

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**
2. **ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ**
 - 2.1. Νομοθεσία
 - 2.2. Αναγγελίες
 - 2.2. Νομοθεσία άλλων χωρών
3. **ΛΟΓΟΙ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ**
 - 3.1. Επιπλέον κεφάλαια
 - 3.2. Θεωρία ελεύθερων χρηματικών ροών
 - 3.3. Υποτίμηση της τιμής της μετοχής
 - 3.4. Μόχλευση
 - 3.5. Φορολογία
 - 3.6. Μεταβίβαση ελέγχου
 - 3.7. Θεωρία υποκατάστασης
 - 3.8. Ενοποίηση συμφερόντων-Pooling of interests-
-Επαναγορές
 - 3.9 Signaling
4. **ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ**
 - 4.1.1. Πλεονεκτήματα για τους μετόχους
 - 4.1.2. Πλεονεκτήματα για την Διοίκηση
 - 4.2.1. Μειονεκτήματα για τους μετόχους
 - 4.2.2. Μειονεκτήματα για την Διοίκηση
5. **ΕΡΕΥΝΕΣ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ**
6. **ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ**
7. **ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.**
8. **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**
9. **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**
10. **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων είναι και η *επαναγορά μετοχών*. Την αγορά δηλαδή από την εκδότρια επιχείρηση των δικών της μετοχών.

Γιατί οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές; Ο Jensen (1986) αναφέρει ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους για να διανείμουν τις επί πλέον ταμιακές τους ροές. Οι Stephens και Weisbach (1998) βρίσκουν μια θετική σχέση μεταξύ επαναγορών και ταμιακών ροών . Έδειξαν δε ότι είναι αρνητικά συσχετισμένες με προγενέστερες αποδόσεις, δείχνοντας ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν η αξία της τιμής των μετοχών τους είναι υποτιμημένη. Με την άποψη αυτή συμφωνεί και ο Vermaelen (1981) . Οι Bagwell και Shoven (1988) ερεύνησαν την επίδραση των επαναγορών στην μόχλευση. Οι Fenn και Liang (1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται για να εξουδετερωθεί κάπως η μείωση που παρατηρείται στις τιμές των μετοχών, μετά την παροχή των δικαιωμάτων.

Οι βασικές μέθοδοι αγοράς ιδίων μετοχών είναι :

Πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offer)

Η επιχείρηση κάνει μια τυπική προσφορά στους μετόχους της να αγοράσει τις μετοχές σε μια καθορισμένη τιμή που υπερβαίνει την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Οι μέτοχοι μπορούν να επιλέξουν είτε να πουλήσουν τους τίτλους τους στην καθορισμένη τιμή ή να συνεχίσουν να τις κρατούν.

Μειοδοτική πρόταση προσφοράς (dutch-auction tender offer)

Ο κάθε μέτοχος υποβάλλει στην επιχείρηση το πλήθος των μετοχών που προσφέρεται να πουλήσει και την τιμή που αυτός επιθυμεί. Η εταιρία καθορίζει εκ των προτέρων το συνολικό πλήθος των μετοχών που επιθυμεί να αγοράσει καθώς και την ελάχιστη και τη μέγιστη τιμή που αποδέχεται. Τυπικά, η ελάχιστη τιμή είναι ελαφρώς υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή της αγοράς.

Αγορά ιδίων μετοχών από την ελεύθερη αγορά (open market repurchase).

Η επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της όπως οποιοσδήποτε άλλος επενδυτής, δηλαδή διαμέσου χρηματιστηριακών εταιριών. Χρειάζεται μια εκτεταμένη χρονική περίοδο για να συγκεντρώσει ένα σχετικά μεγάλο πακέτο μετοχών. Είναι απαραίτητη η αποκάλυψη των προθέσεων της εταιρίας. Χωρίς την κατάλληλη πληροφόρηση ο πωλητής-μέτοχος ίσως υποστεί ζημία.

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αγορά ιδίων μετοχών για πολλούς λόγους. Η απόφαση για την επαναγορά μετοχών επηρεάζεται από την διανομή κερδών της επιχείρησης, τις επενδύσεις, την διάρθρωση κεφαλαίου, τις αποφάσεις των διοικήσεων, και την πολιτική αποζημίωσης που ακολουθεί μια επιχείρηση. Οι περισσότερες έρευνες για αυτό το θέμα εστιάζουν την προσοχή τους, σε έναν ή δύο λόγους. Όμως φαίνεται ότι επηρεάζεται και από την θέση που βρίσκεται μια επιχείρηση, γιατί άλλοτε προβαίνουν σε επαναγορά για να αποφύγουν μια πιθανή υποτίμηση της τιμής της μετοχής τους, ή για να διανείμουν επί πλέον κεφάλαια, ή να ελέγξουν την αξία της μετοχής, λόγω της παροχής των δικαιωμάτων μετοχών.

Σκοπός της εργασίας είναι να παρουσιάσουμε μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας των εμπειρικών μελετών που σχετίζονται με τις επαναγορές μετοχών.

Το κεφάλαιο 2 παρουσιάζει το θεσμικό πλαίσιο. Το κεφ. 3 παρουσιάζει τους λόγους των επαναγορών. Το κεφ. 4 τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των επαναγορών. Το κεφ. 5 παρουσιάζει τις έρευνες και τα δεδομένα των επαναγορών. Το κεφ. 6 παρουσιάζει τα αποτελέσματα των ερευνών των επαναγορών. Το κεφ. 7 παρουσιάζει τις επαναγορές που πραγματοποιήθηκαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στο κεφ. 8 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα. Στα κεφάλαια 9 και 10 παρουσιάζεται η βιβλιογραφία και πίνακες σχετικοί με τις επαναγορές.

2. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2.1. ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

Στην Ελλάδα οι επαναγορές έχουν ρυθμιστεί από τον νόμο 2190/1920 «ΠΕΡΙ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ». Οι παράγραφοι 5,6,7,10 και 11 του άρθρου 16 τροποποιήθηκαν και βελτιώθηκαν με το Π.Δ.14/1993 . Το άρθρο 16 παρ.1 του νόμου 2190/1920 αναφέρει: « Απαγορεύεται στην ανώνυμη εταιρεία η απόκτηση δικών της μετοχών, είτε από την ίδια είτε από πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό της.»

Ενώ οι παρ.5,6 και 7 αντικαταστάθηκαν με την παρ.3 του άρθ.6 του νόμου 2892/2001 ως εξής:

Στην παρ. 5 του άρθρου 6 του νόμου 2892/2001 αναφέρεται ότι « Εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθ.29 παρ.1,2 και 31, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους με σκοπό την στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής τους σε περιπτώσεις που θεωρείται ότι η εν λόγω τιμή είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και στα δεδομένα της εταιρείας. Στο ανωτέρω ποσοστό συμπεριλαμβάνονται και οι μετοχές τις οποίες έχει προηγουμένως αποκτήσει η εταιρεία, καθώς και εκείνες που έχουν αποκτηθεί από πρόσωπο το οποίο ενεργούσε επ' ονόματί του, αλλά για λογαριασμό της εταιρείας».

Στην παρ. 7 του άρθρου 6 του νόμου 2892/2001 αναφέρεται επίσης ότι στην απόφαση της ίδιας γενικής συνέλευσης ορίζονται και τα παρακάτω:

- ❖ Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.
- ❖ Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.
- ❖ Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβεί τους δώδεκα μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενική συνέλευσης των μετόχων.

2.2. Ανακοινώσεις

Όλες οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Α.Α. που αποφασίζουν να προβούν σε επαναγορά μετοχών οφείλουν να ανακοινώσουν στον

πολιτικό και οικονομικό τύπο την απόφαση αυτή της Γενικής Συνέλευσης της εταιρείας σύμφωνα με τον νόμο.

Στην παρ.10 του άρθρου 16 του νόμου 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε με το Π. Δ. 14/1993, αναφέρεται ότι : *η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα ημέρες πριν από την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.*

Η ανακοίνωση περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, όπως π.χ. τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν, την ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση για τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστεί ,δεν είναι δεσμευτική για τον αριθμό των μετοχών που τελικά θα επαναγοράσει η επιχείρηση. Θα πρέπει δε να επαναλαμβάνεται κάθε φορά, για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών. Στην περίπτωση αυτή υποχρεούται η επιχείρηση το αργότερο τρεις (3) ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρείας να προβεί στην απόκτηση των δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής.

Η δήλωση δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επίσης το αργότερο δύο ημέρες εργάσιμες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να δημοσιεύσει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες. Τέλος αφού προβούν στην επαναγορά μετοχών υποχρεούνται να υποβάλλουν δήλωση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο.

3.3 Θεσμικό πλαίσιο άλλων χωρών

Σε πολλές χώρες , όπως στην Αυστρία, Νορβηγία και Ισραήλ τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών απαγορεύονται, γιατί θεωρείται ότι περιλαμβάνουν χειραγώγηση των τιμών των μετοχών.

Στην Φινλανδία οι επαναγορές άρχισαν να επιτρέπονται με την τροπολογία του σχετικού Εμπορικού νόμου το 1997. Το ποσοστό των μεριδίων που μπορεί να επαναγοραστεί είναι το 5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου. Οι επαναγορές αρχίζουν μια εβδομάδα μετά την ανακοίνωση της απόφασης για επαναγορά.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες οι επαναγορές ήταν εξαιρετικά δημοφιλείς από το 1985 –1999. Το 1967 οι U.S.A. με απόφαση της Γερουσίας Νο.550, τα προγράμματα των επαναγορών πρέπει να έχουν ως στόχο τα παρακάτω σημεία:

- Κατά την διάρκεια εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι επαναγορές σχεδιάζονται για να ενισχύσουν ή για να αυξήσουν την τιμή αγοράς των μετοχών της επιχείρησης –στόχου που κατέχουν ιδιώτες.
- Μετά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, οι επαναγορές σχεδιάζονται για να ενισχύσουν την τιμή των μετοχών, αλλά και για να μειώσουν τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων.
- για να σταθεροποιήσουν τις τιμές. Και τέλος
- για να ενισχύσουν την τιμή αγοράς των μετοχών και να διατηρήσουν αυτές την αξία τους .

Στην Ευρώπη από τον Ιανουάριο του 1980 ως τον Ιούνιο του 1998, ο οργανισμός «Securities Data Corporation» κατέγραψε 489 αναγγελίες επαναγοράς μεριδίων οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από Ευρωπαϊκές εταιρείες. Περίπου το 60% απ΄αυτές έλαβαν χώρα στην Αγγλία. Οι λόγοι που δεν αναπτύχθηκαν αυτά τα προγράμματα είναι :

- ❖ Σε μερικές χώρες (π.χ στην Γαλλία και την Γερμανία) οι επαναγορές ήταν παράνομες μέχρι πρόσφατα.
- ❖ Σ΄άλλες χώρες με υψηλή φορολογία στα μερίσματα και χαμηλή φορολογία στα κέρδη κεφαλαίου (όπως στην Ολλανδία), υπήρχε ειδική πρόβλεψη φορολόγησης των επαναγορών για να αποθαρρυνθεί η αγορά ιδίων μετοχών.

- ❖ Σε κάποιες Ευρωπαϊκές χώρες, οι επιχειρήσεις δεν ήταν υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν την αγορά ιδίων μετοχών.¹ Στον Καναδά το 1997 πάνω από το 16% των εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο του Τορόντο ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς.²

3. ΛΟΓΟΙ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

Οι λόγοι που αποφασίζει μια επιχείρηση να προβεί σε επαναγορά, είναι αρκετοί και έχουν σχέση με την πολιτική πληρωμών της, την υποτίμηση της τιμής της μετοχής, την προοπτική υψηλών μελλοντικών κερδών, τον τρόπο διανομής των ταμιακών ροών, την ελαχιστοποίηση της φορολογίας των μετόχων, ή την παροχή των δικαιωμάτων μετοχών.

Η απόφαση των εταιρειών για προγράμματα επαναγοράς επηρεάζεται από τις επενδύσεις, την διάρθρωση κεφαλαίου, τον συλλογικό έλεγχο και την πολιτική των αποζημιώσεων. Πολλοί ερευνητές εξετάζουν τον τρόπο που αυτές οι μεταβλητές επηρεάζουν την απόφαση των στελεχών για επαναγορά.

Πολλές θεωρίες εστιάζουν την προσοχή τους σ' ένα ή δύο λόγους, αγνοώντας άλλα πιθανά κίνητρα που μπορεί να επηρεάσουν την απόφαση των επιχειρήσεων, π.χ. αναφέρονται στην πολιτική διανομής και την επιλογή μεταξύ επαναγορών και καταβολής μερισμάτων και αγνοούν όλους τους υπόλοιπους λόγους. Όμως φαίνεται ότι κάποια από τα κίνητρα μπορεί να επηρεάσουν μεγάλο αριθμό εταιρειών κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, αλλά σε μια άλλη χρονική περίοδο φαίνεται να επηρεάζουν μόνο ένα μικρό αριθμό εταιρειών.³

3.1 Επιπλέον κεφάλαια

Είναι στις βασικές υποχρεώσεις των οικονομικών διευθυντών να διασφαλίζουν τις υποχρεώσεις μιας εταιρείας με το να έχουν επαρκή χρηματικά διαθέσιμα. Αρκετοί απ' αυτούς όμως κατορθώνουν, αφού

¹ P.Raghavendra Rau σελ.246 "J of B"

² K.Li, W.McNally-February 1999-σελ 1

³ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ331

έχουν προβεί σε σωστές και επικερδείς επενδύσεις , να διαθέτουν και επί πλέον κεφάλαια πέρα από τις υποχρεώσεις τους. Αυτά τα κεφάλαια μπορούν να παραμείνουν στην επιχείρηση ή να διανεμηθούν στους μετόχους της ή να βρεθεί ένας άλλος τρόπος διανομής, μεγιστοποιώντας συγχρόνως και την τιμή της μετοχής. Η επαναγορά μετοχών όπως και η πληρωμή μερισμάτων είναι μια μέθοδος για να διανείμεις τα επί πλέον αυτά κεφάλαια.⁴

Φαίνεται λοιπόν ότι επιχειρήσεις με τα επί πλέον αυτά κεφάλαια, μπορεί να προτιμούν περισσότερο μια επαναγορά από την διανομή μερίσματος, διότι στις επαναγορές μετοχών δεν δεσμεύονται ούτε στο ποσό του κεφαλαίου που θα διανείμουν , αλλά ούτε και στον αριθμό των μετοχών που θα επαναγοράσουν. Επιπροσθέτως , σε αντίθεση με τα μερίσματα δεν υπάρχει προσδοκία ότι αυτού του είδους η διανομή θα συμβαίνει σε μια κανονική βάση. Γι αυτό μια επαναγορά είναι ένα πιο ευμετάβλητο μέσο διανομής κεφαλαίου.

