



Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Σχολή Χρηματοοικονομικής και Στατιστικής

Διπλωματική Διατριβή

**Εταιρική Πολιτική Διανομής Κερδών : Συγκριτική Μελέτη της Απόδοσης
Μερισμάτων σε σχέση με την Επαναγορά Μετοχών**

Κορομηλάς Δ. Γεώργιος
Μχαν1419

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Επιβλέποντες Καθηγητές : Τσιριτάκης Εμμανουήλ,
Κυριαζής Δημήτριος, Μπότσαρη Αντωνία

Φεβρουάριος , 2016

Περίληψη

Σε αυτή τη διπλωματική διατριβή εξετάζεται αρχικά το μέγεθος των επαναγορών ιδίων μετοχών στην Ευρώπη κατά τα έτη από το 2003 έως το 2012. Βρίσκουμε ότι η δαπάνη για επαναγορές μειώνεται σε σημαντικό βαθμό μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Ο βασικός στόχος της εργασίας είναι να εξακριβώσει τις συνθήκες, υπό τις οποίες οι εταιρίες διανέμουν κεφάλαια στους μετόχους τους μέσω επαναγορών. Ελέγχουμε τις τρεις βασικές υποθέσεις, Free cash Flow Hypothesis, Signaling Hypothesis και Leverage Ratio Hypothesis. Σύμφωνα με τη Free cash Flow Hypothesis, εταιρίες με υπερβάλλουσα ρευστότητα προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών για να μειώσουν τον κίνδυνο ανάληψης επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Η θεωρία στηρίζεται από την ανάλυση των εμπειρικών δεδομένων. Δεν βρίσκουμε στοιχεία, που να στηρίζουν τη Signaling Hypothesis, σύμφωνα με την οποία εταιρίες μικρότερες και με υποτιμημένη μετοχή πραγματοποιούν επαναγορές για να σηματοδοτήσουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης στο μέλλον. Οι εταιρίες, που επαναγοράζουν μετοχές είναι μεγαλύτερες σε ενεργητικό και έχουν υψηλότερο Market to Book Ratio. Αντίθετα επιβεβαιώνεται η Leverage Ratio Hypothesis, η οποία υποστηρίζει ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούν τις επαναγορές για να αναδιαμορφώσουν την κεφαλαιακή τους δομή. Πράγματι από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι εταιρίες με χαμηλή δανειακή επιβάρυνση έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια για επαναγορά μετοχών.

February , 2016

Abstract

In this thesis we examine the extent of share repurchases programs in Europe during the period of 2003 to 2012. We find that share repurchases programs have reduced dramatically after the global financial crisis of 2008. Our main goal was to ascertain the conditions under which the companies distribute funds to their shareholders through repurchases programs. We examine the soundness of the three most basic hypotheses, Free cash Flow, Signaling and Leverage Ratio Hypothesis. According to Free Cash Flow Hypothesis companies with excess liquidity repurchase shares, so as to reduce the risk of taking up non profitable investments. Empirical analysis supports the projections of the theory. We do not find support for the Signaling Hypothesis, according to which smaller firms with undervalued stock announce share repurchases programs, in order to signal positive prospects for the future. In contrast with the projections of the theory we find that the firms that repurchase shares are larger and have higher market to book ratio. Leverage ratio hypothesis, which states that firms repurchase shares so as to alter their capital structure, seems to be confirmed. Data analysis finds evidence that firms with lower debt ratio, tend to repurchase shares more often and at a larger extent.

Περιεχόμενα

<u>1.Εισαγωγή</u>	5
<u>2.Πολιτική Διανομής Κερδών</u>	8
2.1 Βασικές Επισημάνσεις για την Πολιτική Διανομής Κερδών	8
2.2 Εμπειρικές παρατηρήσεις για την πολιτική διανομής κερδών	9
2.3 Προγράμματα Επαναγοράς Ιδίων Μετοχών	13
2.4 Το νομικό πλαίσιο για την επαναγορά μετοχών στην Ε.Ε.	16
<u>3.Θεωρίες για την Πολιτική Διανομής Κερδών</u>	19
3.1. Θεωρία της έλλειψης σχέσεως του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory) .	19
3.2 Bird-in-the-Hand Hypothesis.Η αύξηση των μερισμάτων βελτιώνει την αξία της επιχείρησης	21
3.3 Tax-Effect Hypothesis (Η υπόθεση για την επίδραση της φορολογίας).	22
3.4 Flexibility Hypothesis (Η υπόθεση της Ευελιξίας).	24
3.5 The Substitution Hypothesis	24
3.6 The Leverage Ratio Hypothesis	24
<u>4.Ασύμμετρη Πληροφόρηση, Μοντέλα Σηματοδότησης και Αντιπροσώπησης</u>	26
4.1The Information / Signaling Hypothesis	26
4.2 The Free Cash-Flow Hypothesis (Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών)	28
4.3 Επαναγορές, Μεταβολές στην Επενδυτική Στρατηγική και στο Κόστος Κεφαλαίου.	29
4.4 Μεταβολές στον Κίνδυνο	30
<u>5.Επίδραση των Φόρων</u>	33
5.1 Φόροι	33
5.2.Στατικά Μοντέλα	33
5.3 Δυναμικά Μοντέλα	35
<u>6.Υποθέσεις</u>	38
<u>7.Δεδομένα</u>	40
<u>8.Μεθοδολογία</u>	42
<u>9.Αποτελέσματα</u>	46
9.1 Περιγραφική Στατιστική	46

9.2 Ανάλυση Παλινδρομήσεων	48
<u>10.Συμπεράσματα</u>	53
<u>Παραρτήματα</u>	55
<u>Βιβλιογραφικές Αναφορές</u>	67

1.Εισαγωγή

Οι εταιρίες διανέμουν κέρδη τους μετόχους τους μέσω της απόδοσης μερισμάτων και της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Τα μερίσματα αποτέλεσαν επί πολλά έτη την κυρίαρχη μορφή επιστροφής κεφαλαίου στους μετόχους, δεδομένου ότι η νομοθεσία απέτρεπε την επαναγορά μετοχών. Ο λόγος σχετίζεται με την δυνατότητα των εταιριών να χειραγωγήσουν τη μετοχή τους με ίδια κεφάλαια και να δημιουργήσουν στρεβλώσεις στη χρηματιστηριακή αγορά. Ωστόσο αρχικά στις ΗΠΑ, τη δεκαετία, που ξεκινάει το 1980, εισάγεται νομοθεσία, που ρυθμίζει το κανονιστικό πλαίσιο και απελευθερώνει την επαναγορά μετοχών. Το γεγονός αυτό αποδεικνύεται καταλύτης για την κάθετη αύξηση των επαναγορών (Grullon και Michaely, 2002). Αντίθετα στην Ευρώπη ο σχετικός κοινοτικός κανονισμός υιοθετείται το 2002 και εναρμονίζονται σταδιακά οι εθνικοί νόμοι όλων των κρατών μελών.

Βασικό ζήτημα αποτελούν οι λόγοι, για τους οποίους επιλέγει μία εταιρία να επαναγοράσει ίδιες μετοχές. Καταρχάς μειώνοντας τον αριθμό των υφιστάμενων κοινών μετοχών αυξάνει τη συμμετοχή στα μελλοντικά έσοδα των μετόχων με μακροπρόθεσμο επενδυτικό χαρακτήρα. Βελτιώνεται η μερισματική απόδοση, καθώς και ο δείκτης εσόδων ανά μετοχή. Παράλληλα προσφέρεται η δυνατότητα στις εταιρίες να αυξήσουν τη ρευστότητα της μετοχής τους, να τη σταθεροποιήσουν και να την προστατεύσουν, στην περίπτωση, που πιεστεί καθοδικά η τιμή της. Η παρέμβαση στη χρηματιστηριακή αγορά ενέχει κινδύνους χειραγώγησης και ουσιαστικά η κείμενη νομοθεσία ορίζει κανόνες για την προστασία των επενδυτών από την αθέμιτη αυτή πρακτική. Οι μετοχές, που επαναγοράζονται και δεν αποσύρονται μπορούν να δοθούν με τη μορφή των δικαιωμάτων αγοράς (Stock Options) σε διευθυντικά στελέχη, χρησιμεύοντας ως επιπλέον κίνητρο απόδοσης.

Στην επιστημονική βιβλιογραφία τίθενται υπό συνεχή διερεύνηση οι συνθήκες, υπό τις οποίες αποφασίζουν οι εταιρίες να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές. Η υπόθεση της ευελιξίας αναφέρει ότι τα κεφάλαια, που διατίθενται για επαναγορά μετοχών είναι ευμετάβλητα εν αντιθέσει με τα μερίσματα, τα

οποία διακρίνονται από σταθερότητα, ενώ έχει εξακριβωθεί η απροθυμία των εταιριών να μειώνουν τα μερίσματα. Επομένως οι βιώσιμες ταμειακές ροές χρησιμοποιούνται για να διανεμηθούν τα μερίσματα, ενώ τα κεφάλαια για επαναγορές προέρχονται από τα έκτακτα κέρδη ή τα λειτουργικά κέρδη, που δεν θεωρούνται διατηρήσιμα. Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών υποθέτει ότι οι εταιρίες με υπερβάλλουσα ρευστότητα στην κατοχή τους τείνουν να αυξάνουν τις επαναγορές μετοχών. Ο λόγος σχετίζεται με την επιθυμία των μετόχων να αφαιρούν ρευστότητα από τα διοικητικά στελέχη, τα οποία ενδεχομένως να χρησιμοποιήσουν τα χρήματα αυτά σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Η leverage ratio hypothesis υποστηρίζει ότι οι εταιρίες επαναγοράζουν μετοχές για να αναδιαμορφώσουν την κεφαλαιακή τους δομή. Με τη signaling hypothesis εισάγεται η έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τα διοικητικά στελέχη γνωρίζουν πολύ περισσότερα για την πορεία της εταιρίας από ότι οι εξωτερικοί παράγοντες. Για το λόγο αυτό αποφασίζουν επαναγορά μετοχών, όταν θεωρούν ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη. Με τον τρόπο αυτό επιθυμούν να γνωστοποιήσουν στο επενδυτικό κοινό τη θετική τους εκτίμηση για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Με τη δική μας έρευνα θα επιχειρήσουμε να επιβεβαιώσουμε τη βασιμότητα των άνω θεωριών σε ένα δείγμα ευρωπαϊκών εταιριών. Θέλουμε να εξετάσουμε το επίπεδο των κεφαλαίων, που δαπανώνται για επαναγορά μετοχών και να διερευνήσουμε τις συνθήκες, οι οποίες παίζουν καθοριστικό ρόλο στην υλοποίησή τους. Χρησιμοποιούμε οικονομετρικές τεχνικές παλινδρομήσεων και περιγραφικά δεδομένα. Τα αποτελέσματα στηρίζουν τις τρεις από τις τέσσερις θεωρίες. Η signaling hypothesis δεν επιβεβαιώνεται. Το καινοτόμο της έρευνας συνίσταται στο ότι επικεντρώνεται σε μεγάλες εταιρίες της Κεντρικής Ευρώπης. Οι περισσότερες έρευνες αφορούν εταιρίες της Αμερικής. Σε εργασίες για την Ευρώπη περιλαμβάνεται συνήθως και η Βρετανία, η οποία αποκλείστηκε από το δικό μας δείγμα, επειδή οι εταιρίες της χαρακτηρίζονται από διαφορετική κουλτούρα σε σχέση με τις κεντροευρωπαϊκές. Γνώμη μας είναι ότι η επιχειρηματική κουλτούρα στις ΗΠΑ και τη Βρετανία επικεντρώνεται στο συμφέρον των μετόχων, ενώ αντίθετα οι

εταιρίες στην Κεντρική Ευρώπη έχουν έναν πιο κοινωνικό χαρακτήρα, ο οποίος ενδεχομένως να επιδρά στις εταιρικές αποφάσεις.

Η δομή της εργασίας έχει ως εξής: Ακολουθεί αμέσως η έρευνα της βιβλιογραφίας, η οποία αναλύει τα αποτελέσματα των ακαδημαϊκών ερευνών. Ακολουθεί ο προσδιορισμός των υποθέσεων, η ανάλυση της μεθοδολογίας, η περιγραφή των δεδομένων και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής μας έρευνας. Η διατριβή κλείνει με την καταγραφή των συμπερασμάτων.

2. Πολιτική Διανομής Κερδών

2.1 Βασικές Επισημάνσεις για την Πολιτική Διανομής Κερδών

Η πολιτική διανομής των κερδών από μέρους των επιχειρήσεων αποτελεί ζήτημα βαρύνουσας σημασίας για την ανάπτυξη τους. Καλούνται σε μόνιμη βάση να αποφασίζουν για τη μορφή αποζημίωσης των μετόχων τους, επιλέγοντας είτε διανομή μερίσματος, είτε επαναγορά ιδίων μετοχών. Η πολιτική διανομής κερδών θεωρείται σημαντική λόγω της ισχυρής της συσχέτισης με τις χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις των εταιριών. Για το λόγο αυτό συμβάλλει στην τεκμηρίωση των επιστημονικών θεωριών για την άριστη κεφαλαιακή δομή, τις συγχωνεύσεις, τις εξαγορές και την χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων.

Βασικές παρατηρήσεις για τη διανομή των κερδών των εταιριών αποτελούν οι εξής (Franklin, A. και Michaely, R. 2003) :

- 1) Οι μεγάλες, εδραιωμένες επιχειρήσεις διαθέτουν σημαντικό μέρος των κερδών τους για μερίσματα ή επαναγορά μετοχών.
- 2) Τα μερίσματα αποτελούσαν μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980 την κυρίαρχη μορφή ανταμοιβής των μετόχων. Μετέπειτα έχουν αυξηθεί σε μεγάλο βαθμό οι εταιρίες, που επιλέγουν την επαναγορά ως μέσο πληρωμής.
- 3) Μεταξύ των εταιριών στις ΗΠΑ, των οποίων η μετοχή διαπραγματεύεται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, μειώνεται σταθερά το ποσοστό εκείνων, που μοιράζουν μέρισμα έναντι αυτών που επιλέγουν επαναγορά μετοχών.
- 4) Τα μερίσματα επιβαρύνονται με υψηλή φορολόγηση.
- 5) Όταν οι επιχειρήσεις συνδυάζουν τις δύο μορφές αποζημίωσης συνηθίζουν να διανέμουν ως μέρισμα σταθερό ποσοστό των κερδών τους, ενώ το μέγεθος των επαναγοράς τείνει να είναι πιο ευμετάβλητο.
- 6) Οι αγορές αντιδρούν θετικά σε ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων και επαναγορών και αρνητικά σε ανακοινώσεις μείωσης των μερισμάτων.

Οι επιστημονικές μελέτες αποσκοπούν να διαμορφώσουν ένα θεωρητικό πλαίσιο για την αποτελεσματική διανομή πολιτικής των κερδών των εταιριών. Οι πρώτες έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερο μέρος δίνει μία εταιρία, τόσο πιο πολύ αυξάνεται η αξία της. Το σκεπτικό βασιζόταν στη φόρμουλα αποτίμησης της αξίας μίας εταιρίας βάσει προεξοφλημένων μελλοντικών μερισμάτων.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t} \quad (1)$$

Ο όρος D_t αναφέρεται στα μερίσματα, που πληρώνει η εταιρία μέχρι το χρόνο t και ο όρος r_t στο κόστος ευκαιρίας των επενδυτών μέχρι το χρόνο t . Ο Gordon το 1959 διατύπωσε τη θεωρία ότι η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών θα αυξανόταν, εάν ταυτόχρονα αυξάνονταν τα παρακρατηθέντα κέρδη και οι επενδύσεις. Ο λόγος σχετίζεται με την αυξημένη αβεβαιότητα, που θα προκαλούσαν οι επενδύσεις, παρά το γεγονός ότι σε βάθος χρόνος τα μερίσματα θα κυμαίνονταν σε υψηλότερα επίπεδα (Gordon, M. 1959).

Απεναντίας οι Miller και Modigliani (1961) έδειξαν ότι ο προσδιοριστικός παράγοντας της αξίας μίας εταιρίας είναι το μέγεθος των επενδύσεών της. Διατύπωσαν τη θεωρία, ότι η μεταβολή της αναλογίας στη διανομή των μερισμάτων και των παρακρατηθέντων κερδών δεν μεταβάλλει την αξία μίας εταιρίας, εφόσον οι επενδύσεις παραμένουν σταθερές (Miller, M. και Modigliani, F. (1961).

Οι μετέπειτα θεωρητικές εργασίες επεσήμαναν πέντε παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τις αποφάσεις για τη διανομή των κερδών (Franklin, A. και Michaely, R. 2003).

- 1) Φόροι. Εάν τα μερίσματα επιβαρύνονται με υψηλότερη φορολόγηση από τα κεφαλαιακά κέρδη, τότε είναι βέλτιστη η μείωση των μερισμάτων.
- 2) Ασύμμετρη Πληροφόρηση. Εάν οι διοικήσεις γνωρίζουν την πραγματικότητα για την οικονομική κατάσταση των εταιριών τους, τότε μέσω της διανομής μερισμάτων μπορούν να μεταβιβάσουν τη συγκεκριμένη πληροφορία στο κοινό των επενδυτών. Ωστόσο η

διανομή μερισμάτων μπορεί να εκληφθεί αρνητικά ως αδυναμία της εταιρίας να αναλάβει επικερδείς επενδύσεις.

- 3) Με την επαναγορά μετοχών, οι μέτοχοι αποφεύγουν τον κίνδυνο ανάληψης από μέρους των διοικήσεων εξεζητημένων επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.
- 4) Εάν δεν επιτρέπεται, βάσει κανονισμών, σε θεσμικούς φορείς να επενδύσουν κεφάλαια σε εταιρίες με αδύναμη μερισματική πολιτική, τότε ασκούνται πιέσεις στις διοικήσεις να μεταβάλλουν τη στρατηγική διανομής κερδών.
- 5) Κόστος συναλλαγών. Εάν η διανομή μερισμάτων ελαχιστοποιεί το κόστος συναλλαγών, τότε ασφαλώς προτιμάται ως βέλτιστη επιλογή για την αποζημίωση των μετόχων.

