λήψη τους στο Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (παρ.6).

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 και γ) το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δε μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων (παρ.7).

Σε περίπτωση που αγοραστούν μετοχές, αυτές θα πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Η κατά παράβαση των διατάξεων του άρθρου αυτού 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. Ακόμα η απόκτηση από την Εταιρία των δικών της μετοχών, δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού⁴ (παρ.8).

Εξάλλου, η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρίας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των

⁴ Η μείωση αυτή θα είναι σε ποσό κατώτερο από εκείνο που ορίζεται στο άρθρο 15, παρ.1α της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική⁵, 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 εταιρία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρία υποχρεούται το αργότερο τρεις (3) εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρίας να προβεί στην απόκτηση δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής όπως ορίστηκαν παραπάνω και ιδίως θα εξειδικεύεται το επί μέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο η εταιρία 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 εταιρία υποχρεούται να δημοσιεύει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική⁵. Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρία 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 εταιρία 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 εταιρία από τις υποχρεώσεις

⁵ Όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρο 26 παρ.2 (α) και (β).

γνωστοποίησης που απορρέουν από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας (παρ.10).

Ακόμα, το Δ.Σ. της εταιρίας 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 Γ.Σ. που ακολουθεί την περίοδο των αγορών (παρ.11).

Σε περίπτωση που οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως των μετοχών ή δε διανεμηθούν εν όλω ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην Εταιρία, ακυρώνονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, ύστερα από πρόσκληση του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της εταιρίας. Η απόφαση θα περιλαμβάνει τον αριθμό και τα στοιχεία των ακυρουμένων μετοχών και τους λόγους ακύρωσής τους. Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην αρμόδια διεύθυνση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η εταιρία δύναται να ζητεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και δύο έτη για ειδικούς λόγους τους οποίους εξειδικεύει στην αίτησή της (παρ.12).

Αφού αγοραστούν μετοχές, η πώλησή τους διενεργείται με απόφαση του Δ.Σ. που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του όλου αριθμού των μελών του. Η απόφαση ορίζει κατώτατη τιμή πωλήσεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διαθέσεως αυτών στην αγορά. Η απόφαση γνωστοποιείται απ'ευθείας στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται σε δύο τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες (παρ.13).

Σε περίπτωση που διενεργείται αγορά μετοχών κατά παράβαση των παραπάνω διατάξεων, προβλέπονται τα εξής (παρ.14, άρθρου 16, Ν.2190/1920):

Φυλάκιση τουλάχιστον τριών μηνών και χρηματική ποινή για όσους, έχοντας αποκτήσει γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση με αφορμή μόνιμη ή πρόσκαιρη παροχή υπηρεσιών με οποιαδήποτε ιδιότητα, χρησιμοποιεί τις πληροφορίες αυτές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου, και αγοράζει ή πωλεί

χρηματιστηριακές αξίες των επιχειρήσεων αυτών, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο (παρ.1, άρθρο 30, Ν.1806/1988).

Με την ίδια ποινή τιμωρείται όποιος αποκτά άμεσα ή έμμεσα γνώση εμπιστευτικών πληροφοριών για επιχείρηση από πρόσωπα που είχαν αποκτήσει, κατά τα οριζόμενα στην προηγούμενη παράγραφο, γνώση των πληροφοριών και τις χρησιμοποιεί εν γνώσει του γεγονότος ότι οι πληροφορίες είναι εμπιστευτικές, είτε ο ίδιος είτε μέσω άλλου προσώπου, και αγοράζει ή πωλεί χρηματιστηριακές αξίες της επιχείρησης αυτής, για να επιτύχει σημαντικό περιουσιακό όφελος για τον εαυτό του ή τρίτο, ή να επιφέρει σημαντική περιουσιακή ζημία σε τρίτο (παρ.2, άρθρο 30, Ν.1806/1988).

Αποτελεί επιβαρυντική περίπτωση η τέλεση πράξεων των παραπάνω παραγράφων (1 και 2) από άτομα που απασχολούνται σε ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες, στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν τράπεζες, ή σε τράπεζα, μέτοχο τέτοιων εταιριών (παρ.3). Τέλος το ίδιο ισχύει για εμπιστευτικές πληροφορίες, ή πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν γίνει γνωστές στο κοινό, έχουν χαρακτήρα συγκεκριμένο και αφορούν ένα ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες και οι οποίες αν γίνονται γνωστές στο κοινό θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών (παρ.4).

Σημείωση 1: Οι παράγραφοι 5, 6, 7, 10, 11, 12, 13 και 14 του άρθρου 16 του Νόμου 2190/1920 προστέθηκαν με το άρθρο 2 του π.δ. 14/1993 (Α 6). Μάλιστα οι παράγραφοι 5, 6, 7, 10 και 11 στη συνέχεια αντικαταστάθηκαν από το άρθρο 6 του Νόμου 2892/2001 με τη μορφή που παρουσιάστηκαν παραπάνω.

Σημείωση 2: Η παρ. 4 του άρθρου 30 του Νόμου 1806/1988 καταργήθηκε με το άρθρο 12 του Π.Δ.52/1992 και αντικαταστάθηκε ως άνω με την περίπτωση 1 του άρθρου 2 του ίδιου Π.Δ.

Σημείωση 3: Η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων λαμβάνοντας υπόψη όλες τις διατάξεις και το σχετικό θεσμικό πλαίσιο, εξέδωσε στις 22 Δεκεμβρίου 2003 έναν κανονισμό για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο παραπάνω κανονισμός όπως αυτός δημοσιεύτηκε στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 23/12/2003, παρατίθεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ. Σύμφωνα με αυτό τον κανονισμό, αλλά και με αυτόν που προϋπήρχε, δεν προβλέπεται η αγορά ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις με σκοπό τη στήριξη της χρηματιστηριακής τους τιμής. Κάτι τέτοιο λαμβάνεται ως πρόθεση χειραγώγησης της αγοράς και ως εκ τούτου κρίνεται παράνομο. Ο κανονισμός αυτός λαμβάνει ισχύ από 11/7/2005.

Κεφάλαιο 5: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μέθοδος που ακολουθείται για την διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση πρόθεσης επαναγοράς μετοχών στηρίζεται στην «Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων» (event studies).

Για να εξεταστεί η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις πρόθεσης των εταιριών για επαναγορά μετοχών, προσδιορίζονται οι έκτακτες αποδόσεις των εν λόγω μετοχών, όπως αυτές προκύπτουν από τις μεταβολές των τιμών τους, πριν και μετά το γεγονός. Αυτό γίνεται εφαρμόζοντας το Υπόδειγμα της Αγοράς. Η στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων ελέγχεται με τους συντελεστές t – statistics.

5.1 Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων

Σύμφωνα με τους Brown και Warner, (1983 και 1985) στην ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων εξετάζεται η μεταβολή της τιμής της μετοχής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρίας για κάποιο θέμα. Εξετάζοντας μία αποτελεσματική αγορά, οι τυχόν επιδράσεις στην τιμή της μετοχής θα πρέπει να παρατηρούνται κατά την ημέρα ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτή. Οι επιδράσεις αυτές πηγάζουν από την ανακοίνωση πρόθεσης αγοράς ιδίων μετοχών, οπότε σε διαφορετικές από αυτή ημερομηνίες τα αποτελέσματα επίδρασης θα αφορούν άλλες πληροφορίες εκείνων των ημερών. Έτσι η μελέτη εστιάζεται στις επιπτώσεις γύρω από την ημερομηνία του εκάστοτε γεγονότος.

Οι ημερομηνίες των σχετικών γεγονότων που παράγουν πληροφορίες προς την αγορά είναι οι εξής τρεις:

i) Η ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.) των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σα θέμα η Επαναγορά Μετοχών.

ii) Η ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) που αποφάσισε να προτείνει στη Γ.Σ. των μετόχων την Επαναγορά Μετοχών.

iii) Η ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Προσδιορίζεται μία περίοδος γύρω από την ημερομηνία του γεγονότος. Η περίοδος αυτή καλείται event study και έχει ως κρίσιμη ημερομηνία τη στιγμή $t = 0$. Η στιγμή αυτή είναι η ημερομηνία του γεγονότος. Επιλέγουμε την περίοδο που ξεκινά 50 ημέρες πριν το εκάστοτε γεγονός (ημερομηνία απόφασης του Δ.Σ., ημερομηνία δημοσιοποίησης της πρόσκλησης και ημερομηνία πραγματοποίησης Γ.Σ.) και τελειώνει 10 ημέρες μετά από αυτό ($t = -50$, $t = +10$). Η ημερομηνία $t = 0$ είναι ημερολογιακά διαφορετική για κάθε μία από τις εταιρίες του δείγματος. Με βάση αυτή την ημερομηνία για κάθε μία από τις μετοχές του δείγματος λαμβάνονται υπόψη οι τιμές τους 50 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός. Κατά αυτό τον τρόπο εξαιρούνται από το δείγμα εταιρίες για τις οποίες οι τιμές δεν είναι διαθέσιμες (για διάφορους λόγους) στο χρονικό διάστημα που προκύπτει.

5.2 Υπολογισμός έκτακτων αποδόσεων – Υπόδειγμα της Αγοράς

Για τον προσδιορισμό της επίδρασης σε επίπεδα αποδόσεων θα χρειαστεί να υπολογιστούν οι αναμενόμενες ή «κανονικές» αποδόσεις που θα είχαν οι μετοχές αν δεν υπήρχαν οι ανακοινώσεις αυτές και να συγκριθούν με τις πραγματικές αποδόσεις εκείνων των ημερών. Για τον υπολογισμό αυτό έχουν προταθεί διάφορα υποδείγματα, εκ των οποίων τα πιο γνωστά είναι:

A) Το «Υπόδειγμα της Αγοράς» (“market model”).

B) Το «Υπόδειγμα της Μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης» (“mean-adjusted model”)

Γ) Το «Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – Απόδοσης» (“market-adjusted model”).

Στην παρούσα μελέτη θα χρησιμοποιηθεί το Υπόδειγμα της Αγοράς, άλλωστε αυτό χρησιμοποιούν και οι περισσότερες σχετικές μελέτες. Το Υπόδειγμα αυτό

υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με βάση την εξής παλινδρόμηση:

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

Όπου:

$i = 1, 2, 3, \dots, N$, το πλήθος των εξεταζόμενων μετοχών

$t = 1, 2, 3, \dots, M$, το πλήθος των εξεταζόμενων ημερών

R_{it} = Η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

R_{mt} = Η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t

$$b_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$$

$$\alpha_i = E(R_{it}) - b_i E(R_{mt})$$

e_{it} = Το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t που ακολουθεί κανονική κατανομή με μέσο μηδέν ($E(e_{it}) = 0$). Η διακύμανση του σφάλματος αυτού θεωρείται σταθερή διαχρονικά, δηλαδή: $Var(e_{it1}) = Var(e_{it2})$, για οποιεσδήποτε διαφορετικές χρονικές στιγμές t_1 και t_2 .

Ως χαρτοφυλάκιο της αγοράς χρησιμοποιείται ένας δείκτης αντιπροσωπευτικός του Χρηματιστηρίου, δηλαδή ένας δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σταθμισμένες με τη χρηματιστηριακή τους αξία. Τέτοιος δείκτης είναι ο «Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών» (Γ.Δ. του ΧΑΑ).

Ο συντελεστής b_i της μετοχής i είναι το μέτρο ευαισθησίας της μετοχής αυτής ως προς τις μεταβολές της αγοράς. Δηλαδή μετρά το κατά πόσο θα αντιδράσει η μετοχή θετικά ή αρνητικά και σε ποιο βαθμό σε σχέση με την αντίδραση της αγοράς.