3.2 Θεωρία ελεύθερων ταμιακών ροών

Ένα άλλο κίνητρο για τις επαναγορές είναι συνδεδεμένο με τις ελεύθερες ταμιακές ροές. Οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι η αιτία για τον ανταγωνισμό που υπάρχει μεταξύ των μετόχων και των διοικήσεων . Διότι οι μεν διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν κίνητρα και θέλουν να επενδύσουν σε σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία, αφού αυτός εξ άλλου είναι και ο στόχος τους, ενώ οι πρώτοι δεν ενδιαφέρονται για αποδοτικές επενδύσεις, αλλά για τον τρόπο που θα εισπράξουν χρήματα. Επιστρέφοντας λοιπόν ένα μέρος των ταμιακών ροών σε μετόχους, μέσω των επαναγορών απαλύνονται κάπως αυτού του είδους οι ανταγωνισμοί. Οι επαναγορές είναι ένα καταπληκτικό πιστευτό μέσο διανομής ταμιακών ροών, γιατί έτσι τα κεφάλαια διανέμονται αμέσως. Άλλες μέθοδοι διανομής, όπως η αύξηση των μερισμάτων περιέχει και μια δέσμευση για διανομές και στο μέλλον .

⁴ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ.333

Οι G.Fenn και N.Liang (1997) στην θεωρία των ελεύθερων χρηματικών ροών, υποστηρίζουν ότι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα χρηματικών ροών και χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόσθη, θα προβούν περισσότερο σε επαναγορές μετοχών. Είναι δε εκτεθιμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο αν προβούν σε επανεπένδυση, ενώ αποκομίζουν μεγαλύτερα οφέλη από αυτού του είδους την διανομή στους μεριδιούχους. Εταιρείες με χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόσθη μπορούν να διανείμουν περισσότερα μετρητά, γνωρίζοντας ότι αν πρέπει να δανειστούν με εξωτερικά κεφάλαια στο μέλλον, -γιατί οι χρηματικές ροές είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες ή γιατί οι κερδοφόρες ευκαιριακές επενδύσεις είναι μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες- τα κεφάλαια θα είναι σχετικά οικονομικά.⁵

Ο *Jagannathan (2000)* αναφέρει ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται από εταιρείες με υψηλά μη λειτουργικά εισοδήματα και ιστορικώς χαμηλό επίπεδο πληρωμής μερισμάτων, υψηλότερο αβέβαιο επίπεδο μελλοντικών χρηματικών ροών και χαμηλές αποδόσεις πριν την αναγγελία.⁶

Οι *M.Jagannathan, C.Stephens, M.Weisbach (1999)* έδειξαν ότι εταιρείες με μη λειτουργικές ταμιακές ροές, μάλλον θα προβούν περισσότερο σε επαναγορές, ενώ εταιρείες με υψηλές λειτουργικές ταμιακές ροές φαίνεται ότι αυξάνουν περισσότερο τα μερίσματα.⁷

3.3 Υποτίμηση της τιμής της μετοχής

Η πιο συχνή εξήγηση για το λόγο που οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορά είναι το σήμα που λαμβάνει η διοίκηση ότι η μετοχή της επιχείρησής τους υποτιμήθηκε.⁸

Οι επαναγορές δεν παρουσιάζουν μόνο μια ελαστικότητα στο να διανείμεις τα επιπλέον μετρητά, αλλά και το πότε θα πραγματοποιήσεις την διανομή. Αυτή η ελαστικότητα για τον ακριβή χρόνο που πρέπει να γίνει μια επαναγορά είναι ωφέλιμη, γιατί οι επιχειρήσεις μπορούν να περιμένουν για την επαναγορά μέχρι να υποτιμηθεί η τιμή της μετοχής

⁵ G.Fenn and N,Liang 1997 σελ.3

⁶ E,Liljebloom-D.Pasternack 2002-σελ.3

⁷ M.Jagannathan-C.Stephens-M.Weisbach-σελ.15-Φεβρουάριος 1999

⁸ Gryllon- Michaely, σελ.6

τους . Η θεωρία της υποτίμησης βασίζεται στην προϋπόθεση ότι στους μετόχους δεν υπάρχει ίδια πληροφόρηση με αυτή που έχουν τα στελέχη των επιχειρήσεων, ώστε να προκύψει μείωση της αξίας της επιχείρησής , εξ αιτίας των αποφάσεων που θα έπαιρναν οι μέτοχοι αν γνώριζαν τις ίδιες πληροφορίες με αυτές των στελεχών.

Εάν λοιπόν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μετοχή τους υποτιμήθηκε, τότε η επιχείρηση μπορεί να προβεί σε επαναγορά ή να επενδύσει στις δικές της μετοχές και να αποκτήσει υποτιμημένες μετοχές. Η αγορά όμως ερμηνεύει αυτή την πράξη σαν δείκτη υποτίμησης της μετοχής.⁹

Η θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής από την ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς, διορθώνει κατά κάποιο τρόπο την υποτίμηση.

Οι *Stephens , Weisbach και Ikenberry (1998)* οι οποίοι συμφωνούν με την θεωρία των σωστών ευκαιριακών επενδύσεων, διαφωνούν με την άποψη ότι οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά μετά από υποτίμηση της τιμής των μετοχών τους.¹⁰

3.4 Μόχλευση

Αν υποθέσουμε ότι υπάρχει ένας επιθυμητός δείκτης μόχλευσης –στόχος (σύνολο δανείων προς στοιχεία ενεργητικού), τότε οι εταιρείες μπορεί να χρησιμοποιήσουν τις επαναγορές για να πετύχουν αυτό το στόχο. (*Bagwell και Shoven 1988, Opler και Titman 1996*).¹¹

Όταν η εταιρεία διανέμει τα επιπλέον μετρητά, μειώνει την καθαρή της θέση και αυξάνει τον δείκτη μόχλευσης. Μια εταιρεία φαίνεται ότι θα προβεί σε επαναγορά, αν ο δείκτης μόχλευσης είναι κάτω από τον δείκτη-στόχο.

Μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ δανειακών υποχρεώσεων και επαναγορών μπορεί να αντανάκλα το γεγονός ότι η χρησιμοποίηση των μετρητών για διανομή είναι λιγότερο επιθυμητή, όσο υψηλότερη είναι η μόχλευση . Αν οι επιχειρήσεις διαθέτουν επί πλέον ταμιακές ροές ο δείκτης

⁹ Amy Dittmar , σελ334

¹⁰ P.Raghavendra Rau σελ.250 "

μόχλευσης είναι πάνω από το δείκτη στόχο. Γι αυτό το λόγο η διάρθρωση κεφαλαίου μιας επιχείρησης επηρεάζει και την απόφαση για επαναγορά.

3.5 Φορολογία

Οι επαναγορές μπορεί να προτιμώνται περισσότερο από τα μερίσματα εξ αιτίας του πλεονεκτήματος της φορολόγησής τους με τον χαμηλότερο φορολογικό συντελεστή. Αυτό το πλεονέκτημα υπάρχει διότι τα κέρδη κεφαλαίου συνήθως φορολογούνται λιγότερο από τα εισοδήματα τα προερχόμενα από τα μερίσματα.¹²

Ο *Jagannathan (2000)* σημειώνει ότι αν και το φορολογικό σύστημα στις Ηνωμένες Πολιτείες συμπεριφέρεται το ίδιο και στα μερίσματα και στις επαναγορές, φαίνεται όμως ότι οι επαναγορές είναι σε πλεονεκτικότερη θέση από πλευράς φορολογίας σε προσωπικό επίπεδο.¹³

Ο *P.Raghavendra Rau (2002)* συμπεραίνει ότι οι αλλαγές στην φορολογία έχουν σπουδαία επίδραση στην μεθοδολογία των προγραμμάτων επαναγοράς.¹⁴ Οι ιδιώτες επενδυτές φαίνεται ότι προτιμούν τα προγράμματα επαναγοράς.

Το ίδιο θεωρούν και οι *Bagwell και Shoven (1988)* και οι *Talmor και Titman (1990)*, για τις συνέπειες της φορολογίας μεταξύ των δύο μεθόδων πληρωμών.¹⁵

3.6 Μεταβίβαση ελέγχου

Οι επαναγορές είναι δυνατόν να επηρεάσουν τις σχέσεις μεταξύ μικρότερων επιχειρήσεων και άλλων μεγαλύτερων, οι οποίες έχουν ως στόχο την ανάληψη της διοίκησης των μικρότερων.

¹¹ Harris και Raviv (1991)

¹² Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ334

¹³ E.Liljebloom-D.Pasternack. 2002- σελ3

¹⁴ P.Raghavendra Rau σελ.248 "J of B"

¹⁵ E.Liljebloom-D.Pasternack. 2002- σελ3

Οι επαναγορές αυξάνουν την τιμή συγχώνευσης γιατί οι μέτοχοι που πωλούν σε μια επαναγορά είναι αυτοί που έχουν χαμηλότερους όρους κατά την μεταβίβαση του ελέγχου. Έτσι μια επαναγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν άμυνα κατά της προσπάθειας αλλαγής της διεύθυνσης, γιατί μπορεί να αυξήσει την χαμηλότερη αξία στην οποία είναι διαθέσιμη η μετοχή, αν και αυτές οι εταιρείες, που είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο, γιατί γίνονται στόχοι μεταβίβασης ελέγχου της διοίκησης, είναι πιθανόν να προβούν σε προγράμματα επαναγοράς.¹⁶

3.7 Θεωρία υποκατάστασης

- ❖ Η αγορά βλέπει τα μερίσματα και τις επαναγορές σαν υποκατάστατα;
- ❖ Οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα, γιατί αυξάνει την αξία της επιχείρησης;

Αρκετοί ερευνητές θεωρούν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα επαναγορών είναι τέλεια υποκατάστατα, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι μπορεί να μην είναι τέλεια υποκατάστατα.

Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στις ανακοινώσεις της μείωσης των μερισμάτων, αλλά εάν δεν πεισθούν οι επενδυτές ότι υποκαθιστώνται τα μερίσματα με επαναγορές, τότε η αντίδραση της αγοράς για την μείωση των μερισμάτων είναι λιγότερο αρνητική για την επιχείρηση που χρησιμοποιεί τις επαναγορές, απ' αυτήν που δεν τις χρησιμοποιεί. Αν τα μερίσματα και οι επαναγορές είναι υποκατάστατα και οι φόροι παίζουν ρόλο διαφορετικό σ' αυτό, τότε η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των επαναγορών θα είναι συνάρτηση και της φορολογίας.

Επιπλέον δε εάν ήταν υποκατάστατα, τότε οι επαναγορές θα ήταν αρνητικά συνδεδεμένες με τον λόγο πληρωμής των μερισμάτων μιας εταιρείας.¹⁷

Στους *John και Williams* (1985), η υψηλότερη φορολόγηση στα μερίσματα είναι μια προειδοποίηση, ότι η εταιρεία θα προτιμήσει την επαναγορά μεριδίων. Στην έρευνά τους έδειξαν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα επαναγορών δεν είναι αλληλομεταβαλλόμενα.

¹⁶ Bagwell (1991)

¹⁷ Amy Dittmar (Indiana univ.) σελ.334

Οι *Allen , Bernardo και Welch* (2000) χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο έρευνας στο οποίο οι επαναγορές και τα μερίσματα δεν είναι υποκατάστατα διότι η τελευταία μέθοδος πληρωμής προσελκύει θεσμικούς επενδυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές περισσότερο φαίνεται να θέλουν να ανακαλύψουν, αν μια επιχείρηση είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη διότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν περισσότερα κίνητρα να ελέγξουν τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Εάν προτιμούν τα μερίσματα, το αποτέλεσμα θα είναι ότι μόνο εταιρείες με υποτιμημένες μετοχές, θα θέλουν να ελεγχθούν οι δραστηριότητές τους και ως εκ τούτου αυτές οι εταιρείες θα πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα. Αυτή η σημαντική ισορροπία δεν επιτυγχάνεται με τα προγράμματα επαναγοράς μεριδίων.¹⁸

Οι *DeAngelo , DeAngelo και Skinner* (2000) εξέτασαν την σχέση μεταξύ της εξαφάνισης των ειδικών μερισμάτων και της εμφάνισης των προγραμμάτων επαναγοράς και δεν βρήκαν στοιχεία γι' αυτή την αντικατάσταση.

Οι *Jagannathan, Stephens και Weisbach* (2000), βρήκαν ότι όσες επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα, έχουν περισσότερο σταθερά κέρδη από αυτές που χρησιμοποιούν προγράμματα επαναγοράς.