2.2 Εμπειρικές παρατηρήσεις για την πολιτική διανομής κερδών

Η έρευνα των Grullon και Michaely (2002) εξακριβώνει ότι οι εταιρίες των ΗΠΑ έχουν αυξήσει τα διανεμόμενα κέρδη προς τους μετόχους. Το 1972 διένειμαν το 46,1% των κερδών τους, ενώ το 1998 το 96,3% (Πίνακας 2). Παράλληλα με την πάροδο του χρόνου αυξάνονταν οι επαναγορές μετοχών σε βάρος των μερισμάτων. Το 1972 το 42,6% των κερδών διανέμεται στους μετόχους ως μέρισμα, ενώ μόλις το 3,6% διατίθεται για επαναγορές. Η πραγματικότητα μεταβάλλεται ουσιαστικά μετά το 1982. Ενδεικτικά το 1985 το 50,5% των κερδών αποτελεί το μέρισμα, ενώ το 23,4% χρησιμοποιείται για επαναγορές. Το 1998 οι μέτοχοι λαμβάνουν ως μέρισμα το 48% των συνολικών κερδών, ενώ οι εταιρίες διαθέτουν 48,4 των κερδών σε προγράμματα επαναγοράς (Πίνακας 1).

Πίνακας 1 : Διανομή Κερδών σε Εταιρίες των ΗΠΑ 1972-1998

Year	Number	EARNINGS	TP	DIV	REPO	TP/EARN	DIV/EARN	REPO/E
------	--------	----------	----	-----	------	---------	----------	--------

								ARN
1972	2802	41437	19121	17633	1488	46.1	42.6	3.6
1973	3107	57503	23517	20470	3047	40.9	35.6	5.3
1974	3411	70139	27508	25961	1547	39.2	37	2.2
1975	3573	65856	28196	27389	807	42.8	41.6	1.2
1976	3600	84318	33496	31917	1579	39.7	37.9	1.9
1977	3615	95147	41768	38202	3566	43.9	40.2	3.7
1978	3536	106352	44449	40193	4256	41.8	37.8	4
1979	3581	134988	51525	46104	5421	38.2	34.2	4
1980	3868	136159	55978	50289	5689	41.1	36.9	4.2
1981	3972	132796	58064	51802	6262	43.7	39	4.7
1982	4574	103817	62294	52701	9593	60	50.8	9.2
1983	4461	130188	68282	59384	8899	52.4	45.6	6.8
1984	4686	151671	89327	61356	27971	58.9	40.5	18.4
1985	4721	141464	104606	71471	33136	73.9	50.5	23.4
1986	4719	133656	110569	74862	35707	82.7	56	26.7
1987	4908	185146	137014	84973	52041	74	45.9	28.1
1988	4895	220034	144980	96216	48765	65.9	43.7	22.2
1989	4804	227613	162795	107846	54949	71.5	47.4	24.1
1990	4781	213056	160245	113971	46275	75.2	53.5	21.7
1991	4780	168668	138124	115162	22962	81.9	68.3	13.6
1992	4934	171373	144268	110978	33289	84.2	64.8	19.4
1993	5120	209238	153834	117499	36334	73.5	56.2	17.4
1994	5588	303578	183147	136645	46503	60.3	45	15.3
1995	5860	354987	221218	148889	72330	62.3	41.9	20.4
1996	6289	433290	276917	175109	101808	63.9	40.4	23.5
1997	6293	448572	321619	177777	143842	71.7	39.6	32.1
1998	5174	362827	349555	174067	175488	96.3	48	48.4

Πηγή : Grullon και Michaely (2002) "Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis".

Στην έρευνα των Fama και French (2001) αποτυπώνεται, ότι έχει μειωθεί σημαντικά ο αριθμός των εταιριών, που διανέμουν μέρισμα ανεξαρτήτως του επιπέδου των κερδών τους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, το ποσοστό των εταιριών, που διανέμουν μέρισμα έχει μειωθεί από το 66,5% το 1978 στο 20,8% το 1999. Το 1974, μόλις το 27% των εταιριών που διένειμαν κέρδη για πρώτη φορά, το έκαναν μέσω επαναγοράς μετοχών. Το συγκεκριμένο ποσοστό ανήλθε πάνω από το 84% το 2000 (Grullon, G. και Michaely, R. 2002). Η έρευνα διεξήχθη ανάμεσα στις βιομηχανικές εταιρίες των ΗΠΑ.

Η φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαικών κερδών αποτελεί σημαντικό παράγοντα, ο οποίος έχει επιδράσει στην αύξηση των προγραμμάτων επαναγοράς. Τα μερίσματα στις ΗΠΑ αθροίζονται στα συνολικά εισοδήματα και φορολογούνται με το βασικό συντελεστή. Αντίθετα

τα κεφαλαιακά κέρδη από προγράμματα επαναγοράς φορολογούνται αφενός με μειωμένο συντελεστή, αφετέρου η παρακράτηση του φόρου συντελείται κατά την πραγματοποίηση των κερδών, γεγονός, που αποτελεί άλλο ένα πλεονέκτημα των προγραμμάτων επαναγοράς (Black, F. 1976). Μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση στις ΗΠΑ (1986), οι συντελεστές φορολόγησης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών έχουν εξισωθεί για τα κατώτερα και μέσα εισοδηματικά κλιμάκια. Ωστόσο σύμφωνα με το φορολογικό κώδικα για το έτος 2001, ο συντελεστής φορολόγησης των μερισμάτων για τα υψηλά εισοδηματικά κλιμάκια ήταν 39,6%, ενώ αυτός των κεφαλαικών κερδών 20%.

Επιπρόσθετα, οι εταιρίες παρουσιάζουν μία σαφή απροθυμία να μειώνουν τα μερίσματα, τα οποία διανέμουν στους μετόχους τους (Lintner, J. 1956). Στον πίνακα 1 αποτυπώνεται, ότι ενώ τα συνολικά κέρδη έχουν μειωθεί οχτώ φορές την περίοδο από το 1972 έως το 1998, οι εταιρίες έχουν μειώσει μόνο δύο φορές το συνολικό μέρισμα. Αντίθετα το συνολικό ποσό των επαναγορών έχει μειωθεί επτά φορές. Επί της ουσίας οι εταιρίες διατηρούν σταθερή τη μερισματική τους πολιτική, μεταβάλλοντας όποτε κρίνεται σκόπιμο τη στρατηγική των επαναγορών (Grullon, G. και Michaely, R. 2002). Στον πίνακα 2 παρουσιάζεται η μεταβολή των μερισμάτων σε εταιρίες των ΗΠΑ από το 1971 έως το 2001. Εξακριβώνεται η τάση για τη διάθεση εκ μέρους των επιχειρήσεων να αυξάνουν τα μερίσματα. Συγκεκριμένα σε όλα τα έτη η συντριπτική πλειοψηφία των εταιριών επιλέγουν να αυξήσουν τα μερίσματα, αντί να τα μειώσουν, να τα κρατήσουν σταθερά ή να μην διανείμουν καθόλου. Επί παραδείγματι 1432 εταιρίες επιλέγουν αύξηση του μερίσματος, ενώ μόλις 69 τα μειώνουν, 32 τα κρατούν σταθερά και 75 τα μειώνουν.

Πίνακας 2 : Μεταβολή Μερισμάτων 1971-2001

Year	Type of Dividend Change			
	Increase	Decrease	Resume	Omit
1971	794	155	106	215
1972	1301	96	124	111
1973	2292	55	154	95
1974	2529	100	162	225
1975	1713	215	116	297
1976	2672	78	133	153

1977	3090	92	135	168
1978	3354	65	127	144
1979	3054	70	85	115
1980	2483	127	82	122
1981	2513	136	82	226
1982	1805	322	97	319
1983	1807	68	57	109
1984	1562	71	32	138
1985	1497	95	46	198
1986	1587	71	54	107
1987	1702	65	40	117
1988	1683	80	42	152
1989	1312	137	39	255
1990	1072	188	48	264
1991	1314	139	55	145
1992	1333	131	53	146
1993	1635	87	75	106
1994	1826	59	52	77
1995	1882	49	51	73
1996	2171	50	37	80
1997	2139	46	24	49
1998	2047	84	17	61
1999	1701	62	38	83
2000	1438	69	32	75
2001	1244	117	17	70

Πηγή: Για τα δεδομένα μέχρι το 1982: Moody's Dividend Record. Για τα δεδομένα από το 1983 έως το 2001: S&P dividend record. Παρατίθεται σε Franklin, A. και Michaely, R. (2003) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier B.V.: pp. 349-350.

2.3 Προγράμματα Επαναγοράς Ιδίων Μετοχών

Η επαναγορά μετοχών αποτελεί σήμερα βασική πρακτική των εταιριών για την αποζημίωση των μετόχων τους. Οι αγορασθείσες μετοχές είτε διαγράφονται, είτε διατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο των εταιριών ως ίδιες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου και συμμετοχής στα κέρδη, με προοπτική να επανεκδοθούν στο μέλλον,. Επι της ουσίας οι εταιρίες υλοποιούν προγράμματα επαναγοράς με τρεις τρόπους : α) πράξεις ανοικτής αγοράς β) προσφορά σε συγκεκριμένη τιμή και γ) ολλανδική δημοπρασία.

Η πλέον κοινή μέθοδος είναι η επαναγορά μετοχών με πράξεις ανοικτής αγοράς. Η εταιρία ανακοινώνει, ότι θα υλοποιήσει πρόγραμμα

επαναγοράς χωρίς να καθορίζει σαφές χρονοδιάγραμμα για την περάτωσή του. Κατοχυρώνει συνεπώς το δικαίωμα να παρεμβαίνει σε τακτά χρονικά διαστήματα στην χρηματιστηριακή αγορά, επαναγοράζοντας μετοχές. Δεδομένου ότι η συγκεκριμένη πρακτική επηρεάζει τις συνθήκες ζήτησης για τη μετοχή και παρέχει στη διοίκηση τη δυνατότητα χειραγώγησης της τιμής της, οι αρχές έχουν επιβάλλει σημαντικούς περιορισμούς και κανόνες για την εφαρμογή της. Στις ΗΠΑ, το 1934 τέθηκε σε ισχύ ο νόμος περί χρηματοπιστωτικών μέσων, που προέβλεπε αυστηρούς ελέγχους και ποινές για χειραγώγηση μετοχών. Στο πλαίσιο αυτό οι εταιρίες αποθαρρύνονταν από το να υλοποιούν προγράμματα επαναγοράς. Το 1982 οι αμερικανικές αρχές υιοθέτησαν την οδηγία 10b-18, προκειμένου να θεσμοθετήσουν κανόνες για την επαναγορά μετοχών μέσω ανοικτών πράξεων. Ορίζει ότι οι εταιρίες οφείλουν να ανακοινώνουν δημόσια την έναρξη του προγράμματος επαναγοράς. Επιτρέπει τις πράξεις σε συγκεκριμένα χρονικά σημεία της διαπραγμάτευσης και περιορίζει στο 25% του ημερήσιου όγκου, το μέγιστο όριο αγορών. Με τη θέσπιση των συγκεκριμένων κανονισμών, απελευθερώθηκε ουσιαστικά η διαδικασία των επαναγορών.

Η επαναγορά μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή αποτέλεσε την κύρια πρακτική πριν το 1981. Στην προσφορά, η εταιρία πέραν της τιμής, προσδιορίζει τη διάρκεια του προγράμματος και τον ακριβή αριθμό των μετοχών, που θα επαναγοράσει. Η συμμετοχή παραμένει στη διακριτική ευχέρεια των μετόχων, ενώ τα μέλη της διοίκησης αποκλείονται από τη διαδικασία. Αν δεν προσφερθεί ο απαιτούμενος αριθμός μετοχών, η εταιρία μπορεί να παρατείνει τη διάρκεια του προγράμματος. Αν συμβεί το αντίθετο καλείται η εταιρία είτε να επαναγοράσει αναλογικό ποσοστό μετοχών από τον κάθε επενδυτή είτε να ανακοινώσει επέκταση του προγράμματος με την επαναγορά μεγαλύτερου αριθμού μετοχών.

Σε μία ολλανδική δημοπρασία η εταιρία καθορίζει το εύρος της τιμής, στο οποίο θα γίνει η επαναγορά συγκεκριμένου αριθμού μετοχών. Κάθε μέτοχος υποβάλλει την πρόταση του, υποδεικνύοντας πόσες μετοχές προτίθεται να αγοράσει και σε ποια τιμή. Η εταιρία συγκεντρώνει τις

προσφορές και προσδιορίζει την τιμή, στην οποία μπορεί να αγοράσει τον αριθμό των μετοχών, για τις οποίες έχει δεσμευτεί. Η συγκεκριμένη τιμή καταβάλλεται σε όλους ανεξαιρέτως τους μετόχους ακόμη και αν στην προσφορά τους έχουν αποδεχτεί χαμηλότερη τιμή για την παράδοση των μετοχών τους.

Στον πίνακα 3 αποτυπώνεται η μέθοδος, που εφαρμόστηκε από εταιρίες των ΗΠΑ για την επαναγορά μετοχών από το 1980 έως το 1999.

Πίνακας 3 : Μέθοδοι Επαναγοράς Μετοχών στις ΗΠΑ

Year	<u>Dutch Auctions</u>		<u>Tender Offers</u>		<u>Open Market</u>	
	Cases	Dollar (Mn)	Cases	Dollar (Mn)	Cases	Dollar (Mn)
1980	-	-	1	5	86	1.429
1981	-	-	44	1.329	95	3.013
1982	-	-	40	1.164	129	3.112
1983	-	-	40	1.352	53	2.278
1984	1	9	67	10.517	236	14.910
1985	6	1.123	36	13.352	159	22.786
1986	11	2.332	20	5.492	219	28.417
1987	9	1.502	42	4.764	132	34.787
1988	21	7.695	32	3.826	276	33.150
1989	22	5.044	49	1.939	499	62.873
1990	10	1.933	41	3.463	778	39.733
1991	4	739	51	4.715	282	16.139
1992	7	1.638	37	1.488	447	32.635
1993	5	1.291	51	1.094	461	35.000
1994	10	925	52	2.796	824	71.036
1995	8	969	40	542	851	81.591
1996	22	2.774	37	2.562	1.111	157.917
1997	30	5.442	35	2.552	967	163.688
1998	20	2.640	13	4.364	1.537	215.012
1999	19	3.817	21	1.790	1.212	137.015

Πηγή: Grullon and Ikenberry, 2000, 'What do we know about stock repurchase?'

Τα στοιχεία δείχνουν ότι η συντριπτική πλειοψηφία των εταιριών επέλεξαν να επαναγοράσουν μετοχές μέσω πράξεων ανοικτής αγοράς. Το 1999 1212 εταιρίες εφάρμοσαν τη συγκεκριμένη μέθοδο, διανέμοντας περίπου 137 δισεκατομμύρια δολάρια στους μετόχους τους (Grullon, G. Και Ikenberry, D. 2000). Επί της ουσίας οι ολλανδικές δημοπρασίες και οι

προσφορές σε συγκεκριμένη τιμή χρησιμοποιούνται, όταν μία εταιρία επιθυμεί να επαναγοράσει ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών της σε περιορισμένο χρονικό διάστημα. Η έκταση των προγραμμάτων αυτών φθάνει έως και το 15% του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ η διάρκειά τους δεν υπερβαίνει συνήθως τον ένα μήνα (Comment και Jarrell, 1991). Αντίθετα η διάρκεια των πράξεων ανοιχτής αγοράς φθάνει κατά μέσο όρο τα τρία χρόνια (Stephens και Weisbach, 1998), ενώ το ποσοστό των μετοχών, που επαναγοράζεται προσεγγίζει το 6% (Grullon και Michaely, 2002). Οι Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995) εξέτασαν ένα δείγμα 1200 εταιριών, οι οποίες εκπόνησαν προγράμματα επαναγοράς από το 1980 έως το 1990 και παρακολούθησαν την τιμή της μετοχής τους για τέσσερα χρόνια, μέχρι την ολοκλήρωση των προγραμμάτων. Εξακρίβωσαν ότι η απόδοση των συγκεκριμένων μετοχών ξεπέρασε κατά 12% την απόδοση της αγοράς.

2.4 Το νομικό πλαίσιο για την επαναγορά μετοχών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Το νομικό πλαίσιο για την επαναγορά μετοχών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης θεσμοθετήθηκε με τον κανονισμό 2273/2003 της Επιτροπής για τη χειραγώγηση των αγορών. Ο κανονισμός υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρώπης στις 28 Ιανουαρίου 2003 και έπρεπε να τεθεί σε εφαρμογή από τα κράτη μέλη στις 12 Οκτωβρίου 2004. Επί της ουσίας η συγκεκριμένη οδηγία αποσκοπούσε στην προστασία των επενδυτών από πράξεις δημιουργίας τεχνητής ζήτησης ή προσφοράς στις χρηματιστηριακές αγορές με στόχο τη χειραγώγηση των τιμών. Αναγνωρίζεται ότι η επαναγορά μετοχών αποτελεί εν δυνάμει όχημα για τη χειραγώγηση των αγορών (Siems, M. και De Cesari, A. 2012). Για το λόγο αυτό θεσπίζονται κανόνες, οι οποίοι εφόσον τηρούνται, προσφέρουν απόλυτη νομική κάλυψη στις εταιρίες, που επιθυμούν να εκτελέσουν πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών. Το κανονιστικό πλαίσιο, που δημιουργήθηκε, συνέδραμε στην σημαντική αύξηση των προγραμμάτων επαναγοράς στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σύμφωνα με τη νομολογία, «τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να αποσκοπούν αποκλειστικά στη μείωση του κεφαλαίου ενός εκδότη (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση

υποχρεώσεων, που απορρέουν από τίτλους χρέους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους ή την άσκηση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων ή από άλλες διαθέσεις μετοχών σε εργαζομένους του εκδότη. Σε ότι αφορά τις τιμές, ο εκδότης, 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. 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. 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. Σε περίπτωση εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας στη σχετική αγορά, ο εκδότης δύναται να υπερβεί το όριο του 25 %, εφόσον ο ίδιος ενημερώσει εκ των προτέρων την αρμόδια αρχή της οικείας αγοράς για την πρόθεσή του να υπερβεί το όριο του 25 %, δημοσιοποιήσει με προσήκοντα τρόπο το ενδεχόμενο υπέρβασης του ορίου του 25 % και δεν υπερβεί το 50 % του μέσου ημερήσιου όγκου» (Κανονισμός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Αριθμός 2273/2003 της 22ας Δεκεμβρίου 2003).