Για τον υπολογισμό των συντελεστών a_i και b_i θα εκτελεστεί μία παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ των R_{it} και R_{mt} , για 150 ημέρες πριν την έναρξη της περιόδου του γεγονότος, (δηλαδή 200 ημέρες πριν την ημερομηνία του γεγονότος), για την κάθε μετοχή του δείγματος. Η περίοδος αυτή ($t = -200, t = -$

50) καλείται περίοδος υπολογισμού “estimation period”. Έτσι θα προκύψουν οι εκτιμητές των συντελεστών αυτών \hat{a}_i και \hat{b}_i αντίστοιχα.

Εν συνεχεία οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (ή έκτακτες αποδόσεις) “abnormal returns” προκύπτουν από την αφαίρεση των αναμενόμενων από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις, ως εξής:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - (\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt}).$$

Δηλαδή η απόδοση μιας μετοχής είναι το άθροισμα της απόδοσης της αγοράς ($a_i + b_i R_{mt}$) με την απόδοση που εξαρτάται από τη συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση (e_{it}), όπως εκφράζει το Υπόδειγμα της Αγοράς.

Βέβαια, κατά τις ημέρες των ανακοινώσεων η όποια μεταβολή στην τιμή των μετοχών δεν εξαρτάται μόνο από την ανακοίνωση αυτή, αλλά και από μια σειρά άλλων γεγονότων που μπορεί να συνέβησαν την ημέρα αυτή. Έτσι για να μετρηθεί η επίδραση που προέρχεται μόνο από την ανακοίνωση, θα πρέπει να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών από άσχετα με την ανακοίνωση γεγονότα.

5.3 Διαστρωματικός μέσος έκτακτων αποδόσεων – Αθροιστικός μέσος

έκτακτων αποδόσεων

Η αφαίρεση του $(\hat{a}_i + \hat{b}_i R_{mt})$ εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών λόγω της επίδρασης της αγοράς, αλλά δεν εξουδετερώνει μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές και από άλλα γεγονότα εκτός της ανακοίνωσης επαναγοράς μετοχών. Για να εξουδετερωθούν και οι μεταβολές αυτές χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών στο δείγμα. Έτσι για κάθε μια από τις 61 ημέρες που καλύπτουν την περίοδο του υπό εξέταση γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση AAR (Average Abnormal Return), για την ημέρα t , ως εξής:

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

Όπου: $t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, +3, \dots, +10$ και

$N =$ ο αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη ημέρα.

Στη συνέχεια είναι χρήσιμος ο υπολογισμός των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων CAAR (Cumulative Average Abnormal Returns) για τις ημέρες t_1 έως t_2 , που ανήκουν μέσα στη περίοδο του event study, δηλαδή μέσα στις ημέρες: $t = -50, -49, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$ και προκύπτει ως εξής:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t$$

Ιδιαίτερα στην περίπτωση δύο διαδοχικών ημερών t_1 και t_2 ο υπολογισμός αυτός είναι αναγκαίος γιατί παρατηρείται ετεροχρονισμός μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Έτσι αν η ημέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την επαναγορά των μετοχών είναι η $t = 0$, τότε οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη ημέρα, την $t = -1$, όπως συνηθίζεται. Σε αυτή την περίπτωση η αντίδραση της αγοράς στις πληροφορίες προηγείται της δημοσίευσης κατά μία ημέρα. Άρα σε αυτή την περίπτωση η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών για τη μετοχή i είναι:

$$CAAR(-1, 0) = AAR_{-1} + AAR_0$$

5.4 Έλεγχος Υποθέσεων – Στατιστική σημαντικότητα αποτελεσμάτων

Μετά τον υπολογισμό των μέσων έκτακτων αποδόσεων, ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητά τους μέσω των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t – statistics.

Πραγματοποιείται δηλαδή έλεγχος υποθέσεων για το αν τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι στατιστικά σημαντικά ή όχι.

$$t(AAR) = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)}$$

$$t(CAAR) = \frac{CAAR_t}{\sqrt{(t_2 - t_1 + 1) * S(AAR_t)}}$$

Όπου: $S(AAR_t)$ = Η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο υπολογισμού. Η περίοδος περιλαμβάνει 150 ημέρες από την ημέρα $t = -200$ έως την ημέρα $t = -51$ σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης $t = 0$.

Και: t_1 , t_2 η πρώτη και η τελευταία ημέρα αντίστοιχα της περιόδου που υπολογίζεται το CAAR.

Οι συντελεστές αυτοί θα συγκριθούν με τις αντίστοιχες κριτικές τιμές που προκύπτουν από τη συνάρτηση t – student ανάλογα με τα επίπεδα σημαντικότητας και το πλήθος του δείγματος. Η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων εξετάζεται στα εξής τρία επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας: 1%, 5% και 10%. Αν τα t – statistics είναι μεγαλύτερα από την κριτική τιμή τότε απορρίπτουμε την αρχική υπόθεση H_0 και δεχόμαστε την εναλλακτική H_1 .

Όπου:

H_0 : Το γεγονός δεν οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις (μέσες και αθροιστικές μέσες, ανάλογα με την περίπτωση των t – statistics).

H_1 : Το γεγονός οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις (μέσες και αθροιστικές μέσες, ανάλογα με την περίπτωση των t – statistics).

Κεφάλαιο 6: ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η διαδικασία που ακολουθήθηκε για να σχηματιστεί η τελική μορφή του δείγματος, πάνω στο οποίο θα γίνουν και οι σχετικές μελέτες. Το δείγμα που τελικώς σχηματίστηκε αποτελείται από εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που ανήκουν σε οποιοδήποτε κλάδο της οικονομίας. Ως εκ τούτου θεωρείται καλά διαφοροποιημένο και μπορεί να οδηγήσει σε χρήσιμα συμπεράσματα.

6.1 Συλλογή στοιχείων

Οι ημερομηνίες που μας ενδιαφέρουν και αποτελούν τη βάση για τη μελέτη, είναι τρεις. Είναι η ημερομηνία που αποφασίζει το Διοικητικό Συμβούλιο και συντάσει την πρόσκληση για την πραγματοποίηση της Γενικής Συνέλευσης, η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης αυτής στον καθημερινό τύπο, και η ημερομηνία πραγματοποίησης της Γενικής Συνέλευσης.

Για το σχηματισμό του δείγματος αρχικά εντοπίσαμε Γενικές Συνελεύσεις που πραγματοποιήθηκαν τη χρονική περίοδο από 1^η Ιανουαρίου 2000 έως 31^η Μαρτίου 2005 από επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και είχαν ως θέμα την αγορά ιδίων μετοχών. Έτσι καταγράφηκαν 149 στο σύνολο Γενικές Συνελεύσεις (Τακτικές και Έκτακτες) που περιείχαν την αγορά ιδίων μετοχών ως ένα από τα θέματα ημερήσιας διάταξης. Στη συνέχεια έγινε ο διαχωρισμός των Συνελεύσεων σε 89 Έκτακτες και 60 Τακτικές. Ο σκοπός του διαχωρισμού αυτού έγκειται στο ότι οι Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις γίνονται για τη λήψη αποφάσεων πάνω σε συγκεκριμένα θέματα που απασχολούν τη διοίκηση μιας επιχείρησης και επομένως αντιμετωπίζονται ως θέματα που χρίζουν άμεσης διεκπεραίωσης. Εξάλλου οι Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις δημιουργούν λιγότερο θόρυβο από ότι οι Τακτικές

πριν την πραγματοποίησή τους. Οπότε είναι λογικό να στρέψουμε το ενδιαφέρον μας σε Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις που έχουν σα θέμα την αγορά ιδίων μετοχών.

Μετά το διαχωρισμό αυτό επικεντρωθήκαμε στην εύρεση των προσκλήσεων των Έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων όπως αυτές είχαν δημοσιευθεί στον ημερήσιο τύπο. Από τις 89 προσκλήσεις, κατέστη δυνατό να βρεθούν οι 75. Με τον τρόπο αυτό κάναμε πλήρη καταγραφή των τριών ημερομηνιών που μας ενδιαφέρουν, αλλά και των θεμάτων που περιείχονταν στην ημερήσια διάταξη κάθε Γενικής Συνέλευσης.

Στη συνέχεια βάσει των θεμάτων αυτών επιλέξαμε αυτές που είχαν ως αποκλειστικό θέμα την αγορά ιδίων μετοχών και αυτές που είχαν ως επιπλέον θέματα, τέτοια που δε μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την τιμή της μετοχής. Για παράδειγμα θέματα όπως: ονομαστικοποίηση των ανωνύμων μετοχών της εταιρίας, τροποποίηση κάποιου άρθρου του καταστατικού της εταιρίας που αφορά σκοπούς ή την επωνυμία της εταιρίας, και διάφορες ανακοινώσεις δε μπορούν να θεωρηθούν ως ικανά να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Αντιθέτως, θέματα όπως: αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, Προγράμματα Προαίρεσης (stock option plan), αποσχίσεις, αλλά και συγχωνεύσεις – απορροφήσεις θυγατρικών από την εταιρία υπερκαλύπτουν το θέμα της αγοράς ιδίων ως προς την επιρροή στην τιμή της μετοχής. Έτσι από τις 75 προσκλήσεις, αυτές που κρίθηκαν ικανές να απαρτίζουν το δείγμα ήταν 57.

6.2 Δημιουργία τριών (3) Δειγμάτων

Θέλοντας να μελετήσουμε πως επηρεάζει την τιμή της μετοχής κάθε μια από τις τρεις ημερομηνίες του γεγονότος της αγοράς ιδίων μετοχών, πραγματοποιούμε τη μελέτη τριών επιχειρηματικών γεγονότων, ένα για κάθε μία από τις τρεις σημαντικές ημερομηνίες. Κάθε ένα από αυτά έχει ως αρχική ημερομηνία ($t = 0$):

α) την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γενικής Συνέλευσης (Γ.Σ.), β) την ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) και γ) την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης.

Για το δείγμα των ημερομηνιών της Γενικής Συνέλευσης, 2 εταιρίες δε λαμβάνονται υπόψη, γιατί ανακοίνωσαν πρόθεση επαναγοράς πολύ σύντομα μετά την ημερομηνία εισαγωγής τους στο ΧΑΑ. Συγκεκριμένα οι ALPHA TRUST ANDROMEDA A.E.E.X (Γ.Σ. 31/1/2002, ημερομηνία εισαγωγής 19/12/2001) και ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (Γ.Σ. 2/3/2001, ημερομηνία εισαγωγής 11/1/2001). Έτσι για την ανάλυση του γεγονότος της Γ.Σ. το τελικό δείγμα αποτελείται από 55 εταιρίες. Σημειώνεται ότι οι εταιρίες αυτές πραγματοποιούν και στα επόμενα έτη τέτοιου είδους Γ.Σ., οι οποίες λαμβάνονται υπόψη στα 3 δείγματα.

Για τον ίδιο ακριβώς λόγο οι παραπάνω 2 εταιρίες δεν ήταν δυνατό να συμπεριληφθούν στο δείγμα των άλλων δύο ημερομηνιών. Επιπλέον δε συμπεριλήφθηκαν άλλες δύο εταιρίες, οι ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π. και ΔΟΥΡΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ & ΕΜΠΟΡΙΑ ΕΤΟΙΜΩΝ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε., γιατί οι ημερομηνίες απόφασης του Δ.Σ. και οι ημερομηνίες δημοσίευσης των προσκλήσεών τους για τις αντίστοιχες Γ.Σ. ήταν κοντά με την ημερομηνία εισαγωγής τους στο ΧΑΑ. Επομένως τα τελικά δείγματα για τα αυτών των ημερομηνιών περιλαμβάνουν τις υπόλοιπες 53 εταιρίες. Οι αντίστοιχες τιμές των εταιριών αυτών βάσει των οποίων πραγματοποιείται η ανάλυση είναι προσαρμοσμένες όπως έχουν εκτιμηθεί από το πρόγραμμα Datastream.