Οι *Miller και Modigliani* (1961), έδειξαν ότι οι επαναγορές και τα μερίσματα είναι τέλεια υποκατάστατα, εφόσον βέβαια υπάρχει τέλεια και πλήρης κεφαλαιαγορά. Τα μετρητά που είναι αποτέλεσμα μιας σωστής επενδυτικής πολιτικής μπορούν να δοθούν είτε ως μέρισμα , είτε με την μορφή επαναγορών.¹⁹

Η *Amy Dittmar* (2002) θεωρεί ότι οι παροχές δικαιωμάτων ενθαρρύνουν τα στελέχη να υποκαταστήσουν με επαναγορές τα μερίσματα, από την στιγμή που δεν φαίνεται να μειώνεται η τιμή των μετοχών της επιχείρησης. Μια επιχείρηση που αποζημιώνει με μεγαλύτερο αριθμό δικαιωμάτων τα στελέχη της, μπορεί να βρίσκει αποδοτικότερη την επαναγορά μετοχών, ενώ οι επαναγορές δεν αντικαθιστούν τα μερίσματα.²⁰

¹⁸ Gryllon- Michaely, σελ.6

¹⁹ S.Weisbenner σελ. 6

²⁰ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ335

Οι επιχειρήσεις που δεν διασφαλίζουν την καταβολή των μερισμάτων τους , για να ενθαρρύνουν την υποκατάσταση τους με τις επαναγορές , μπορούν να επηρεάσουν τους επενδυτές με δύο τρόπους:

- 1- εάν η υποκατάσταση έχει ως αποτέλεσμα μια σμίκρυνση στις πληρωμές, τέτοιες πράξεις θα προκαλούσαν αύξηση στα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμιακών ροών , και
- 2- στο μέγεθος που μια τέτοια υποκατάσταση δεν προσδοκείται από τους μεριδιούχους , η μείωση στα μερίσματα και η αύξηση της αξίας των δικαιωμάτων μετοχών που κατέχουν τα στελέχη θα είχε ως αποτέλεσμα την μεταφορά πλούτου από τους πρώτους στους δεύτερους.²¹

Οι *G.Grullon* και *R. Michaelly* (2000) θεωρούν ότι εάν οι επαναγορές και τα μερίσματα ήταν υποκατάστατα τότε θα υπήρχε και μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ τους. Οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα διότι έτσι αυξάνει η αξία της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις ποτέ δεν ανακοινώνουν ταυτόχρονα, προγράμματα επαναγοράς και μείωσης μερισμάτων.

Εάν οι επενδυτές δεν πίστευαν ότι οι επιχειρήσεις υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα, τότε η αντίδραση της αγοράς στην αποκοπή των μερισμάτων θα ήταν λιγότερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες επιχειρήσεις παρά γι' αυτές που δεν επαναγοράζουν. Εάν δεν υπήρχε υποκατάσταση τότε η αντίδραση της αγοράς στην αποκοπή των μερισμάτων θα ήταν ίδια για όλους τους τύπους των επιχειρήσεων.²²

3.8 Ενοποίηση συμφερόντων-Pooling of interests- Επαναγορές

Ποια η αντίδραση της αγοράς για τις επιχειρήσεις που αποφεύγουν τα πρόγραμμα επαναγοράς μεριδίων για να προβούν σε ενοποίηση συμφερόντων;

Η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά στην ακύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς για να χρησιμοποιήσει την ενοποίηση συμφερόντων, από το να ακυρώσει προγράμματα επαναγοράς για λόγους που δεν συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ο J. Weber

²¹ G.W.Fenn και η N.Liang (σελ. 67)J.o.F.E.

²² G.Grullon-R.Michaelly(1991) σελ/18

(2000) στην έρευνά του βρήκε ότι η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά στις επιχειρήσεις που ακυρώνουν τα προγράμματα επαναγοράς, για να χρησιμοποιήσουν πρόγραμμα ενοποίησης συμφερόντων, με απώτερο σκοπό να αποφύγουν σχετικές μεγαλύτερες μειώσεις στα κέρδη τους στο μέλλον.²³

Τα στελέχη των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν την ενοποίηση συμφερόντων για να αυξήσουν το μελλοντικό τους εισόδημα. Πρόθυμα πληρώνουν μια αμοιβή και πρόσθετα κόστη συναλλαγών και χρησιμοποιούν την ενοποίηση συμφερόντων για να αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη.

Χρησιμοποιώντας στοιχεία του '70, '80 και του '90 οι Davis(1990) και Moehrl (1999) βρήκαν ότι οι αγορές δεν αντιδρούν διαφορετικά σ' αυτούς που χρησιμοποιούν την ενοποίηση ή την επαναγορά. Στον "Staff Regulation Bulletin 96" αναφέρονται ότι εταιρείες που απείχαν από μια επαναγορά τουλάχιστον για δύο χρόνια μετά από μια ενοποίηση.²⁴

Επιχειρήσεις που απεφάσισαν να αποφύγουν τα προγράμματα επαναγορών για την ενοποίηση συμφερόντων, εμπορεύονται τα πλεονεκτήματα των επαναγορών για να φθάσουν την αναφορά οικονομικών αποτελεσμάτων της ενοποίησης.²⁵

Η τιμή της μετοχής σ' αυτές τις συναλλαγές θα εξαρτηθεί από την αντίληψη της αγοράς για τα οφέλη των προγραμμάτων επαναγοράς συγκρινόμενα με τα οφέλη της ενοποίησης συμφερόντων.

3.9. Signaling

Μια υγιής επιχείρηση μπορεί να ξεχωρίσει από μια κακή, στέλνοντας ένα αξιόπιστο μήνυμα για την ποιότητά της στις αγορές. Το μήνυμα θα γίνει πιστευτό μόνο εάν δεν την μιμηθεί κάποια κακή επιχείρηση η οποία θα στείλει το ίδιο μήνυμα στην αγορά. Η επαναγορά μετοχών από πολλούς ερευνητές θεωρείται ότι είναι ένα μήνυμα, μια πληροφορία για την αξία της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν επαναγορές και τις

²³ J. Weber-2000-σελ.6

²⁴ J. Weber-2000-σελ.7

²⁵ J. Weber-2000-σελ.9

πραγματοποιούν έχουν μεγαλύτερη τυπική απόκλιση των υπερβολικών αποδόσεων κατά την διάρκεια των ανακοινώσεων, ενώ έχουν και χαμηλό τον λόγο λογιστική προς αγοραία αξία και έχουν σχέδια με περισσότερο κίνδυνο.²⁶

Επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές είναι περισσότερο υποτιμημένες, πολλές φορές ανακοινώνουν προγράμματα ανέξοδα χωρίς να τα πραγματοποιούν, ενώ οι λιγότερο υποτιμημένες μετοχές επιχειρήσεων συνήθως χρησιμοποιούν ένα δαπανηρό μήνυμα, δηλαδή ανακοινώνουν μια επαναγορά και την πραγματοποιούν.

Οι ιδιώτες επενδυτές και τα στελέχη των επιχειρήσεων δεν έχουν την ίδια πληροφόρηση για την προοπτικές και την εξέλιξη των επιχειρήσεων. Οι δεύτεροι συχνά έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους ιδιώτες επενδυτές. Αυτή η *ασυμμετρία πληροφόρησης* έχει σοβαρή επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας.

Ο *Vermaelen (1981)* αναφέρει ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης στις μικρές εταιρείες γιατί έχουν λιγότερη κάλυψη από τους οικονομικούς αναλυτές και τον ημερήσιο τύπο. Κατά συνέπεια οι μικρές εταιρείες είναι περισσότερο πιθανό να χάσουν μέρος της τιμής των μετοχών τους και περισσότερο πιθανόν να προβούν σε επαναγορές μετοχών.²⁷

Στο υπόδειγμά του ο J.C. Persons (1995) εξέτασε την ασύμμετρη πληροφόρηση στις επαναγορές εξ αιτίας της ετερογένειας που έχουν οι μέτοχοι. Οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν μετοχές πληρώνοντας επί πλέον ποσό πάνω από την τιμή της μετοχής.

Μια πιθανή εξήγηση γι' αυτή την επί πλέον πληρωμή (*overpayment*) είναι το ότι είναι πιο αποδοτικό σαν μήνυμα να επαναγοράσεις μερίδια σε μια υψηλότερη τιμή, γιατί αυτό μειώνει τον αριθμό των μεριδίων που πρέπει να αγοράσει η επιχείρηση για να κάνει το μήνυμα περισσότερο πιστευτό. Εξ'άλλου η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να διαλέξει και τα δύο, και την τιμή της προσφοράς και τον αριθμό των μεριδίων που θα επαναγοράσει. Η μόνη εξήγηση

²⁶ Utpal Bhattacharya, Amy Dittmar (Οκτώβριος 2001)

²⁷ Amy Dittmar (Indiana univ.) σελ.338

που μπορεί να δοθεί στο γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν τόσο υψηλές αμοιβές είναι η μεγάλη ετερογένεια των μετόχων.²⁸

4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

4.1.1. Πλεονεκτήματα για τους μετόχους.

Η επαναγορά των μετοχών μπορεί να συνεπάγεται αρκετά πιθανά πλεονεκτήματα για τους μετόχους. Τα κέρδη από την επαναγορά μετοχών φορολογούνται με τους συντελεστές του κανονικού ατομικού εισοδήματος. Επειδή οι συντελεστές φορολογίας των κερδών κεφαλαίου φτάνουν στο μισό περίπου των κανονικών συντελεστών που ισχύουν για τα μερίσματα, είναι φανερό ότι αυτό συμφέρει.

Η μείωση της μετοχικής βάσης διαμέσου της επαναγοράς των μετοχών, διατηρώντας το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων σταθερό, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη των εξωτερικών προς τα ίδια κεφάλαια. Συνεπώς οι μέτοχοι μπορεί να ωφεληθούν και από την φορολογική ελάφρυνση και τα άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρει η μεγαλύτερη μόχλευση.

Ο μέτοχος έχει μια επιλογή, να πουλήσει ή να μην πουλήσει. Αντίθετα το άτομο που εισπράττει ένα μερίσμα δεν μπορεί παρά να δεχθεί την είσπραξη και να πληρώσει τον φόρο.

Όσοι ασκούν την επαναγορά προβάλλουν επίσης το πλεονέκτημα ότι η εταιρεία μπορεί να αποσύρει ένα μεγάλο αριθμό μετοχών της που κυκλοφορεί στην αγορά και να επηρεάσει έτσι τις χρηματιστηριακές προοπτικές των μετοχών της.

4.1.2. Πλεονεκτήματα για την Διοίκηση.

Κατά γενικό κανόνα τα μερίσματα παραμένουν σταθερά, επειδή οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν είναι πρόθυμες να αυξάνουν το ύψος των μερισμάτων, αν το νέο αυτό ύψος δεν μπορεί να διατηρηθεί και στο

²⁸ J. Persons-1995, σελ.2

μέλλον, Γι' αυτό αν οι πλεονάζουσες χρηματικές ροές θεωρούνται προσωρινές, η διοίκηση πιθανό να επιλέξει την απόκρυψη της διανομής με την επαναγορά των μετοχών, αντί να αναγγείλει ένα μέρισμα που πιστεύει ότι δεν μπορεί να διατηρήσει.

Οι μετοχές που επαναγοράζονται μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν άλλες επιχειρήσεις ή για να διατεθούν στους δικαιούχους των δικαιωμάτων, όταν αυτοί ασκούν το δικαίωμα αγοράς μετοχών.

Αν συμβαίνει τα στελέχη των επιχειρήσεων να κατέχουν οι ίδιοι μεγάλο αριθμό μετοχών, είναι πιθανό να έχουν ιδιαίτερη προτίμηση στην επαναγορά μετοχών αντί για την πληρωμή μερισμάτων, αφού έτσι θα πληρώσουν και περισσότερο φόρο.

Οι επαναγορές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πραγματοποίηση μεγάλης έκτασης μεταβολών στην κεφαλαιακή διάρθρωση,

Αν η επιχείρηση χρειαστεί επί πλέον κεφάλαια οι ξανααγορασμένες μετοχές μπορούν να πουληθούν στην ελεύθερη αγορά.

4.2.1. Μειονεκτήματα για τους μετόχους.

Οι μέτοχοι μπορεί να μην είναι αδιάφοροι απέναντι στα μερίσματα και στα κεφαλαιακά κέρδη και έτσι η τιμή των μετοχών μπορεί να διαμορφωθεί ευνοϊκότερα, αν διανεμηθούν αυξημένα μερίσματα αντί να γίνει επαναγορά. Τα μερίσματα θεωρούνται περισσότερο αξιόπιστα ενώ δεν συμβαίνει το ίδιο για τις επαναγορές.

Οι μέτοχοι μπορεί να μην είναι πλήρως ενήμεροι για τις επιπτώσεις μιας επαναγοράς ή μπορεί να μην έχουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές δραστηριότητες της εταιρείας. Γι αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις προαναγγέλουν και το πρόγραμμα πριν την υλοποίησή του.

Η επιχείρηση είναι πιθανό ότι θα πληρώσει και μεγαλύτερο τίμημα για τις μετοχές που θα θελήσει να επαναγοράσει, αλλά και θα ζημιωθούν οι παλιοί μέτοχοι έναντι των νέων μετόχων. Αν οι μετοχές της επιχείρησης δεν διαπραγματεύονται συχνά στο Χρηματιστήριο και η

επιχείρηση επιδιώξει την επαναγορά ενός μεγάλου αριθμού των μετοχών της, η τιμή που θα προσφέρει ίσως διαμορφωθεί σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνο που μπορεί να διατηρηθεί, με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών να πέσει μόλις σταματήσει να επαναγοράζει τις μετοχές της.

4.2.2. Μειονεκτήματα για την Διοίκηση.

Έχει δειχτεί από μελέτες ότι οι επιχειρήσεις που επαναγοράζουν μεγάλο αριθμό μετοχών έχουν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες από τις άλλες. Έτσι μερικοί θεωρούν ότι η αναγγελία ενός προγράμματος επαναγοράς είναι το ίδιο με την παραδοχή της διοίκησης ότι δεν μπορεί να εντοπίσει καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Θα μπορούσε να υποστηρίξει κανείς ότι η υιοθέτηση ενός προγράμματος επαναγοράς πρέπει να θεωρηθεί ταυτόσημη με την αναγγελία ενός μεγαλύτερου ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Αν όμως οι επαναγορές θεωρείται ότι φανερώνουν κάποιες ιδιαίτερα δυσμενείς προοπτικές ανάπτυξης, τότε μπορεί να έχουν αρνητικά αποτελέσματα για την φήμη της επιχείρησης και την τιμή των μετοχών της.