Πριν την εφαρμογή της κοινοτικής οδηγίας, η απήχηση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών δεν υπήρξε τόσο μεγάλη στην Ευρώπη όσο στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι Rau και Vermaelen (2002) αναφέρουν ότι μόνο το 40% από τις 489 ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς στην Ευρώπη από το 1980 έως τα μέσα του 1998 προέρχονταν από εταιρίες της ηπειρωτικής Ευρώπης. Το γεγονός αποδίδεται κυρίως στο ότι οι επαναγορές μετοχών ήταν παράνομες σε ορισμένες χώρες μέχρι τότε, όπως στη Γερμανία. Παράλληλα στην Ευρώπη κυριαρχούσε η ιδέα του κοινωνικού χαρακτήρα των επιχειρήσεων. Η συγκεκριμένη φιλοσοφία απέτρεπε την προσήλωση στη μεγιστοποίηση του κέρδους για το μέτοχο και εστίαζε στο όφελος όλων των ομάδων συμφερόντων της εταιρίας. Επομένως

η νομοθεσία και η επιχειρηματική κουλτούρα δεν ενθάρρυναν την επαναγορά μετοχών ως πράξη ανταμοιβής των μετόχων.

Στην Αγγλία η επαναγορά μετοχών κατέστη νόμιμη 1981. Για την εκτέλεση του προγράμματος απαιτούνταν έγκριση, η οποία είχε διάρκεια 18 μηνών, από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Οι μετοχές, που εξαγοράζονταν δεν μπορούσαν να υπερβαίνουν το 15% του συνόλου των μετοχών της εταιρίας. Το τίμημα δεν μπορούσε να είναι υψηλότερα του 5% της μέση τιμής της μετοχής, όπως αυτή διαμορφώθηκε τις πέντε προηγούμενες της επαναγοράς ημέρες. Στη Γερμανία η επαναγορά μετοχών επετράπη με νόμο το 1998. Η γενική συνέλευση των μετόχων έπρεπε να εγκρίνει την εκκίνηση του προγράμματος και να καθορίσει το εύρος της τιμής (ανώτατο και κατώτατο όριο) στην οποία θα γινόταν η επαναγορά. Οι εταιρίες μπορούσαν να επαναγοράσουν μέχρι το 10% των μετοχών τους μέσα σε μία περίοδο 18 μηνών, χρησιμοποιώντας για το σκοπό αυτό αποκλειστικά κέρδη προς διάθεση. Στη Γαλλία τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών δεν ήταν παράνομα αλλά υπήρχαν πολλοί νομικοί περιορισμοί, που εμπόδιζαν την εκτέλεσή τους. Το 1998 απλοποιήθηκαν οι διαδικασίες με την εισαγωγή νέας νομοθεσίας. Η επαναγορά μετοχών εγκρινόταν από τη γενική συνέλευση των μετόχων και την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Οι εταιρίες μπορούσαν να επαναγοράσουν το 10% των μετοχών τους μέσα σε 18 μήνες σε μία τιμή, εντός του εύρους τιμών των ανεξάρτητων πράξεων κάθε ημέρας, που διεκπεραιώνονταν συναλλαγές στο πλαίσιο του προγράμματος. Παράλληλα υποχρεούνταν να δημοσιοποιούν πλήρη στοιχεία για τις πράξεις της επαναγοράς. Με τον κοινοτικό κανονισμό 2273/2003 εναρμονίστηκε η νομοθεσία των κρατών της Ευρώπης (Jaemin, K. και Schrempfer, R. και Varaiya, N.).

3. Θεωρίες για την Πολιτική Διανομής Κερδών

3.1. Θεωρία της έλλειψης σχέσεως του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory).

Οι Merton Miller και Franco Modigliani (1961) υποστηρίζουν στη θεωρία τους ότι δεν συσχετίζεται η μερισματική πολιτική και η τιμή της μετοχής μίας επιχείρησης. Η επιλογή δηλαδή της μορφής διανομής των κερδών δεν επηρεάζει την αξία της εταιρίας, η οποία καθορίζεται αποκλειστικά από την ανάληψη επικερδών επενδύσεων. Τα συμπεράσματά τους βασίζονται στην υπόθεση της τέλει αγοράς, όπου δεν υπάρχουν:

- 1) Φόροι εισοδήματος ιδιωτών και επιχειρήσεων.
- 2) Κόστος έκδοσης και διάθεσης μετοχών, κόστος συναλλαγών και κόστος μεταβίβασης.
- 3) Προτίμηση απόκτησης εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με την απόκτηση εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου από την πλευρά των επενδυτών.
- 4) Εξάρτηση μεταξύ επενδυτικής και μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης.
- 5) Ασύμμετρη πληροφόρηση.

Για να δείξουμε το συλλογισμό τους εκτιμούμε την αξία μίας εταιρίας για δύο περιόδους t και $t + 1$. Στο χρόνο t η αξία της εταιρίας V_t ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μερισμάτων και των επαναγορών. Στο χρόνο t η εταιρία έχει κέρδη E_t και καλείται βάσει των κερδών αυτών να αποφασίσει για το μέγεθος της επένδυσης I_t , για το ύψος του μερίσματος D_t και τον αριθμό των μετοχών ΔS_t , που θα εκδόσει ή θα επαναγοράσει. Το επίπεδο των κερδών στο χρόνο $t+1$ το συμβολίζουμε με $E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1})$ και ισούται με το επίπεδο της επένδυσης και μία τυχαία μεταβλητή θ_{t+1} . Τα κέρδη της εταιρίας θα μοιραστούν όλα στους μετόχους στο τέλος της δεύτερης περιόδου.

Δεδομένης της υπόθεσης περί τέλειων αγορών $p_t(\theta_{t+1}) =$ τιμές κατανάλωσης στο χρόνο t . Ακολουθεί ότι

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (2)$$

Η χρήση των κεφαλαίων από τα κέρδη την τρέχουσα περίοδο t ισοδυναμεί με

$$E_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (3)$$

Χρησιμοποιώντας την εξίσωση (3) αντικαθιστούμε στην εξίσωση (2) και έχουμε το εξής αποτέλεσμα :

$$V_t = E_t - I_t + \int_{t+1}^T (E_{t+1} - I_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (4)$$

Το συμπέρασμα, το οποίο εξάγεται, είναι ότι η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται με την ορθή επιλογή και υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων. Παράλληλα η μορφή της διανομής κερδών προς τους μετόχους (μερίσματα ή επαναγορά μετοχών) δεν επηρεάζει την αξία της εταιρίας.

Οι υποθέσεις του υποδείγματος περιγράφουν και τις συνθήκες, υπό τις οποίες οι αρχές της θεωρίας δεν θα μπορούσαν να ισχύσουν. Εάν επί παραδείγματι τα μερίσματα φορολογούνταν με υψηλότερο συντελεστή, τότε η εταιρία θα επέλεγε τη διανομή κερδών μέσω της επαναγοράς μετοχών. Το ίδιο ισχύει και για τα κόστη συναλλαγών, τα οποία εάν είναι σημαντικά, μειώνουν αφενός της αξίας της επιχείρησης και την υποχρεώνουν αφετέρου να επιλέξει μερισματική πολιτική και κεφαλαιακή διάρθρωση με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Παράλληλα βασική υπόθεση αποτελεί ότι οι επενδυτές δεν προτιμούν τη διανομή μερίσματος, λόγω της παροχής σταθερού εισοδήματος, σε σχέση με την επαναγορά μετοχών. Εν τέλει η θεωρία υποθέτει ότι όλοι οι συμμετέχοντες της αγοράς έχουν πρόσβαση στην ίδια πληροφόρηση. Επί της ουσίας σπάνια συμβαίνει αυτό. Οι διοικήσεις γνωρίζουν περισσότερα για την προοπτική των εταιριών τους και μέσω της διανομής των κερδών μπορούν να μεταβιβάσουν το μήνυμα αυτό προς τις αγορές. Ωστόσο σε ορισμένες περιπτώσεις μπορούν σκοπίμως, μέσω της μερισματικής πολιτικής, να δημιουργήσουν εσφαλμένη εικόνα για την πορεία της εταιρίας, χειραγωγώντας τη αξία της μετοχής της.

3.2 Bird-in-the-Hand Hypothesis. Η αύξηση των μερισμάτων βελτιώνει την αξία της επιχείρησης.

Η βασική υπόθεση της θεωρίας είναι ότι η διανομή μερισμάτων αυξάνει την αξία της επιχείρησης. Οι επενδυτές προτιμούν την ασφάλεια, που παρέχει η σταθερή διανομή εισοδήματος μέσω των μερισμάτων, παρά την αβεβαιότητα, η οποία εμπεριέχεται στην αποκομιδή κεφαλαικών κερδών μέσω της επαναγοράς μετοχών. Η αύξηση των μερισμάτων οδηγεί σε μείωση του κόστους κεφαλαίου και κατά συνέπεια στην βελτίωση της αξίας της εταιρίας. Μελέτες, που στηρίζουν τη συγκεκριμένη θεωρία είναι των Gordon και Shapiro (1956), Gordon (1959) και Lintner (1962).

Ο Gordon υπέθεσε τρεις λόγους για την αγορά μίας μετοχής από τους επενδυτές. Καταρχάς για την διανομή μερισμάτων, κατά δεύτερον για την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών και κατά τρίτον και για τους δύο. Εξέτασε τις συγκεκριμένες υποθέσεις συγκεντρώνοντας στοιχεία από εταιρίες, που δραστηριοποιούνται σε τέσσερις διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους. Χρησιμοποίησε μία γραμμική παλινδρόμηση της μορφής:

$$P_{it} = a_0 + a_1 D_{it} + a_2 R_{it} + e_{it} \quad (5)$$

Για την εταιρία i στη χρονική περίοδο t με P συμβολίζεται η τιμή της μετοχής της, με D το μέρισμα και με R τα παρακρατηθέντα κέρδη. Οι συντελεστές a_1 και a_2 συμβολίζουν την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών. Ο Gordon συμπέρανε ότι το ύψος του μερίσματος επιδρά περισσότερο από τα παρακρατηθέντα κέρδη στην τιμή της μετοχής. Υποστήριξε παράλληλα ότι η απαιτούμενη απόδοση μίας μετοχής αυξάνει κατά το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών εξαιτίας της αβεβαιότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών. Στο συγκεκριμένο υπόδειγμα η τιμή της μετοχής καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδωκόμενων μερισμάτων.

$$P_0 = D_1 / (K_s - g) \quad (6)$$

Η εξίσωση 6 είναι γνωστή ως τύπος του Gordon, όπου το P_0 συμβολίζει την τρέχουσα αξία της μετοχής, το D_1 το προσδωκόμενο μέρισμα την χρονική

περίοδο 1, το K_s την απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους και το g το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

Οι Modigliani και Miller άσκησαν κριτική στη συγκεκριμένη θεωρία, υποστηρίζοντας ότι οι κίνδυνοι για την επιβίωση μίας εταιρίας προέρχονται από τις επενδύσεις, που αναλαμβάνει και όχι από τον τρόπο, που διανέμει τα κέρδη της. Ο Diamond (1967) εξέτασε τις υποθέσεις της συγκεκριμένης θεωρίας σε ένα δείγμα από 255 επιχειρήσεις των ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν επιβεβαίωσαν ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα σε σχέση με τα παρακρατηθέντα κέρδη. Παρατήρησε ωστόσο ότι σε κλάδους υψηλής ανάπτυξης, οι επενδυτές διατύπωσαν μία μικρή προτίμηση προς τα παρακρατηθέντα κέρδη, ενώ το αντίθετο εξακρίβωσε σε κλάδους με ώριμες επιχειρήσεις. Πιο πρόσφατα οι Baker, Powell και Veit (2002) διένειμαν ένα ερωτηματολόγιο σε υψηλά ιστάμενα στελέχη εταιριών, ενταγμένων στο δείκτη Nasdaq, το οποίο περιείχε μεταξύ άλλων μία δήλωση για να αξιολογηθεί η ορθότητα της θεωρίας bird-in-the-hand. Συγκεκριμένα κλήθηκαν οι ερωτώμενοι να απαντήσουν εάν προτιμούν το μέρισμα σε σχέση με τα κεφαλαικά κέρδη. Σε δείγμα 186 απαντήσεων μόλις 17,2% συμφώνησαν και 54,9% διαφώνησαν, με αποτέλεσμα να μην επιβεβαιωθεί η bird-in-the-hand hypothesis.

3.3 Tax-Effect Hypothesis (Η υπόθεση για την επίδραση της φορολογίας).

Η συγκεκριμένη θεωρία αποτιμά την επίδραση της φορολογίας στην αξία μίας επιχείρησης. Δεδομένου ότι τα μερίσματα φορολογούνται βαρύτερα σε σχέση με τα κεφαλαικά κέρδη, οι επενδυτές προτιμούν να αποζημιωθούν μέσω της επαναγοράς μετοχών. Συνεπώς οι διοικήσεις των εταιριών ανταποκρίνονται στο αίτημα περί μείωσης των μερισμάτων, προκειμένου να βελτιωθεί η τιμή της μετοχής τους και να περισταλεί το κόστος κεφαλαίου. Βασική παράμετρο αποτελεί επίσης ότι το μέρισμα φορολογείται άμεσα, ενώ το κεφαλαιακό κέρδος σε βάθος χρόνου, όταν πωληθεί η μετοχή. Υπό τις εν λόγω συνθήκες οι επενδυτές τείνουν να προτιμούν εταιρίες που παρακρατούν υψηλό ποσοστό κερδών.

Ο Brennan (1970) υπέθεσε στη μελέτη του, ότι η προ φόρου απαιτούμενη απόδοση για μία μετοχή θα έπρεπε να συσχετίζεται θετικά και γραμμικά με την μερισματική της απόδοση και το συστηματικό της κίνδυνο. Το μοντέλο του ήταν το εξής :

$$E(R_{it} - R_{ft}) = \gamma_0 + \gamma_1 B_{it} + \gamma_2 (D_{it} - R_{ft}) \quad (7)$$

Στην εξίσωση, με R_{it} συμβολίζεται η απόδοση μίας μετοχής i τη χρονική στιγμή t , R_{ft} είναι το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο, B_{it} είναι ο συντελεστής του συστηματικού κινδύνου και D_{it} η μερισματική απόδοση της μετοχής. Ο συντελεστής γ_2 είναι φορολογικός, ανεξάρτητος από το ύψος της μερισματικής απόδοσης. Τα συμπεράσματα της μελέτης αποτύπωσαν, ότι μετοχές με υψηλές μερισματικές αποδόσεις παρουσίαζαν και υψηλότερες προ φόρου απαιτούμενες αποδόσεις από τους επενδυτές, ώστε να αποζημιωθούν για τη μεγαλύτερη φορολογική επιβάρυνση. Δηλαδή οι μετοχές αυτές πωλούνταν σε χαμηλότερες τιμές, λόγω του επιβαλλόμενου φόρου στο εισόδημα από τα μερίσματα.

Σε παρόμοια αποτελέσματα με αυτά του Brennan κατέληξαν και οι Litzenberger και Ramaswamy (1979). Συγκεκριμένα εκτίμησαν ότι ο συντελεστής γ_2 είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, διατυπώνοντας την άποψη ότι για κάθε αύξηση του μερίσματος κατά ένα δολάριο, οι επενδυτές απαιτούν είκοσι τρία cents αύξηση στο κεφαλαιακό κέρδος προ φόρου. Κριτική στο μοντέλο του Brennan άσκησαν οι Black και Scholes (1974), οι οποίοι κατέληξαν, ότι οι αποδόσεις των μετοχών δε συσχετίζονται με τις μερισματικές τους αποδόσεις. Οι Miller και Scholes υποστήριξαν ότι η θετική σχέση μερισματικής και απαιτούμενης απόδοσης, που εντόπισαν οι Litzenberger και Ramaswamy (1979) στην εργασία τους, οφείλετο στο ότι αγνόησαν την αρνητική επίδραση στη μετοχή μίας πληροφορίας για περιστολή ή διακοπή του μερίσματος. Πραγματοποιώντας εκ νέου την έρευνα κατέληξαν ότι ο φορολογικός συντελεστής γ_2 δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

3.4 Flexibility Hypothesis (Η υπόθεση της Ευελιξίας).

Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρει, ότι με την ταυτόχρονη χρήση τόσο της διανομής μερισμάτων όσο και της επαναγοράς μετοχών ως μέσων ανταμοιβής των μετόχων, οι εταιρίες μπορούν ευκολότερα να αυξάνουν και να μειώνουν τα διανεμόμενα κέρδη προς τους μετόχους, σε σχέση με το αν χρησιμοποιούσαν μόνο τα μερίσματα. Οι διοικήσεις των εταιριών παρουσιάζουν απροθυμία στη μείωση των μερισμάτων, προτιμώντας να καλύψουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες από εξωτερικές πηγές (Brav et al. 2005). Τα μερίσματα αυξάνονται, μόνο όταν οι εταιρίες εμφανίσουν βιώσιμη ανάπτυξη των ταμειακών τους ροών, ενώ τα κέρδη, που χρησιμοποιούνται για την επαναγορά μετοχών είναι πιο ευμετάβλητα (Jagannathan, Stephens και Weisbach, 2000). Οι εταιρίες τείνουν να διατηρούν σταθερά τα μερίσματά τους και να αυξάνουν την πρόσοδο των μετόχων υλοποιώντας προγράμματα επαναγοράς μετοχών (Grullon και Michaely, 2002).

3.5 The Substitution Hypothesis

Η θεωρία των Modigliani και Miller (1961) υποστηρίζει ότι τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών αποτελούν ισοδύναμες επιλογές για την αξία της εταιρίας. Ωστόσο οι Allen, Bernardo και Welch (2000) κατέληξαν στο συμπέρασμα με την εργασία τους ότι η διανομή μερίσματος σηματοδοτεί την ποιότητα μίας εταιρίας και προσελκύει θεσμικούς επενδυτές για τη χρηματοδότησή της. Οι Grullon και Michaely από την πλευρά τους αποδίδουν την αντικατάσταση των μερισμάτων από την επαναγορά μετοχών σε φορολογικούς λόγους ενώ οι Brav et al εντοπίζουν ότι τα στελέχη των εταιριών ως κάτοχοι δικαιωμάτων μετοχών προτιμούν την επαναγορά μετοχών, δεδομένου ότι μετά την απόδοση του μερίσματος μειώνεται η αξία των μετοχών, που κατέχουν.