Στους πίνακες 1 και 2 που βρίσκονται στο τέλος του κεφαλαίου, παρουσιάζονται ο αριθμός των εκτάκτων Γ.Σ. (Ε.Γ.Σ.) που κατέστη δυνατό να βρεθούν, καθώς και η διαμόρφωση του τελικού αριθμού των δειγμάτων, βάσει αυτών που αναφέρθηκαν παραπάνω. Στον δεύτερο πίνακα παρουσιάζονται μαζί τα δύο δείγματα της ημερομηνίας απόφασης του Δ.Σ., με αυτή της δημοσίευσης της αντίστοιχης πρόσκλησης, αφού συμπίπτουν στο πλήθος των εταιριών.

6.3 Διάσπαση των Δειγμάτων

Στα τελικά 3 δείγματα των 55, 53 και 53 ημερομηνιών, υπάρχουν εταιρίες που έχουν ανακοινώσει πρόθεση για αγορά ιδίων μετοχών περισσότερες από μία φορές. Έχει ενδιαφέρον λοιπόν να δούμε πως αντιδρά η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας που προτίθεται να επαναγοράσει για πρώτη φορά τις μετοχές της, και πώς αυτής που κάνει κάτι τέτοιο για δεύτερη ή και τρίτη φορά στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Για το λόγο αυτό κρίθηκε σκόπιμο, εκτός από τα συνολικά δείγματα των αντίστοιχων ημερομηνιών, να μελετήσουμε και ξεχωριστά τις εταιρίες που ανακοίνωσαν για πρώτη φορά στο χρονικό διάστημα που εξετάζουμε και αυτές που ανακοίνωσαν στη συνέχεια για δεύτερη και τρίτη φορά.

Οι εταιρίες που έχουν ανακοινώσει πρόθεση για επαναγορά των μετοχών τους από το 2000 έως το 2005 πάνω από μία φορά είναι οι εξής: Χ.ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε. (3 φορές), ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ (2 φορές), ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. (3 φορές), ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (2 φορές), CARDICO ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ ΑΕΒΕ (2 φορές), ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (2 φορές).

Έτσι το δείγμα που έχει ως βάση ($t = 0$) την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ. θα διασπαστεί σε δύο δείγματα. Το πρώτο θα περιέχει όλες τις εταιρίες, με τη διαφορά ότι σε σχέση με το συνολικό δείγμα των 55 ημερομηνιών, κάθε εταιρία θα αντιστοιχίζεται από μία μόνο ημερομηνία. Έτσι για τις παραπάνω 6 εταιρίες που έχουν πάνω από μία ημερομηνία στο πρώτο δείγμα θα συμπεριληφθούν οι πρώτες ημερομηνίες (δηλαδή οι παλαιότερες). Με τον τρόπο αυτό αφαιρούνται από το συνολικό δείγμα, 8 ημερομηνίες.

Οπότε το συνολικό δείγμα διασπάστηκε σε δύο υπο – δείγματα, το πρώτο με 47 ημερομηνίες και το δεύτερο με 8. Στο δεύτερο δείγμα περιέχονται οι εταιρίες που έχουν ανακοινώσει ήδη μία φορά πρόθεση για αγορά ιδίων μετοχών και ανακοινώνουν για δεύτερη ή και τρίτη φορά κάτι τέτοιο. Ακολουθώντας την ίδια διαδικασία, τα δύο δείγματα των 53 ημερομηνιών διαχωρίζονται σε δύο των 45 και 8 αντίστοιχα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1:

Αριθμός των εταιριών που απαρτίζουν το δείγμα της ημερομηνίας της έκτακτης Γ.Σ. για κάθε έτος ξεχωριστά και συνολικά για όλα τα έτη.

Περίοδος: 2000 – 2005

<u>ΕΚΤΑΚΤΕΣ Γ.Σ.</u>	2000	2001	2002	2003	2004	2005⁷	ΣΥΝΟΛΑ
ΔΕΙΓΜΑ Γ.Σ.	3	14	4	14	17	3	55
ΕΚΤΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	5	8	5	1	1	0	20
ΣΥΝΟΛΑ	8	22	9	15	18	3	75

ΠΙΝΑΚΑΣ 2:

Αριθμός των εταιριών που απαρτίζουν τα δείγματα της ημερομηνίας απόφασης του Δ.Σ. και της δημοσίευσης της πρόσκλησης της έκτακτης Γ.Σ. για κάθε έτος ξεχωριστά και συνολικά για όλα τα έτη.

Περίοδος: 2000 – 2005

<u>ΕΚΤΑΚΤΕΣ Γ.Σ.</u>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	ΣΥΝΟΛΑ
ΔΕΙΓΜΑ Δ.Σ - ΗΜΕΡ.ΔΗΜ.	3	13	4	14	16	3	53
ΕΚΤΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	5	9	5	1	2	0	22
ΣΥΝΟΛΑ	8	22	9	15	18	3	75

⁷ Όπου αναφέρεται το έτος 2005, εννοούμε το 1^ο τρίμηνο του έτους αυτού, αφού μέχρι εκεί εκτείνεται η μελέτη.

Κεφάλαιο 7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο 7^ο κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα της μελέτης. Η μελέτη αυτή πραγματοποιείται σε 3 επίπεδα. Το πρώτο έχει ως βάση ($t = 0$) την ημερομηνία απόφασης του Δ.Σ. για την πρόσκληση σε Έκτακτη Γενική Συνέλευση με σκοπό να συζητηθεί το θέμα αυτό. Το δεύτερο έχει ως βάση ($t = 0$) την ημερομηνία δημοσίευσης στον καθημερινό τύπο της πρόσκλησης αυτής και τέλος το τρίτο, την ημερομηνία που πραγματοποιείται η Γ.Σ..

Για κάθε ένα από τα επιμέρους δείγματα έχουν υπολογιστεί σύμφωνα με την προαναφερόμενη μεθοδολογία, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις “average abnormal returns” (AAR) για το διάστημα (-10, +10) του event study, δηλαδή 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός που ενδιαφέρει κάθε φορά.

Επίσης έχουν υπολογιστεί και οι αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις “cumulative average abnormal returns” (CAAR) για τα επιμέρους υποδιαστήματα (-10,0), (-5,0) και (-1,0). Με τον τρόπο αυτό εξετάζουμε το κατά πόσο η απόδοση της μετοχής επηρεάζεται όσο πλησιάζουμε στην ημερομηνία του γεγονότος, αλλά και τη μετέπειτα βραχυπρόθεσμη πορεία της 10 ημέρες μετά το γεγονός. Κυρίως όμως ενδιαφέρουν οι ημερομηνίες πραγματοποίησης του εκάστοτε γεγονότος ($t = 0$).

Τέλος για την διεξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων έχουν υπολογιστεί και οι στατιστικές σημαντικότητες των αποτελεσμάτων αυτών μέσω του δείκτη t – statistic. Έχοντας λάβει υπόψιν τις κριτικές τιμές για τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας (1%, 5% και 10%), ανάλογα με το πλήθος του δείγματος κάθε φορά, υπολογίζουμε τους δείκτες t – statistic για κάθε ένα από τα παραπάνω μεγέθη. Στη συνέχεια συγκρίνουμε την απόλυτη τιμή τους με τις εκάστοτε κριτικές τιμές και συμπεραίνουμε αν τα μεγέθη αυτά όπως έχουν υπολογιστεί (AAR και CAAR) είναι στατιστικά σημαντικά ή όχι. Αν τα t – statistics που αντιστοιχούν στα μεγέθη αυτά είναι μεγαλύτερα από τις αντίστοιχες κριτικές τιμές, τότε είναι στατιστικά σημαντικά

στο ανάλογο επίπεδο σημαντικότητας (1%, 5% ή 10%), αν είναι μικρότερα κατά απόλυτη τιμή τότε είναι στατιστικά ασήμαντα. Οπότε αναλόγως μπορούμε να βγάλουμε και ασφαλή ή όχι συμπεράσματα.

Στους πίνακες που βρίσκονται στο τέλος του κεφαλαίου, στην πρώτη στήλη φαίνονται οι ημέρες εξέτασης του γεγονότος, ενώ στη δεύτερη και τρίτη στήλη παρουσιάζονται το πλήθος των εταιριών που έχουν θετική υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μία ημέρα και οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος. Στην τέταρτη στήλη παρουσιάζεται η στατιστική σημαντικότητα (σε απόλυτη τιμή) των αποδόσεων αυτών αντίστοιχα. Δίπλα από τους συντελεστές στατιστικής σημαντικότητας σημειώνεται ο ανάλογος αριθμός αστερίσκων (*), σύμφωνα με τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων σε κάθε επίπεδο. Τέλος κάτω από κάθε πίνακα παρατίθενται οι αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις με τα αντίστοιχα t – statistics και τις ενδείξεις των αστερίσκων (*).

7.1 Αποτελέσματα για τα συνολικά Δείγματα

Σε πρώτο στάδιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και τα σχετικά συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτά για τα συνολικά δείγματα και των τριών γεγονότων (απόφασης Δ.Σ., δημοσίευσης πρόσκλησης, πραγματοποίησης Γ.Σ.) που περιέχουν αντίστοιχα 55, 53 και 53 εταιρίες.

Στον Πίνακα 3 περιέχονται τα αποτελέσματα για το συνολικό δείγμα απόφασης Δ.Σ. εταιριών για Ε.Γ.Σ. με θέμα την αγορά ιδίων μετοχών. Παρατηρούμε ότι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις μέχρι τη στιγμή 0 κυμαίνονταν σε μικρά αρνητικά επίπεδα, με εξαίρεση τη στιγμή $t = -1$. Ωστόσο οι αποδόσεις αυτές, παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα τη χρονική στιγμή $t = -7$ και $t = -4$ (στα επίπεδα του 5% σφάλματος) και λιγότερο τη χρονική στιγμή $t = -3$ (σε επίπεδο 10% σφάλματος). Αυτές μάλιστα ήταν και οι υψηλότερες αρνητικά αποδόσεις. Οι αρνητικές αποδόσεις (χαμηλού επιπέδου), προτού ληφθεί η απόφαση του Δ.Σ. για

έκτακτη Γ.Σ. με θέμα την αγορά ιδίων μετοχών, οφείλονται προφανώς σε άλλα θέματα εσωτερικού ή εξωτερικού περιβάλλοντος των αντίστοιχων εταιριών.

Από την ημέρα $t = 0$ και μετά περιμένουμε την όποια επίδραση στην τιμή, άρα και στην απόδοση της μετοχής. Πράγματι, βλέπουμε ότι μετά την ημέρα $t = 0$ και με εξαίρεση τις ημέρες $t = 6$ και $t = 8$ οι αποδόσεις είναι θετικές. Πάντως μόνο ακριβώς την επόμενη ημέρα παρατηρούμε απόδοση πάνω από 1%, οι υπόλοιπες είναι κάτω από αυτή την απόδοση. Μάλιστα για την ημέρα αυτή μπορούμε να πούμε με σαφήνεια ότι επηρεάζεται θετικά από την αρχική γνωστοποίηση για πρόθεση αγοράς ιδίων μετοχών (μέσω της απόφασης του Δ.Σ. για την πραγματοποίηση της σχετικής Γ.Σ.), αφού η στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης αυτής είναι μεγάλη. Ωστόσο την «κρίσιμη ημέρα» $t = 0$ η απόδοση είναι ελαφρώς αρνητική, αν και στατιστικά ασήμαντη.

Οι αθροιστικές αποδόσεις (CAAR(-10,0) και CAAR(-5,0)) είναι αρνητικές όπως ήταν φυσικό, με βάση τις μέσες αποδόσεις κατά τα διαστήματα αυτά, παρουσιάζουν όμως στατιστική σημαντικότητα. Αυτό δείχνει ότι πράγματι 10 και 5 ημέρες πριν την πραγματοποίηση του συγκεκριμένου γεγονότος η απόδοση της μετοχής κυμαινόταν σε αρνητικά επίπεδα. Αντίθετα για την αθροιστική μέση απόδοση των δύο ημερών $t = -1$ και $t = 0$ δε μπορούμε να συμπεράνουμε πολλά, γιατί η απόδοση αυτή δεν έχει στατιστική σημαντικότητα.

Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τις ημερομηνίες δημοσίευσης των προσκλήσεων στο συνολικό δείγμα των 53 εταιριών. Στον πίνακα αυτό ισχύουν τα ίδια με τον προηγούμενο όσον αφορά τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, με τη διαφορά ότι οι αρνητικές αποδόσεις εμφανίζονται μικρότερες κατά απόλυτη τιμή, όπως δείχνει και η αθροιστική απόδοση CAAR(-10,0), αν και δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Γενικότερα αυτό που μπορούμε να συμπεράνουμε από τον πίνακα 4 είναι ότι πριν τη χρονική στιγμή $t = 0$ έχουμε μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, αθροιστικά τουλάχιστον. Αντιθέτως μία ημέρα πριν τη δημοσιοποίηση ήδη έχουμε θετική

αντίδραση, που εκτείνεται σημαντικά την $t = 0$ (1,08%), και την επομένη. Κάτι που δείχνει ότι μία ημέρα πριν τη δημοσίευση, το θέμα είχε ήδη γίνει γνωστό, λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης. Τις υπόλοιπες ημέρες η αντίδραση εξασθενεί με μικρές και στατιστικά ασήμαντες αποδόσεις.

Ο πίνακας 5 που ακολουθεί περιέχει τις αντίστοιχες αποδόσεις και τις στατιστικές σημαντικότητές τους για το συνολικό δείγμα των 55 Γ.Σ. Στον πίνακα αυτό παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα διαφέρουν από αυτά των προηγούμενων δύο που αναφέρονταν στα δείγματα των αποφάσεων των Δ.Σ. και των δημοσιεύσεων των προσκλήσεων.

Οι μέσες αποδόσεις είναι θετικές σχεδόν για όλο το εξεταζόμενο διάστημα, με εξαίρεση στις χρονικές στιγμές $t = -5$ και $t = -4$, όπου όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αυτό που αξίζει επίσης να παρατηρηθεί είναι ότι την ημέρα της Γ.Σ. ($t = 0$) παρουσιάζεται η υψηλότερη απόδοση, η οποία είναι και στατιστικά σημαντική (1,43%), ενώ και την επόμενη ημέρα η απόδοση είναι αρκετά υψηλή (και στατιστικά σημαντική) σε σχέση με τις υπόλοιπες ημέρες.

Τέλος το ότι 10 ημέρες πριν τη Γ.Σ. η αθροιστική μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι θετική και μάλιστα στατιστικά σημαντική, όπως και η αντίστοιχη για 5 ημέρες πριν τη Γ.Σ., αλλά και μία ημέρα πριν ($CAAR(-1,0) = 1,79\%$) αποδεικνύει ότι ήδη μετά τη δημοσιοποίηση της πρόσκλησης για Ε.Γ.Σ. η απόδοση της τιμής της μετοχής επηρεάστηκε θετικά. Αυτό γιατί, η δημοσιοποίηση της πρόσκλησης γίνεται τουλάχιστον 20 με 25 ημέρες πριν, όπως υπαγορεύει και ο σχετικός νόμος. Επομένως είναι λογικό 10 ημέρες πριν την Ε.Γ.Σ. να είναι ήδη γνωστό το θέμα. Μάλιστα δεδομένου ότι συνήθως στις Ε.Γ.Σ. τα θέματα που συζητούνται καταλήγουν και σε αποφάσεις εφαρμογής τους, 10 ημέρες πριν τη Γ.Σ. η αγορά είναι πεπεισμένη ότι οι επιχειρήσεις θα αποφασίσουν να επαναγοράσουν τις μετοχές τους. Άρα οι θετικές αυτές αποδόσεις δείχνουν ότι η αγορά σηματοδοτεί θετικά την εξέλιξη αυτή, έστω και σε μικρά επίπεδα.

7.2 Αποτελέσματα Δείγματος εταιριών που προτίθενται να επαναγοράσουν για πρώτη φορά

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τα δείγματα των εταιριών που αποφασίζουν για πρώτη φορά την αγορά ιδίων μετοχών. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται σε πίνακες με τον ίδιο τρόπο όπως στην προηγούμενη ενότητα.

Στον πίνακα 6 περιέχονται τα αποτελέσματα της μελέτης του πρώτου υπο – δείγματος, αυτού που απαρτίζεται από εταιρίες που αποφασίζουν για πρώτη φορά επαναγορά των μετοχών τους. Το δείγμα αυτό αποτελείται από 45 εταιρίες και έχει ως βάση μελέτης την ημερομηνία απόφασης του Δ.Σ.. Τα αποτελέσματα για το δείγμα αυτό έρχονται σε συμφωνία με αυτά του πίνακα 3, που αφορούσαν το συνολικό δείγμα των 53 εταιριών.

Και εδώ παρατηρείται το φαινόμενο της αρνητικής μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης πριν την «κρίσιμη ημερομηνία» ($t = 0$) και ιδιαίτερα την $t = -7$ με μεγάλη στατιστική σημαντικότητα. Μετά την χρονική στιγμή $t = 0$, οι αποδόσεις είναι θετικές με εξαίρεση τις $t = 6$ και $t = 8$ που είναι αρνητικές, αν και στατιστικά ασήμαντες. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι και σε αυτή την περίπτωση, την πρώτη ημέρα μετά την απόφαση η απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Πάντως την ημέρα του γεγονότος και πάλι είναι αρνητική, αν και στατιστικά ασήμαντη (-0,48%). Αυτό δείχνει ότι η απόφαση αυτή επηρεάζει κυρίως την πρώτη ημέρα, μετά το γεγονός και λιγότερο τις επόμενες. Τέλος η στατιστική σημαντικότητα του CAAR(-10,0) και η αρνητική του τιμή επιβεβαιώνουν ότι 10 ημέρες πριν την απόφαση οι εταιρίες διατηρούσαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Στον πίνακα 7 συγκεντρώνουμε τα αποτελέσματα της μελέτης για την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης για τις εταιρίες που επαναγοράζουν πρώτη φορά στο διάστημα που εξετάζουμε. Παρατηρούμε αρνητικές αποδόσεις πριν τη χρονική στιγμή $t = 0$, οι οποίες όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα τις στιγμές $t = 0$ και $t = 1$ υπάρχουν θετικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές (1,24% και

1,14% αντίστοιχα), κάτι που δείχνει ότι η ημέρα δημοσίευσης και η επόμενη επηρεάζουν θετικά την απόδοση της μετοχής, έστω και σε μικρά επίπεδα. Στο υπόλοιπο διάστημα παρατηρούμε θετικές και στατιστικά ασήμαντες αποδόσεις.

Για τις αθροιστικές αποδόσεις, μόνο η CAAR(-1, 0) είναι στατιστικά σημαντική και θετική. Από όλα αυτά συμπεραίνουμε ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση, η όποια θετική αντίδραση παρατηρείται την ίδια και την επόμενη ημέρα της δημοσίευσης.

Ο επόμενος πίνακας περιέχει τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τις εταιρίες αυτές με βάση την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ..

Τα αποτελέσματα εδώ, όπως και στον αντίστοιχο πίνακα του συνολικού δείγματος, δείχνουν θετική επίδραση στην τιμή σε όλο το διάστημα. Άλλωστε υπάρχουν 5 θετικές αποδόσεις ιδιαίτερα στατιστικά σημαντικές (τις ημέρες $t = -7$, $t = -2$, $t = 0$, $t = 3$ και $t = 8$). Μάλιστα η χρονική στιγμή $t = 0$ που ενδιαφέρει και περισσότερο παρουσιάζει τη μεγαλύτερη απόδοση (1,67%). Εξάλλου και οι 3 εξεταζόμενες αθροιστικές αποδόσεις είναι θετικές και πολύ σημαντικές στατιστικά. Σε αυτή την περίπτωση είναι φανερό, ότι ήδη 10 ημέρες πριν την πραγματοποίηση της Γ.Σ. η αγορά γνωρίζει την πρόθεση των επιχειρήσεων, και αντιδρά θετικά, κάτι που έρχεται σε συμφωνία με την περίπτωση του συνολικού δείγματος.

7.3 Αποτελέσματα για το Δείγμα των εταιριών που προτίθενται να επαναγοράσουν ξανά.

Δεδομένου ότι τα αποτελέσματα της μελέτης για αυτή την περίπτωση δεν παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα, δεν αξίζει να γίνει ιδιαίτερη αναφορά σε αυτά. Για το λόγο αυτό, το μόνο συμπέρασμα που μπορεί να βγει είναι ότι η επίδραση της αγοράς σε μετοχές εταιριών που αποφασίζουν εκ νέου για επαναγορά, είναι ασήμαντη, σχεδόν ανύπαρκτη. Κάτι τέτοιο είναι λογικό, γιατί η αγορά είχε λάβει νωρίτερα το μήνυμα της υποστήριξης της τιμής της μετοχής από τις εκάστοτε εταιρίες, όταν αυτές το έστειλαν δια μέσου της αρχικής τους πρόθεσης επαναγοράς των μετοχών τους. Έτσι η οποιαδήποτε ανάλογη κίνηση επαναληφθεί, δε μπορεί να

επηρεάσει άλλο την απόδοση της μετοχής. Κάτι τέτοιο βεβαίως ισχύει κυρίως για εταιρίες που ανακοινώνουν τέτοια πρόθεση σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Το συγκεκριμένο δείγμα των 8 ημερομηνιών που έχουμε στη διάθεσή μας, είναι πολύ μικρό για να μας οδηγήσει σε ασφαλή συμπεράσματα, κάτι που αποδεικνύεται και από το ότι τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μελέτης είναι στατιστικά ασήμαντα. Για πληρέστερη αναφορά στη σχετική μελέτη, τα αντίστοιχα αποτελέσματα, παρατίθενται στους πίνακες 9, 10 και 11. Οι πίνακες αυτοί περιέχουν τα ανάλογα στοιχεία όπως αυτά έχουν προκύψει για τα εξεταζόμενα υπο - δείγματα των 8 ημερομηνιών με βάση την ημερομηνία απόφασης του Δ.Σ., την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης και την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ. αντίστοιχα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.

Συνολικό δείγμα εταιριών των οποίων τα Δ.Σ. αποφασίζουν για Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 53

Ημέρα γεγονόςτος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	23/30	-0,19%	0,4319
-9	20/33	-0,57%	1,2819
-8	24/29	-0,02%	0,0496
-7	19/34	-1,17%	2,6353**
-6	19/34	-0,48%	1,0867
-5	20/33	-0,40%	0,8956
-4	17/36	-1,00%	2,2558**
-3	20/33	-0,77%	1,7445*
-2	26/27	-0,18%	0,3978
-1	26/27	0,34%	0,7607
0	25/28	-0,37%	0,8436
1	29/24	1,20%	2,6990***
2	31/22	0,77%	1,7463
3	30/23	0,49%	1,1158
4	23/30	0,58%	1,3000
5	37/16	0,70%	1,5750
6	27/26	-0,11%	0,2512
7	31/22	0,40%	0,9129
8	26/27	-0,30%	0,6763
9	30/23	0,37%	0,8353
10	31/22	0,80%	1,8092*

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

CAAR(-10,0) =	-4,81%	t(-10,0) =	3,2750***
CAAR(-5,0) =	-2,38%	t(-5,0) =	2,1950**
CAAR(-1,0) =	-0,04%	t(-1,0) =	0,0586

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6747.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0066.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6737.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.