Οι επαναγορές είναι πολυδάπανες γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν premium για να αγοράσουν κάποιο ποσοστό μετοχών, ή έχουν κόστη συναλλαγών, ενώ η χρηματοδότησή τους πολλές φορές εξαρτάται από δανεισμό.

5. ΕΡΕΥΝΕΣ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

Αρκετοί ερευνητές ασχολήθηκαν με τις επαναγορές. Στην έρευνά τους περιέλαβαν δεδομένα από μεγάλους έγκυρους οικονομικούς οργανισμούς, για συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, που αφορούν επιχειρήσεις οι οποίες ανήγγειλαν επαναγορές μετοχών ως και αυτές που πραγματοποίησαν κάποιο ποσοστό επαναγοράς. Επίσης περιέλαβαν δεδομένα για τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και οτιδήποτε έχει δημοσιευθεί για αυτές.

Οι στόχοι των εμπειρικών μελετών του κάθε ενός ερευνητή είναι διαφορετικοί.

Στο δείγμα ερευνών της A. Dittmar(2000), περιέχονται δεδομένα από το Compustat και από το Center for Research in Security Prices από το κεφάλαιο "Purchase of Stock" από τα έτη 1977-1996 για όλες τις εταιρείες. Την ίδια μέτρηση χρησιμοποίησαν ο Bagwell και Shoven (1989) , οι Dunsby (1994) και Berger , οι Ofek και Yermack(1996), και τέλος οι Opler και Titman (1996). Εξέτασε εάν οι εταιρείες επαναγοράζουν μερίδια για να διανεμούν τα επιπλέον κεφάλαια τους, λαμβάνοντας όμως υπόψη τα μετρητά της εταιρείας, τις χρηματοροές, τον δείκτη " αγοραία αξία προς λογιστική ", τις πληρωμές (τα μερίσματα που κατεβλήθησαν στο προηγούμενο έτος). Εξέτασε εάν οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορές όταν αντιληφθούν ότι η τιμή της μετοχής τους είναι χαμηλότερη από την πραγματική της αξία, λαμβάνοντας υπόψη την ασυμμετρία στην πληροφόρηση σε σχέση με το μέγεθος της εταιρείας, την απόδοση, την μόχλευση (τον λόγο « δανείων προς περιουσιακά στοιχεία»). Επίσης συμπεριέλαβε στην μελέτη της, την αποτροπή ανάληψης της διοίκησης από άλλον (takeover deterrence) και την κατοχή των δικαιωμάτων από το ευρύ κοινό.²⁹

Στο δείγμα έρευνας του S. Weisbenner, (2000) περιέχονται δεδομένα από τον NYSE και τον S & P 500 από το έτος 1985-1996. Στατιστικά στοιχεία για προγράμματα παροχής δικαιωμάτων από τον S & P 500, Mid Cap 400 και τον Forbes 500 και από τα έτη 1990-1998. Χρησιμοποίησε το ίδιο μοντέλο, όπως οι Jagannathan, Stephens , και Weisbach, οι Bagwell και Shoven. Στην έρευνά του εξέτασε πως η ανάπτυξη των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων επηρεάζει την πολιτική πληρωμών των επιχειρήσεων και γιατί τα στελέχη μπορεί να προτιμούν την διανομή μετρητών με το να επαναγοράζουν μετοχές, σαν αντίσταση στην αύξηση των μερισμάτων, με σκοπό την μεγέθυνση της αξίας των δικαιωμάτων που κατέχουν οι ίδιοι.

Στην έρευνά του ο J.P.Weber (2000) χρησιμοποίησε αρχικά 143 εταιρείες που ακύρωσαν τα προγράμματα των επαναγορών για να προβούν σε ενοποίηση συμφερόντων. Από αυτές 27 εταιρείες ήταν στόχοι εξαγορών, 59 δεν περιελήφθηκαν γιατί προέβησαν στην ακύρωση εντός 5 ημερών

²⁹ Amy Dittmar (Indiana uni.-2000-)σελ.339

από την ημέρα της εξαγοράς. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 50 εταιρείες που προέβησαν σε ενοποίηση και 27 που προέβησαν σε επαναγορές (εγκαταλείποντας την ενοποίηση).

Εξέτασε τον τρόπο που αντιδρά η αγορά στην ακύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς, για να χρησιμοποιηθεί ενοποίηση συμφερόντων. Εξέτασε αν οι μέτοχοι ωφελούνται από την απόφαση των στελεχών να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων.

Στο δείγμα των J.N.Liang, S.Sharpe (1999) περιελήφθηκαν 150 επιχειρήσεις από τους S & P 500 από τα έτη 1994-1997, που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών αντί πληρωμής μερισμάτων.³⁰ Εκτίμησαν τις συνέπειες των επαναγορών στην μείωση των μετοχών που κατέχουν ιδιώτες και τις συνέπειες της άσκησης των δικαιωμάτων πώλησης στις αποσύρσεις μετοχών (share retirements) για τις μεγάλες εταιρείες του S&P 500.

Στο δείγμα τους οι Kai Li, W.McNally (1999) περιέλαβαν 105 εταιρείες από το Καναδικό NCIBs (Normal Course Issuer Bids) μεταξύ του Ιανουαρίου 1989 και Δεκεμβρίου 1992. Εξέτασαν τις επαναγορές της ελεύθερης αγοράς που επραγματοποιήθηκαν στον Καναδά. Την αλλαγή στην αξία των επιχειρήσεων, την αλλαγή στις αποδόσεις 100 ημέρες πριν την αναγγελία της επαναγοράς και 200 ημέρες μετά.

Στο τελικό δείγμα τους οι E.Liljebloom, D.Pasternack (2002) περιέλαβαν 592 εταιρείες, από το έτος 1996-1997 έως το 2000-2001³¹. Τα στοιχεία πήρε από το χρηματιστήριο του Ελσίνκι.

Εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για τις επαναγορές και τα μερίσματα στην Φινλανδία όπως π.χ. τα λειτουργικά και μη λειτουργικά εισοδήματα, την φορολογία και τις παροχές δικαιωμάτων.³²

Οι G.Grullon, R.Michaely(2000) χρησιμοποίησαν δεδομένα από τα αρχεία του Compustat από όλες τις βιομηχανικές εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά έστω και μία φορά στην περίοδο 1972-1998. Το δείγμα περιλαμβάνει 121.973 παρατηρήσεις. Μελέτησαν την πολιτική πληρωμών των εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες, λαμβάνοντας υπόψη τους

³⁰ J.N.Liang, S.Sharpe ΣΕΛ 2

³¹ E.Liljebloom, D.Pasternack ΣΕΛ.7

³² E.Liljebloom, D.Pasternack ΣΕΛ.8

μεταβλητές όπως τα κέρδη, τα μερίσματα (στις κοινές μετοχές), την αγοραία αξία, τα συνολικά έξοδα για αγορά κοινών και προνομιούχων μετοχών. Μελέτησαν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών, την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών και των πληρωμών, την σχέση μεταξύ πρόβλεψης σφαλμάτων των μερισμάτων και απόδοσης των επαναγορών, τα αποτελέσματα των επαναγορών στην αντίδραση της αγοράς από την μείωση των μερισμάτων, τα αποτελέσματα της φορολογίας των επαναγορών.

Το δείγμα των G.W.Fenn, N. Liang (1997) περιλαμβάνει 7154 εταιρείες (των οποίων το ενεργητικό είναι πάνω από 50 εκατ.\$ μεταξύ των ετών 1984-1995) που πληρώνουν μέρισμα και 6056 εταιρείες που δεν πληρώνουν μέρισμα. Από τις 7154 ετ., το 50,00% προέβησαν σε επαναγορά και από τις 6056 το 62,20%.. Πραγματοποίησε 13.210 παρατηρήσεις.

Τα στοιχεία είναι από τον "Compustat item A115". Σε 3872 παρατηρήσεις από το 1984-1990 και 3276 για το 1991-1995 εξέτασε την θεωρία των ελεύθερων ταμιακών ροών και τον τρόπο που η παροχή των δικαιωμάτων μετοχών στα στελέχη επηρεάζει την απόφαση μεταξύ επαναγορών και καταβολής μερισμάτων, λαμβάνοντας υπόψη τα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών όπως π.χ. καθαρό εισόδημα / ενεργητικό, λογιστική/αγοραία αξία, δάνεια/ενεργητικό.³³

Στην νέα έρευνα που πραγματοποίησαν το 2001 με 4987 παρατηρήσεις από τα έτη 1993-1997 με στοιχεία από τον S&P Compustat & Execucomp, έδειξαν την σχέση μεταξύ των πληρωμών και των κινήτρων των στελεχών σε μετοχές.³⁴ Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 1108 εταιρείες.

Στην έρευνά τους οι M.Jagannathan, C.Stephens και M.Weisbach (1999) περιέλαβαν όλες τις εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά από τα έτη 1985-1996 από τον SDC (Security Data Company). Έγιναν 4753 ανακοινώσεις και πραγματοποιήθηκαν 1638 επαναγορές και των τριών ειδών.

Εξέτασαν τις αποφάσεις που παίρνουν οι βιομηχανικές επιχειρήσεις προκειμένου να επιλέξουν μεταξύ του τρόπου της πληρωμής μέσω

³³ G.W.Fenn, N. Liang -Σελ. 17-Μάρτιος 1997

³⁴ G.W.Fenn, N. Liang -60(2001) σελ.55

μερισμάτων ή μέσω των επαναγορών. Εκτίμησαν την σπουδαιότητα των επαναγορών στις αποφάσεις των επιχειρήσεων για πληρωμές και απομόνωσαν τις μεταβλητές που επηρεάζουν αυτή την απόφαση, την ασυμμετρία της πληροφόρησης, την φορολογία και την κατοχή των δικαιωμάτων μετοχών των στελεχών. Εξέτασαν τον αριθμό των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν επαναγορά μετοχών και το ποσό των επαναγορών σε δολάρια ανά έτος.

Στην έρευνα που πραγματοποίησαν οι P.Raghavendra Rau, Theo Vermaelen (2002) περιέλαβαν στοιχεία από το SDC online Mergers and Corporate Transactions, από την Αγγλία και όλες τις αναγγελίες που έγιναν για επαναγορές μεταξύ του Ιανουαρίου 1985 έως τον Ιούνιο 1998. Ερεύνησε τα κίνητρα και τις συνέπειες των επαναγορών σε σχέση με το θεσμικό πλαίσιο .

Κατά την εξέταση μακροπρόθεσμων αποδόσεων, οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επαναγορές μετοχών, με την αναγγελία κερδίζουν σημαντικές αρνητικές ασυνήθιστες αποδόσεις του -7% κατά το έτος μετά την αναγγελία³⁵.

Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν οι D.Ikenberry, J.Lakonishok, Theo Vermaelen (1995) ελήφθησαν από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στον *Compustat* από τα έτη 1980-1990 . Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 1239 εταιρείες. Εξέτασαν την αντίδραση της αγοράς κατά την διάρκεια των αναγγελιών των επαναγορών, τις επιδόσεις των εταιρειών μακροπρόθεσμα, την υποτίμηση της αξίας της μετοχής σαν κίνητρο για επαναγορές.

Στο υπόδειγμά τους οι K.M. Howe, Jia He, G.W.Kao(1992) περιέλαβαν τις αναγγελίες των επαναγορών και των ειδικών μερισμάτων μεταξύ των ετών 1979 έως και 1989 , από το on-line Dow Jones News Retrieval Service και το Wall Street Journal Index. Το τελικό δείγμα περιέχει 115 επιχειρήσεις, εκ των οποίων οι 55 ανήγγειλαν επαναγορές και οι 60 την πληρωμή ειδικών μερισμάτων. Εξέτασαν την διακύμανση της τιμής της μετοχής, κατά την διάρκεια της αναγγελίας για επαναγορά μετοχών ή κατά την αναγγελία καταβολής των ειδικών μερισμάτων.

³⁵ P.Raghavendra Rau σελ.248 “J of B”

Στο δείγμα που εξέτασαν οι Scott Lee, W. Mikkelson και M.M. Partch(1992) περιέλαβαν μεταξύ του 1977 έως 1988 όλες τις επαναγορές που είναι καταγεγραμμένες στις ετήσιες εκδόσεις του Wall Street Journal Index ή στις εξάμηνες εκδόσεις του Corporate Financing Directory ή στο Investment Dealers' Digest. Επίσης πήρε μερικά στοιχεία από την μελέτη που παρουσίασαν το 1991 οι Comment και Jarrell και από τον Bagwell - Shoven το 1992³⁶. Το δείγμα περιέχει 146 επαναγορές . Εξέτασαν τον τρόπο που οι διευθυντές των επιχειρήσεων εμπορεύονται την μετοχή τους στην ελεύθερη αγορά κατά την διάρκεια των επαναγορών, σε συνδυασμό με την πληροφόρηση που έχουν για τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης.

Στο αρχικό δείγμα τους οι U. Bhattacharya, A. Dittmar (Οκτώβριος 2001) περιέλαβαν όλες τις επιχειρήσεις που ανήγγειλαν επαναγορές από το 1985 ως το 1995. Έγιναν 6604 ανακοινώσεις από 2948 εταιρείες. Από αυτές το 25% (740) δεν προέβη σε καμμία επαναγορά στα 4 χρόνια που ακολούθησαν την αναγγελία. Το 12% (359) δεν περιλαμβάνεται στα στοιχεία του *Compustat*. Οι (1363) εταιρείες προέβησαν σε επαναγορά μετοχών το λιγότερο εντός ενός έτους από την αναγγελία. Ένα ποσοστό 264, 141 και 81 εταιρειών, προέβη σε επαναγορά μετοχών στο τέλος του 2^{ου}, 3^{ου}, και 4^{ου} έτους μετά την αναγγελία. Εξέτασαν τον μηχανισμό της πληροφόρησης που επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά, αν είναι δαπανηρός ή όχι, σε σχέση με υποτιμημένες ή μη υποτιμημένες εταιρείες.