3.6 The Leverage Ratio Hypothesis

Με τη συγκεκριμένη υπόθεση υποδεικνύεται ότι οι εταιρίες, που επαναγοράζουν μετοχές μειώνουν τα ίδια κεφάλαιά τους (εφόσον αποσύρουν κοινές μετοχές) και μεταβάλλουν με τον τρόπο αυτό την κεφαλαιακή τους

διάρθρωση (Dittmar, 2000). Επομένως διαμορφώνεται η υπόθεση ότι εταιρίες με υψηλό δείκτη χρέους (debt ratio) αποφεύγουν να προχωρούν σε επαναγορές μετοχών γιατί επιβαρύνεται η κεφαλαιακή τους επάρκεια. Μία έρευνα των Chan, Ikenberry και Lee καταλήγει στο συμπέρασμα, ότι εταιρίες με χαμηλό δείκτη χρέους ως προς ίδια κεφάλαια ανακοινώνουν εκτεταμένα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών.

4. Ασύμμετρη Πληροφόρηση, Μοντέλα Σηματοδότησης και Αντιπροσώπησης

4.1 The Information / Signaling Hypothesis

Στην εργασία τους οι Modigliani και Miller (1961) διατύπωσαν τη σκέψη ότι οι διοικήσεις έχουν τη δυνατότητα να μεταφέρουν πληροφορίες για τα μελλοντικά έσοδα των εταιριών τους μέσω της πολιτικής διανομής κερδών, που θα επιλέξουν. Δηλαδή η απόφαση για επαναγορά μετοχών ή η απονομή μερισμάτων αποκαλύπτει πληροφορίες για την μελλοντική οικονομική κατάσταση των εταιριών. Τη συγκεκριμένη ιδέα μελέτησαν μεταξύ άλλων οι Bhattacharya (1979), Miller και Rock (1985) Vermaelen (1981), καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούν στρατηγικές διανομής κερδών για να μεταφέρουν στους μετόχους τους μηνύματα σχετικά με την μελλοντική τους κερδοφορία.

Η συγκεκριμένη θεωρία οδηγεί σε ορισμένα συμπεράσματα, τα οποία είναι τα εξής :

- 1) Σε επαναγορά μετοχών προχωρούν εταιρίες με μικρότερο ενεργητικό και με χαμηλό Market to Book Ratio, επειδή τα διοικητικά στελέχη θέλουν με τον τρόπο αυτό να γνωστοποιήσουν τις θετικές τους εκτιμήσεις για την μελλοντική πορεία της εταιρίας.
- 2) Μετά την ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά και η τιμή της μετοχής της εταιρίας αυξάνεται.
- 3) Η κερδοφορία των εταιριών, που εκκινούν προγράμματα επαναγοράς μετοχών αυξάνεται.
- 4) Οι αναλυτές αναθεωρούν επί το θετικότερον τις εκθέσεις τους για την πορεία των εταιριών, που επαναγοράζουν μετοχές τους.

Στη διεθνή βιβλιογραφία το πρώτο συμπέρασμα θεωρείται ότι επιβεβαιώνεται από τον έλεγχο των δεδομένων. Οι Gustavo Grullon και Roni Michaely (2004) συνέλεξαν στοιχεία για 4.443 εταιρίες, που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών από το 1980 έως το 1997. Η μέση αντίδραση της αγοράς, όπως καθορίστηκε από την απόδοση των μετοχών το τρίήμερο, μία

ημέρα πριν την ανακοίνωση του προγράμματος μέχρι και την επόμενη της ανακοίνωσής του, καταγράφηκε στο 2,71%. Το συμπέρασμα είναι συμβατό με τα αποτελέσματα και άλλων ερευνών, όπως των Vermaelen (1981) και Comment και Jarrell (1991). Η αντίδραση της αγοράς δείχνει ότι τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών εκλαμβάνονται ως θετικά νέα.

Στην ίδια εργασία τους οι Gustavo Grullon και Roni Michaely (2004) εξέτασαν τη βασιμότητα της δεύτερης υπόθεσης. Η βασική μεταβλητή, που εξέτασαν ήταν η αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων (ROA). Χρησιμοποίησαν το επίπεδο των κερδών προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) για μία τριετία μετά την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς μετοχών διαιρεμένο με τη μέση λογιστική αξία του ενεργητικού (υπολογισμένο κατά την έναρξη και λήξη της περιόδου αναφοράς). Για να διασφαλίσουν την ακρίβεια των αποτελεσμάτων τους συνέκριναν δείκτες, όπως το λειτουργικό περιθώριο (Return on Sales) και οι ταμειακές ροές ως προς την αξία του ενεργητικού (CFROA). Παράλληλα για να εντοπίσουν την ενδεχόμενη υπεραπόδοση των εταιριών, που επαναγόρασαν μετοχές τους, συνέκριναν την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων με αυτή παρόμοιων κλαδικών εταιριών. Συγκεκριμένα επιλέγονται ως ομοιάζουσες, εταιρίες που συγκλίνουν με αυτές του δείγματος ως προς την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων στο χρόνο -1 (OP_{-1}), στη διαφορά στην απόδοση στο χρόνο -1 (ΔOP_{-1}) και στο δείκτη market-to-book ratio στο χρόνο -1 (M/B_{-1}). Η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων των παρόμοιων εταιριών κυμαίνονταν από 80 έως και 120% αυτής των εταιριών του δείγματος, ενώ στο ίδιο επίπεδο κυμαίνονταν και τα άλλα δύο κριτήρια. Από το αρχικό δείγμα των παρόμοιων εταιριών επελέγησαν αυτές που ελαχιστοποιούσαν την ακόλουθη συνάρτηση :

$$\begin{aligned}
 & (OP_{-1, sample\ firm} - OP_{-1 matching\ firm\ i}) \\
 & + (\Delta OP_{-1 sample\ firm} - \Delta OP_{-1 matching\ firm\ i}) \\
 & + (M/B_{-1 sample\ firm} - M/B_{-1, matching\ firm}) \quad (8)
 \end{aligned}$$

Στον πίνακα 4 αποτυπώνονται τα αποτελέσματα της έρευνας. Οι εταιρίες, που ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς μετοχών σημείωσαν σημαντική πτώση στην απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων τους. Το

λειτουργικό περιθώριο κέρδους υποχώρησε τα περισσότερα χρόνια, ενώ το ίδιο συνέβη και με τις καθαρές ταμειακές ροές ως προς την αξία του ενεργητικού. Παράλληλα οι ερευνητές επιχείρησαν να ελέγξουν, εάν οι αναλυτές αγορών αναθεωρούν επί το θετικότερο τις προβλέψεις τους για τα μελλοντικά κέρδη μίας εταιρίας, που ανακοινώνει πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αναλυτές αναθεωρούν επί το αρνητικότερο τις προβλέψεις τους για τη συγκεκριμένη εταιρία. Το γεγονός αυτό αντίκειται στη Signaling Hypothesis, η οποία προδικάζει ότι η επαναγορά μετοχών σηματοδοτεί αυξημένα μελλοντικά κέρδη, πρόβλεψη η οποία θα πρέπει να αντανakλάται και στις εκτιμήσεις των αναλυτών της αγοράς.

Πίνακας 4 : Μεταβολές στην Απόδοση των Επενδυμένων Κεφαλαίων

Μέσοι	Μεταβολές χωρίς Προσαρμογή			Προσαρμοσμένες Μεταβολές		
	0 έως 1	1 έως 2	2 έως 3	0 έως 1	1 έως 2	2 έως 3
Return on Assets	-0,985	-0,527	-0,641	0,091	-0,382	-0,207
Return on Sales	-1,152	0,008	-0,101	-0,219	0,663	0,029
Cash Flow Return on Assets	-0,756	-0,252	-0,078	-0,534	-0,746	0,418

4.2 The Free Cash-Flow Hypothesis (Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών)

Η θεωρία αντιπροσώπευσης υποθέτει, ότι το ποσό των ελεύθερων ταμειακών ροών μίας επιχείρησης δύναται να χρησιμοποιηθεί από τη διοίκηση σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία, διακυβεύοντας την ομαλή πορεία της. Η πιθανότητα να συμβεί το συγκεκριμένο γεγονός αυξάνεται στις επιχειρήσεις, που μεταβαίνουν από το στάδιο της υψηλής ανάπτυξης σε αυτό της ωρίμανσης. Στη φάση της ανάπτυξης οι εταιρίες δαπανούν σημαντικά ποσά σε επενδύσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία, έχουν χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές και υψηλό ρυθμό αύξησης εσόδων. Αντίθετα στη φάση της ωρίμανσης οι επενδύσεις μειώνονται με ταχύ ρυθμό, τα κέρδη

σταθεροποιούνται, οι ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται σημαντικά, ενώ μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος, δεδομένου ότι η αξία της απορρέει από το ενεργητικό της, όπως έχει διαμορφωθεί και όχι από επενδύσεις, η επιτυχία των οποίων ενέχει μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας. Επομένως η πιθανότητα μία εταιρία να υπερεπενδύει σε βάρος των μετόχων της ενισχύεται όταν βρίσκεται στη φάση της ωρίμανσης και αυξάνονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές της. Με τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να μειώνουν τα κεφάλαια, που έχει στη διαθεση της η διοίκηση για να δαπανήσει σε επενδύσεις. Συνοπτικά η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών προβλέπει τα ακόλουθα:

- 1) Οι εταιρίες, που επαναγοράζουν τις μετοχές τους αντιμετωπίζουν στο κοντινό μέλλον κάμψη των κερδών τους.
- 2) Οι επενδύσεις τους μειώνονται και για το λόγο αυτό διακρατούν ως αποθεματικό σημαντικά μικρότερο ποσοστό των κερδών τους.
- 3) Ο συντηματικός κίνδυνος, που αντιμετωπίζουν μειώνεται, με αποτέλεσμα να μειώνεται και το κόστος κεφαλαίου.
- 4) Η αγορά πρέπει να αντιδρά θετικότερα στην ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών από εταιρίες με μεγαλύτερη πιθανότητα να υπερεπενδύουν από ότι σε άλλες, που βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης.

4.3 Επαναγορές, Μεταβολές στην Επενδυτική Στρατηγική και στο Κόστος Κεφαλαίου.

Σύμφωνα με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών οι επιχειρήσεις, που αντιμετωπίζουν μείωση των επενδύσεών τους και συνακόλουθα αύξηση των ταμειακών τους ροών, θα πρέπει να αυξάνουν τα κέρδη, που διανέμουν στους μετόχους. Επόμενως βασική υπόθεση της θεωρίας είναι ότι οι εταιρίες, που προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών, μειώνουν τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη καθώς και την παρακράτηση κερδών ως αποθεματικό κεφάλαιο. Τη συγκεκριμένη υπόθεση έλεγξαν οι Gustavo Grullon και Roni Michaely (2004) σε ένα δείγμα από 4443 επιχειρήσεις, που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών από το 1980 έως το 1997. Σχημάτισαν έναν δείκτη, προσθέτοντας στον αρθμητή τις δαπάνες για

επενδύσεις, για έρευνα και ανάπτυξη καθώς τα αποθεματικά ενώ έθεσαν στον παρανομαστή τη λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού. Για τις ανάγκες της σύγκρισης εντόπισαν για κάθε εταιρία του δείγματος μία ομοειδή εταιρία (με τα χαρακτηριστικά, που αναφέρονται στην προηγούμενη ενότητα). Όρισαν την ακαθόριστη μεταβολή του δείκτη ως τη διαφορά μεταξύ των εταιριών του δείγματος και των ομοειδών τους στις δαπάνες για επενδύσεις, για έρευνα και ανάπτυξη και στα αποθεματικά.

Στον πίνακα 5 αποτυπώνονται τα αποτελέσματα της έρευνας. Όπως προβλέπει η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών οι εταιρίες, που πραγματοποιούν επαναγορά μετοχών, μειώνουν τις επενδυτικές τους δαπάνες και τη χρηματοδότηση για έρευνα και ανάπτυξη, και κατά το έτος, που ανακοινώνεται το πρόγραμμα αλλά και τα τρία επόμενα χρόνια. Συγκρίνοντας τα προσαρμοσμένα αποτελέσματα δεν έχουμε ενδείξεις ότι οι εταιρίες, που επαναγοράζουν ίδιες μετοχές, επεδύουν περισσότερο από τις ομοειδείς τους. Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουμε και από τη μελέτη για τα αποθεματικά, η παρακράτηση των οποίων μειώνεται από τις εταιρίες, που επαναγοράζουν τις μετοχές τους.

Πίνακας 5: Μεταβολές στην Απόδοση των Επενδυμένων Κεφαλαίων

Μέσοι	Μεταβολές χωρίς Προσαρμογή			Προσαρμοσμένες Μεταβολές		
	-2 έως -1	-1 έως 0	0 έως 3	-2 έως -1	-1 έως 0	0 έως 3
Μεταβολές στις Επενδύσεις	-0,11	-0,46	-0,56	0,02	-0,44	0,16
Μεταβολές στα Αποθεματικά	-0,61	-2,34	-1,97	0,01	-0,87	-0,36

4.4 Μεταβολές στον Κίνδυνο

Τα δεδομένα στην έρευνα των Gustavo Grullon και Roni Michaely (2004) αποτυπώνουν, ότι οι εταιρίες εκπονούν προγράμματα επαναγοράς μετοχών, όταν μειώνονται οι επικερδείς επενδύσεις, τις οποίες μπορούν να

πραγματοποιήσουν. Η περιστολή των επενδύσεων συνδέεται με κάμψη της μελλοντικής κερδοφορίας αλλά και με μείωση του κινδύνου και του κόστους κεφαλαίου. Η παρατήρηση αυτή είναι σημαντική, δεδομένου ότι μπορεί να εξηγήσει τη θετική αντίδραση των αγορών στην ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς. Οι Grullon και Michaely επιχείρησαν να μετρήσουν με μηνιαίες παλινδρομήσεις το συστηματικό κίνδυνο κάθε εταιρίας στο δείγμα τους τριάντα έξι μήνες πριν την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς και 36 μήνες μετά (t^* είναι ο μήνας, που ανακοινώνεται η επαναγορά μετοχών). Χρησιμοποίησαν το μοντέλο αγοράς :

$$r_{it}-r_{ft}=a_{-i}+a_{\Delta i}D_t+b_{-i}(r_{mt}-r_{ft})+b_{\Delta i}D_t(r_{mt}-r_{ft})+e_t \quad (9)$$

Στη συγκεκριμένη εξίσωση r_{it} είναι η μηνιαία απόδοση της μετοχής, r_{ft} η απόδοση στα US Treasury Bills μηνός, r_{mt} η μηνιαία μεσοσταθμική απόδοση των NYSE/AMEX/Nasdaq, b_{-i} είναι το beta της μετοχής i κατά τη διάρκεια των τριών χρόνων πριν την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς, a_{-i} η απρόσμενη απόδοση της μετοχής i πριν την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς, $a_{\Delta i}$ η μεταβολή της απρόσμενης απόδοσης μετά την ανακοίνωση του προγράμματος και $b_{\Delta i}$ είναι η μεταβολή του συστηματικού κινδύνου (beta), μετά την ανακοίνωση του προγράμματος. Η προσαρμοσμένη μεταβλητή της παλινδρόμησης ισούται με τη μη προσαρμοσμένη μεταβλητή μείον την μεταβλητή της παλινδρόμησης μίας ομοειδούς εταιρίας με market value of equity και market-to-book ratio μεταξύ 80% και 120% του market value of equity και του market-to-book ratio της εταιρίας, που επαναγοράζει μετοχές, ένα χρόνο πριν αυτή εκκινήσει το πρόγραμμα.

Τα αποτελέσματα, όπως αποτυπώνονται στον πίνακα 6, δείχνουν ότι στις εταιρίες, που προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών, μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος και το κόστος κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα αυτά, σε συνδυασμό με τα ευρήματα για κάμψη της κερδοφορίας και των επενδυτικών δαπανών, στηρίζουν την υπόθεση ότι οι εταιρίες οδηγούνται στην απόφαση για επαναγορά ιδίων μετοχών, όταν μειώνονται οι επικερδείς επενδύσεις, που μπορούν να πραγματοποιήσουν.

Πίνακας 6: Μεταβολή του Συστηματικού Κινδύνου

Μέσος	Μεταβολές χωρίς Προσαρμογή	Προσαρμοσμένες Μεταβολές
Μοντέλο Αγοράς bDi (Δ στο beta της αγοράς)	-0,16	-0,11

5.Επίδραση των Φόρων

5.1 Φόροι

Μία κρίσιμη παράμετρος, η οποία καθοδηγεί την απόφαση των εταιριών για την πολιτική διανομής των κερδών τους είναι η φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Οι ερευνητές έχουν επιχειρήσει να απαντήσουν στο ερώτημα εάν, *ceteris paribus*, η αξία των εταιριών, που αποδίδουν υψηλό μέρισμα είναι μικρότερη των εταιριών, που διανέμουν χαμηλό μέρισμα ή επαναγοράζουν ίδιες μετοχές. Οι Modigliani και Miller (1961) ανέπτυξαν το στατικό μοντέλο πελατών (οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές μία φορά), όπου το σύνολο των επενδυτών φορολογούνται με διαφορετικούς συντελεστές. Σε αυτήν την περίπτωση, υποστήριξαν ότι οι εταιρίες έχουν κίνητρο να διανέμουν μετοχές, που ελαχιστοποιούν τη φορολογική επιβάρυνση των διαφόρων κατηγοριών επενδυτών, με αποτέλεσμα σε συνθήκες ισορροπίας να μην υπάρχουν άλλες ευκαιρίες για μείωση των φόρων και όλες οι εταιρίες να αποτιμώνται το ίδιο. Δηλαδή, εάν υποθέσουμε ότι όλοι οι επενδυτές φορολογούνται με τον ίδιο τρόπο και ότι η φορολογική επιβάρυνση για τα μερίσματα είναι υψηλότερη από ότι για τα κεφαλαιακά κέρδη, τότε η ορθή στρατηγική για κάθε εταιρία θα ήταν να προβαίνει μόνο σε επαναγορά μετοχών. Παράλληλα αναπτύχθηκε και η ιδέα των δυναμικών μοντέλων πελατείας (οι επενδυτές μπορούν να επενδύουν και να κάνουν πράξεις αγοραπωλησίας μετοχών πολλές φορές). Συμφωνα με τη συγκεκριμένη υπόθεση, η μετοχή, που πληρώνει υψηλό μέρισμα θα καταλήξει (μέχρι την ημέρα, που διαπραγματεύεται με δικαίωμα στο μέρισμα) στο επενδυτικό κοινό, που φορολογείται με χαμηλό συντελεστή. Η κατάσταση αυτή θα αντιστραφεί από την ημέρα, που θα εκκινήσει η διαπραγμάτευση της μετοχής, χωρίς δικαίωμα στο μέρισμα.