**Συνολικό δείγμα εταιριών που δημοσιοποιούν
πρόσκληση για Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.**

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 53

Ημέρα γεγονόςτος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	22/31	-0,84%	1,8777*
-9	29/24	-0,13%	0,2797
-8	25/28	-0,33%	0,7401
-7	24/29	-0,09%	0,1980
-6	15/38	-0,96%	2,1564**
-5	19/34	-0,76%	1,7034*
-4	24/29	-0,14%	0,3037
-3	27/26	-0,05%	0,1094
-2	24/29	-0,32%	0,7175
-1	27/26	0,38%	0,8521
0	29/24	1,08%	2,4137**
1	36/17	1,10%	2,4637**
2	29/24	0,43%	0,9674
3	24/29	-0,16%	0,3547
4	33/20	0,38%	0,8600
5	30/23	0,22%	0,4885
6	28/25	0,70%	1,5743
7	31/22	0,49%	1,0854
8	35/18	0,80%	1,7853*
9	27/26	0,52%	1,1700
10	27/26	0,11%	0,2518

**ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ
ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

CAAR(-10,0) =	-2,16%	t(-10,0) =	1,4533
CAAR(-5,0) =	0,19%	t(-5,0) =	0,1763
CAAR(-1,0) =	1,46%	t(-1,0) =	2,3093**

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6747.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0066.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6737.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.

**Συνολικό δείγμα εταιριών που πραγματοποιούν Ε.Γ.Σ.
με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.**

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 55

Ημέρα γεγονός	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	29/26	0,60%	1,4750
-9	30/25	0,59%	1,4502
-8	30/25	0,38%	0,9454
-7	32/23	1,14%	2,8219***
-6	30/25	0,42%	1,0370
-5	29/26	-0,25%	0,6240
-4	25/30	-0,45%	1,1155
-3	29/26	0,46%	1,1307
-2	34/21	0,97%	2,3887**
-1	30/25	0,36%	0,8850
0	37/18	1,43%	3,5320***
1	33/22	1,13%	2,7931***
2	23/32	0,40%	0,9957
3	36/19	0,90%	2,2196**
4	27/28	0,28%	0,6963
5	33/22	0,57%	1,4016
6	27/28	-0,12%	0,2964
7	25/30	-0,48%	1,1876
8	33/22	0,90%	2,2142**
9	27/28	0,37%	0,9133
10	26/29	0,07%	0,1811

**ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ
ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

CAAR(-10,0) =	5,63%	t(-10,0) =	4,1990***
CAAR(-5,0) =	2,51%	t(-5,0) =	2,5299**
CAAR(-1,0) =	1,79%	t(-1,0) =	3,1233***

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6736.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0049.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6700.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.

Δείγμα εταιριών, των οποίων τα Δ.Σ. αποφασίζουν για Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών, για πρώτη φορά.

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 45

Ημέρα γεγονόςτος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	22/23	0,05%	0,1037
-9	19/26	-0,52%	1,0983
-8	20/25	-0,01%	0,0250
-7	16/29	-1,35%	2,8239***
-6	17/28	-0,34%	0,7032
-5	17/28	-0,32%	0,6776
-4	15/20	-0,88%	1,8499*
-3	17/28	-0,89%	1,8647*
-2	23/22	-0,11%	0,2324
-1	23/22	0,51%	1,0702
0	22/23	-0,48%	1,0054
1	23/22	1,21%	2,5312**
2	27/18	0,87%	1,8233*
3	24/21	0,39%	0,8192
4	22/23	0,82%	1,7146*
5	31/14	0,75%	1,5806
6	22/23	-0,26%	0,5388
7	24/21	0,09%	0,1788
8	22/23	-0,38%	0,8049
9	24/21	0,26%	0,5432
10	27/18	0,91%	1,9061*

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

CAAR(-10,0) =	-4,34%	t(-10,0) =	2,7457***
CAAR(-5,0) =	-2,18%	t(-5,0) =	1,8616*
CAAR(-1,0) =	0,03%	t(-1,0) =	0,0458

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6747.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0066.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6737.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.

**Δείγμα εταιριών που δημοσιοποιούν πρώτη φορά
πρόσκληση Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.**

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 45

Ημέρα γεγονότος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	20/25	-0,73%	1,5224
-9	26/19	-0,03%	0,0644
-8	21/24	-0,32%	0,6679
-7	23/22	0,02%	0,0334
-6	14/31	-0,85%	1,7692*
-5	17/28	-0,63%	1,3144
-4	22/23	-0,04%	0,0785
-3	23/22	-0,08%	0,1698
-2	21/24	-0,31%	0,6473
-1	23/22	0,26%	0,5466
0	25/20	1,24%	2,5686**
1	32/13	1,14%	2,3713**
2	25/20	0,47%	0,9700
3	22/23	-0,06%	0,1245
4	27/18	0,36%	0,7445
5	24/21	0,03%	0,0723
6	21/24	0,40%	0,8384
7	28/17	0,65%	1,3457
8	29/16	0,76%	1,5690
9	25/20	0,71%	1,4817
10	24/21	0,32%	0,6703

**ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ
ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

CAAR(-10,0) =	-1,49%	t(-10,0) =	0,9302
CAAR(-5,0) =	0,44%	t(-5,0) =	0,3696
CAAR(-1,0) =	1,50%	t(-1,0) =	2,2028**

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6802.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0154.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6923.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.

Δείγμα εταιριών που πραγματοποιούν πρώτη φορά

Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 47

Ημέρα γεγονός	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	24/23	0,38%	0,8666
-9	25/22	0,66%	1,5241
-8	26/21	0,38%	0,8768
-7	29/18	1,43%	3,2904***
-6	25/22	0,46%	1,0678
-5	26/21	-0,22%	0,4958
-4	21/26	-0,44%	1,0247
-3	25/22	0,48%	1,1169
-2	31/16	1,34%	3,0915***
-1	27/20	0,44%	1,0173
0	34/13	1,67%	3,8504***
1	29/18	1,16%	2,6611**
2	20/27	0,35%	0,8124
3	31/16	1,05%	2,4212**
4	26/21	0,40%	0,9164
5	29/18	0,68%	1,5761
6	23/24	-0,17%	0,3923
7	23/24	-0,42%	0,9596
8	29/18	1,01%	2,3372**
9	23/24	0,54%	1,2435
10	20/27	-0,10%	0,2279

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

CAAR(-10,0) =	6,59%	t(-10,0) =	4,5773***
CAAR(-5,0) =	3,28%	t(-5,0) =	3,0846***
CAAR(-1,0) =	2,11%	t(-1,0) =	3,4420***

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,6787

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,0129.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,6870.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.

Δείγμα εταιριών των οποίων τα Δ.Σ. αποφασίζουν για Ε.Γ.Σ., μετά την πρώτη φορά, με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 8

Ημέρα γεγονός	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	1/7	-1,55%	1,8514
-9	1/7	-0,82%	0,9770
-8	4/4	-0,08%	0,0938
-7	3/5	-0,16%	0,1889
-6	2/6	-1,30%	1,5607
-5	3/5	-0,81%	0,9710
-4	2/6	-1,66%	1,9853*
-3	3/5	-0,12%	0,1400
-2	2/6	-0,54%	0,6516
-1	3/5	-0,64%	0,7649
0	3/5	0,22%	0,2657
1	6/2	1,13%	1,3537
2	4/4	0,23%	0,2795
3	6/2	1,08%	1,2900
4	1/7	-0,78%	0,9401
5	6/2	0,38%	0,4572
6	5/3	0,71%	0,8485
7	7/1	2,20%	2,6351**
8	4/4	0,17%	0,2090
9	6/2	0,99%	1,1909
10	4/4	0,20%	0,2346

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

CAAR(-10,0) =	-7,45%	t(-10,0) =	2,6892**
CAAR(-5,0) =	-3,55%	t(-5,0) =	1,7339
CAAR(-1,0) =	-0,42%	t(-1,0) =	0,3530

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,8946.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,3646.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 3,4995.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.

Δείγμα δημοσιοποίησης πρόσκλησης εταιριών για Ε.Γ.Σ., μετά την πρώτη φορά, με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 8

Ημέρα γεγονόςτος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	2/6	-1,44%	1,8231
-9	3/5	-0,65%	0,8305
-8	4/4	-0,38%	0,4849
-7	1/7	-0,68%	0,8595
-6	1/7	-1,59%	2,0219*
-5	2/6	-1,48%	1,8831
-4	2/6	-0,69%	0,8722
-3	4/4	0,14%	0,1728
-2	3/5	-0,37%	0,4711
-1	4/4	1,04%	1,3234
0	4/4	0,19%	0,2385
1	4/4	0,87%	1,1056
2	4/4	0,24%	0,3001
3	2/6	-0,71%	0,9057
4	6/2	0,53%	0,6726
5	6/2	1,25%	1,5885
6	7/1	2,39%	3,0359**
7	3/5	-0,43%	0,5490
8	6/2	1,04%	1,3153
9	2/6	-0,55%	0,6987
10	3/5	-1,07%	1,3597

ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

CAAR(-10,0) =	-5,92%	t(-10,0) =	2,2648*
CAAR(-5,0) =	-1,18%	t(-5,0) =	0,6089
CAAR(-1,0) =	1,23%	t(-1,0) =	1,1044

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,8946.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,3646.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 3,4995.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.

**Δείγμα εταιριών, που πραγματοποιούν μετά την πρώτη
φορά, Ε.Γ.Σ. με θέμα αγορά ιδίων μετοχών.**

Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AAR), οι αντίστοιχες στατιστικές σημαντικότητες τους (t(AAR)) για την περίοδο 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά το γεγονός και το πλήθος των εταιριών που έχουν θετικές και αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για την κάθε ημέρα.

Περίοδος: 2000 – 2005

N = 8

Ημέρα γεγονότος	Θετικές/Αρνητικές	AAR	t(AAR)
-10	2/6	1,97%	2,7166**
-9	4/4	-0,19%	0,2575
-8	5/3	0,77%	1,0586
-7	4/4	-0,14%	0,1943
-6	5/3	0,26%	0,3563
-5	4/4	0,21%	0,2878
-4	3/5	-0,77%	1,0649
-3	5/3	0,59%	0,8087
-2	4/4	-0,80%	1,1096
-1	4/4	0,04%	0,0540
0	3/5	-0,33%	0,4560
1	4/4	0,83%	1,1468
2	3/5	0,62%	0,8609
3	6/2	0,13%	0,1840
4	2/6	-0,28%	0,3883
5	5/3	0,11%	0,1498
6	4/4	-0,01%	0,0106
7	3/5	-0,28%	0,3826
8	4/4	0,22%	0,3092
9	5/3	-0,34%	0,4635
10	5/3	0,65%	0,8969

**ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ
ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**

CAAR(-10,0) =	1,59%	t(-10,0) =	0,6632
CAAR(-5,0) =	-1,07%	t(-5,0) =	0,6042
CAAR(-1,0) =	-0,29%	t(-1,0) =	0,2842

* : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 10%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 1,8946.

** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 5%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 2,3646.

*** : Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Κριτική τιμή για το δείγμα αυτό 3,4995.

Κεφάλαιο 8: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα έρευνα πραγματοποιήθηκε με σκοπό να προσθέσει εμπειρικές και θεωρητικές γνώσεις σε ένα πεδίο που ενδιαφέρει ιδιαίτερα τις επιχειρήσεις, την αγορά ιδίων μετοχών. Δεδομένου ότι λίγες ανάλογες μελέτες έχουν πραγματοποιηθεί στην Ελλάδα, αλλά και ότι οι πηγές εύρεσης αξιόπιστων στοιχείων για τη διεξαγωγή μιας τέτοιας μελέτης είναι δύσκολα προσβάσιμες, γίνεται αντιληπτό η σημαντικότητα της έρευνας αυτής.

Ο μοναδικός λόγος για να προβεί μία ελληνική επιχείρηση σε επαναγορά μετοχών της είναι η προσπάθεια στήριξης της τιμής της μετοχής, όταν πιστεύει ότι είναι υποτιμημένη από την αγορά. Σε αντίθεση, στις ξένες αγορές υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους αποφασίζει μία επιχείρηση να αγοράσει τις μετοχές της και αυτό οφείλεται στο ελαστικότερο θεσμικό τους πλαίσιο. Μάλιστα οι λόγοι αυτοί είναι συνυφασμένοι με την καλή λειτουργία της επιχείρησης, και έτσι το σήμα που δίνει μία επιχείρηση όταν προτίθεται να αγοράσει τις μετοχές της είναι ότι αναμένεται υψηλή λειτουργικότητα και κερδοφορία στο μέλλον.