Στο δείγμα των R. D'Mello, P.Shroff(Οκτώβριος 2000) περιέχονται 166 ανακοινώσεις προσφορών σταθερής αμοιβής³⁷ (fixed price tender offers) από το 1970 ως το 1989 από επιχειρήσεις που υπάρχουν στο NYSE, AMEX , και Nasdaq . Στοιχεία τα οποία χρησιμοποιήθηκαν ενωρίτερα από τους Comment, Jarrell, Dann και τον D' Mello (1995). Από το πρωτογενές δείγμα των 291 επαναγορών , οι 38 έγιναν από εταιρείες που δεν είναι καταχωρημένες στον *Compustat* "Annual Industrial Research" . Εξέτασαν αν οι διευθυντές των επιχειρήσεων προβαίνουν σε επαναγορές όταν έχουν την πληροφόρηση για πιθανή υποτίμηση.

³⁶ Scott Lee, W. Mikkelson, M.M. Partch σελ.1948-τομ

³⁷ R. D'Mello, P.Shroff σελ.2407-2000

Το δείγμα των επαναγορών που χρησιμοποιεί η K. M. Kahle (2001) είναι από στοιχεία του Securities Data Corporation's Mergers and Acquisitions και περιλαμβάνει 5.147 παρατηρήσεις για τα έτη μεταξύ 1991 έως 1996. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 712 επαναγορές. Περιέλαβε δεδομένα για τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, και εξέτασε πως επηρεάζεται η απόφαση των επαναγορών, από τις ασκήσεις των δικαιωμάτων, από τον αριθμό των δικαιωμάτων που κατέχουν ιδιώτες κατά την διάρκεια ενός χρόνου πριν την αναγγελία και ενός χρόνου μετά. Εξέτασε και επιχειρήσεις οι οποίες αυξάνουν την πληρωμή μερισμάτων, για να ερευνήσει την επιλογή μεταξύ της μιας μεθόδου πληρωμής και της άλλης (μερίσματα και επαναγορές).

Στον ΠΙΝΑΚΑ.1 παρουσιάζονται έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για τις επαναγορές καθώς και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για κάθε μελέτη.

6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

Οι ερευνητές ανάλογα με τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν κατέληξαν σε διάφορα αποτελέσματα, π.χ. ο *Dann (1981)*, *Vermaelen (1981)* και ο *Masulis (1980)* έδειξαν ότι ο μέσος όρος της τιμής ανάκτησης στις προσφορές επαναγορών είναι 22-23% πάνω από την τιμή αγοράς πριν από την αναγγελία της προσφοράς ,ενώ η τιμή μετά την προσφορά είναι μόνο 13% πάνω από την τιμή πριν την προσφορά . Μ' αυτό βλέπουμε ότι οι εταιρείες πληρώνουν επί πλέον για τα μερίδια που θα επαναγοράσουν.³⁸ Σε κάποια υποδείγματα τα προγράμματα επαναγορών, που βασίζονται στην ιδιωτική πληροφόρηση (στους *Ofer* και *Thakor – 1987-*, στους *Constantinides* και *Grundy-1989-*, και στους *Hausch* και *Seward -1993-*) περιλαμβάνεται η άποψη ότι υπάρχει η πιθανότητα οι μέτοχοι να έχουν διαφορετικές επιφυλάξεις ως προς τις τιμές. Ενώ οι περισσότεροι ερευνητές θεωρούν ότι οι εταιρείες μπορούν να επαναγοράσουν όσα μερίδια επιθυμούν σε μια δίκαιη τιμή.

³⁸ J. Persons-1995, σελ.2

Η *Jolls (1998)* συνέλεξε ένα τυχαίο δείγμα εταιρειών από « Wall Street Journal,» που ανήγγειλαν επαναγορές μεριδίων ή αυξήσεις μερισμάτων και τις συνέκρινε μ' ένα τυχαίο δείγμα εταιρειών οι οποίες δεν ανήγγειλαν επαναγορά ή αύξηση μερίσματος, και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που βασίζονται σε δικαιώματα μετοχών για να αποζημιώσουν τα στελέχη τους, είναι πιο επιρρεπείς σε επαναγορές μεριδίων.

Η *A. Dittmar* βρήκε ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν είναι εν δυνάμει υποτιμημένες σε σχέση με το δείκτη λογιστική/αγοραία αξία αλλά και για να είναι σε πλεονεκτικότερη θέση στην περίπτωση της υποτίμησης. Αυτό θεωρείται από την συγγραφέα ότι είναι και το ισχυρότερο κίνητρο για επαναγορές (κατά την περίοδο του δείγματος).³⁹

Με τις επαναγορές διανέμουν τα επί πλέον κεφάλαια. Οι επαναγοράζουσες εταιρείες δεν έχουν υψηλό δείκτη πληρωμών. Έδειξε επίσης ότι δεν αντικαθιστώνται τα μερίσματα από τις επαναγορές, αλλά ούτε και τα φορολογικά οφέλη είναι η αιτία για να προβούν σε επαναγορά.

Οι μεγαλύτερες εταιρείες φαίνεται ότι προβαίνουν περισσότερο σε επαναγορές. Η χρήση των δικαιωμάτων μετοχών μπορεί να αυξήσει το ποσοστό των εταιρειών που προτιμούν την επαναγορά από τα μερίσματα, από την στιγμή που η επαναγορά δεν θα εξουδετερώνει την αραίωση της τιμής της μετοχής.⁴⁰

Ο *S. Weisbenner* βρήκε ότι τα συνολικά δικαιώματα που κατέχουν ιδιώτες δεν είναι ουσιαστικός λόγος για να προβεί μια επιχείρηση σε επαναγορά. Δεν υπάρχει καμιά σχέση μεταξύ δικαιωμάτων που κατέχουν τα ανώτατα στελέχη των επιχειρήσεων και της επαναγοράς μεριδίων.

Οι επαναγορές μεριδίων αντιδρούν περισσότερο σε προσωρινά μη λειτουργικά εισοδήματα, παρά σε σταθερά εισοδήματα. Επιχειρήσεις με υψηλότερες ευκαιριακές επενδύσεις, όπως φαίνονται από τον λόγο της αγοραίας αξίας προς την λογιστική αξία, φαίνεται να προβαίνουν πολύ λιγότερο σε επαναγορά μετοχών.⁴¹

³⁹ Amy Dittmar (Indiana uni.-2000-)σελ.349

⁴⁰ Amy Dittmar (Indiana uni.-2000-)σελ.349

⁴¹ S.Weisbenner,(Απρίλιος 2000)σελ.17

Κατά την άσκηση των δικαιωμάτων οι επιχειρήσεις δεν επαναγοράζουν απλώς μερίδια, αλλά σταδιακά επαναγοράζουν το ποσό που είναι αναγκαίο για να εξουδετερώσουν την αραιώση που έχουν τα κέρδη από τις συναλλαγές.⁴²

Από την στιγμή που οι επιχειρήσεις δεν δίνουν μέρισμα για να προστατέψουν τα δικαιώματά τους, μπορεί να έχουν τα στελέχη σαν κίνητρο να υποκαταστήσουν τις επαναγορές ή να μειώσουν τα κέρδη από τα μερίσματα για να αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων που κατέχουν. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και των δικαιωμάτων μετοχών των στελεχών, και αυτός ο λόγος πολλές φορές οδηγεί σε αύξηση των επαναγορών.

Ο *J.P. Weber* (Οκτώβριος 2000) Στην έρευνά του σχετικά με τις ενοποιήσεις και επαναγορές βρήκε ότι στατιστικά οι αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις συνδέονται με την αναγγελία της ακύρωσης των επαναγορών, ενώ συμβαίνει το αντίθετο όταν ακυρώνονται οι ενοποιήσεις χάριν των επαναγορών

Αν η αγορά περιμένει ότι τα οφέλη των οικονομικών ανακοινώσεων της ενοποίησης, θα ξεπεράσουν τα πλεονεκτήματα των προγραμμάτων επαναγοράς, τότε η αγορά θα αντιδράσει θετικά στην ακύρωση ανακοίνωσης και αρνητικά στην λογιστική αλλαγή της ανακοίνωσης.

Η αντίδραση της αγοράς στην ακύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς, για να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων θα είναι μεγαλύτερη από την αντίδραση της αγοράς για επιχειρήσεις που ακυρώνουν τα προγράμματα επαναγοράς για άλλες αιτίες.

Η αντίδραση της αγοράς θα είναι μεγαλύτερη για επιχειρήσεις που ακύρωσαν τα προγράμματα επαναγοράς για να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων για να αποφύγουν μεγαλύτερη μείωση των μελλοντικών κερδών.

Το μέγεθος της αντίδρασης θα είναι αρνητικά συσχετισμένο με τα επιτεύγματα της επιχείρησης και θετικά με το μέγεθος των επαναγορών.⁴³

⁴² Weisbenner- σελ. 24

⁴³ J. Weber-2000-σελ.13

Οι J.N.Liang, και S.Sharpe (Νοέμβριος 1999) βρήκαν ότι την περίοδο 1994-1998 τριπλασιάστηκαν οι επαναγορές πλησιάζοντας το ποσό των 150 δισ.\$. Την ίδια περίοδο όμως οι πληρωμές μερισμάτων ανήλθαν σε 115 δισ.\$. Πολλές επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επαναγορές, εκδίδουν και νέες μετοχές για να ικανοποιήσουν τις ασκήσεις πώλησης των δικαιωμάτων των κατόχων. Αυτές οι μετοχές πωλούνται με "discount", με αποτέλεσμα ένας πλούτος από τους μεριδιούχους να πηγαίνει στους κατόχους των δικαιωμάτων. Οι επαναγορές μείωσαν τις μετοχές που κατέχουν ιδιώτες κατά 2%, αλλά λόγω της άσκησης των δικαιωμάτων μόνο οι μισές από αυτές αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία.

Το ποσό που εδόθη στις επαναγορές από 17% που ήταν το 1994, ανήλθε σε περίπου 40% το 1997 και το 1998.⁴⁴

Οι Kai Li, και W. McNally (Φεβρουάριος 1999) βρήκαν ότι οι ταμιακές ροές έχουν στενή σχέση με τις επαναγορές. Οι μικρές Καναδικές εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορές περισσότερο από τις μεγάλες.⁴⁵ Πάνω από το 75% των επιχειρήσεων όπως ανακοινώθηκαν από το NCIBs (Normal Course Issuer Bids) προέβησαν σε επαναγορά σε μια περίοδο 12 μηνών μετά την αναγγελία. Οι επαναγορές δεν χρησιμοποιούνται σαν εναλλακτική πρόταση με τα μερίσματα, ή για να μειωθεί η φορολογία των μετόχων. Οι επαναγορές δεν είναι περισσότερο ευμετάβλητες από τα μερίσματα, αλλά δεν φαίνεται να είναι ένα μέσο αποφυγής της χρηματοοικονομικής αδράνειας μιας επιχείρησης. Συνήθως οι Καναδικές επαναγορές που ανακοινώνονται από μικρές επιχειρήσεις γίνονται όταν μεγάλοι επενδυτές έχουν σαν κίνητρο την ανάληψη της διοίκησης.

Οι E. Liljebloom, D. Pasternack (Φεβρουάριος 2002) ερεύνησαν τις μεταβλητές που επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων μεταξύ της επαναγοράς μετοχών ή της καταβολής μερισμάτων και βρήκε ότι οι επαναγορές συνδέονται περισσότερο με σταθερά εισοδήματα παρά με έκτακτα, ενώ επιχειρήσεις με μεγάλα προγράμματα παροχής

⁴⁴ J.N.Liang, S.Sharpe σελ.9-Νοέμβριος 1999

⁴⁵ Kai Li, W.McNally Σελ.17

δικαιωμάτων φαίνεται να είναι περισσότερο ευαίσθητες στις επαναγορές.⁴⁶ Στη Φινλανδία σπουδαίο ρόλο για τις επαναγορές παίζει και η φορολογία. Οι ξένοι επενδυτές φαίνεται ότι προτιμούν περισσότερο τις επαναγορές από τα μερίσματα τα οποία έχουν και μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή.

Ο *I. Grullon*, και *R. Michaely* (Απρίλιος 2000) έδειξαν ότι οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα. Ο μέσος όρος πληρωμής μέσω επαναγορών αυξήθηκε έναντι των μερισμάτων. Την περίοδο 1990-1998 οι εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά ανέρχονταν στο 2,56% ,ενώ στην περίοδο 1972-1980 ήταν 19,35% . Οι δαπάνες για τα προγράμματα επαναγοράς αυξήθηκαν από 4,8% στο 1980, σε 50,1% στο 1998. Ενώ οι δαπάνες για τα προγράμματα αυξάνονταν κατά μέσο όρο 28,3% ετησίως κατά την περίοδο 1980-1998, τα μερίσματα είχαν αντίστοιχη αύξηση 7,5%.

Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στην αναγγελία μείωσης των μερισμάτων, αλλά αν οι μέτοχοι πιστούν ότι υποκαθιστώνται με επαναγορές τότε η αντίδραση θα είναι λιγώτερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες εταιρείες απ'ότι στις υπόλοιπες.