5.2.Στατικά Μοντέλα

Το πιο απλό στατικό μοντέλο είναι αυτό που αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα. Όταν οι επενδυτές φορολογούνται με το ίδιο συντελεστή και η φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών είναι ηπιότερη, τότε η εταιρία δεν πρέπει να διανέμει μέρισμα. Ωστόσο, ακόμα και αν οι συντελεστές φορολόγησης των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών

ήταν ίδιοι, οι επενδυτές θα προτιμούσαν την επαναγορά μετοχών έναντι της διανομής μερίσματος. Ο λόγος σχετίζεται με το ότι οι επενδυτές επιλέγουν το χρόνο, που θα αποκομίσουν τα κεφαλαιακά κέρδη. Δεν είναι υποχρεωμένοι να πουλήσουν τις μετοχές τους και να λάβουν το κέρδος, εν αντιθέσει με το μέρισμα, το οποίο θα το λάβουν υποχρεωτικά σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και θα πρέπει να αποδώσουν το φόρο.

Στην πραγματικότητα οι φορολογικοί συντελεστές διαφέρουν ανά κατηγορία επενδυτών, με αποτέλεσμα οι ιδιώτες να κατέχουν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση και οι εταιρίες να κατέχουν μετοχές υψηλών μερισμάτων, λόγω της φοροαπαλλαγής των ενδοομιλικών μερισμάτων. Σε κανονικές συνθήκες ισορροπίας, οι εταιρίες θα πρέπει να είναι αδιάφορες ως προς την πολιτική διανομής κερδών, δεδομένου ότι εάν η αξία τους υποτιμηθεί θα μπορούν να μεταβάλλουν την μερισματική τους στρατηγική.

Στον παρακάτω πίνακα απεικονίζεται ένα στατικό μοντέλο πελατών. Υπάρχουν τρεις ομάδες πελατών, οι ιδιώτες, οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί, που απαλλάσσονται από την καταβολή φορολογίας. Ας υποθέσουμε, ότι οι ιδιώτες φορολογούνται για τα μερίσματα με συντελεστή 50% και για τα κεφαλαιακά κέρδη με 20%. Τα κέρδη τους μετά τους φόρους θα είναι 50 εάν κατέχουν τη μετοχή με το υψηλό μέρισμα, 65 εάν κατέχουν τη μεσαία και 80 εάν κατέχουν τη μετοχή με το χαμηλό μέρισμα. Υποθετικά οι επιχειρήσεις φορολογούνται με 10% τα μερίσματα και 35% τα κεφαλαιακά κέρδη. Τα κέρδη τους μετά φόρων θα είναι 90, εάν έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους τη μετοχή με το υψηλό μέρισμα, 77,5 εάν έχουν τη μεσαία και 65 εάν έχουν τη μετοχή με το χαμηλό μέρισμα. Τα κέρδη των οργανισμών είναι πάντα 100 όποια μετοχή και να έχουν, εφόσον δε φορολογούνται.

Πίνακας 7: Στατικό Μοντέλο Πελατών

	Απόδοση Μερισματος		
	<u>Υψηλό</u>	<u>Μεσαίο</u>	<u>Χαμηλό</u>
<u>Προ Φόρων Κέρδη Ανά Μετοχή</u> <u>Διανομή Κερδών :</u>			
Μερίσματα	100	50	0
Κεφαλαιακά Κέρδη	0	50	100
<u>Μετά Φόρων Κέρδη για Κάθε Ομάδα</u> <u>Πελατών:</u>	<u>Υψηλό</u>	<u>Μεσαίο</u>	<u>Χαμηλό</u>
Ιδιώτες	50	65	80
Επιχειρήσεις	90	77,5	65
Οργανισμοί Μη Φορολογούμενοι	100	100	100
<u>Τιμή Μετοχής σε Ισορροπία</u>	1000	1000	1000

Η τιμή των μετοχών είναι όλων 1000 σε συνθήκες ισορροπίας, επειδή δεν επηρεάζεται από την πολιτική διανομής των κερδών, σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani και Miller. Εάν αυξανόταν η τιμή της μετοχής με το χαμηλό μέρισμα, τότε και οι άλλες δύο εταιρίες θα είχαν κάθε συμφέρον να προσφέρουν παρόμοιες μετοχές, γεγονός, το οποίο θα αύξανε την προσφορά και θα δημιουργούσε πιέσεις υποτίμησης της μετοχής με το χαμηλό μέρισμα. Παράλληλα οι οργανισμοί θα πουλούσαν τη μετοχή (με τη χαμηλή μερισματική απόδοση), επειδή θα είχαν μικρότερη απόδοση. Επομένως η τιμή της θα υποχωρούσε στο επίπεδο των υπόλοιπων μετοχών.

5.3 Δυναμικά Μοντέλα

Τα δυναμικά μοντέλα αποτελούν επί της ουσίας στρατηγικές για την ελαχιστοποίηση της φορολόγησης. Σχεδιάζονται και εκτελούνται την περίοδο αποκοπής του μερίσματος. Η θεωρία των συγκεκριμένων μοντέλων προϋποθέτει την ύπαρξη εισοδηματικών κατηγοριών, που φορολογούνται με διαφορετικούς συντελεστές. Πρακτικά αυτό σημαίνει, ότι κάποιοι επενδυτές έχουν κίνητρο να αγοράζουν τη μετοχή πριν την αποκοπή του μερίσματος, ώστε να καρπώνονται το μέρισμα, ενώ άλλοι έχουν συμφέρον να πουλάνε τη

μετοχή για να την αγοράσουν εκ νέου σε μειωμένη τιμή, όταν εκκινήσει η διαπραγματεύσή της χωρίς το μέρισμα. Ο Kalay (1982) υποστήριξε ότι σε αγορές τέλειες, δίχως περιορισμούς και κόστη συναλλαγής, το δυναμικό arbitrage θα μπορούσε να αδρανοποιήσει την επίδραση των φόρων. Οι επενδυτές με τον ίδιο φορολογικό συντελεστή επί των μερισμάτων και επί των κεφαλαιακών κερδών θα αγόραζαν τη μετοχή πριν την αποκοπή του μερίσματος και θα την πουλούσαν αμέσως μετά. Η εξισσοροπητική κερδοσκοπία θα εξασφάλιζε ότι η πτώση στην τιμή της μετοχής θα ισοδυναμούσε με το μέρισμα.

$$\frac{P_B - P_A}{D} = 1 \quad (10)$$

Στην περίπτωση, που θα υπήρχαν κόστη συναλλαγής, το αποτέλεσμα της εξίσωσης $\frac{P_B - P_A}{D} = 1$ θα έπρεπε να είναι κοντά στο ένα.

Οι έρευνες επικεντρώνονται στη μεταβολή της τιμής της μετοχής μετά την αποκοπή του μερίσματος, με στόχο την εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προτιμήσεις των επενδυτών με βάση τη φορολογική τους επιβάρυνση. Οι περισσότερες μελέτες καταλήγουν στο ότι η μέση πτώση στην τιμή της μετοχής την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με την προηγούμενη είναι μικρότερη από το ύψος του μερίσματος. Παράλληλα καταγράφουν αύξηση του premium (η διαφορά στην τιμή της μετοχής την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος σε σχέση με την επόμενη), όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση. Το συγκεκριμένο εύρημα είναι συμβατό με τη θεωρία των πελατών διαφορετικής κατηγορίας φορολόγησης. Οι επιχειρήσεις που απαλλάσσονται της φορολογίας των μερισμάτων κατέχουν μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης. Το premium αντανάκλα τις προτιμήσεις αυτής της κατηγορίας των επενδυτών.

Η επίδραση της φορολογικής επιβάρυνσης στην τιμή της μετοχής μετά την αποκοπή του μερίσματος διερευνήθηκε έμμεσα με την αξιολόγηση των μεταβολών της φορολογικής νομοθεσίας. Η κεντρική ιδέα ήταν, ότι εάν οι φόροι επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών, τότε μία αλλαγή στη νομοθεσία θα είχε σημαντική επίδραση στην τιμή των μετοχών. Ο Michaely (1991) εξέτασε την επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στις

ΗΠΑ, η οποία εξίσωσε τους φορολογικούς συντελεστές των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Παρά το γεγονός ότι το μέσο premium θα έπρεπε να προσεγγίζει τη μονάδα, παραδόξως αυτό κινήθηκε πάνω από τη μονάδα, αντανακλώντας τις προτιμήσεις των επενδυτών και όχι τις φορολογικές αλλαγές.

Οι διαφορετικοί φορολογικοί συντελεστές επηρεάζουν και τις τιμές των μετοχών και τις αποφάσεις των επενδυτών. Σύμφωνα με τις έρευνες η μέση πτώση στην τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από το μέρισμα. Στις ατελείς αγορές με μεγάλα κόστη συναλλαγής, η επίδραση των φόρων στις τιμές είναι προφανής. Την περίοδο της αποκοπής των μερισμάτων η συναλλακτική κίνηση αυξάνεται, γεγονός που αποδεικνύει ότι οι φόροι επηρεάζουν και τη συμπεριφορά των επενδυτών.

6.Υποθέσεις

Στη συγκεκριμένη έρευνα βασικός στόχος είναι να ελέγξουμε το εύρος χρήσεως της επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις ευρωπαϊκές εταιρίες για την ανταμοιβή των μετόχων τους. Ως έτος αφετηρίας για την έρευνα επιλέγουμε το 2003, επειδή τότε εισάγεται ο κανονισμός 2273/2003 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο οποίος ενσωματώνεται στις εθνικές νομοθεσίες των κρατών μελών και με την θέσπισή του επιτρέπονται πλέον οι επαναγορές μετοχών. Τελευταίο έτος συλλογής στοιχείων έχουμε ορίσει το 2012, το οποίο απέχει τέσσερα χρόνια από την έναρξη της παγκόσμιας κρίσης, διάστημα ικανό για να εντοπίσουμε τυχόν αλλαγές στο μέγεθος των προγραμμάτων επαναγοράς.

Οι υποθέσεις της έρευνας σχετίζονται με τις πέντε βασικές θεωρίες για την επαναγορά μετοχών. Τις Free Cash Flow, Flexibility, Signaling, Substitution και Leverage Ratio Hypotheses. Εξετάζουμε σε ποιο βαθμό επηρεάζουν την απόφαση για επαναγορά μετοχών και την έκταση των προγραμμάτων ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες σχετίζονται με τις υποθέσεις, που έχουμε αναλύσει κατά την βιβλιογραφική έρευνα.

Υπόθεση 1: Οι εταιρίες, που προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών αναμένουμε να παρουσιάζουν μεγαλύτερη ρευστότητα, προερχόμενη είτε από τα λειτουργικά έσοδα, είτε από τα μη λειτουργικά έσοδα, είτε από τις λειτουργικές καθαρές ταμειακές ροές. Αναμένουμε οι συγκεκριμένες μεταβλητές να έχουν θετική επιρροή στην απόφαση για υλοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς. Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι εταιρίες προσπαθούν να μειώσουν τη ρευστότητα, που μπορούν να διαχειριστούν τα διοικητικά στελέχη, ώστε να μην αναλαμβάνονται επενύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Στο πλαίσιο αυτό αναμένουμε επίσης για τις εταιρίες, που επαναγοράζουν μετοχές να μειώνουν τις επενύσεις τους, ώστε την υπερβάλλουσα ρευστότητα να την μεταβιβάζουν στους μετόχους τους.

Υπόθεση 2: Σύμφωνα με τη Signalling Hypothesis υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης ανάμεσα στα διοικητικά στελέχη μίας εταιρίας και στους εξωτερικούς παρατηρητές, όπως είναι οι μέτοχοι, οι αναλυτές αγορών και διάφορες ομάδες συμφερόντων. Τα διοικητικά στελέχη έχουν σαφέστερη

εικόνα για την πορεία της εταιρίας. Σε περίπτωση, που πιστεύουν ότι η τιμή της μετοχής της εταιρίας τους είναι υποτιμημένη έχουν κάθε λόγο να προχωρήσουν σε επαναγορά μετοχών. Με τον τρόπο αυτό αυξάνουν την αξία για τους μετόχους, που επενδύουν μακροπρόθεσμα στην εταιρία, και σηματοδοτούν ότι αναμένουν μεγαλύτερη ανάπτυξη τα επόμενα χρόνια. Στο πλαίσιο αυτό αναμένουμε μεταβλητές όπως το market to book ratio και η ετήσια μεταβολή του να επιδρά αρνητικά στις αποφάσεις για επαναγορά μετοχών.

Υπόθεση 3: Η Τρίτη υπόθεση σχετίζεται με τη Leverage Ratio Hypothesis και τη Substitution Hypothesis. Σύμφωνα με τις δύο παραπάνω υποθέσεις η υλοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών ευνοείται, όταν ο δείκτης του συνολικού χρέους προς το συνολικό ενεργητικό βρίσκεται σε χαμηλό επίπεδο και όταν συμβαίνει το ίδιο με το δείκτη των συνολικών αποδιδόμενων μερισμάτων ως προς τα συνολικά κέρδη. Στην περίπτωση της Leverage Ratio Hypothesis συνάγουμε το συμπέρασμα ότι όσο πιο υψηλό είναι το χρέος μίας εταιρίας, τόσο δυσκολότερο θα είναι για αυτή να πραγματοποιήσει επαναγορά μετοχών, καθώς θα μειώσει περαιτέρω τα ίδια κεφάλαιά της. Σε ότι αφορά τη Substitution Hypothesis, όταν μία εταιρία δίνει πολύ υψηλό μέρισμα, μειώνει τις πιθανότητες να αντικαταστήσει τη συγκεκριμένη πολιτική διανομής κερδών με ένα ευρύ πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών. Το γεγονός αυτό πιστοποιείται στη βιβλιογραφία (Lintner 1956), καθώς η διανομή μερισμάτων αποτελεί για την εταιρία μία μακροχρόνια δέσμευση.

7. Δεδομένα

Για την παρούσα έρευνα επιλέξαμε 48 ευρωπαϊκές εταιρίες του δείκτη Stoxx Europe 600. Δε συμπεριλαμβάνονται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, λόγω των προβλημάτων, που τους προκάλεσε η παγκόσμια οικονομική κρίση. Τα αρνητικά λειτουργικά τους αποτελέσματα και η έκτακτη παροχή κρατικής χρηματοδότησης μετέβαλαν σε σημαντικό βαθμό την επιχειρηματική τους λειτουργία και την πολιτική διανομής των κερών τους. Βασικό μέλημα αποτέλεσε η επιλογή μεγάλων εταιριών για δύο λόγους. Πρώτον οι μεγάλες εταιρίες είναι πιθανότερο σε σχέση με τις μικρότερες να αποζημιώνουν τους μετόχους τους σε σταθερή βάση και δεύτερον μπορούν να προσαρμόζουν τη στρατηγική διανομής των κερδών τους ανάλογα με τις δυνατότητες τους. Με γνώμονα το μέγεθος των εταιριών, αποκλείσαμε τις εταιρίες με ενεργητικό λιγότερο από δέκα δισεκατομμύρια ευρώ και αφαιρέσαμε όλες τις εταιρίες, που δεν είχαν πλήρη στοιχεία για τις ανεξάρτητες μεταβλητές, που επιλέξαμε να βασίσουμε την έρευνα.

Οι εταιρίες προέρχονται από πέντε χώρες, τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία, το Βέλγιο και την Ολλανδία. Τα εν λόγω κράτη έχουν ενσωματώσει την κοινοτική νομοθεσία για την επαναγορά μετοχών. Επομένως το ίδιο θεσμικό πλαίσιο διέπει τη λειτουργία όλων των εταιριών του δείγματος. Το χρονικό διάστημα, το οποίο επιλέξαμε για την έρευνα ήταν η περίοδος από το 2003 έως το 2012. Με τη συγκεκριμένη επιλογή επιχειρήσαμε να αναλυσουμε τη συμπεριφορά των εταιριών του δείγματος πριν και μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση.

Τα στοιχεία για τις επαναγορές ιδίων μετοχών τα βρήκαμε από τη βάση δεδομένων Reuters Datastream. Συγκεκριμένα αντλήσαμε στοιχεία από τον κωδικό WC04751 (με τον τίτλο, Common & Preferred Purchase, Redeemed, Retired, Converted, ETC), στον οποίο αποτυπώνονται τα κεφάλαια, που δαπανώνται από τις εταιρίες για την μείωση των κοινών και προνομιούχων μετοχών. Στοιχεία για τα μερίσματα αντλήσαμε από τον κωδικό WC04551 της

Datastream, όπου αποτυπώνονται τα κεφάλαια, που διατίθενται από τις εταιρίες για την πληρωμή μερισμάτων στις κοινές και προνομιούχες μετοχές. Αθροίζοντας τα ποσά και από τους δύο κωδικούς μπορέσαμε να εξαγάγουμε συμπεράσματα για το συνολικά ποσά, που διέθεσαν οι εταιρίες του δείγματος για την αποζημίωση των μετόχων τους.

Τα στοιχεία για τις ανεξάρτητες μεταβλητές, στις οποίες στηρίξαμε τα συμπεράσματά μας, αντλήθηκαν από την ίδια βάση δεδομένων. Εν συνεχεία παρατίθενται οι κωδικοί των μεταβλητών και οι επικεφαλίδες τους στην Datastream.

- 1) Total Assets : WC 02999. Represent the sum of total current assets, long term receivables, investment in unconsolidated subsidiaries, other investments, net property plant and equipment and other assets.
- 2) Capital Expenditure % Total Assets : WC 08416 Capital Expenditure / Last Year's (Total Assets - Customer Liabilities on Acceptances) * 100
- 3) Operating Income : WC 01250 represents the difference between sales and total operating expenses
- 4) Market to Book Value : MTBV Defined as the market value of the ordinary (common) equity divided by the balance sheet value of the ordinary (common) equity in the company (Worldscope item [03501](#)).
- 5) Total Debt to Total Assets : WC 08236 Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt + Long Term Debt) / Total Assets * 100
- 6) Net Cash Flows – Operating Activities : WC04860 represent the net cash receipts and disbursements resulting from the operations of the company. It is the sum of Funds from Operations, Funds From/Used for Other Operating Activities and Extraordinary Items.
- 7) Non Operating Interest Income : WC 01266 NON-OPERATING INTEREST INCOME represents income generated from interest bearing investments not related to the operating activities of the company.