Εξάλλου στις ΗΠΑ και στον Καναδά υπάρχει και η μέθοδος αγοράς ιδίων μετοχών μέσω προσφοράς με δύο τρόπους. Στον ένα τρόπο, η προσφορά γίνεται από την επιχείρηση, η οποία προσφέρει μία σταθερή τιμή για να αγοράσει συγκεκριμένο αριθμό μετοχών από τους μετόχους της (fixed – price tender offer). Στη δεύτερη περίπτωση, αποφασίζεται μία σταθερή τιμή, από μία σειρά διαδοχικών γεγονότων – προσφορών στην οποία συμμετέχουν και οι μέτοχοι (Dutch auction tender - offer). Οι δύο αυτές μέθοδοι προσδίδουν μεγαλύτερη θετική αντίδραση από αυτή της επαναγοράς σε ανοιχτή αγορά, σύμφωνα με τις αντίστοιχες μελέτες.

Για την καλύτερη διεξαγωγή συμπερασμάτων επικεντρωθήκαμε στην ανάλυση και των τριών ημερομηνιών που σχετίζονται με το θέμα της επαναγοράς. Συγκεκριμένα, στην πρώτη ημερομηνία που γίνεται γνωστό το ενδεχόμενο αγοράς ιδίων μετοχών από μία επιχείρηση, που είναι η ημερομηνία απόφασης του

Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) για πραγματοποίηση Γενικής Συνέλευσης με τέτοιο θέμα. Στη συνέχεια στην ημερομηνία δημοσίευσης της αντίστοιχης πρόσκλησης που σγγράφει το Δ.Σ. και τέλος στην ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Για το σχηματισμό ενός δείγματος που θα δώσει όσο το δυνατόν εγκυρότερα αποτελέσματα, συλλέξαμε τις παραπάνω τρεις ημερομηνίες ενδιαφέροντος μόνο για Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις (Ε.Γ.Σ.). Αυτές είχαν ως αποκλειστικό θέμα την αγορά ιδίων μετοχών, ή περιείχαν και άλλα λιγότερο σημαντικά θέματα. Έτσι περιορίσαμε αρκετά την επίδραση που θα είχαν στα αποτελέσματά μας, άσχετα με την αγορά ιδίων μετοχών θέματα. Στην προσπάθεια μας να συμπεριλάβουμε όσο το δυνατόν πιο πρόσφατες ημερομηνίες, το δείγμα αποτελείται από εταιρίες που πραγματοποίησαν Ε.Γ.Σ., την τελευταία πενταετία, από 1/1/2000 έως και 31/3/2005.

Με ημερομηνία γεγονότος ($t = 0$), κάθε φορά μία από τις τρεις σημαντικές ημερομηνίες, εξετάσαμε τα τρία επιχειρηματικά γεγονότα που αντιστοιχούν. Το διάστημα εξέτασης σε αυτά εκτείνεται από $t = -50$ έως $t = +10$ σύμφωνα με τη μεθοδολογία των Brown και Warner. Ωστόσο τα αποτελέσματα που παρουσιάσαμε καλύπτουν το διάστημα 10 ημέρες πριν την πραγματοποίηση του γεγονότος και 10 ημέρες μετά από αυτή. Άλλωστε μας ενδιαφέρει περισσότερο η εξέταση γύρω από την ημερομηνία γεγονότος σε κοντινή απόσταση πριν και μετά από αυτή, γιατί στο διάστημα αυτό περιμένουμε την όποια αντίδραση της αγοράς. Άλλωστε κάτι τέτοιο αποδεικνύεται και από τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που είναι περισσότερο εμφανής στο διάστημα αυτό.

Βάσει των αποτελεσμάτων που προκύπτουν, αυτό που μπορούμε να συμπεράνουμε είναι ότι η ημερομηνία απόφασης του Δ.Σ. δεν επηρεάζει ιδιαίτερα την τιμή της μετοχής. Την ημέρα $t = 0$ η απόδοση στατιστικά ασήμαντη. Άλλωστε και οι αθροιστικές αποδόσεις πριν την ημέρα $t = 0$ είναι στατιστικά ασήμαντες. Η όποια επίδραση παρατηρείται μία ημέρα πριν και μία ημέρα μετά από το αντίστοιχο γεγονός. Αυτή η αντίδραση καταγράφεται ως θετική, σε χαμηλά όμως επίπεδα, περίπου της τάξης του 1%.

Για την ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης, βλέπουμε ότι πάλι πριν την ημέρα του γεγονότος έχουμε στατιστικά ασήμαντες αποδόσεις. Την ημέρα της δημοσίευσης όμως έχουμε μία μικρή επίδραση της τάξεως του 1,08% και στατιστικά σημαντική. Ανάλογη είναι και η απόδοση της επόμενης ημέρας. Πάντως οι αθροιστικές αποδόσεις πριν την ημέρα του γεγονότος είναι στατιστικά ασήμαντες.

Στην περίπτωση του γεγονότος πραγματοποίησης της Γ.Σ. θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις παρατηρούνται σχεδόν στο σύνολο του διαστήματος (-10, +10) με αρκετές να είναι στατιστικά σημαντικές. Εδώ λοιπόν φαίνεται ότι η επιρροή γίνεται νωρίτερα, όπως είναι φυσικό, αφού το θέμα γνωστοποιείται αρκετά νωρίτερα πριν την Γ.Σ. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται και από τις αθροιστικές αποδόσεις που είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Πάντως και σε αυτή την περίπτωση, τις περισσότερες ημέρες οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις κυμαίνονται κάτω από 1%, και μόνο την ημέρα της Γ.Σ. και την επόμενη ξεπερνούν το 1%.

Στην προσπάθειά μας να εξετάσουμε τη διαφορετική αντίδραση που μπορεί να έχει η ανακοίνωση πρόθεσης επαναγοράς στις μετοχές επιχειρήσεων που προβαίνουν για πρώτη φορά σε κάτι τέτοιο, χωρίσαμε τα συνολικά δείγματα σε υπο – δείγματα. Τα 3 πρώτα περιέχουν τις εταιρίες που ανακοινώνουν την πρόθεση αυτή για πρώτη φορά και τα επόμενα 3, αυτές που κάνουν το ίδιο για δεύτερη ή τρίτη φορά στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

Εφαρμόζοντας την ίδια μεθοδολογία στα επιμέρους υπο – δείγματα, με αυτή που εφαρμόστηκε στα συνολικά, καταλήγουμε στα εξής συμπεράσματα: Όσον αφορά τα δείγματα των επιχειρήσεων που προτίθενται να επαναγοράσουν για πρώτη φορά τις μετοχές τους, τα αποτελέσματα έρχονται σε συμφωνία με τα αντίστοιχα ολικά δείγματα. Αντιθέτως, για τα δείγματα των εταιριών που αποφασίζουν για δεύτερη ή τρίτη φορά την αγορά μετοχών τους, τα αποτελέσματα είναι ασήμαντα.

Το επίπεδο της αντίδρασης την ημερομηνία της δημοσιοποίησης της πρόσκλησης και της πραγματοποίησης της Γ.Σ. κινείται στο 1,08% και στο 1,43%

αντίστοιχα. Ενώ την ημερομηνία που γίνεται γνωστή η απόφαση του Δ.Σ. για την πραγματοποίηση της Γ.Σ. δεν υπάρχει αντίδραση της αγοράς στατιστικά σημαντική. Στις ξένες αγορές η αντίδραση στην ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς μετοχών εκτιμάται από τις περισσότερες μελέτες περίπου στο 3,5% υπερβάλλουσα απόδοση. Η σύγκριση αυτή δείχνει ότι στην Ελλάδα, η επαναγορά των μετοχών επηρεάζει λίγο, αλλά θετικά και βραχυπρόθεσμα την τιμή της μετοχής της εταιρίας που προβαίνει σε κάτι τέτοιο. Πάντως την ημέρα δημοσίευσης και την ημέρα πραγματοποίησης της Γ.Σ. παρατηρούμε θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, κάτι που έρχεται σε συμφωνία με την αντίστοιχη ημέρα ανακοίνωσης για τις ξένες μελέτες.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΚ) αριθ. 2273/2003 ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ της 22ας Δεκεμβρίου 2003

για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Έχοντας υπόψη:

τη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, την οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς) (1), και ιδίως το άρθρο 8, αφού ζήτησε τεχνικές συμβουλές από την ευρωπαϊκή επιτροπή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (CESR),

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

(1) Το άρθρο 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ ορίζει ότι οι απαγορεύσεις της παρούσας οδηγίας δεν εφαρμόζονται στις πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών, ούτε στις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον οι σχετικές συναλλαγές διενεργούνται σύμφωνα με τα εκτελεστικά μέτρα που έχουν θεσπιστεί για το σκοπό αυτό.

(2) Οι πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών καθώς και οι πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου στις οποίες δεν εφαρμόζεται η εξαίρεση από τις

απαγορεύσεις του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ, δεν πρέπει να θεωρούνται αφ' εαυτές ότι συνιστούν κατάχρηση αγοράς.

(3) Από την άλλη πλευρά, οι απαλλαγές που θεσπίζονται με τον παρόντα κανονισμό καλύπτουν μόνον συμπεριφορές που συνδέονται άμεσα με δραστηριότητες στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς και πράξεων σταθεροποίησης. Συμπεριφορές που δεν συνδέονται άμεσα με τις προαναφερθείσες δραστηριότητες πρέπει επομένως να αντιμετωπίζονται όπως οποιαδήποτε άλλη πράξη που καλύπτεται από την οδηγία 2003/6/ΕΚ και ενδέχεται να αποτελέσουν το αντικείμενο διοικητικών μέτρων ή κυρώσεων, εφόσον η αρμόδια αρχή διαπιστώσει ότι η εν λόγω συμπεριφορά συνιστά κατάχρηση αγοράς.

(4) Όσον αφορά τις πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς, οι κανόνες που προβλέπονται στον παρόντα κανονισμό δεν προδικάζουν την εφαρμογή της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ του Συμβουλίου περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιριών, κατά την έννοια του άρθρου 58 παράγραφος 2 της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρίας για τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της.

(5) Στις δραστηριότητες που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς και οι οποίες μπορούν να τύχουν της εξαίρεσης από τις απαγορεύσεις της οδηγίας 2003/6/ΕΚ περιλαμβάνονται οι πράξεις που διενεργούν εκδότες με σκοπό τη μείωση του κεφαλαίου τους, την εκπλήρωση υποχρεώσεων τους που απορρέουν από τίλους χρέους ανταλλάξιμους με μετοχικούς τίλους ή από τη διανομή μετοχών στους εργαζομένους.

(6) Η διαφάνεια αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την πρόληψη των περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς. Για το σκοπό αυτό τα κράτη μέλη δύνανται να ορίσουν επίσημα τους μηχανισμούς που πρέπει να χρησιμοποιούνται για τη

δημοσιοποίηση των πληροφοριών που πρέπει να δημοσιοποιούνται δυνάμει του παρόντος κανονισμού.

(7) Οι εκδότες που εφαρμόζουν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να ενημερώνουν την αρμόδια εποπτική αρχή και, εφόσον απαιτείται, το ευρύ κοινό.

(8) Οι πράξεις επί ιδίων μετοχών στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς μπορούν να διενεργηθούν μέσω παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

(9) Για να προλαμβάνονται οι περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς πρέπει να περιοριστεί ο καθημερινός όγκος των πράξεων επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς. Απαιτείται πάντως ορισμένος βαθμός ευελιξίας για την προσαρμογή σε συγκεκριμένες συνθήκες αγοράς, όπως το χαμηλό επίπεδο συναλλαγών.

(10) Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στην πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής ενός προγράμματος επαναγοράς, στην πιθανή ύπαρξη «κλειστών περιόδων» κατά τη διάρκεια των οποίων απαγορεύονται οι συναλλαγές εκ μέρους των εκδοτών καθώς και στο ότι ένας εκδότης δύναται να έχει νόμιμους λόγους να αναβάλλει τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών.