Ο *I. G.W. Fenn* και *N. Liang* σε έρευνα που δημοσίευσαν (Δεκέμβριος 1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές είναι ένα καταπληκτικό πιστευτό μέσο για να διανείμεις ταμιακές ροές. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να διανεμηθούν αμέσως, ενώ άλλες μέθοδοι π.χ. όπως αύξηση μερίσματος προκαλεί και δέσμευση για διανομή και στο μέλλον.⁴⁷ Εταιρείες με χαμηλά χρηματοοικονομικά κόστη θα προβούν σε επαναγορά. Οι επαναγορές είναι αρνητικά συνδεδεμένες με τον λόγο λογιστική/αγοραία αξία αξία, αρνητικά με την μόχλευση, θετικά με το μέγεθος της εταιρείας και θετικά συνδεδεμένες με τις καθαρές λειτουργικές χρηματικές ροές .

Οι επιχειρήσεις δεν συμπεριφέρονται στις επαναγορές και στα μερίσματα σαν υποκατάστατα. Χρησιμοποιούν τις επαναγορές για να διανείμουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές, ενώ φαίνεται ότι υποκαθιστούν τα μερίσματα για

⁴⁶ E.Liljebloom, D.Pasternack σελ.11

⁴⁷ G.W.Fenn, N. Liang -σελ.2-1997

να αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων τους.⁴⁸ Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ επαναγορών και παροχής δικαιωμάτων.

Σε νέα έρευνα που δημοσίευσαν το 2001 βρήκαν ότι οι μετοχές που ανήκουν στα στελέχη των επιχειρήσεων φαίνεται ότι έχουν επίδραση στην απόφαση που θα επιλέξουν για το είδος των πληρωμών που θα ασκήσουν. Παρέχει δε κίνητρα για αύξηση των πληρωμών από επιχειρήσεις με σοβαρά προβλήματα αντιπροσώπευσης και ελάχιστες ευκαιριακές επενδύσεις, ενώ στις υπόλοιπες δεν συμβαίνει το ίδιο.⁴⁹

Όταν διανέμουν χρήματα σε μερίσματα ή επαναγορές ανοικτής αγοράς για να ρυθμίσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμιακών ροών, η επιλογή τους επηρεάζεται από τα χαρακτηριστικά και την αξία της επιχείρησης, την σταθερότητα των ταμιακών ροών .

Οι M.Jagannathan , C.Stephens , M.Weisbach , (Φεβρουάριος 1999) βρήκαν ότι το μέγεθος , η ανάπτυξη, οι αποδόσεις των μετοχών, οι ταμιακές ροές, και ο δείκτης λογιστική προς αγοραία αξία είναι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση των διευθυντών για την επαναγορά. Αν και οι επαναγορές δεν έχουν αντικαταστήσει τα μερίσματα, έχουν καταστεί όμως ένας σοβαρός τρόπος πληρωμής, ενώ τα ποσά που έχουν πληρωθεί μέσω αυτών έχουν αυξηθεί σημαντικά. Υπάρχουν διαφορές μεταξύ αυτών των επιχειρήσεων που αυξάνουν τα μερίσματα και αυτών που αυξάνουν τις επαναγορές. Οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα είναι γενικά μεγαλύτερες, έχουν υψηλότερες ταμιακές ροές, ενώ αυτές που είναι αβέβαιες ως προς τις ταμιακές τους ροές , θα χρησιμοποιήσουν περισσότερο τις επαναγορές . Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα ανήλθαν σε 55,4% συγκρινόμενες με το 21,8% των επαναγοραζουσών εταιρειών⁵⁰

Τα μερίσματα συνδέονται με σταθερές ταμιακές ροές , εν αντιθέσει με τις επαναγορές που συνδέονται με τις έκτακτες.

Την επιλογή μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών επηρεάζουν η φορολογία και η κατοχή δικαιωμάτων.

⁴⁸ G.W.Fenn, N. Liang -σελ.19-1997

⁴⁹ G.W.Fenn, N. Liang -σελ.72- 2001

Οι P.Raghavendra Rau, Theo Vermaelen (2002.τομ.75) βρήκαν ότι η φορολογία και το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει στην Αγγλία δεν κάνουν τις επαναγορές λιγότερο ελκυστικές απ'ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι επιχειρήσεις που αναγγέλουν επαναγορές κερδίζουν μικρότερες αποδόσεις και βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, εν αντιθέσει με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των επαναγορών που λαμβάνουν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες μακροπρόθεσμα. Και αυτό συμβαίνει όχι μόνο εξ αιτίας της νόμιμης προμήθειας αλλά επί πλέον ότι μπορούν να έχουν καλύτερη πληροφόρηση για να προβούν σε επαναγορά, όταν οι τιμές θα είναι υποτιμημένες, από ότι έχουν στην Αγγλία.

Οι D.Ikenberry, J.Lakonishok, Theo Vermaelen(1995) θεωρούν ότι είναι δύσκολο να προσδιοριστούν τα ποικίλλα κίνητρα που ισχύουν σε μια προσέγγιση ενός προγράμματος επαναγορών. Εταιρείες με χαμηλό δείκτη λογιστική / αγοραία αξία ι προβαίνουν σε επαναγορές για λόγους διαφορετικούς από την υποτίμηση.⁵¹

Από το άλλο μέρος οι επαναγορές ανακοινώνονται από επιχειρήσεις ή με υψηλό τον δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία ή όταν η αξία των μετοχών τους που είναι υποτιμημένη, που φαίνεται να είναι το αρχικό κίνητρο.⁵² Αυτές οι επιχειρήσεις έχουν και υψηλότερες αποδόσεις, περίπου 45,3% σε μια περίοδο τεσσάρων ετών μετά την ανακοίνωση.

Οι K.M. Howe, Jia He και G.W.Kao(Δεκέμβριος 1992) βρήκαν ότι οι αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης για τις επαναγορές ήταν 7,47% και για τα ειδικά μερίσματα 3,44%.⁵³ Και είναι περίπου ίδια με τα αποτελέσματα των Dann (1981), Vermaelen (1981,1984) Lakonishok-Vermaelen (1990), και του Brickley (1983) για τα ειδικά μερίσματα. Όταν οι μετοχές των εταιρειών είναι υποτιμημένες τότε καταφεύγουν σε επαναγορές ή σε πληρωμές μέσω των ειδικών μερισμάτων.

⁵⁰ M.Jagannathan-C.Stephens-M.Weisbach, κεφάλ. 4.3- Φεβρ.1999

⁵¹ D.Ikenberry-J.Lakonishok-T.Vermaelen σελ.191 "J of F.Ec.

⁵² D.Ikenberry-J.Lakonishok-T.Vermaelen σελ.191 "J of F.Ec.

⁵³ K.M. Howe, Jia He, G.W.Kao σελ.1967- τομ.5-1992

Οι Scott Lee, W. Mikkelson και M.M. Partch (Δεκέμβριος 1992) εξέτασαν τον τρόπο που εμπορεύονται τις μετοχές οι διευθυντές σε διάρκεια 4 ετών γύρω από τις επαναγορές. Και βρήκαν ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων εξ (6) μήνες πριν την αναγγελία της επαναγοράς αυξάνουν την συχνότητα που αγοράζουν και μειώνουν την συχνότητα που πωλούν τις μετοχές πριν την ανακοίνωση των επαναγορών. Οι ανακοινώσεις τους μεταφέρουν ικανοποιητικές πληροφορίες για τα μελλοντικά σχέδια της επιχείρησης.⁵⁴

Οι U. Bhattacharya, A. Dittmar (Οκτώβριος 2001) ερεύνησαν την επιλογή των επιχειρήσεων μεταξύ ενός δαπανηρού και μη δαπανηρού μηνύματος πληροφόρησης στις κεφαλαιαγορές, και την επιλογή τους για πληρωμή μέσω των επαναγορών. Έξετασαν ποιός μηχανισμός πληροφόρησης, σχετικά με την υποτίμηση ή όχι της μετοχής, επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά. Κατά την ανακοίνωση έχουν μεγάλη τυπική απόκλιση, γύρω στο 8,99%, στις υπερβάλλουσες αποδόσεις τους, και έχουν χαμηλό δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία σε σχέση με τις εταιρείες που εφαρμόζουν τις επαναγορές. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν και εφαρμόζουν τις επαναγορές έχουν αποδόσεις γύρω στο 3,6%, εν αντιθέσει με τις άλλες (που ανακοινώνουν και δεν επαναγοράζουν) γύρω στο 3,00%

Οι R. D'Mello, P. Shroff (Οκτώβριος 2000) βρήκαν ότι το 74% των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε επαναγορά είναι υποτιμημένες, με ίδια περίπου οικονομική αξία με αυτή που είχαν και πριν προβούν στην ανακοίνωση της επαναγοράς. Υπάρχει μια δυνατή θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης της επιχείρησης και του premium της προσφοράς. Η απόφαση για επαναγορά εξαρτάται από την σπουδαιότητα της υποτίμησης, αν και οι διευθυντές προσπαθούν να έχουν πληροφορίες εκ των προτέρων γι' αυτό.

Το 18% των υπερτιμημένων εταιρειών αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της ανάληψης της εξουσίας (takeover), για την περίοδο δύο ετών από την επαναγορά.⁵⁵

⁵⁴ Lee, Mikkelson, Partch -vol. XLII, No. 5 σελ. 1952

⁵⁵ R. D'Mello, P. Shroff σελ. 2421

Η Kathleen M. Kahle (Ιούνιος 2001) εξέτασε τα προγράμματα επαναγορών από το 1993-1996 για να προσδιορίσει την επίδραση που έχει η παροχή των δικαιωμάτων, στην απόφαση που λαμβάνεται για τις επαναγορές και την αντίδραση των αγορών στις ανακοινώσεις. Εξέτασε τα κίνητρα που οδηγούν στις επαναγορές και βρήκε ότι, πολλές εταιρείες φαίνεται να προτιμούν την επαναγορά από την αύξηση των μερισμάτων, αν τα δικαιώματα που κατέχουν ιδιώτες επενδυτές πρόκειται να ασκηθούν στο κοντινό μέλλον. Τα μη ασκηθέντα δικαιώματα των στελεχών έχουν θετική επίδραση στην απόφαση. Οι επαναγορές έχουν σχέση με τις ελεύθερες ταμιακές ροές, αλλά και με τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 2 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί για τις επαναγορές.

7. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ Α.Α.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 3, παρουσιάζονται 60 εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α. που ανακοίνωσαν ότι θα προέβαιναν σε επαναγορά των μετοχών τους. Οι ανακοινώσεις έγιναν μεταξύ της περιόδου από 1/1/2000 έως 31/12/2001, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών,

Στον ΠΙΝΑΚΑ 4, παρουσιάζονται 18 επιχειρήσεις που έχουν προβεί τελικά σε επαναγορά, από την περίοδο 1/1/2000 έως τις 31/7/2001, σύμφωνα τα στοιχεία που εδόθησαν από τις ίδιες τις εταιρείες στο Χ.Α.Α. Από τις Γ.Σ. των εταιρειών απεφασίσθη η επαναγορά 55.410.660 μετοχών, από τις οποίες πραγματοποιήθηκαν επαναγορές 21.133.400 μετοχών. Το ποσοστό επί του συνολικού αριθμού των μετοχών που επαναγοράσθηκαν είναι 22,42%, ενώ το ποσοστό επί του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου είναι 2,04%.

Στον ΠΙΝΑΚΑ 5, παρουσιάζονται ότι 49 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Α.Α., οι οποίες ανακοίνωσαν ότι θα προβούν σε αγορά

ιδίων μετοχών την περίοδο του έτους 2001. Γι αυτές τις εταιρείες δεν υπάρχουν στοιχεία ότι προέβησαν στην επαναγορά.

8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η επαναγορά μετοχών δεν είναι μία σταθερή πολιτική των επιχειρήσεων όπως τα μερίσματα. Η απόφαση που λαμβάνει μια εταιρεία για την αγορά των ιδίων της μετοχών είναι συνδεδεμένη με την κεφαλαιακή της διάρθρωση, τις επενδύσεις, τον έλεγχο και την πολιτική αποζημιώσεων της εταιρείας. Τα κίνητρα γι ' αυτή την απόφαση είναι πολλά, όπως οι επιπλέον ταμιακές ροές, η πιθανή υποτίμηση της αγοραίας αξίας των μετοχών, η μείωση του λόγου EPS λόγω της παροχής δικαιωμάτων, η μόχλευση, η πιθανή ανάληψη της διοίκησης της εταιρείας από άλλον.

Σημαντικό ρόλο έχει για την επαναγορά και η τιμή στην οποία θα αγοραστούν οι μετοχές. Η διαμόρφωση της τιμής πρέπει να είναι τέτοια ώστε οι μέτοχοι που δεν προσφέρουν να μη βρεθούν σε καλύτερη αλλά ούτε και σε χειρότερη θέση από τους μετόχους που προσφέρουν και αντίστροφα. Η τιμή επαναγοράς θα πρέπει να έχει σχέση με το πλήθος των διαθέσιμων μετοχών, την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή για κάθε μετοχή αλλά και τον αριθμό των μετοχών που τελικά θα επαναγοραστούν.

Φαίνεται όμως ότι η συχνότερη αιτία για την απόφαση για την επαναγορά των μετοχών μιας εταιρείας είναι η υποτίμηση ή ακόμη και το μήνυμα που λαμβάνει για μια τέτοια πιθανότητα. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν τέτοια προγράμματα, έχουν μεγάλες αποδόσεις κατά την διάρκεια των ανακοινώσεων, δεν δεσμεύονται ότι θα διεκπεραιώσουν και την επαναγορά.

Τα προγράμματα επαναγορών είναι πολυδάπανα, διότι αφ' ενός μεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, αφ' ετέρου δε πληρώνεται premium από τις επιχειρήσεις για να αγοράσουν τις μετοχές.

Οι επαναγορές έχουν σχέση με την ευρωστία των επιχειρήσεων. Παρουσίασαν αύξηση κατά την διάρκεια του 1980 λόγω της ανάπτυξης των αγορών και στη συνέχεια μειώθηκαν στην αρχή της δεκαετίας του 1990.