8.Μεθοδολογία

Στην έρευνα επιχειρούμε να ελέγξουμε τη βασιμότητα των Free Cash Flow, Flexibility, Signaling, Leverage Ratio και Substitution Hypotheses. Εξετάζουμε κατά πόσο μπορούν να εξηγήσουν την απόφαση των εταιριών να υλοποιήσουν προγράμματα επαναγορών ως μέσο αποζημίωσης των μετόχων τους. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιούμε τις παρακάτω ανεξάρτητες μεταβλητές.

Συνολικό Ενεργητικό: Οι πιο μικρές εταιρίες αντιμετωπίζουν πιο έντονο πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης, με αποτέλεσμα να επιλέγουν την επαναγορά μετοχών για να επικοινωνήσουν ενδεχόμενη θετική πορεία στην οικονομική τους κατάσταση (Grullon και Michaely, 2004). Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιείται για τον έλεγχο όλων των υποθέσεων και αναμένουμε να έχει αρνητικό πρόσημο στην ανάλυση της παλινρόμησης.

Μετρητά : Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών προβλέπει ότι οι εταιρίες προχωρούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών για να αποφύγουν κόστη αντιπροσώπευσης, που συνδέονται με την από μέρους των διοικητικών στελεχών χρήση των μετρητών σε μη επικερδείς επενδύσεις. Επομένως για τον προσδιορισμό των μετρητών χρησιμοποιούμε τις εξής ανεξάρτητες μεταβλητές:

α. Capital Expenditure to Total Assets και Change % Capital Expenditure to Total Assets. Αναμένουμε για τις εταιρίες, που επαναγοράζουν μετοχές να έχουν χαμηλές επενδυτικές δαπάνες, γεγονός που ισοδυναμεί με αύξηση των προς διάθεση μετρητών.

β. Operating Income, Operating Income to Total Assets, Change % Operating Income to Total Assets, Net Cash Flows from Operating Activities, Non Operating Interest Income και Non Operating Interest Income to Total Assets. Θεωούμε ότι όσο πιο υψηλά είναι τα μεγέθη αυτά, τόσο πιο μεγάλη ρευστότητα θα έχει η εταιρία. Επομένως αναμένουμε ότι θα επηρεάζουν θετικά την πιθανή εταιρική απόφαση για επαναγορά ιδίων μετοχών.

Market to Book Ratio και Change % Market Value to Book: Η Signaling Hypothesis ορίζει ότι οι μετοχές των εταιριών, που πραγματοποιούν επαναγορές είναι υποτιμημένες. Στο πλαίσιο αυτό αναμένουμε από τη συγκεκριμένη μεταβλητή να έχει αρνητική επίδραση στην ανάλυση της παλινδρόμησης.

Total Debt to Total Assets, Change % Total Debt to Total Assets και Payout Ratio. Με τις συγκεκριμένες μεταβλητές θα ελέγξουμε εάν η Leverage Ratio Hypothesis και η Substitution Hypothesis μπορούν να εξηγήσουν τις εταιρικές αποφάσεις για επαναγορά μετοχών. Αναμένουμε για τους δείκτες χρέους να επιδρούν αρνητικά σε πιθανή απόφαση για επαναγορά μετοχών. Το ίδιο αναμένουμε και για το Payout Ratio, το οποίο αποτελεί το λόγο των αποδιδόμενων μερισμάτων ως προς τα συνολικά κέρδη. Συμφωνα με τη Substitution Hypothesis όσο πιο υψηλός είναι αυτός ο δείκτης τόσο λιγότερες πιθανότητες έχει μία εταιρία να αντικαταστήσει τα μερίσματα με επαναγορά μετοχών, λόγω της μακροχρόνιας δέσμευσης, που συνιστά για την εταιρία η σταθερότητα στην διανομή των μερισμάτων.

Πραγματοποιούμε τρεις παλινδρομήσεις για να ελέγξουμε ποιες από τις παραπάνω υποθέσεις παρέχουν τις πιο πειστικές εξηγήσεις για το μοντέλο μας. Οι παλινδρομήσεις διεξάγονται επί του συνολικού δείγματος των εταιριών και σε όλες χρησιμοποιούνται μεταβλητές dummies για τις χώρες, που εδρεύουν οι εταιρίες. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο λόγος του ποσού, που διαθέτει κάθε εταιρία για επαναγορά μετοχών ως προς τη συνολική ανταμοιβή των μετόχων, όπως προσδιορίζεται από το άθροισμα του μερίσματος και της δαπάνης για επαναγορές. Το μοντέλο 1 περιλαμβάνει τις μεταβλητές που σχετίζονται με την Free Cash Flow Hypothesis, το μοντέλο 2 με τη Signaling Hypothesis και το μοντέλο 3 με τις Leverage Ratio και Substitution Hypotheses. Τα μοντέλα προσιορίζονται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Μοντέλο 1 : } Y1 = & \alpha + \beta1 * (Total\ Assets) + \beta2 * \\ & (Capital\ Expenditure\ to\ Total\ Assets) + \beta3 * \\ & (Change\ \% \ Capital\ Expenditure\ to\ Total\ Assets) + \beta4 * \\ & (Operating\ Income) + \beta5 * (Operating\ Income\ to\ Total\ Assets) + \beta6 * \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& (\text{Change \% Operating Income to Total Assets}) + \beta 7 * \\
& (\text{Net Cash Flows from Operating Activities}) + \beta 8 * \\
& (\text{Non Operating Interest Income}) + \beta 9 * \\
& (\text{Non Operating Interest Income to Total Assets}) + \beta 10 * \\
& (\text{Dummy Germany}) + \beta 11 * (\text{Dummy France}) + \beta 12 * (\text{Dummy Italy}) + \\
& \beta 13 * (\text{Dummy Netherlands}) + e \qquad (11)
\end{aligned}$$

Μοντέλο 2 :

$$\begin{aligned}
Y2 = & a + \beta 1 * (\text{Total Assets}) + \beta 2 * (\text{Market Value to Book}) + \beta 3 * \\
& (\text{Change \% Market Value to Book}) + \beta 4 * (\text{Dummy Germany}) + \beta 5 * \\
& (\text{Dummy France}) + \beta 6 * (\text{Dummy Italy}) + \beta 7 * (\text{Dummy Netherlands}) + e \\
& (12)
\end{aligned}$$

Μοντέλο 3 :

$$\begin{aligned}
Y3 = & a + \beta 1 * (\text{Total Assets}) + \beta 2 * (\text{Total Debt to Total Assets}) + \\
& \beta 3 * (\text{Change \% Total Debt to Total Assets}) + \beta 4 * (\text{Payout Ratio}) + \beta 5 * \\
& (\text{Dummy Germany}) + \beta 6 * (\text{Dummy France}) + \beta 7 * (\text{Dummy Italy}) + \beta 8 * \\
& (\text{Dummy Netherlands}) + e \qquad (13)
\end{aligned}$$

Στην έρευνά μας δε θα χρησιμοποιήσουμε Fixed Effects για τα έτη, δεδομένου ότι μας ενδιαφέρει να αξιολογήσουμε εν συνόλω τη συμπεριφορά των εταιριών κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Παράλληλα για να επιβεβαιώσουμε τα αποτελέσματα των τριών μοντέλων θα πραγματοποιήσουμε ένα Logit Model, επιχειρώντας να προβλέψουμε τα βασικά χαρακτηριστικά, που πρέπει να έχει μία εταιρία για να αποφασίσει την εκκίνηση ενός προγράμματος ιδίων μετοχών. Η εξαρτημένη μεταβλητή διαμορφώνεται ως εξής: Για τα έτη που οι εταιρίες δαπανούν οποιοδήποτε ποσό για επαναγορά μετοχών παίρνουν τιμή 1. Για τα έτη, που δεν δαπανούν καθόλου χρήματα παίρνουν 0.

Μοντέλο 4

$$\begin{aligned}
\text{Logit}(p) = & \alpha + \beta_1 * (\text{Total Assets}) + \beta_2 * \\
& (\text{Capital Expenditure to Total Assets}) + \beta_3 * \\
& (\text{Change \% Capital Expenditure to Total Assets}) + \beta_4 * \\
& (\text{Operating Income}) + \beta_5 * (\text{Operating Income to Total Assets}) + \beta_6 * \\
& (\text{Change \% Operating Income to Total Assets}) + \beta_7 * \\
& (\text{Net Cash Flows from Operating Activities}) + \beta_8 * \\
& (\text{Non Operating Interest Income}) + \beta_9 * \\
& (\text{Non Operating Interest Income to Total Assets}) + \beta_{10} * \\
& (\text{Market Value to Book}) + \beta_{11} * (\text{Change \% Market Value to Book}) + \beta_{12} * \\
& (\text{Total Debt to Total Assets}) + \beta_{13} * \\
& (\text{Change \% Total Debt to Total Assets}) + \beta_{14} * (\text{Payout Ratio}) + \beta_{15} * \\
& (\text{Dummy Germany}) + \beta_{16} * (\text{Dummy France}) + \beta_{17} * (\text{Dummy Italy}) + \\
& \beta_{18} * (\text{Dummy Netherlands}) \qquad (14)
\end{aligned}$$

9.Αποτελέσματα

9.1 Περιγραφική Στατιστική

Μελετήσαμε την χρήση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών από 48 εταιρίες, που περιλαμβάνονται στο δείκτη Stoxx Europe 600 και προέρχονται από τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ολλανδία και το Βέλγιο. Στον πίνακα 8 αποτυπώνονται τα κονδύλια, τα οποία διατέθηκαν από το 2003 έως και το 2012 σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Σε απόλυτους αριθμούς αλλά και σε ποσοστιαία βάση παρατηρούμε, ότι το 2007 διατέθηκαν τα περισσότερα χρήματα για επαναγορές μετοχών. Δαπανήθηκαν 32,7 δισεκατομμύρια ευρώ, ποσό που αναλογεί στο 35% του συνόλου των χρημάτων για την αποζημίωση των μετόχων. Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, που ξεκίνησε το 2008, μειώθηκαν σε σημαντικό βαθμό οι δαπάνες για επαναγορές μετοχών. Το 2009 οι εταιρίες του δείγματος αποδίδουν στους μετόχους μέσω προγραμμάτων επαναγοράς το 4,6% του συνολικού payout, το 2010 το 7,1%, το 2011 το 14% και το 2013 το 9,2 %. Τα νούμερα για τις χρονιές από το 2003 και μέχρι το 2008 είναι αντίστοιχα 20%, 17%, 29%, 30%, 35% και 31%. Επομένως μπορούμε να συνάγουμε, ότι επιβεβαιώνεται ως ένα βαθμό η Flexibility Hypothesis, που επισημαίνει την υψηλή μεταβλητότητα των δαπανών για επαναγορά μετοχών και τη σταθερότητα των μερισμάτων.

Πίνακας 8. Διανομή Κερδών μέσω Μερισμάτων και Επαναγορών Μετοχών.

YEAR	TOTAL PAYOUT	DIVIDENDS	REPURCHASES	DIV / TP	REP/TP
2003	35646099	28191555	7454544	0,790873498	0,209126502
2004	47885767	39666044	8219723	0,828347262	0,171652738
2005	69395371	49251357	20144014	0,709721071	0,290278929
2006	77676885	54214982	23461903	0,697955151	0,302044849
2007	92831278	60122453	32708825	0,647652971	0,352347029

2008	96413449	66479878	29933571	0,689529093	0,310470907
2009	57505937	54832437	2673500	0,953509148	0,046490852
2010	61067880	56720780	4347100	0,928815279	0,071184721
2011	71388791	61372137	10016654	0,859688701	0,140311299
2012	68844245	62506146	6338099	0,907935674	0,092064326

Ο πίνακας αυτός παρέχει πληροφόρηση για τη διανομή των κερδών των εταιριών στους μετόχους τους. Στη δεύτερη στήλη, που παρουσιάζει το *Total Payout*, τα ποσά κατά έτος προκύπτουν από το άθροισμα των ποσών της τρίτης και της τέταρτης στήλης. Στην πέμπτη στήλη παρουσιάζουμε το λόγο των μερισμάτων ως προς τη συνολική δαπάνη και στην τελευταία στήλη το ποσό των επαναγορών ως προς τη συνολική δαπάνη. Τα δεδομένα για τη μερίσματα και τις επαναγορές τα έχουμε αντλήσει από τη βάση δεδομένων *Datastream* (οι κωδικοί της *Datastream* αναφέρονται στο κεφάλαιο 7 για τα δεδομένα). Ποσά σε χιλιάδες €.

Στον πίνακα 9 φαίνεται ότι η συνολική δαπάνη για την αποζημίωση των μετόχων μειώνεται δραστικά μετά το 2008. Τα 2009 ανέρχεται στο 35% των λειτουργικών εσόδων, το 2010 στο 28% και το 2011 και 2012 στο 30%. Τα χρόνια πριν την κρίση αντίθετα η συνολική δαπάνη κυμαίνεται από το 29% το 2003 έως το 46% το 2008. Το πλεόν όμως βασικό στοιχείο είναι ότι οι εταιρίες εμφανώς μειώνουν πολύ περισσότερο τα ποσά που διαθέτουν για επαναγορές μετοχών από ότι για μερίσματα. Συγκεκριμένα το 2008 διανέμουν το 14% των λειτουργικών εσόδων για επαναγορές με το ποσοστό αυτό να πέφτει στο 2% το 2010 και στο 2,7 το 2012%. Αντίθετα το 2008 μοιράζουν το 32% των λειτουργικών εσόδων ως μέρισμα με το ποσοστό αυτό να πέφτει στο 26% το 2010 και στο 27% το 2012. Τα αποτελέσματα των τυπικών αποκλίσεων επιβεβαιώνουν την υψηλότερη μεταβλητότητα των επαναγορών μετοχών και τις προλέψεις τις *Flexibility Hypothesis* ότι οι επαναγορές χαρακτηρίζονται από ευελιξία και λειτουργούν συμπληρωματικά για την αποζημίωση των μετόχων.

Πίνακας 9. Διανομή Κερδών ως προς τα Λειτουργικά Έσοδα.

YEAR	OP.INCOME	TP	TP/OP.INCOME	DIVIDE NDS	REPURCHASES	DIV/OP.INC.	REP/OP.INC.
2003	119245410	35646099	0,298930575	28191555	7454544	0,23641627	0,062514306

2004	150847484	47885767	0,317444917	39666044	8219723	0,26295463	0,054490289
2005	185925864	69395371	0,37324216	49251357	20144014	0,26489783	0,108344334
2006	196128246	77676885	0,396051495	54214982	23461903	0,27642618	0,119625314
2007	209720783	92831278	0,442642244	60122453	32708825	0,28667856	0,15596368
2008	206195645	96413449	0,467582373	66479878	29933571	0,32241165	0,145170724
2009	163463428	57505937	0,35179696	54832437	2673500	0,33544162	0,01635534
2010	214734394	61067880	0,284387977	56720780	4347100	0,2641439	0,020244079
2011	232763843	71388791	0,306700517	61372137	10016654	0,26366697	0,043033548
2012	229319932	68844245	0,300210472	62506146	6338099	0,2725718	0,027638675
Τυπικές Αποκλίσεις						0,0296286	0,05255692

Στον πίνακα αυτό παρουσιάζουμε στη δεύτερη στήλη το συνολικό ποσό για τα Λειτουργικά Έσοδα. Στη δεύτερη στήλη αναφέρουμε τη συνολική δαπάνη για μερίσματα και μετοχές, όπως προκύπτει από το άθροισμα των ποσών της στήλης πέντε και έξι. Στις στήλες 7 και 8 καταγράφονται τα αποτελέσματα των λόγων των μερισμάτων και των επαναγορών ως προς τα λειτουργικά έσοδα. Στο τέλος των στηλών αυτών αναφέρουμε την τυπική απόκλιση των άνω αποτελεσμάτων. Τα στοιχεία για τα λειτουργικά έσοδα, τα μερίσματα και τις επαναγορές, τα έχουμε αντλήσει από τη Datastream (Οι κωδικοί της βάσης δεδομένων αναφέρονται στο κεφάλαιο 7). Ποσά σε χιλιάδες €.

9.2 Ανάλυση Παλινδρομήσεων

9.2.1 Υπόθεση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Για να θέσουμε υπο εξέταση την Free Cash Flow Hypothesis πραγματοποιήσαμε μία ανάλυση παλινδρόμησης. Η θεωρία αναφέρει, ότι τα διοικητικά στελέχη με υπερβάλλον ποσό μετρητών υπο διαχείριση τείνουν να πραγματοποιούν επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Η χρήση των μετρητών για επαναγορά μετοχών μπορεί να περιορίσει τη συγκεκριμένη πρακτική. Τα αποτελέσματα της

παλινδρόμησης αποτυπώνονται στον πίνακα. Η επαναγορά μετοχών φαίνεται να συνδέεται θετικά με το λόγο των μη λειτουργικών επιτοκιακών εσόδων ως προς το σύνολο του Ενεργητικού. Η συγκεκριμένη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική και έχει θετική συσχέτιση με το ποσοστό της δαπάνης για επαναγορές ιδίων μετοχών ως προς το συνολικό ποσό, που διατίθεται στους μετόχους. Οι ανεξαρτητες μεταβλητές των λειτουργικών εσόδων, των καθαρών ταμειακών ροών και του συνόλου του ενεργητικού συσχετίζονταν σε βαθμό άνω του 0,70 και για το λόγο αυτό αποκλείστηκαν. Το συγκεκριμένο εύρημα στηρίζει ως ένα βαθμό την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Δείχνει ότι οι εταιρίες, που θα βρεθούν με υπερβάλλουσα ρευστότητα από μη λειτουργικά έσοδα, θα στραφούν προς τις επαναγορές μετοχών για δύο λόγους. Αφενός για να προστατεύσουν τους μετόχους από την ανάληψη υψηλού κινδύνου επενδύσεων αφετέρου γιατί είναι δύσκολο να τα μοιράσουν ως μέρος, δεδομένου ότι ενδεχομένως να μην μπορέσουν να το διατηρήσουν. Η μεταβλητή των μη λειτουργικών εσόδων συνδέεται ευθέως με την επαναγορά μετοχών και αποτελεί ισχυρή ένδειξη ότι η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι βάσιμη.

Πίνακας 10. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλο 1.

Method : Panel Least Squares
Total Panel Observations : 415
Period SUR (PCSE) standard errors & Covariance (d.f corrected)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
Non Operating Interest Income to Total Assets	1068.14	1,841	0,0663
Capital Expenditure to Total Assets	-0,417	-0,745	0,456
Change % Capital Expenditure to Total Assets	3,874	1,036	0,3
Operating Income to Total Assets	43,356	1,129	0,259
Change % Operating Income to Total Assets	-0,236	-1,327	0,185
Non Operating Interest Income	-2,854	-0,322	0,747
D Netherlands	18,995	2,474	0,013
D Italy	-4,592	-0,532	0,594
D Germany	-2,178	-0,31	0,756
D France	5,67	0,798	0,425
C	8,239	1,164	0,244

Adjusted R-squared	0,127		
--------------------	-------	--	--

9.2.2 Signaling Hypothesis

Η Signaling Hypothesis προβλέπει ότι οι μικρότερες εταιρίες (με πιο περιορισμένο ενεργητικό) και αυτές, που έχουν χαμηλό δείκτη Market Value to Book, έχουν πιο μεγάλο κίνητρο να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές. Σύμφωνα με τη θεωρία οι εταιρίες με υποτιμημένες μετοχές, προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών για να γνωστοποιήσουν τις θετικές τους εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης και να δημιουργήσουν μεγαλύτερη αξία για τους μακροχρόνιους επενδυτές. Η έρευνα, που διεξάγαμε δεν εντόπισε ενδείξεις, που να στηρίζουν τη συγκεκριμένη θεωρία. Βρήκαμε ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή Market Value to Book είναι στατιστικά σημαντική και επιδρά θετικά στο ποσοστό κεφαλαίων, που δαπανώνται για επαναγορές ιδίων μετοχών. Το αποτέλεσμα ενδεχομένως να συνδέεται με την επιλογή των εταιριών να επαναγοράσουν μετοχές σε συνθήκες υψηλού Market Value to Book, για να προσελκύσουν περισσότερους επενδυτές ή για να αναδιαμορφώσουν την κεφαλαική δομή τους.

Πίνακας 11. Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλο 2.

Method : Panel Least Squares
Total Panel Observations : 435
Period SUR (PCSE) standard errors & Covariance (d.f corrected)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
Market Value to Book	1,878	1,818	0,0696
Change % Market Value to Book	-2,408	-0,695	0,4874
Total Assets	-6,49E-09	-0,331	0,74
D Netherlands	19,693	2,742	0,0064
D Italy	-4,725	-0,588	0,5563
D Germany	0,246	0,038	0,969
D France	5,864	0,892	0,372
C	7,864	1,335	0,182

Adjusted R-squared	0,117		
--------------------	-------	--	--

9.2.3 Leverage Ratio και Substitution Hypotheses

Με την τρίτη παλινδρόμηση, θέτουμε υπό εξέταση τη βασιμότητα των Leverage Ratio και Substitution Hypotheses. Η Leverage Ratio Hypothesis υποστηρίζει ότι οι εταιρίες επαναγοράζουν ίδιες μετοχές για να αναδιαμορφώσουν την κεφαλαιακή τους δομή. Η Substitution Hypothesis εξετάζει κατά πόσο οι εταιρίες μπορούν να αντικαταστήσουν τη διανομή μερίσματος από επαναγορές μετοχών. Το αποτέλεσμα της δικής μας έρευνας αποτυπώνει ότι όσο πιο υψηλό είναι το χρέος μίας εταιρίας τόσο πιο πολύ μειώνεται η δαπάνη για επαναγορές ιδίων μετοχών. Η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική. Επομένως οι εταιρίες με λιγότερα ίδια κεφάλαια αποφεύγουν τις επαναγορές μετοχών επειδή περιστέλλουν περισσότερο την καθαρή τους θέση. Σε ότι αφορά τη Substitution Hypothesis η μεταβλητή Payout Ratio δεν είναι στατιστικά σημαντική αλλά το αρνητικό πρόσημο δείχνει ότι όταν μία εταιρία δίνει υψηλό μέρισμα μειώνει τις δαπάνες της για επαναγορά μετοχών.

Πίνακας 12.Αποτελέσματα Παλινδρόμησης Μοντέλο 3.

Method : Panel Least Squares
Total Panel Observations : 372
Period SUR (PCSE) standard errors & Covariance (d.f corrected)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob
Total Debt to Total Assets	-0,222	-1,767	0,0779
Change % Total Debt to Total Assets	0,556	1,453	0,146
Payout Ratio (Dividends)	-9,80E-02	-1,463	0,1442
Total Assets	-1,71E-08	-0,833	0,404
D Netherlands	20,134	2,677	0,007
D Italy	2,288	0,268	0,788
D Germany	0,891	0,131	0,895
D France	8,362	1,201	0,23

C	21,719	2,953	0,003
Adjusted R-squared	0,103		

9.2.4 Logit Model

Με τη λογιστική παλινδρόμηση επιχειρούμε να εκτιμήσουμε ποια από τα εταιρικά χαρακτηριστικά έχουν στατιστική σημασία και παίζουν ρόλο στην απόφαση για επαναγορά ιδίων μετοχών. Το αποτέλεσμα επιβεβαιώνει ότι ο υψηλός δείκτης συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού μειώνει την πιθανότητα για επαναγορά μετοχών, προσφέροντας στήριξη στη Leverage Ratio Hypothesis. Αντίθετα υψηλός δείκτης λειτουργικών εσόδων ως προς το σύνολο του ενεργητικού αυξάνει την πιθανότητα για να προβεί μία εταιρία σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Υποθέτοντας ότι τα υψηλά λειτουργικά έσοδα συνδέονται με αυξημένο επίπεδο ρευστότητας, το συγκεκριμένο αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο βάσει της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών. Παράλληλα το σύνολο του ενεργητικού φαίνεται να παίζει ρόλο στην απόφαση για επαναγορές. Η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική και έχει θετικό πρόσημο. Στο σημείο αυτό δεν επιβεβαιώνεται εκ νέου η signaling hypothesis, η οποία προβλέπει ότι μικρότερες εταιρίες προχωρούν σε επαναγορές για να σηματοδοτήσουν την εκτίμησή τους για θετικότερη μελλοντική πορεία.

Πίνακας 12. Logit Model 4

Method : ML-Binary Logit
Observations : 435
QML (Huber / White) standard errors & Covariance

Variable	Coefficient	Z-Statistic	Prob
Total Assets	4,06E-09	2,574	0,01
Operating Income to Total Assets	7,655	3,621	0,0003
Total Debt to Total Assets	-0,017	-2,162	0,0306
D Netherlands	-0,117	-0,246	0,8052
D Italy	-1,855	-3,321	0,0009

D Germany	-1,594	-3,832	0,0001
D France	-0,533	-1,22	0,2224
C	0,718	1,586	0,1126

10. Συμπεράσματα

Σε δεκάδες ερευνητικές εργασίες έχουν τεθεί στο επίκεντρο τα κριτήρια, με βάση τα οποία αποφασίζουν οι εταιρίες να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές. Οι βασικές θεωρίες συνοψίζονται στις προβλέψεις των Free Cash Flow, Flexibility, Signaling, Substitution και Leverage Ratio Hypotheses. Στη συγκεκριμένη έρευνα επιχειρήσαμε να εξετάσουμε τη βασιμότητα των άνω υποθέσεων καθώς και την έκταση της χρήσης των επαναγορών στην Ευρώπη, θέμα το οποίο η επιστημονική έρευνα δεν έχει καλύψει εκτενώς.

Στα αποτελέσματα εξακριβώνεται ότι μετά τη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου για τις επαναγορές, οι ευρωπαϊκές εταιρίες τις χρησιμοποιούν ως μέσο ανταμοιβής των μετόχων τους σε σημαντικό βαθμό. Ωστόσο τα ποσά, που κατευθύνονται για επαναγορά ιδίων μετοχών μειώνονται μετά το 2008, οπότε ενσκήπτει η παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι εταιρίες εμφανώς προσπαθούν να διατηρήσουν σταθερά τα διανεμόμενα μερίσματα, ενώ μειώνουν πιο επιθετικά τη δαπάνη για επαναγορά μετοχών. Το συμπέρασμα αυτό προσφέρει στήριξη στην Flexibility Hypothesis, η οποία υποστηρίζει ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούν τις επαναγορές ως μέσο για να αυξάνουν ή να μειώνουν, αναλόγως με την κερδοφορία, την αποζημίωση των μετόχων.

Στα οικονομετρικά υποδείγματα επιβεβαιώσαμε ως ένα βαθμό την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Έχουμε ισχυρές ενδείξεις, ότι οι επαναγορές μετοχών αυξάνονται, όταν υπάρχει υπερβάλλουσα ρευστότητα στην εταιρία και δη όταν αυτή προέρχεται από μη λειτουργικά έσοδα. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι όταν μία εταιρία δεν έχει βιώσιμες και συνεχείς ταμειακές ροές, επιλέγει να διανείμει κεφάλαια μέσω επαναγορών μετοχών. Η Leverage Ratio Hypothesis επιβεβαιώνεται και από τη λογιστική παλινδρόμηση. Οι εταιρίες με υψηλό ποσοστό δανείων ως προς το σύνολο του ενεργητικού αποφεύγουν τις επαναγορές γιατί επιβαρύνουν περισσότερο την καθαρή τους θέση. Περαιτέρω διερεύνηση απαιτείται για τη signaling hypothesis, καθώς τα αποτελέσματα δείχνουν ότι επαναγορές μετοχών, πραγματοποιούνται από εταιρίες με μεγάλο ενεργητικό και υψηλό Market Value to

Book. Ενδεχομένως η συγκεκριμένη εκτίμηση να επηρεάστηκε από το δείγμα των εταιριών, καθώς συμπεριελήφθησαν εταιρίες μεγάλες από τον δείκτη Euro Stoxx 600.

Ο μεγαλύτερος περιορισμός της συγκεκριμένης έρευνας αποτέλεσε το μικρό δείγμα των εταιριών. Ο αριθμός των παρατηρήσεων περιορίζεται από έλλειψη στοιχείων για αρκετά έτη και εταιρίες. Σε επόμενες ακαδημαϊκές έρευνες θα μπορούσε το δείγμα να είναι πλουσιότερο και να περιλαμβάνει μικρές εταιρίες, για να εξάγουμε πιο ασφαλή συμπεράσματα για τη συμπεριφορά των εταιριών ως προς την επαναγορά μετοχών. Θα ήταν επίσης χρήσιμη η διερεύνηση του βαθμού χειραγώγησης της μετοχής των εταιριών από τη διαδικασία των ανοικτών επαναγορών και της πιθανής στρέβλωσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Παραρτήματα

1. Παρουσιάζονται οι εταιρίες του δείγματος. Προέρχονται από πέντε χώρες, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ολλανδία και Βέλγιο και περιλαμβάνονται στο δείκτη Euro Stoxx 600.

	ENTERPRISES	COUNTRY
1	BAYER AG	GERMANY
2	CONTINENTAL AG	GERMANY
3	FRESENIUS SE	GERMANY
4	LINDE AG	GERMANY
5	MAN SE	GERMANY
6	MERCK KGAA	GERMANY
7	RWE AG	GERMANY
8	ENEL SPA	ITALY
9	DEUTSCHE TELEKOM AG	GERMANY
10	LVMH MOET HENNESSY	FRANCE
11	ORANGE SA	FRANCE
12	CASINO GUICHARD PERR	FRANCE
13	TELECOM ITALIA	ITALY
14	SAIPEM SPA	ITALY
15	GROUP BRUXELLES	BELGIUM
16	SAP AG	GERMANY
17	SIEMENS AG	GERMANY
18	DAIMLER AG	GERMANY
19	BASF SE	GERMANY
20	DEUTSCHE BOERSE AG	GERMANY
21	THYSSENKRUPP AG	GERMANY
22	L'OREAL SA	FRANCE

23	DANONE SA	FRANCE
24	VINCI	FRANCE
25	CHRISTIAN DIOR SA	FRANCE
26	KERING	FRANCE
27	KONINKLIJKE PHILIPS	NETHERLANDS

28	KONINKLIJKE AHOLD NV	NETHERLANDS
29	AKZO NOBEL N.V.	NETHERLANDS
30	KONINKLIJKE KPN NV	NETHERLANDS
31	KONINKLIJKE DSM N.V.	NETHERLANDS
32	BAYER. MOTOREN WERKE	GERMANY
33	FRESENIUS MEDICAL CARE	GERMANY
34	E. ON	GERMANY
35	TOTAL SA	FRANCE
36	SCHNEIDER ELECTRIC	FRANCE
37	VIVENDI SA	FRANCE
38	VEOLIA ENVIRONNEMENT	FRANCE
39	ENI GROUP	ITALY
40	INTESA SANPAOLO SPA	ITALY
41	ATLANTIA SPA	ITALY
42	SNAM SPA	ITALY
43	ROYAL DUTCH SHELL	NETHERLANDS
44	UNILEVER N.V.	NETHERLANDS
45	HEINEKEN N.V.	NETHERLANDS
46	ANHEUSER-BUSCH -	BELGIUM
47	SOLVAY SA	BELGIUM
48	DELHAIZE GROUP	BELGIUM

2. Παρουσιάζονται οι εταιρίες, οι οποίες δαπάνησαν για επαναγορές ποσοστό κάτω του 5% του συνολικού Payout για τη δεκαετία 2003-2012. Στην τρίτη στήλη παρουσιάζεται σωρευτικά το ποσό των επαναγορών και στην τέταρτη στήλη το ποσό του Total Payout, όπως το υπολογίζουμε από το άθροισμα συνολικών μερισμάτων 2003-2012 και συνολικών επαναγορών. Τα ποσά είναι σε χιλιάδες.

ENTERPRISES	COUNTRY	REPURCHASES	TP	REP/TP
BAYER AG	GERMANY	0	8838000	0
CONTINENTAL AG	GERMANY	0	1307700	0
FRESENIUS SE	GERMANY	6000	2410000	0,00249
LINDE AG	GERMANY	5000	2792000	0,001791
MAN SE	GERMANY	0	2311000	0
MERCK KGAA	GERMANY	0	2028000	0
RWE AG	GERMANY	0	16461000	0
ENEL SPA	ITALY	51000	32530000	0,001568
DEUTSCHE TELEKOM AG	GERMANY	1112000	30657000	0,036272
LVMH MOET HENNESSY	FRANCE	322000	7791000	0,04133
ORANGE SA	FRANCE	356000	27100000	0,013137
CASINO GUICHARD PERR	FRANCE	129800	2653800	0,048911
TELECOM ITALIA	ITALY	171000	16222000	0,010541
SAIPEM SPA	ITALY	72000	1816000	0,039648
GROUP BRUXELLES	BELGIUM	63700	3017400	0,021111

3. Παρουσιάζονται οι εταιρίες, οι οποίες δαπάνησαν για επαναγορές ποσοστό από 5% ως και το 30% του συνολικού Payout για τη δεκαετία 2003-2012. Στην τρίτη στήλη παρουσιάζεται σωρευτικά το ποσό των επαναγορών και στην τέταρτη στήλη το ποσό του Total Payout, όπως το υπολογίζουμε από το άθροισμα συνολικών μερισμάτων 2003-2012 και συνολικών επαναγορών. Τα ποσά είναι σε χιλιάδες.

	COUNTRY	REPURCHASES	TP	REP/TP
BAYER. MOTOREN WERKE	GERMANY	769000	6264000	0,12277
FRESENIUS MEDICAL CARE	GERMANY	481105	1968358	0,24442
E. ON	GERMANY	7022000	30887000	0,22734
TOTAL SA	FRANCE	17751000	62098000	0,28585
SCHNEIDER ELECTRIC	FRANCE	533700	5827300	0,09159
VIVENDI SA	FRANCE	2514000	15276000	0,16457
VEOLIA ENVIRONNEMENT	FRANCE	314200	5457100	0,05758
ENI GROUP	ITALY	3930000	45343000	0,08667
INTESA SANPAOLO SPA	ITALY	2219000	17854000	0,12429
ATLANTIA SPA	ITALY	215644	3908950	0,05517
SNAM SPA	ITALY	794000	7882000	0,10074
ROYAL DUTCH SHELL	NETHERLANDS	19794953	85472683	0,23159
UNILEVER N.V.	NETHERLANDS	4418000	26237000	0,16839
HEINEKEN N.V.	NETHERLANDS	1123000	5166000	0,21738
ANHEUSER-BUSCH -	BELGIUM	1397000	13258241	0,10537
SOLVAY SA	BELGIUM	1002000	3406000	0,29419
DELHAIZE GROUP	BELGIUM	151400	1480333	0,10227

4. Παρουσιάζονται οι εταιρίες, οι οποίες δαπάνησαν για επαναγορές ποσοστό πάνω από το 30% του συνολικού Payout για τη δεκαετία 2003-2012. Στην τρίτη στήλη παρουσιάζεται σωρευτικά το ποσό των επαναγορών και στην τέταρτη στήλη το ποσό του Total Payout, όπως το υπολογίζουμε από το άθροισμα συνολικών μερισμάτων 2003-2012 και συνολικών επαναγορών. Τα ποσά είναι σε χιλιάδες.

	COUNTRY	REPURCHASES	TP	REP/TP
SAP AG	GERMANY	3810231	9393937	0,40560534
SIEMENS AG	GERMANY	7576000	22270000	0,34018859
DAIMLER AG	GERMANY	7957000	22835000	0,34845632
BASF SE	GERMANY	7324300	21789400	0,33614051
DEUTSCHE BOERSE AG	GERMANY	2201400	5123600	0,42965883
THYSSENKRUPP AG	GERMANY	1983000	5456000	0,36345308
L'OREAL SA	FRANCE	4493500	12444800	0,36107451
DANONE SA	FRANCE	3758000	9878000	0,38044138
VINCI	FRANCE	3780000	10077100	0,37510792
CHRISTIAN DIOR SA	FRANCE	2395000	5628000	0,42555082
KERING	FRANCE	1714000	5420000	0,31623616
KONINKLIJKE PHILIPS	NETHERLANDS	10837000	15565000	0,69624157
KONINKLIJKE AHOLD NV	NETHERLANDS	5516000	6987000	0,78946615
AKZO NOBEL N.V.	NETHERLANDS	3037000	6903000	0,43995364
KONINKLIJKE KPN NV	NETHERLANDS	10113000	19114000	0,52908863
KONINKLIJKE DSM N.V.	NETHERLANDS	2084000	4050000	0,5145679

5. Παρουσιάζονται σε μέσους όρους για τη δεκαετία (2003-2012) τα δεδομένα των εταιριών, αναφορικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Οι εν λόγω εταιρίες δαπάνησαν κάτω από το 5% του συνολικού Payout σε επαναγορές μετοχών.

ENTERPRISES	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14
BAYER AG	46665600	3,66%	-0,022	3301300	0,0687	1,2491	2,267	0,16103	26,1	-0,012	3705500	55,02%	548400	0,012
CONTINENTAL AG	18901020	7,17%	0,04707	1653740	0,09975	0,17741	2,025	0,140477	32,23	0,09407	1904550	16,85%	41300	0,0024
FRESENIUS SE	17808200	4,147%	-0,0139	1752700	0,09845	0,01308	1,135	0,186423	37,18	0,07835	1348900	59,06%	29600	0,0017
LINDE AG	22395600	5,725%	0,03709	1095700	0,049	0,07785	1,592	0,077285	29,25	0,03287	1608500	36,393%	82900	0,0042
MAN SE	14827500	3,357%	0,16473	562800	0,03681	0,79394	1,952	0,202893	14,81	0,16234	951800	29,04%	45333,333	0,0029
MERCK KGAA	13686850	3,08%	-0,0848	1019080	0,08028	0,07674	0,675	0,042063	16,08	0,23434	1200710	31,68%	35650	0,003
RWE AG	90899000	5,22%	0,03259	5319000	0,05903	0,16108	2,628	-0,00871	24,17	-0,0009	5843000	59,77%	1031900	0,0113
ENEL SPA	113113800	5,33%	-0,0329	6594500	0,0605	0,07584	1,611	-0,02805	38,86	0,03549	8437300	76,42%	229200	0,0017
DEUTSCHE TELEKOM AG	116299300	5,51%	0,03317	5884300	0,05036	0,09492	1,43	0,00829	39,3	-0,0147	14921500	41,74%	380400	0,0033
LVMH MOET HENNESSY	31929300	3,15%	0,08316	3576900	0,11069	0,03845	3,344	0,040645	20,64	-0,085	2788900	37,66%	23800	0,0008
ORANGE SA	91550200	6,62%	0,02378	8710500	0,09488	0,07559	2,191	-0,46444	48,14	-0,0411	13088700	47,08%	0	0
CASINO GUICHARD PERR	23490760	4,89%	-0,0273	887340	0,03918	0,29886	1,45	-0,06845	34,1	-0,0303	1315420	44,83%	76030	0,0037
TELECOM ITALIA	83550500	3,62%	0,02266	6117100	0,07367	0,02429	1,464	0,131237	50,08	-0,0007	8533200	58,07%	358100	0,0044
SAIPEM SPA	11272100	9,69%	0,07283	869900	0,07187	0,05335	3,385	0,090792	29,87	0,00659	857900	28,1%	15200	0,0018
GROUP BRUXELLES	14188270	0,28%	-0,4833	377420	0,02709	0,31513	0,821	-0,00374	5,707	1,82132	438690	42,6%	0	0

6. Παρουσιάζονται σε μέσους όρους για τη δεκαετία (2003-2012) τα δεδομένα των εταιριών, αναφορικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Οι εν λόγω εταιρίες δαπάνησαν άνω του 30% του συνολικού Payout σε επαναγορές μετοχών.

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14
SAP AG	13825912,3	3,12%	-0,02	2865227,6	0,227	-0,06	6,69	-0,02	8,68	5,71	2446357,6	27,76%	123971,5	0,01176
SIEMENS AG	89030600	3,61%	-0,06	4821400	0,053	0,193	2,37	0,101	18,1	0,02	6107300	40,71%	822000	0,00933
DAIMLER AG	157258300	8,13%	0,21	4741000	0,03	-4,32	1,2	0,07	43,1	0,01	8792700	40,2%	516100	0,0033
BASF SE	47567650	5,83%	0,01	6389350	0,135	0,091	2,11	0,113	20,3	0,1	5431570	44,75%	138770	0,00305
DEUTSCHE BOERSE AG	108517010	0,42%	-0,3	891700	0,018	-0,17	4,29	0,16	17,4	-0,2	783850	48,17%	90080	0,00154
THYSSENKRUPP AG	37140300	6,0%	0,002	1104400	0,031	-0,4	1,78	0,228	14,7	0,03	2109200	27,32%	195200	0,00523
L'OREAL SA	22461270	3,40%	-0	2695780	0,12	0,004	3,71	-0,07	11,9	0,18	2625150	35,62%	20580	0,00085
DANONE SA	22396500	3,51%	0,017	2117400	0,098	0,02	3,31	-0,01	33,9	0,02	2075900	40,88%	95200	0,00473
VINCI	45012530	3,11%	0,003	2246950	0,046	0,428	2,22	0,008	35,9	0,02	3077990	43,59%	109033,3333	0,00188
CHRISTIAN DIOR SA	36101500	2,70%	0,031	3547000	0,096	0,048	2,44	0,08	21,9	0,06	2495300	30,63%	34111,11111	0,00087
KERING	24198820	1,8%	0,003	1459570	0,06	0,04	1,32	0,067	26,9	0,08	1204590	43,56%	28840	0,00118
KONINKLIJKE PHILIPS	30901100	2,60%	0,008	1407800	0,046	0,267	1,6	0,065	14,4	0,02	1630400	24,25%	121000	0,00357
KONINKLIJKE AHOLD NV	16421100	5,80%	0,018	1264000	0,081	0,055	2,08	-0,03	31,2	0,09	1723700	15,55%	58500	0,00371
AKZO NOBEL N.V.	15625900	3,88%	-0,01	1117700	0,076	0,012	2,06	-0,02	22,8	0,02	883700	43,99%	73600	0,00464

KONINKLIJKE KPN NV	21508300	7,10%	0,166	2594700	0,121	0,098	3,99	0,002	53,4	0,02	3847400	52,97%	43500	0,00202
KONINKLIJKE DSM N.V.	9752500	4,40%	0,02	576500	0,059	0,202	1,16	0,091	20,3	0,01	855100	47,08%	17200	0,00179

7. Παρουσιάζονται σε μέσους όρους για τη δεκαετία (2003-2012) τα δεδομένα των εταιριών, αναφορικά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Οι εν λόγω εταιρίες δαπάνησαν από το 5% έως το 30% του συνολικού Payout σε επαναγορές μετοχών.

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14
BAYER. MOTOREN WERKE	92852500	15,48%	-0,019	3848600	0,041	7,336	1,33	0,05919	51,657	0,01206	9428700	25,95%	341100	0,00413
FRESENIUS MEDICAL CARE	10416873,6	4,10%	0,0131	1124348,8	0,11	-0,01	2,434	0,06491	35,94	0,01916	875945,9	27,7%	19890,2	0,00194
E. ON	134699800	4,20%	0,0554	5467800	0,041	0,1693	1,341	0,76638	18,858	0,01943	7632600	45,8%	915200	0,00677
TOTAL SA	120150700	10,23%	0,0476	20294200	0,174	0,0343	2,399	0,06762	18,887	0,01077	16685200	42,35%	565900	0,00537
SCHNEIDER ELECTRIC	23088380	1,85%	-0,02	2212070	0,095	0,0629	1,795	0,06691	21,75	0,06134	1966960	44,37%	46070	0,00224
VIVENDI SA	50784000	4,67%	0,125	4314600	0,085	0,1204	1,442	0,01826	19,426	-0,0421	5464600	56,12%	69625	0,00117
VEOLIA ENVIRONNEMENT	43158620	5,49%	-0,018	1729810	0,041	-0,018	2,492	0,01755	43,039	1,2E-05	2751050	64,58%	134712,5	0,00239
ENI GROUP	102750800	10,03%	-0,015	15742200	0,158	0,0222	1,894	0,05808	19,536	-0,0109	14502700	56,9%	170000	0,00203
INTESA SANPAOLO SPA	485886100	0,09%	0,0769	2790800	0,007	0,6668	1,141	0,03923	41,031	-0,0063	8150200	33,94%		0
ATLANTIA SPA	17725613,4	6,39%	0,0633	1516162,6	0,088	-0,038	3,815	0,00834	64,03	0,11428	1151700	54,86%	40001,3	0,00247
SNAM SPA	14461100	6,31%	0,0731	1283900	0,09	0,0307	1,971	0,06346	48,316	0,0596	1158300	69,94%	4300	0,00029
ROYAL DUTCH SHELL	198723622,1	9,4%	0,0167	25664363	0,133	0,0436	1,809	0,06471	9,509	0,00757	23793793,1	41,71%	439893,8	0,00242

UNILEVER N.V.	38744500	3,28%	0,0558	6050500	0,156	0,0141	5,144	0,11086	29,403	-0,059	4749200	59,18%	132000	0,00348
HEINEKEN N.V.	18616800	6,16%	-0,017	1788350	0,103	-0,048	3,026	0,05156	33,967	0,10049	2091000	36,03%	67900	0,00401
ANHEUSER-BUSCH -	52671285,4	4,56%	0,0538	4813546,7	0,093	0,1118	2,389	0,08156	33,525	0,06885	4961903,2	42,87%	115806,4	0,00268
SOLVAY SA	12416400	5,13%	0,0043	841600	0,072	0,26	1,667	0,01886	21,053	0,03257	971900	39,71%	28400	0,00243
DELHAIZE GROUP	10144968,5	6,26%	0,0194	780594,2	0,077	0,0126	1,238	0,10847	31,213	-0,0384	1054042,2	34,74%	16942,3	0,00173

8. Παρουσιάζονται οι Ανεξάρτητες Μεταβλητές

X1 TOTAL ASSETS
X2 CAPITAL EXPENDITURE % TOTAL ASSETS
X3 CHANGE % CAPITAL EXPENITURE / TOTAL ASSETS
X4 OPERATING INCOME
X5 OPERATING INCOME / TOTAL ASSETS
X6 CHANGE % OPERATING INCOME / TOTAL ASSETS
X7 MARKET VALUE TO BOOK
X8 CHANGE % MARKET VALUE TO BOOK
X9 TOTAL DEBT % TOTAL ASSETS
X10 CHANGE % TOTAL DEBT TO TOTAL ASSETS
X11 NET CASH FLOWS-OPERATING ACTIVITIES
X12 PAYOUT RATIO
X13 NON OPERATING INTEREST INCOME
X14 NON OPERATING INTEREST INCOME / TOTAL ASSETS

9. Παρουσιάζεται το Correlation Matrix των ανεξάρτητων μεταβλητών, όπως έχει εξαχθεί από το Eviews.

	X2_CAPITAL...	X3_CHANGE...	X5_OPERATI...	X6_CHANGE...	X13_NON_O...	X14_NON_O...	X7_MARKET...	X8_CHANGE...	X9_TOTAL_D...	X10_CHANG...	X12_PAYOUT...
X2_CAPITAL...	1.000000	0.232725	0.135298	0.133274	0.156327	0.015605	-0.112940	-0.105672	0.211097	-0.019112	-0.056598
X3_CHANGE...	0.232725	1.000000	0.075991	-0.058392	0.039449	-0.023038	-0.031940	-0.092354	0.018891	-0.024135	-0.023274
X5_OPERATI...	0.135298	0.075991	1.000000	-0.025097	-0.073914	0.155711	0.426657	-0.163935	-0.220745	0.124680	-0.066323
X6_CHANGE...	0.133274	-0.058392	-0.025097	1.000000	0.003184	-0.001696	-0.015676	0.062403	0.062925	-0.006111	-0.025673
X13_NON_O...	0.156327	0.039449	-0.073914	0.003184	1.000000	0.641366	-0.012507	0.146283	-0.099183	-0.023069	0.066580
X14_NON_O...	0.015605	-0.023038	0.155711	-0.001696	0.641366	1.000000	0.262815	0.091688	-0.146871	0.005843	-0.090621
X7_MARKET...	-0.112940	-0.031940	0.426657	-0.015676	-0.012507	0.262815	1.000000	0.017342	-0.020148	0.055206	-0.039787
X8_CHANGE...	-0.105672	-0.092354	-0.163935	0.062403	0.146283	0.091688	0.017342	1.000000	-0.088700	-0.060562	0.026671
X9_TOTAL_D...	0.211097	0.018891	-0.220745	0.062925	-0.099183	-0.146871	-0.020148	-0.088700	1.000000	-0.024375	0.118131
X10_CHANG...	-0.019112	-0.024135	0.124680	-0.006111	-0.023069	0.005843	0.055206	-0.060562	-0.024375	1.000000	-0.022931
X12_PAYOUT...	-0.056598	-0.023274	-0.066323	-0.025673	0.066580	-0.090621	-0.039787	0.026671	0.118131	-0.022931	1.000000

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Benartzi, S. και Michaely, R. και Thaler, R. (1997), 'Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?', *Journal of Finance*, Vol. 52 (3): pp 1007-1043.

Bhattacharya, S. (1979), 'Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy', *Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1): pp. 259 – 270.

Black, F. και Scholes, M. (1974) 'The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns', *Journal of Financial Economics*, Vol. 1 : pp 1-22.

Black, F. (1976), 'The Dividend Puzzle', *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2 : pp 5-8.

Brennan, M. (1970), 'Taxes, Market Valuation and Financial Policy', *National Tax Journal*, Vol. 23: pp. 417 – 429.

Brennan, M. και Thakor, A. (1990) 'Shareholder Preferences and Dividend Policy,' *Journal of Finance*, Vol. 45 (4): pp 993-1019.

Comment, R. και Jarrell, G. (1991), 'The Relative Power of Dutch-Auction and Fixed-Priced Self-Tender Offers and Open Market Share Repurchases', *Journal of Finance*, Vol. 46 (4): pp 1243-1271.

Dittmar, A., (2000). 'Why do firms repurchase stock?' *Journal of Business* 73, 331-355.

Fenn, G, και Liang, N. (2001), 'Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives', *Journal of Financial Economics*, Vol.60: pp 45-72.

Fama, E. and French, K (2001), 'Forecasting Profitability and Earnings', *Journal of Business*, Vol. 73: pp 161-175.

Fama, E. and French, K (2001), 'Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?', *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp 3-43.

Franklin, A. και Michaely, R. (2003) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier B.V.

Gordon, M. (1959) 'Dividends, Earnings and Stock Prices', *Review of Economics and Statistics*, Vol. 41: pp. 99-105.

Gordon, M. και Shapiro, E. (1956) 'Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit,' *Management Science*, Vol. 3 (1): pp 102-110.

Grullon, G. και Michaely, R. (2002), 'Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis', *The Journal of Finance*, Vol. 62 (4): pp 1649-1684.

Grullon, G. και Michaely, R. (2001), 'Assymetric Information, Agency Conflicts and the Impact of Taxation on the market Reaction to Dividend Changes', *Working Paper*, (Cornell University, NY).

Grullon, G. και Michaely, R. (2004), 'The Information Content of Share Repurchase Programs', *The Journal of Finance*, Vol. 2: pp 651-680.

Grullon, G. και Ikenberry, D. (2000), 'What do we Know about Stock Repurchase', *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13: pp 31-51.

Ikenberry, D. και Lakonishok, J. και Vermaelen, T. (1995), 'Market Underreaction to Open Market Share Repurchases', *Journal of Financial Economics*, Vol. 39: pp 181-208.

Jaemin, K. και Schremper, R. και Varaiya, N., 'Survey on Open Market Repurchase Regulations: Cross-Country Examination of the Ten Largest Stock markets', College of Business Administration, San Diego State University, San Diego, CA 92182, USA b RTL Group S.A., boulevard Pierre Frieden, L-1543 Luxembourg.

Jagannathan, M. και Stephens, C. και Weisbach, M. (2000), 'Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases', *Journal of Financial Economics*, Vol. 57: pp 355-384.

Jagannathan, M. και Stephens, C. (2001), 'Motives for Open Market Share Repurchases: Under-Valuation, Earnings Signaling or Free Cash Flow', *Working Paper*, (University of Missouri, Columbia).

Jensen, M. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers', *American Economic Review*, Vol. 76(2) : pp 323-329.

Kalay, A. (1982), 'The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: a Reexamination of the Clientele Effect ', *Journal Of Finance*, Vol. 37 : pp 1059-1070.

Kalay, A. και Michaely, R. (2000), 'Dividends and Taxes: a Reexamination', *Financial Management*, Vol. 29 (2): pp 55-75.

Lakonishok, J. and Vermaelen, T (1983), 'Tax Reform and the Ex Dividend Day Behavior', *Journal of Finance*, Vol. 38: pp 1157-1179.

Lakonishok, J. and Vermaelen, T (1986), 'Tax Induced Trading around ex Dividend Dates', *Journal of Financial Economics*, Vol. 16: pp 2887-319.

Lang, L. and Litzenberger, R (1989), 'Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypothesis', *Journal of Financial Economics*, Vol. 24(1): pp 181-192.

Lintner, J. (1956), 'Distributions of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes', *American Economic Review*, Vol. 46 (2) : pp 97-113.

Lintner, J. (1962), 'Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations', *Review of Economics and Statistics*, Vol. 44 : pp. 243 – 269.

Litzenberger, R. και Ramaswamy, K. (1979) 'The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence,' *Journal of Financial Economics*, Vol. 7 : pp 163-195.

Litzenberger, R. και Ramaswamy, K. (1982) 'The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?,' *Journal of Finance*, Vol. 37 : pp 429-443.

Miller, M. και Rock, K. (1985), 'Dividend Policy under Assymmetric Information ', *Journal of Finance*, Vol. 40 (4): pp 1031-1051.

Miller, M. και Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares', *Journal of Business*, Vol. 34: pp 411-433.

Rau, R. και Vermaelen, T. (2002), 'Regulation, Taxes and Share Repurchases in the United Kingdom', *Journal of Business*, Vol. 75 (2): pp 245-282.

Siems, M. και De Cesari, A. (2012), 'The Law and Finance of Share Repurchases in Europe', *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 12: pp 33-57.

Stephens, C. και Weisbach, M. (1998), 'Actual Share Reacquisitions in Open Market Repurchases Programs', *Journal of Finance*, Vol. 53 (1): pp 313-333.

Vermaelen, T. (1981), 'Common Stock Repurchases and Market Signaling: an Empirical Study', *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 (2): pp 138-183.

Vermaelen, T. (1984), 'Repurchase Tender Offers, Signalling and Managerial Incentives', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19 : pp 163-181.