(11) Οι πράξεις σταθεροποίησης έχουν κυρίως ως αποτέλεσμα την παροχή στήριξης της τιμής προσφοράς των σχετικών κινητών αξιών κατά τη διάρκεια περιορισμένης χρονικής περιόδου όταν οι πωλητές ασκούν πιέσεις στις εν λόγω τιμές, μειώνοντας έτσι τις πτωτικές πιέσεις που προκαλούνται από κινήσεις βραχυπρόθεσμων επενδυτών και διατηρώντας ομαλές συνθήκες στην αγορά των εν λόγω κινητών αξιών. Αυτό είναι προς το συμφέρον των επενδυτών εκείνων που έχουν εγγραφεί για αγορά ή έχουν αγοράσει αυτές τις κινητές αξίες στο πλαίσιο διάθεσης σημαντικού αριθμού κινητών αξιών, καθώς και προς το συμφέρον των εκδοτών. Με τον τρόπο αυτό, η σταθεροποίηση μπορεί να συμβάλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των εκδοτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

(12) Οι πράξεις σταθεροποίησης μπορούν να διενεργηθούν είτε σε οργανωμένη αγορά είτε εκτός αυτής και μπορούν να πραγματοποιηθούν χρησιμοποιώντας χρηματοπιστωτικά μέσα άλλα από εκείνα που είναι εισηγμένα ή πρόκειται να εισαχθούν για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και τα οποία ενδέχεται να επηρεάσουν την τιμή του μέσου που έχει εισαχθεί ή πρόκειται να εισαχθεί για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά.

(13) Στις σχετικές κινητές αξίες περιλαμβάνονται χρηματοπιστωτικά μέσα που καθίστανται ανταλλάξιμα μετά από μία αρχική περίοδο διότι είναι ουσιαστικά ίδια με τις εν λόγω κινητές αξίες παρότι αρχικά παρέχουν διαφορετικό μέρισμα ή τόκο.

(14) Όσον αφορά τις πράξεις σταθεροποίησης, η διαπραγμάτευση μεγάλων πακέτων δεν πρέπει να θεωρηθεί σημαντική διάθεση σχετικών κινητών αξιών καθότι πρόκειται για αυστηρά ιδιωτικές τοποθετήσεις.

(15) Όταν, στο πλαίσιο μιας αρχικής δημόσιας προσφοράς, τα κράτη μέλη επιτρέπουν τη διενέργεια πράξεων πριν από την έναρξη της επίσημης διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά, η σχετική δυνατότητα καλύπτει και τις πράξεις που διενεργούνται πριν από την έκδοση («when issued trading»).

(16) Η ακεραιότητα της αγοράς απαιτεί την δημοσιοποίηση με προσήκοντα τρόπο της σταθεροποιητικής πράξης από τους εκδότες ή τις οντότητες που πραγματοποιούν τη σταθεροποίηση, ενεργώντας ή όχι για λογαριασμό αυτών των εκδοτών. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την προσήκουσα δημοσιοποίηση των πληροφοριών αυτών πρέπει να είναι αποτελεσματικές και να λαμβάνουν υπόψη τις πρακτικές της αγοράς που γίνονται αποδεκτές από τις αρμόδιες αρχές.

(17) Πρέπει να υπάρχει κατάλληλος συντονισμός μεταξύ όλων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων που πραγματοποιούν πράξη σταθεροποίησης. Κατά τη διενέργεια πράξης σταθεροποίησης, μία από αυτές τις επιχειρήσεις επενδύσεων ή πιστωτικά ιδρύματα λειτουργεί ως κεντρικό σημείο επαφής για κάθε αίτημα παροχής πληροφοριών εκ μέρους της αρμόδιας αρχής κάθε εμπλεκόμενου κράτους μέλους.

(18) Για να αποφευχθεί οποιαδήποτε σύγχυση μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, η σταθεροποιητική πράξη πρέπει να διενεργείται λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της αγοράς και την τιμή προσφοράς της σχετικής κινητής αξίας παράλληλα πρέπει να διενεργούνται πράξεις για την εκκαθάριση θέσεων που δημιουργήθηκαν ως αποτέλεσμα αυτής της σταθεροποιητικής πράξης προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί η επίπτωσή της στην αγορά λαμβάνοντας δεόντως υπόψη τις επικρατούσες στην οικεία αγορά συνθήκες.

(19) Η ρήτρα επιπρόσθετης κατανομής σχετικών κινητών αξιών («overallotment facilities») ή η άσκηση δικαιωμάτων αγοράς επιπρόσθετων σχετικών κινητών αξιών («greenshoe options») είναι στενά συνδεδεμένα με τις πράξεις σταθεροποίησης, καθότι παρέχουν πόρους και κάλυψη για τη σταθεροποιητική δραστηριότητα.

(20) Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στην εφαρμογή, εκμέρους επιχείρησης επενδύσεων ή πιστωτικού ιδρύματος, της προαναφερόμενης ρήτρας επιπρόσθετης κατανομής για σκοπούς σταθεροποίησης, όταν η πράξη αυτή συνεπάγεται θέση μη καλυπτόμενη από δικαίωμα αγοράς επιπρόσθετων σχετικών κινητών αξιών.

(21) Οι διατάξεις του παρόντος κανονισμού είναι σύμφωνες με τη γνώμη της ευρωπαϊκής επιτροπής κινητών αξιών,

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΟΝ ΠΑΡΟΝΤΑ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΟΡΙΣΜΟΙ

Άρθρο 1

Αντικείμενο

Ο παρών κανονισμός καθορίζει τις προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται προκειμένου τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών και οι πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων να τύχουν της απαλλαγής του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

Άρθρο 2

Ορισμοί

Για τους σκοπούς του παρόντος κανονισμού εφαρμόζονται οι ακόλουθοι ορισμοί, πέραν εκείνων που αναφέρονται στην οδηγία 2003/6/ΕΚ:

1. ως «επιχείρηση επενδύσεων» νοείται κάθε νομικό πρόσωπο όπως αυτό ορίζεται στο άρθρο 1 σημείο 2 της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (1).

2. ως «πιστωτικό ίδρυμα» νοείται κάθε νομικό πρόσωπο όπως αυτό ορίζεται στο άρθρο 1 παράγραφος 1 της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (2).

3. ως «προγράμματα επαναγοράς» νοούνται οι πράξεις επί ιδίων μετοχών σύμφωνα με τα άρθρα 19 έως 24 της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

4. ως «πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών με καθορισμένο χρονοδιάγραμμα» νοείται ένα πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών για το οποίο οι ημερομηνίες και οι ποσότητες των κινητών αξιών κατά την περίοδο εφαρμογής του καθορίζονται κατά τη στιγμή της δημοσιοποίησης του προγράμματος αυτού.

5. ως «προσθήκουςα δημοσιοποίηση» νοείται η δημοσιοποίηση που γίνεται σύμφωνα με τη διαδικασία του άρθρου 102 παράγραφος 1 και του άρθρου 103 της οδηγίας 2001/34/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (3).

6. ως «σχετικές κινητές αξίες» νοούνται οι μεταβιβάσιμες κινητές αξίες όπως ορίζονται στην οδηγία 93/22/ΕΟΚ, οι οποίες είναι εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη ώρα ή για τις οποίες έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, και οι οποίες αποτελούν το αντικείμενο σημαντικής διάθεσης.

7. ως «πράξη σταθεροποίησης» νοείται κάθε αγορά ή προσφορά αγοράς σχετικών κινητών αξιών, ή κάθε συναλλαγή σε συνδεόμενα με αυτές ισοδύναμα μέσα, την οποία διενεργούν επιχειρήσεις επενδύσεων ή πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο σημαντικής διάθεσης τέτοιων σχετικών κινητών αξιών με αποκλειστικό σκοπό τη στήριξη της αγοραίας τιμής αυτών των σχετικών κινητών αξιών, για προκαθορισμένη χρονική περίοδο, λόγω πίεσης που ασκείται στις τιμές αυτών των κινητών αξιών.

8. ως «συνδεόμενα μέσα» νοούνται τα ακόλουθα χρηματοπιστωτικά μέσα (συμπεριλαμβάνονται τα μέσα που δεν είναι εισηγμένα για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, ή για τα οποία δεν έχει ζητηθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, υπό τον όρο ότι οι σχετικές αρμόδιες αρχές έχουν συμφωνήσει να εφαρμόζουν πρότυπα διαφάνειας για τις πράξεις σε αυτά τα χρηματοπιστωτικά μέσα):

α) συμβόλαια ή δικαιώματα εγγραφής, απόκτησης ή διάθεσης των σχετικών κινητών αξιών.

β) παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα σε σχετικές κινητές αξίες.

γ) όταν οι σχετικές κινητές αξίες είναι μετατρέψιμοι ή ανταλλάξιμοι τίτλοι χρέους, οι κινητές αξίες στις οποίες αυτοί οι μετατρέψιμοι ή ανταλλάξιμοι τίτλοι χρέους μπορούν να μετατραπούν ή να ανταλλαγούν.

δ) μέσα που εκδίδονται ή καλύπτονται από την εγγύηση του εκδότη ή του εγγυητή των σχετικών κινητών αξιών και των οποίων η αγοραία τιμή ενδέχεται να επηρεάσει ουσιαστικά την τιμή των σχετικών κινητών αξιών, ή αντιστρόφως.

ε) όταν οι σχετικές κινητές αξίες είναι κινητές αξίες ισοδύναμες με μετοχές, οι μετοχές που αναπαρίστανται από αυτές τις κινητές αξίες (και οποιεσδήποτε άλλες κινητές αξίες που ισοδυναμούν με αυτές τις μετοχές).

9. ως «σημαντική διάθεση» νοείται μια αρχική ή δευτερογενής προσφορά σχετικών κινητών αξιών, η οποία ανακοινώνεται δημόσια και διαφέρει από τη συνήθη αγορά και πώληση τόσο από την άποψη της συνολικής αξίας των προσφερόμενων κινητών αξιών όσο και από τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους διάθεσης.

10. ως «προσφέρων» νοείται ο προηγούμενος κάτοχος των σχετικών κινητών αξιών ή η οντότητα που εκδίδει τις σχετικές κινητές αξίες.

11. ως «κατανομή» νοείται η διαδικασία ή οι διαδικασίες καθορισμού του αριθμού των σχετικών κινητών αξιών που πρόκειται να λάβουν οι επενδυτές οι οποίοι είχαν προηγουμένως εγγραφεί ή υποβάλει αίτηση εγγραφής για αγορά αυτών των κινητών αξιών.

12. ως «συμπληρωματική σταθεροποίηση» νοείται η εφαρμογή ρήτρας επιπρόσθετης κατανομής σχετικών κινητών αξιών ή η άσκηση δικαιώματος αγοράς σχετικών κινητών αξιών εκ μέρους επιχειρήσεων επενδύσεων ή πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία πραγματοποιείται στο πλαίσιο σημαντικής διάθεσης σχετικών κινητών αξιών με αποκλειστικό στόχο να διευκολυνθεί η διενέργεια μιας πράξης σταθεροποίησης.

13. ως «ρήτρα επιπρόσθετης κατανομής σχετικών κινητών αξιών» («overallotment facility») νοείται όρος στη σύμβαση αναδοχής ή στη σύμβαση κύριας αναδοχής ο οποίος επιτρέπει την αποδοχή εγγραφών ή προσφορών για αγορά μεγαλύτερου αριθμού σχετικών κινητών αξιών από τον αρχικά προσφερόμενο.