9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. BHATTACHARYA, DITTMAR, October 2001, Costless versus Costly Signaling / Theory and Evidence from Share Repurchases . Kelley School of Business, Indiana Uni.-
2. DITTMAR, 2000, Why firms repurchase stocks, Journal of Business , τομ.73, No.3
3. FENN, LIANG, 2001, Corporate payout policy and managerial stock incentives, Journal of Financial Economics , τομ.60,σελ. 45-72
4. FENN LIANG, 1997, Good news and bad news about share repurchases Milken instit. and Federal Reserve System, Washington.
5. GRULLON, MICHAELLY, 2000, Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis, Uni. of Rice & uni. of Cornell
6. HOWE, HE, WENCHI KAO, December 1992, One-Time cash flow Announcements and free cash -flow Theory , Share Repurchase and Special Dividends, The Journal of Finance, vol.XLVII, No. 5
7. IKENBERRY, LAKONISHOK, VERMAELEN , 1995, Market underreaction to open market Share Repurchase, Journal of Financial Economics, σελ.187
8. JAGANNATHAN, STEPHENS, WEISBACH, February 1999, Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases, Uni. of Arizona and Missouri .
9. KAHLE, 2002, When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options, Journal of Financial Economics.
10. LEE, MIKKELSON, PARTCH, December 1992, Managers' trading around stock Repurchases, The Journal of Finance- vol.XLVII-No. 5.
11. LIANG, SHARPE, 1999, Share repurchases and employee stock options and their implications for S & P 500 share retirements and expected returns, Federal Reserve Board-Washington.
12. LI, McNALLY, 1999, Information signaling or agency conflicts: What explains canadian open market repurchases? Uni. Of British Columbia & Uni. Of Victoria.

13. LILJEBLOM, PASTERNAK, February 2002, Share repurchases, Dividends, and Executive options: Empirical evidence from Finland, Swedish Sc. of Economics & Business Adm.
14. MELLO, SHROFF, October 2000, Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers An Empirical Investigation, The Journal of Finance, Vol.LV.No5, σελ. 2399-2423.
15. PERSONS, 1995, Heterogeneous shareholders and signaling with share repurchases, Fisher Coll. Of business.
16. RAU, VERMAELEN,2002, Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom, Journal of Business, vol.75, No 2.
- 17.WEBER,2000, Shareholder wealth effects of pooling of interests accounting: evidence from the SEC, S-Restriction on share repurchase following pooling transactions , M.I.T.
- 18.WEISBENNER,2000, Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play? Federal Reserve Board-Washington

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΡΕΥΝΕΣ ΚΑΙ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ΠΗΓΕΣ	ΔΕΙΓΜΑ	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΑ ΕΡΕΥΝΑΣ
A.Dittmar	1977-96	Compustat, CRSP	all-77-96	Σχέση μεταξύ επαναγορών και διανομών, επενδύσεων, διάρθρωσης κεφαλαίων Ανάληψης διοίκησης, μόχλευσης & δικαιωμάτων.
S.Weisbenner	1990-98	Dow Jones Ind. S&P 100,500Tech.	127 επιχ.	Πως τα δικαιώματα σε στελέχη, η αραίωση του EPS επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά;
J.P.Weber	1988-99	Staff Account.Bullet.	143 επιχ.	Τι κερδίζουν οι μέτοχοι από ακύρωση επαναγορών χάριν της ενοποίησης
N.Liang,W.Sharpe	1994-97	S & P 500	150 επιχ.	Συνέπειες επαναγορών.& άσκησης δικαιωμάτων μετοχών στις αποσύρσεις μετοχών.
Kai Li,McNally	1989-92	Normal Course Iss. of Canada	105 επιχ.	Επαναγ.Καναδά, τι επηρεάζει τις επαναγορές
E.Liljebloom,P.Pasternack	1996-01	Φινλανδικό Χρηματιστήριο	592 επιχ.	Τι επηρεάζει τις αποφάσεις για επαναγορές στην Φινλανδία
G.Grullon,R.Michaely	1972-98	compustat	121975 παρ	Είναι οι επαν.υποκατάστατα των μερισμάτων,πολιτική πληρωμών
G.Fenn,N.Liang	1984-95	compustat item A115	7154επιχ.	Πως επηρεάζονται οι επαναγορές από τις ελεύθερες ταμιακές ροές, & τα δικαιώματα στελεχών,
" (2001)	1993-97	S&P,Compustat, Execucomp(4987πα)	1108επαν	Σχέση μεταξύ πληρωμών & κινήτρων στελεχών σε μετοχές
Jagannathan,Stephens,Weisbach	1985-96	S.D.C. (4753 ανακ.)	1638 επαν	Επιλογή πληρωμών μεταξύ επαναγ. & μερισμ.
R.Rau,T.Vermaelen	1985-98	S.D.C.	264 επαν	Κίνητρα,συνέπειες επαναγορών & φόροι στην Αγγλία
Ikenberry,Lakonishok,Vermaelen	1980-90	Compustat	1239 επαν	Αντίδραση αγοράς μετά τις επαναγορές
Howe,Jia He, G.Kao(1992)	1979-89	Dow J.R.S.,Wall St.J.In	115 επαν	Ποια η τιμή της μετοχ.κατά την ανακοίνωση επαναγ. ή της πληρωμής των ειδικών μερισμάτων
Lee,Mikkelson,Partch(1992)	1977-88	Wall St.J.In,CFD,IDD	146 επαν	Κατά την διάρκεια των επαν.πως διαμορφώνεται η τιμή της μετοχής από διευθυντές
Bhattacharya,Dittmar(2001)	1985-95	Compustat	2948 επιχ.	Πως η πληροφόρηση επηρεάζει την επαναγορά; είναι δαπανηρή;
D'Mello,Shroff(2000)	1970-89	Compustat	291επαν	Αν οι διευθυντές επαναγοράζουν όταν πληροφορηθούν για πιθανή υποτίμηση
K.Kahle(2001)	1991-95	S.D.C, Corporate Merg.	712 επαν	Πως τα δικαιώματα επηρεάζουν την απόφαση για επαναγορά

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ
A.Dittmar S.Weisbenner	Για να είναι σε πλεονεκτική θέση σε μια υποτίμηση Για να διανείμουν επί πλέον κεφάλαια,για μείωση της αραιώσης από δικαιώματα μετοχών Η παροχή δικαιωμάτων σε στελέχη επηρεάζει τις επαναγορές
J.P.Weber	Οι μέτοχοι δεν ενδιαφέρονται για τα οικονομικά αποτελέσματα της ενοποίησης
N.Liang,W.Sharpe	Οι επαναγ. μείωσαν τις μετοχές που κυκλοφορούν κατά 2%, αλλά λόγω της άσκησης των δικαιωμάτων μόνο οι μισές αποσύρθηκαν
Kai Li,McNally	Οι επαναγορές δεν είναι πιο ευμετάβλητες από τα μερίσμ.,αλλά δεν είναι μέσο αποφυγής χρηματοοικονομικής αδράνειας, και έχουν σχέση με τις ταμιακές ροές των μικρών επιχειρήσεων όταν υπάρχει κίνδυνος ανάληψης εξουσίας απ' άλλον.
E.Liljebloom,P.Pasternack	Σχετίζονται με σταθερά εισοδήματα και με την φορολογία
G.Grullon,R.Michaelly	Οι ανακοινώσεις μείωσης μερισμάτων έχουν σχέση με αρνητ.αντίδραση μετοχών,αλλά αν αντικατασταθούν με επαναγορές τότε η αντίδραση είναι λιγότερο αρνητική.
G.Fenn,N.Liang	Οι επαναγορές έχουν θετική σχέση με ελευθ.ταμιακές ροές & αρνητική σχέση με χρηματοοικονομικά κόστη, και την αύξηση δικαιωμάτων μετοχών και συνδέεται θετικά με επαναγορές & αρνητικά με μερίσματα
" (2001)	Οι επιχ.προβαίνουν σε διανομές μέσω μερισμ.και επαναγ.για να ελέγξουν τα κόστη των ελευθ.ταμιακών ροών.Η επιλογή εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης & τα κίνητρα της διοίκησης.
Jagannathan,Stephens,Weisbach	Επιχ.με υψηλές λειτουργικές ροές αυξάνουν τα μερίσματα ενώ επιχ.με υψηλές μη λειτουργ.ροές αυξάνουν τις επαναγορές
R.Rau,T.Vermaelen	Οι επιχ. που επαναγοράζουν κερδίζουν μικρότερες αποδόσεις & μακροπρόθεσμα & βραχυπρόθεσμα
Ikenberry,Lakonishok,Vermaelen	Τα κίνητρα για την επαναγορά είναι η υποτίμηση και οι ελεύθερες ταμιακές ροές.
Howe,Jia He, G.Kao(1992)	Η υποτίμηση των μετοχών είναι λόγος επαναγοράς ή πληρωμής ειδικών μερισμάτων.
Lee,Mikkelson,Partch(1992)	Οι διευθυντές των επιχ. αυξάνουν την συχνότητα να αγοράζουν ή την μειώνουν όταν πωλούν μετοχές πριν την ανακοίνωση επαναγορών και οι ανακοινώσεις τους για επαναγορές μεταφέρουν ικανοποιητικές πληροφορίες για τα μελλοντικά σχέδια της επιχείρησης.
Bhattacharya,Dittmar(2001)	Η πληροφόρηση για την αξία της επιχειρ.έχει σχέση με τις επαναγορές και στη διάρκεια των ανακοινώσεων παρατηρούνται υπερβάλλουσες αποδόσεις
D'Mello,Shroff(2000)	Υπάρχει σχέση μεταξύ υποτίμησης & premium προσφοράς
K.Kahle(2001)	Οι επαναγορ. έχουν σχέση με ελεύθερες ταμιακ. ροές και με την πληροφόρηση, ο αριθμός δε των μετοχών που θα αγοραστούν έχει σχέση με το πλήθος των δικαιωμάτων που θα ασκηθούν

49	ΠΗΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤ	15/06/00	4,687,500	11.73	N/A	Από 15/06/00 έως 15/12/01	8/7/00	30/06/01	2,000,000	Από 08/07/00 έως 30/06/01
50	ΠΕΤΖΚ	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	9/4/01	2,255,978	14.67	4.40	Από 09/04/01 έως 09/04/02	2/5/01	31/12/01	1,503,983	Από 02/05/01 έως 31/12/01
51	ΠΕΤΖΠ	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	9/4/01	219,119	14.67	4.40	Από 09/04/01 έως 09/04/02	2/5/01	31/12/01	146,079	Από 02/05/01 έως 31/12/01
52	ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	23/09/00	500,000	23.48	N/A	Από 23/09/00 έως 23/03/02	10/2/01	31/12/01	500,000	Από 10/02/01 έως 31/12/01
53	ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	29/05/00	2,402,060	9.98	N/A	Από 29/05/00 έως 29/11/01	14/06/00	29/11/01	2,402,060	Από 14/06/00 έως 29/11/01
54	ΣΠΥΡ	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β	7/4/00	2,499,525	29.34	29.34	Από 07/04/00 έως 07/10/01	7/4/00	7/10/01	2,499,525	Από 07/04/00 έως 07/10/01
55	ΤΕΓΟ	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε	2/6/00	5,886,778	29.34	N/A	Από 02/06/00 έως 02/12/01	19/07/00	2/12/01	5,886,778	Από 19/07/00 έως 02/12/01
56	ΤΕΚΔΟ	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	13/02/01	150,000	20.54	N/A	Από 13/02/01 έως 12/08/02	22/03/01	18/08/02	150,000	Από 22/03/01 έως 18/08/02
57	ΤΕΛΕ	ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	20/10/00	4,172,000	29.34	N/A	Από 20/10/00 έως 23/04/02	21/11/00	23/04/02	4,172,000	Από 21/11/00 έως 23/04/02
58	ΤΣΟΥΚ	ΡΑΡΕΡΑΣΚ - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.	23/02/01	202,750	45.00	N/A	Από 23/02/01 έως 22/8/2002	14/03/01	22/08/01	202,750	Από 14/03/01 έως 22/08/01
59	ΦΡΑΚ	ΦΟΥΡΛΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥ	23/06/00	2,160,000	44.02	N/A	Από 23/06/00 έως 23/12/01	24/10/00	23/12/01	2,160,000	Από 24/10/00 έως 23/12/01
60	ΩΡΙΩΝ	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ.	26/06/01	2,250,000	5.50	0.01	Από 26/06/01 έως 25/06/02	10/7/01	25/06/01	2,250,000	Από 10/07/01 έως 25/06/01

ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ:

Τα στοιχεία που παρατίθενται στον παραπάνω πίνακα, περιέχονται στα πρακτικά των Γ.Σ. που έχουν κατατεθεί στο Τμήμα Λειτουργίας & Υποστήριξης Αγορών του Χ.Α.Α., με τα οποία αποφασίστηκε η αγορά ιδίων μετοχών. Η υλοποίηση των αποφάσεων αυτών αποτελεί δυνατό και όχι υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΕΒΗΣΑΝ ΣΕ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ 01/01/2000 ΕΩΣ 31.07.2001