14. ως «δικαίωμα αγοράς επιπρόσθετων σχετικών κινητών αξιών» («Greenshoe option») νοείται το δικαίωμα που χορηγεί ο προσφέρων στην ενεργούσα ή στις ενεργούσες την προσφορά επενδυτικές επιχειρήσεις ή πιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την κάλυψη των επιπρόσθετων κατανομών, και βάσει του οποίου, για ορισμένη χρονική περίοδο μετά την προσφορά των σχετικών κινητών

αξιών, η προαναφερθείσα ή οι προαναφερθείσες επενδυτικές επιχειρήσεις ή πιστωτικά ιδρύματα δύνανται να αγοράσουν ορισμένο αριθμό αυτών των κινητών αξιών στην τιμή προσφοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Άρθρο 3

Στόχοι των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών

Για να εφαρμοσθεί η απαλλαγή του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ σε ένα πρόγραμμα επαναγοράς, πρέπει το πρόγραμμα αυτό να είναι σύμφωνο προς τις διατάξεις των άρθρων 4, 5 και 6 του παρόντος κανονισμού και παράλληλα να αποσκοπεί αποκλειστικά στη μείωση του κεφαλαίου ενός εκδότη (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από:

- α) τίτλους χρέους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους, ή
- β) την άσκηση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων (employee share option programmes) ή από άλλες διαθέσεις μετοχών σε εργαζομένους του εκδότη ή συνδεδεμένης με αυτόν εταιρίας.

Άρθρο 4

Όροι εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών και όροι δημοσιοποίησης

1. Το πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να πληροί τις προϋποθέσεις που ορίζονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1 της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

2. Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης, οι πλήρεις λεπτομέρειες του εγκεκριμένου προγράμματος δυνάμει του άρθρου 19 παράγραφος 1 της οδηγίας

77/91/ΕΚ δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο ευρύ κοινό στα κράτη μέλη στα οποία ο εκδότης έχει ζητήσει την εισαγωγή των μετοχών του για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Στις λεπτομέρειες αυτές πρέπει να περιλαμβάνεται ο σκοπός του προγράμματος, όπως αναφέρεται στο άρθρο 3, το μέγιστο συνολικό ποσό του, ο μέγιστος αριθμός μετοχών που πρόκειται να αγοραστούν και η εγκεκριμένη περίοδος εφαρμογής του προγράμματος.

Τυχόν μεταγενέστερες αλλαγές στο πρόγραμμα δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο κοινό.

3. Ο εκδότης οφείλει να διαθέτει τους απαραίτητους μηχανισμούς που θα του επιτρέψουν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του πληροφόρησης σχετικά με τις διενεργηθείσες πράξεις έναντι της αρμόδιας αρχής της οργανωμένης αγοράς στην οποία οι μετοχές έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση. Οι μηχανισμοί αυτοί πρέπει να καταγράφουν κάθε συναλλαγή που συνδέεται με προγράμματα επαναγοράς, καθώς και τις πληροφορίες που καθορίζονται στο άρθρο 20 παράγραφος 1 της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ.

4. Ο εκδότης οφείλει να δημοσιοποιεί λεπτομέρειες για όλες τις συναλλαγές που ορίζονται στην παράγραφο 3 το αργότερο έως τη λήξη της έβδομης ημερήσιας συνεδρίασης που ακολουθεί την ημερομηνία εκτέλεσης αυτών των συναλλαγών.

Άρθρο 5

Όροι διενέργειας των πράξεων

1. Όσον αφορά τις τιμές, ο εκδότης, κατά τη διενέργεια πράξεων στο πλαίσιο προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών, δεν αγοράζει μετοχές σε τιμή ανώτερη από εκείνη στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη, στις αγορές στις οποίες διενεργείται η αγορά των μετοχών. Εάν η αγορά αυτή δεν είναι οργανωμένη αγορά, η τιμή της τελευταίας ανεξάρτητης πράξης ή της υψηλότερης

τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς που θα ληφθεί υπόψη είναι εκείνη της οργανωμένης αγοράς του κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η αγορά μετοχών.

Όταν ο εκδότης αγοράζει τις μετοχές του με παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, η τιμή άσκησης αυτών των παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων δεν είναι ανώτερη από την τιμή στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη.

2. Όσον αφορά τον όγκο, ο εκδότης δεν αγοράζει ποσοστό μεγαλύτερο από το 25% του μέσου ημερήσιου όγκου των μετοχών που διαπραγματεύονται στην οργανωμένη αγορά στην οποία διενεργείται η αγορά των μετοχών. Ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών στη διάρκεια του μήνα που προηγείται εκείνου της δημοσιοποίησης του προγράμματος επαναγοράς και καθορίζεται, βάσει αυτού του υπολογισμού, για την εγκεκριμένη περίοδο εφαρμογής του προγράμματος. Εάν το πρόγραμμα δεν περιέχει καμία αναφορά στον όγκο αυτό, ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών των 20 ημερών διαπραγμάτευσης που προηγούνται της ημερομηνίας αγοράς.

3. Για τους σκοπούς της παραγράφου 2, σε περίπτωση εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας στη σχετική αγορά, ο εκδότης δύναται να υπερβεί το όριο του 25 %, εφόσον ο ίδιος:

α) ενημερώσει εκ των προτέρων την αρμόδια αρχή της οικείας αγοράς για την πρόθεσή του να υπερβεί το όριο του 25 %·

β) δημοσιοποιήσει με προσήκοντα τρόπο το ενδεχόμενο υπέρβασης του ορίου του 25 %·

γ) δεν υπερβεί το 50 % του μέσου ημερήσιου όγκου.

Άρθρο 6

Περιορισμοί

1. Για να τύχει της απαλλαγής του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ, ο εκδότης, κατά τη συμμετοχή του σε πρόγραμμα επαναγοράς, δεν διενεργεί τις ακόλουθες αναφερόμενες πράξεις:

α) πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος.

β) πράξεις κατά τη διάρκεια περιόδου η οποία, βάσει της νομοθεσίας του κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η διαπραγμάτευση, θεωρείται «κλειστή περίοδος».

γ) ο εκδότης δεν διενεργεί επίσης πράξεις σε περίπτωση που έχει αποφασίσει να αναβάλει τη δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών δυνάμει του άρθρου 6 παράγραφος 2 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

2. Το στοιχείο α) της παραγράφου 1 δεν εφαρμόζεται εάν ο εκδότης είναι επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα και έχει δημιουργήσει αποτελεσματικά στεγανά στη ροή πληροφοριών («Chinese Walls»), υποκείμενα στην εποπτεία της αρμόδιας αρχής, μεταξύ των υπευθύνων για το χειρισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τον εκδότη και των υπευθύνων για οποιαδήποτε απόφαση διενέργειας πράξεων επί ιδίων μετοχών (συμπεριλαμβανομένων των πράξεων για λογαριασμό πελατών), όταν διενεργούνται πράξεις επί ιδίων μετοχών βάσει μιας τέτοιας απόφασης.

Τα στοιχεία β) και γ) της παραγράφου 1 δεν εφαρμόζονται εάν ο εκδότης είναι επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα και έχει δημιουργήσει αποτελεσματικά στεγανά στη ροή πληροφοριών («Chinese Walls»), υποκείμενα στην εποπτεία της αρμόδιας αρχής, μεταξύ των υπευθύνων για το χειρισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τον εκδότη (συμπεριλαμβανομένων των αποφάσεων για τη διενέργεια πράξεων στο πλαίσιο του προγράμματος επαναγοράς) και των υπευθύνων για τη διενέργεια πράξεων επί ιδίων μετοχών για

λογαριασμό πελατών, όταν διενεργούνται πράξεις επί ιδίων μετοχών για λογαριασμό των πελατών αυτών.

3. Η παράγραφος 1 δεν εφαρμόζεται εάν:

α) ο εκδότης εφαρμόζει πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών με καθορισμένο χρονοδιάγραμμα, ή

β) ο κύριος ανάδοχος του προγράμματος επαναγοράς είναι επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα που λαμβάνει τις αποφάσεις του για διενέργεια πράξεων επί των μετοχών του εκδότη κατά τρόπο ανεξάρτητο και χωρίς να επηρεάζεται από τον εκδότη όσον αφορά το χρόνο διενέργειας των αγορών.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ

Patricia Born, Carmelo Giaccotto and Titos Ritsatsos, 2004, “The Wealth and Information Effects of Insurers’ Open Market Repurchase Announcements”, Risk Management and Insurance Review, Vol.7, No.1, 25-40.

Stephen J. Brown and Jerold B. Warner, 1985, “Using daily stock returns. The case of event studies”, Journal of Financial Economics 14, 3-31.

Saeyoung Chang and Michael Hertz, 2004, “Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases”, The Financial Review, 39, 389-407

Robert Comment and Gregg A. Jarrell, September 1991, " The Relative Signalling Power of Dutch – Auction and Fixed – Price Self – Tender Offers and Open – Market Share Repurchases”, The Journal of Finance, Vol. 46, No.4, pg 1243 – 1271.

Amy K.Dittmar, 2000, “Why Do Firms Repurchase stock?”, Journal of Business, Vol 73, No.3.

Ranjan D’Mello and Pervin K. Shroff, October 2000, “Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation”, The Journal of Finance, Vol. LV, No 5.

Eugene Fama and Kenneth R. French, August 2000, “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, Journal of Financial Economics, vol 60 (2001) pg 3 – 43.

George W. Fenn and Nellie Liang, April 2000, “Corporate payout policy and managerial stock incentives”, Journal of Financial Economics, vol 60 (2001), pg 45 – 72.

Gustavo Grullon and David L. Ikenberry, Rice University, Spring 2000, “What do we know about stock repurchases?”, Journal of Applied Corporate Finance, vol 13, No1, pg 31 – 51.

Gustavo Grullon and Roni Michaely, August 2002, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, The Journal of Finance, Vol LVII, No.4.

Gustavo Grullon and Roni Michaely, April 2004, "The Information Content of Share Repurchase Programs", The Journal of Finance, vol. LIX, NO2.

David Henry, 29/11/2004, Business Week, HCA Inc., Issue 3910, p116, 2p, 1 graph, 1c.

Jann C. Howell, Janet D. Payne, 2004, "Mixed Messages: Open-Market Repurchases Following Stock Acquisitions", The Financial Review 39, 367-387

David Ikenberry, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, February 1995, "Market underreaction to open market share repurchases", Journal of Financial Economics, 39 (1995).

David Ikenberry and Theo Vermaelen, Winter 1996, "The option to repurchase stock", Financial Management, v25, p9-24.

David Ikenberry, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, October 2000, "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading", The Journal of Finance, vol. LV, NO5.

Nobuyuki Isagawa, Autumn 2002, "Open-Market Repurchase Announcements and Stock Price Behavior in Inefficient Markets", Financial Management.

Murali Jagannathan and Clifford Stephens, Summer 2003, "Motives for Multiple Open – Market Repurchase Programs", Financial Management, pages 71 – 91.

Kathleen M. Kahle, 2002, "When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options", Journal of Financial Economics 63, pg 235–261.

Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, June 1990, "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers", Journal of Finance, Vol. 45, No 2, 455-477.

D. Scott Lee, Wayne H. Mikkelson and M. Megan Partch, December 1992, "Managers' Trading Around Stock Repurchases, The Journal of Finance, Vol. 47, No.5, pg 1947-1961.

Erik Lie and John J. McConnell, 1998, "Earnings signals in fixed – price and Dutch auction self – tender offers", Journal of Financial Economics, vol 49, pg 161 – 186.

William F.Maxwell and Clifford P.Stephens, April 2003, " The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders", The Journal of Finance, vol. LVIII, NO2.

William J.McNally, Summer 1999, " Open Market stock repurchase Signaling", Financial Management.

Aharon R. Offer and Anjan V. Thakor, June 1987, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", The Journal of Finance, Vol. 42, 365-394.

John C. Persons, 1997, "Heterogeneous shareholders and signaling with share repurchases", Journal of Corporate Finance, vol 3, pg 221 – 249.

Clifford P.Stephens and Michael S.Weisbach, February 1998, "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs", The Journal of Finance, vol. LIII, NO1.

Πηγές συλλογής στοιχείων: Ημερήσιος τύπος, Βιβλιοθήκη Βουλής, Διαδίκτυο, Βάση Δεδομένων DataStream.