Α/Α	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧ	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ.					ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Δ.Σ. <small>(ΣΕ ΠΕΡΙΠΤΩΧΗ ΠΟΥ ΟΡΙΖΟΝΤΑΙ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΧΡΟΝ. ΔΙΑΣΤΗΜΑΤΑ)</small>				ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΓΟΡΩΝ ΠΟΥ ΗΔΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ. <small>(ΒΑΣΕΙ ΕΠΙΠΤΩΧΩΝ ΠΟΥ ΚΟΙΝΟΠΟΙΗΣΑΝ ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟ ΤΜΗΜΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΥΠΟΣΤΗΡΙΞΗΣ ΑΓΟΡΩΝ)</small>			
			ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΑΝΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ €	ΚΑΤΩΤΗ ΤΙΜΗ €	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΑΓΟΡΩΝ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΛΗΞΗΣ ΑΓΟΡΩΝ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΟΥ ΑΓΟΡΑΣΤΗΚΑΝ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΑΓΟΡΑΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ
1	ΑΤΕ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	20/4/01	14,050,000	12.91	7.34	Από 20/4/01 έως 20/4/02	14/5/01	30/11/01	5,000,000	Από 14/5/01 έως 30/11/01	1,538,670	8.51	10.95%	0.55%
2	ΒΕΡΝ	ΒΕΡΝΙΚΟΣ -ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	20/10/00	891,600	29.35	N/A	Από 20/10/00 έως 20/4/02	24/11/00	30/4/01	200,000	Από 24/11/00 έως 30/4/01	63,580	5.62	7.13%	0.71%
3	ΒΕΤΕΡ	VETERIN A.B.E.E.	23/2/01	1,519,035	13.21	N/A	Από 23/2/01 έως 23/8/02	16/5/01	31/8/01	1,000,000	Από 16/5/01 έως 31/8/01	52,950	4.38	3.49%	0.35%
4	ΒΩΒΟΣ	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	29/6/01	2,035,800	18.00	8.00	Από 29/6/01 έως 28/6/02	17/7/01	31/7/01	500,000	Από 17/7/01 έως 31/7/01	500,000	10.02	24.56%	1.47%
5	ΓΕΝΑΚ	ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ/ΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤ/ΣΕΩΝ ΓΕΝ	13/12/00	10,908,000	7.32	N/A	Από 13/12/00 έως 13/6/02	27/12/00	25/6/01	10,908,000	Από 27/12/00 έως 25/6/01	10,908,000	7.32	100.00%	10.00%
6	ΔΑΝΙΑ	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ Κ.Ι	22/2/01	928,200	11.74	N/A	Από 22/2/01 έως 22/8/02	27/3/01	31/10/01	400,000	Από 27/3/01 έως 31/10/01	143,000	7.85	15.41%	0.77%
7	ΔΟΛ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑ	29/6/00	7,530,000	88.04	N/A	Από 29/6/00 έως 29/12/01	17/7/00	30/6/01	7,530,000	Από 17/7/00 έως 30/6/01	1,379,770	15.92	18.32%	1.83%
8	ΙΑΣΩ	ΙΑΣΩ Α.Ε.	25/6/00	4,523,100	35.22	N/A	Από 25/6/00 έως 25/12/01	8/1/00	24/12/01	4,523,100	Από 08/01/00 έως 24/12/01	407,670	11.49	9.01%	0.90%
9	ΚΑΕ	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	30/6/00	5,267,500	29.35	N/A	Από 30/6/00 έως 30/12/01	10/10/00	30/12/01	5,267,500	Από 10/10/00 έως 30/12/01	513,140	N/A	9.74%	0.97%
10	ΚΑΡΔ	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	25/4/01	2,217,380	17.60	4.98	Από 25/4/01 έως 25/4/02	29/5/01	24/4/02	1,000,000	Από 29/5/01 έως 24/4/02	139,970	7.47	6.31%	0.63%
11	ΚΟΥΕΣ	INFO-QUEST A.E.B.E.	29/12/00	4,699,967	29.35	N/A	Από 29/12/00 έως 29/6/02	22/1/01	31/12/01	4,300,000	Από 22/1/01 έως 31/12/01	460,910	5.64	9.81%	0.98%
12	ΝΑΚΑΣ	ΜΟΥΣΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤ	2/4/01	634,000	12.00	4.00	Από 02/04/01 έως 02/04/02	17/4/01	20/6/01	250,000	Από 17/4/01 έως 20/6/01	12,440	6.37	1.96%	0.19%
13	ΝΤΕΣ	ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	19/12/00	2,898,000	11.74	N/A	Από 19/12/00 έως 19/6/02	19/1/01	19/6/02	2,898,000	Από 19/1/01 έως 19/6/02	876,810	N/A	30.26%	2.75%
14	ΟΤΟΕΛ	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Ε.	30/11/00	900,000	13.21	N/A	Από 30/11/00 έως 29/05/02	20/02/01	29/05/02	900,000	Από 20/02/01 έως 29/05/02	221,270	8.17	24.59%	1.23%
15	ΠΗΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε.	15/06/00	4,687,500	11.73	N/A	Από 15/06/00 έως 15/12/01	8/7/00	30/06/01	2,000,000	Από 08/07/00 έως 30/06/01	403,320	N/A	8.60%	0.86%
16	ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	29/05/00	2,402,060	9.98	N/A	Από 29/05/00 έως 29/11/01	14/06/00	29/11/01	2,402,060	Από 14/06/00 έως 29/11/01	1,403,190	N/A	58.42%	5.84%
17	ΤΕΛΕ	ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΙΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	20/10/00	4,172,000	29.34	N/A	Από 20/10/00 έως 23/04/02	21/11/00	23/04/02	4,172,000	Από 21/11/00 έως 23/04/02	1,773,140	N/A	42.50%	4.25%
18	ΦΡΛΚ	ΦΟΥΡΛΙΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩ	23/06/00	2,160,000	44.02	N/A	Από 23/06/00 έως 23/12/01	24/10/00	23/12/01	2,160,000	Από 24/10/00 έως 23/12/01	335,570	N/A	15.54%	1.29%

ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ:

Τα στοιχεία που παρατίθενται στον παραπάνω πίνακα, περιέχονται στα πρακτικά των Γ.Σ. που έχουν κατατεθεί στο Τμήμα Λειτουργίας & Υποστήριξης Αγορών του Χ.Α.Α., με τα οποία αποφασίστηκε η αγορά ιδίων μετοχών. Η υλοποίηση των αποφάσεων αυτών αποτελεί δυνατότητα και όχι υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών. Ειδικά για τις ήδη πραγματοποιηθείσες αγορές, τα στοιχεία που παρατίθενται περιέχονται στις απαντητικές επιστολές των εισηγμένων εταιριών που κατατέθηκαν στο Χ.Α.Α.

			4,023,563	24.87	6.08							1,223,402	8.23	22.42%	2.02%
--	--	--	-----------	-------	------	--	--	--	--	--	--	-----------	------	--------	-------

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΠΟΦΑΣΙΣΑΝ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΑΚΟΜΗ ΠΡΟΒΕΙ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ							
			ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ.				
Α/Α	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ.	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΑΝΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ	ΚΑΤΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ
1	ΑΚΡΙΤ	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	29/6/2001	1,300,000	12.33	2.93	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
2	ΑΛΒΙΟ	ΑΛΒΙΟ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	19/6/2001	2,386,500	6.00	2.00	Από 19/6/2001 έως 19/6/2002
3	ΑΙΟΛΑΚ	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	25/7/2001	2,235,600	3.00	0.01	Από 25/7/2001 έως 25/8/2002
4	ΑΛΤΕΡ	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.	19/4/2001	400,000	25.00	8.00	Από 19/4/2001 έως 19/4/2002
5	ΑΤΛΑ	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	3/2/01	1,782,926	4.00	N/A	Από 2/3/2001 έως 2/9/2002
6	ΒΑΡΝΗ	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.	27/6/2001	1,000,000	16.14	3.00	Από 27/6/2001 έως 20/6/2002
7	ΒΥΤΕ	ΒΥΤΕ COMPUTER ΑΒ.Ε.Ε.	28/2/2001	1,581,600	10.27	N/A	Από 28/2/2001 έως 28/8/2002
8	ΔΑΙΟΣ	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ	17/7/2001	1,500,000	10.27	3.01	Από 17/7/2001 έως 28/6/2002
9	ΔΟΥΔ	Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	20/4/2001	2,400,000	8.80	3.00	Από 20/4/2001 έως 20/4/2002
10	ΔΟΥΡΟ	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	22/2/2001	396,130	10.00	N/A	Από 22/2/2001 έως 22/2/2002
11	ΕΛΙΧΘ	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	29/6/2001	506,500	23.48	8.80	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
12	ΙΟΝΕ	ΑΛΡΗΑ TRUST-ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ.	24/7/2001	525,000	5.00	0.01	Από 24/7/2001 έως 24/7/2002
13	ΚΕΡΚ	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α. Ε.	28/6/2001	1,964,490	3.81	0.94	Από 28/6/2001 έως 28/6/2002
14	ΚΛΕΜ	ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS Α.Β.Ε.Ε. ΓΙΑ ΜΗΧ/ΓΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	25/6/2021	50,000	7.04	3.52	Από 25/6/2021 έως 25/6/2002
15	ΚΡΕΚΑ	ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.	27/6/2001	712,520	8.00	N/A	Από 27/6/2001 έως 30/6/2002
16	ΚΡΕΤΑ	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	27/2/2001	200,000	60.00	N/A	Από 27/2/2001 έως 28/2/2002
17	ΛΕΒΚ	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	28/5/2001	250,000	5.00	1.50	Από 28/5/2001 έως 31/12/2001
18	ΛΕΒΠ	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	28/5/2001	66,000	4.50	1.40	Από 28/5/2001 έως 31/12/2001
19	ΛΟΥΛΗ	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	23/7/2001	1,672,423	8.00	3.00	Από 23/7/2001 έως 23/7/2002
20	ΜΑΘΙΟ	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	28/6/2001	113,475	9.00	5.00	Από 28/6/2001 έως 27/6/2002
21	ΜΑΞΙΜ	ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	23/3/2001	1,501,500	4.40	N/A	Από 23/3/2001 έως 23/3/2002
22	ΜΑΡΦ	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ.	26/6/2001	2,577,600	4.00	1.80	Από 26/6/2001 έως 26/6/2002
23	ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	30/6/2021	4,400,000	6.00	0.50	Από 30/6/2021 έως 30/6/2002
24	ΜΠΟΚΑ	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	29/6/2001	2,582,800	4.00	1.00	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
25	ΜΠΟΠΑ	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	29/6/2001	154,000	3.80	0.80	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
26	ΛΟΔΙΣ	LOGIC DATA INFORMATION SYSTEMS Α.Ε.	26/6/2001	6,685,662	6.75	1.76	Από 26/6/2001 έως 26/6/2002
27	ΟΛΥΜΠ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	30/4/2001	12,500,000	12.00	2.60	Από 30/4/2001 έως 30/4/2002
28	ΠΣΥΣΤ	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	26/6/2001	1,160,600	12.00	4.00	Από 26/6/2001 έως 26/6/2002
29	ΣΑΝΥΟ	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2001	9,287,988	4.50	2.00	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
30	ΣΑΤΟΚ	ΣΑΤΟ Α.Ε.	29/6/2001	2,280,058	7.00	1.00	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
31	ΣΕΛΜΚ	ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞ. ΞΥΛΟΥ Α.Ε.	7/2/01	3,804,152	10.00	0.10	Από 2/7/2001 έως 2/7/2002
32	ΣΠΙΝΤ	SPIDER ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.	30/6/2001	380,000	30.00	8.00	Από 30/6/2001 έως 30/6/2002
33	ΤΣΙΠ	CHIRITA INTERNATIONAL S.A.	25/6/2001	3,706,734	9.00	6.00	Από 25/6/2001 έως 24/6/2002
34	ΦΟΡΟ	FORTHnet Α.Ε.	30/6/2001	740,250	12.91	5.58	Από 30/6/2001 έως 30/6/2002
35	ΧΑΙΔΕ	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2001	750,000	14.67	3.82	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
36	ΣΕΛΟ	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	6/5/01	2,730,000	7.34	2.93	Από 5/6/2001 έως 5/6/2002
37	ΝΤΑΤΑ	DATAMEDIA Α.Ε.	17/5/2001	1,035,080	23.48	2.93	Από 17/5/2001 έως 17/5/2002
38	ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.	23/7/2001	2,900,567	5.87	N/A	Από 23/7/2001 έως 23/7/2002
39	ΜΙΝ	ΑΦΟΙ Ι.&Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ" Β.ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ	27/6/2001	620,000	5.87	2.05	Από 27/6/2001 έως 27/6/2002
40	ΕΥΔΑΠ	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	27/6/2001	10,650,000	15.55	7.34	Από 27/6/2001 έως 27/6/2002

**ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΠΟΦΑΣΙΣΑΝ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΑΚΟΜΗ ΠΡΟΒΕΙ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ**

			ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ.				
Α/Α	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ.	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΑΝΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ	ΚΑΤΩΤΑΤΗ ΤΙΜΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ
41	<u>ΜΙΝΟΛ</u>	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	24/6/2001	7,092,600	11.74	3.52	Από 24/6/2001 έως 24/6/2002
42	<u>ΚΑΡΤΖ</u>	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	22/6/2001	1,467,950	11.01	3.52	Από 22/6/2001 έως 22/6/2002
43	<u>ΑΝΕΚ</u>	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	17/6/2001	2,790,110	3.96	2.33	Από 17/6/2001 έως 17/6/2002
44	<u>ΕΒΡΟΦ</u>	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ	26/7/2001	683,660	10.00	4.00	Από 26/7/2001 έως 26/7/2002
45	<u>ΔΑΡΚ</u>	Ο. ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ Α.Β.Ν.Ε.	30/6/2001	1,552,844	7.34	1.71	Από 30/6/2001 έως 30/6/2002
46	<u>ΞΙΦΙΚ</u>	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	13/7/2001	967,824	6.00	2.00	Από 13/7/2001 έως 13/7/2002
47	<u>ΞΙΦΙΠ</u>	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	13/7/2001	96,782	10.00	3.00	Από 13/7/2001 έως 13/7/2002
48	<u>ΙΑΤΡ</u>	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	29/6/2001	7,493,100	12.00	3.50	Από 29/6/2001 έως 29/6/2002
49	<u>ΠΟΥΛ</u>	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	28/6/2001	750,000	14.67	3.82	Από 28/6/2001 έως 29/6/2002

ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΣΗΜΕΙΩΣΗ:

Τα στοιχεία που παρατίθενται στον παραπάνω πίνακα, περιέχονται στα πρακτικά των Γ.Σ. που έχουν κατατεθεί στο Τμήμα Λειτουργίας & Υποστήριξης Αγορών του Χ.Α.Α., με τα οποία αποφασίστηκε η αγορά ιδίων μετοχών. Η υλοποίηση των αποφάσεων αυτών αποτελεί δυνατότητα και όχι υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών.