
Abstract

Μια από τις δημοφιλέστερες τάσεις κατά τη διάρκεια των τελευταίων 15 ετών, είναι η αγορά ιδίων μετοχών. Γιατί όμως οι επιχειρήσεις προχωρούν σε προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών; Στην παρούσα εργασία ελέγχουμε το πληροφοριακό περιεχόμενο των επαναγορών που έγιναν από ελληνικές επιχειρήσεις στη χώρα μας από τον Ιανουάριο του 2000 έως και το Μάιο του 2008. Για την έρευνά μας χρησιμοποιούμε Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων με τη μέθοδο της “προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης”. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής δείχνουν ότι οι εταιρείες που αποφασίζουν να προχωρήσουν σε αγορά ιδίων μετοχών μέσω Έκτακτων Γ.Σ., με μοναδικό θέμα την αγορά ιδίων μετοχών και τελικά πραγματοποιούν σε ένα ποσοστό ή και στο ολόκληρο το πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών, στέλνουν ένα μήνυμα στην αγορά ότι η μετοχή τους είναι υποτιμημένη και προσπαθούν να στηρίξουν την τιμή της. Κατά την ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου και όχι κατά την ημερομηνία Δημοσίευσης του γεγονότος, παρουσιάζονται οι στατιστικά σημαντικότεροι συντελεστές, γεγονός που προδίδει έντονα την εσωτερική πληροφόρηση των μετόχων και τη χειραγώγηση της τιμής της μετοχής από τη διοίκηση της εταιρείας.



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΜΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

“Το Πληροφορικό Περιεχόμενο των Επαναγορών στην Ελλάδα”

Αικατερίνη Γρ. Κακαρδάκου

Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Β. Τσαγκαράκης

Αθήνα, Ιούλιος 2008

 Περιεχόμενα

Περιεχόμενα	1
Εισαγωγή	2
Κεφάλαιο 1 ^ο : Υποθέσεις και Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αγοράς Ιδίων Μετοχών	4
1.1. Υποθέσεις Αγοράς Ιδίων Μετοχών	4
1.2. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών	11
Κεφάλαιο 2 ^ο : Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας	12
Κεφάλαιο 3 ^ο : Τα Προγράμματα Αγοράς Ιδίων Μετοχών την Ελλάδα	20
3.1. Η Ισχύουσα Ελληνική Νομοθεσία	20
3.2. Η Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου	23
3.3. Ο Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών	25
3.4. Σχόλια για την Υλοποίηση των Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών	26
3.5. Μέθοδοι Διενέργειας Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών	27
3.6. Σημαντικές Ημερομηνίες	27
Κεφάλαιο 4 ^ο : Δεδομένα	29
Κεφάλαιο 5 ^ο : Μεθοδολογία	33
5.1. Υπολογισμός της Αντίδρασης των Τιμών των Μετοχών σε Νέες Πληροφορίες	34
5.1.1. Το Υπόδειγμα της Αγοράς	34
5.1.2. Το Υπόδειγμα της Μέσης Προσαρμοσμένης Απόδοσης	37
5.1.3. Το Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης -με το Δείκτη της Αγοράς- Απόδοσης	38
5.2. Έλεγχος για Στατιστικά Σημαντικές Αποδόσεις	39
Κεφάλαιο 6: Ανάλυση Αποτελεσμάτων	40
Συμπεράσματα	56
Βιβλιογραφία	57

Εισαγωγή

Μια από τις πιο δημοφιλείς τάσεις κατά τη διάρκεια των τελευταίων 15 ετών, είναι η αγορά ιδίων μετοχών. Γιατί όμως οι επιχειρήσεις προχωρούν σε προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών; Ο *Jensen (1986)* εκθέτει την άποψη ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν ίδιες μετοχές για την διανομή του υπερβάλλοντος κεφαλαίου. Οι *Stephens* και *Weisbach (1998)* παρατηρούν θετική συσχέτιση μεταξύ επαναγοράς και ταμειακών ροών, γεγονός που στηρίζει την υπόθεση αυτή. Οι *Stephens* και *Weisbach* επίσης αναφέρουν ότι η επαναγοραστική δραστηριότητα σχετίζεται αρνητικά με τις αποδόσεις των μετοχών πριν τη διενέργεια της επαναγοράς, αποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν μετοχές όταν η αγορά αντιλαμβάνεται τις μετοχές τους ως υποτιμημένες. Το αποτέλεσμα αυτό βρίσκει σύμφωνο τον *Vermaelen (1981)*, του οποίου τα ευρήματα υποστηρίζουν το ότι οι επιχειρήσεις αγοράζουν ίδιες μετοχές για να επικοινωνήσουν στην αγορά την υποτίμηση της μετοχής τους. Οπότε οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν ίδιες μετοχές κυρίως, όταν θέλουν να μεταδώσουν μία πληροφορία στους μετόχους τους και στο επενδυτικό κοινό. Άλλοι λόγοι είναι η αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση, η αποφυγή μιας απόπειρας εξαγοράς ή και τα δικαιώματα προαίρεσης των στελεχών και των υπαλλήλων της εταιρείας.

Στην παρούσα εργασία θα προσπαθήσουμε να ελέγξουμε το πληροφοριακό περιεχόμενο των επαναγορών που έγιναν από ελληνικές επιχειρήσεις στη χώρα μας από τον Ιανουάριο του 2000 έως και το Μάιο του 2008. Θα ερευνήσουμε δηλαδή, το αν και κατά πόσο οι επιχειρήσεις καταφέρνουν να επικοινωνήσουν στην αγορά, το λόγο διενέργειας της επαναγοράς, εξετάζοντας την αντίδραση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης, μετά από την ανακοίνωση του γεγονότος. Η έρευνα που θα ακολουθήσει αποτελεί Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων με τη μέθοδο της “προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης”.

Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι οι εταιρείες που αποφασίζουν να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές σε Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις είναι εκείνες των οποίων οι μετοχές επηρεάζονται περισσότερο από το γεγονός. Λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης για το δείγμα, εκτός από την ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση ελέγχεται η ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου η οποία εμφανίζει και τους περισσότερους στατιστικά σημαντικούς συντελεστές για τις περιπτώσεις εκείνες των

εταιρειών που φέρνουν εις πέρας το πρόγραμμα και καταφέρνουν να πραγματοποιήσουν την επαναγορά τουλάχιστον σε ένα ποσοστό ή και στο όλο.

Το υπόλοιπο της εργασίας οργανώνεται ως εξής. Αρχικά παρουσιάζονται οι υποθέσεις καθώς και τα πλεονεκτήματα - μειονεκτήματα των προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών. Ακολουθεί η ανασκόπηση της ξένης βιβλιογραφίας η οποία αφορά κυρίως στις αγορές των Η.Π.Α. και της Ιαπωνίας. Στη συνέχεια παρουσιάζεται το σχετικό νομικό πλαίσιο που επικρατεί στη χώρα μας, η κοινοτική Οδηγία που συμπληρώνει την ελληνική νομολογία, ο Κανονισμός του Χ.Α. και κάποια σχόλια του ημερήσιου Τύπου σχετικά με την εφαρμογή του Νόμου από τις επαναγοράζουσες ελληνικές επιχειρήσεις. Ακολουθεί παρουσίαση των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν, περιγράφεται η ακολουθούμενη μεθοδολογία και τέλος αναλύονται τα αποτελέσματα της έρευνας. Τέλος παραθέτουμε τα συμπεράσματα της εργασίας καθώς επίσης και τη χρησιμοποιούμενη βιβλιογραφία.

Κεφάλαιο 1^ο: Υποθέσεις και Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Όσοι ασχολούνται με την έρευνα των αγορών, ψάχνουν τον ένα και μοναδικό παράγοντα ο οποίος δημιουργεί τάσεις και ρεύματα. Είναι όμως ξεκάθαρο ότι δεν υφίσταται ένα μοναδικό και κυρίαρχο κίνητρο για την επαναγορά μετοχών από τις επιχειρήσεις. Στην πραγματικότητα σε οποιαδήποτε επιχείρηση η διοίκηση είναι πιθανό να βρει διάφορους ενθαρρυντικούς λόγους, ώστε να προχωρήσει σε μία επαναγορά. Στο κεφάλαιο αυτό θα προσπαθήσουμε να αποδώσουμε τους σημαντικότερους αυτών αλλά και τους οικονομικούς παράγοντες οι οποίοι τους δημιουργούν. Επίσης θα παραθέσουμε τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των αγορών ιδίων μετοχών, που απορρέουν από τις υποθέσεις αυτές. Ξεκινάμε από την εξήγηση που δίνεται πιο συχνά από τη διοίκηση, ότι τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών γίνονται για στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για σήμανση και διοχέτευση πληροφοριών στο επενδυτικό κοινό.

1.1. Υποθέσεις Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Η Υπόθεση της Πληροφόρησης-Σήμανσης

Οι Modigliani και Miller (1961) πρότειναν ότι όταν οι αγορές είναι ατελείς, μπορούν να μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με μελλοντικές χρηματικές ροές μέσω αλλαγών στην πολιτική διανομής των κερδών. Πράγματι όπως αποδείχθηκε, η απόφαση διανομής των κερδών θα μπορούσε να αποκαλύψει πληροφορίες για τα τρέχοντα κέρδη στην αγορά. Βασιζόμενοι στην αντίληψη της ασύμμετρης πληροφόρησης πολλοί είναι εκείνοι οι οποίοι διατύπωσαν τη θεωρία ότι οι αποφάσεις διανομής των κερδών δεν είναι ενέργειες οι οποίες απλά τυχαίνει να έχουν πληροφορικό περιεχόμενο. Μάλλον αυτές οι αποφάσεις αποτελούν σαφή σημάδια για μελλοντικά κέρδη, τα οποία στέλνονται εσκεμμένα και με κάποιο κόστος από τους managers στους μετόχους τους.

Η υπόθεση της πληροφόρησης-σήμανσης έχει τρεις άμεσες συνέπειες: α) οι ανακοινώσεις των επαναγορών πρέπει να συνοδεύονται από θετικές αλλαγές στη τιμή, β) οι ανακοινώσεις των επαναγορών πρέπει να ακολουθούνται (όχι απαραίτητα άμεσα) από θετικές ειδήσεις σχετικές με την κερδοφορία ή τις χρηματικές ροές της επιχείρησης και γ) οι

ανακοινώσεις των επαναγορών πρέπει να ακολουθούνται άμεσα από θετικές αλλαγές στις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία¹.

Η Υπόθεση της Υποτίμησης

Οι επαναγορές μετοχών προσφέρουν ευελιξία όχι μόνο στην επιλογή διανομής των υπερβαλλόντων διαθέσιμων αλλά και στο χρόνο της διανομής. Η ευελιξία αυτή στο συγχρονισμό είναι ευεργετική καθώς οι εταιρείες μπορούν να περιμένουν να επαναγοράσουν, ώσπου η μετοχή να είναι υποτιμημένη. Η υπόθεση της υποτίμησης βασίζεται στο προσυλλογισμό ότι η ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ των έσω και των μετόχων μπορεί να προκαλέσει την υποεκτίμηση της εταιρείας. Αν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη, η εταιρεία μπορεί να επαναγοράσει μετοχές ως ένα σημάδι προς την αγορά ή να επενδύσει στις ίδιες τις μετοχές και να αγοράσει τις υποτιμημένες. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η αγορά αντιλαμβάνεται την ενέργεια επαναγοράς ως μια ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη. Η θετική ανταπόκριση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση ενός προγράμματος επαναγοράς πρέπει να διορθώσει την λανθασμένη αποτίμηση της μετοχής. Η ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών αλλά και η ακρίβεια της αποτίμησης των επιχειρήσεων από την αγορά μπορούν να επηρεάσουν την απόφαση των επιχειρήσεων για επαναγορά².

Η Υπόθεση του Πλεονάζοντος Κεφαλαίου: Επαναγορές και Μερισματική Πολιτική

Πριν οι επαναγορές γίνουν δημοφιλείς τη δεκαετία του 1980, τα μερίσματα υπό τη μορφή μετρητών αποτελούσαν το πρωταρχικό μέσο επιστροφής του πλεονάζοντος κεφαλαίου στους μετόχους.

Ένα πρόγραμμα επαναγοράς προτιμάται από τη διανομή μερίσματος για δύο λόγους: Πρώτον, ανακοινώνοντας ένα πρόγραμμα επαναγοράς, η εταιρεία δεν δεσμεύεται να επαναγοράσει εν τέλει το ανακοινωθέν ποσοστό των ιδίων μετοχών. Δεύτερον, σε αντίθεση με το μέρισμα, δεν υπάρχει η προσμονή της διανομής σε τακτά χρονικά διαστήματα. Συνεπώς ένα πρόγραμμα επαναγοράς αποτελεί ένα πιο ευέλικτο μέσο διανομής κεφαλαίου, καθώς αν υπάρξει μια ανωμαλία στο χρόνο διανομής μερίσματος υπεισέρχεται ποινή για την εταιρεία.

Η αγορά ιδίων μετοχών μπορεί επίσης να προτιμηθεί έναντι του μερίσματος λόγω του πλεονεκτήματος της προσωπικής φορολόγησης των κεφαλαιακών κερδών που προσφέρει. Το πλεονέκτημα αυτό υφίσταται καθώς τα κεφαλαιακά κέρδη συχνά φορολογούνται με

¹ Grullon and Michaely, 2004.

² Dittmar A., 2000.

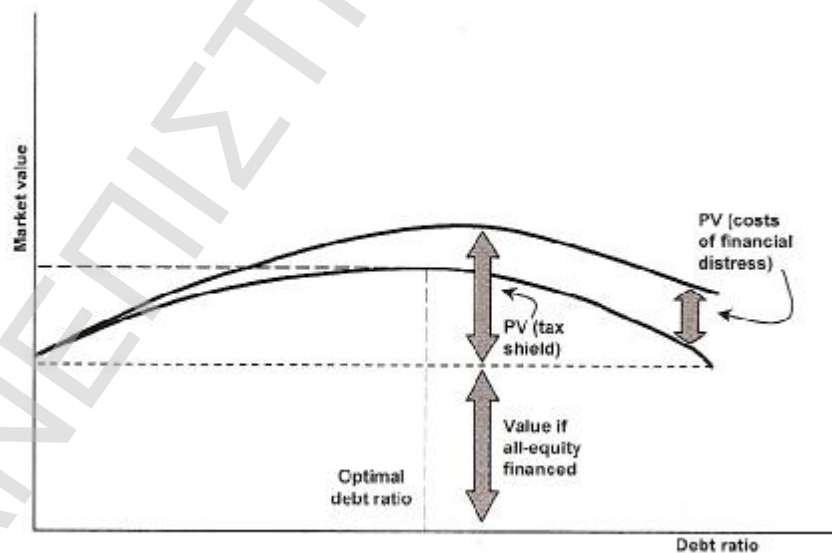
χαμηλότερο συντελεστή από αυτό του εισοδήματος από μέρισμα. Το μόνο ποσό προς φορολόγηση, είναι εκείνο το ποσοστό της επαναγοράς το οποίο αποτελεί κεφαλαιακό κέρδος, οπότε οι επενδυτές μπορούν να αναβάλλουν τη φορολογία αυτή ωσότου πραγματοποιηθεί το κεφαλαιακό κέρδος και πουλήσουν τη μετοχή τους. Συνεπώς, μία αύξηση στην φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών θα μείωνε το σχετικό πλεονέκτημα που δίνει η επαναγορά ιδίων μετοχών³.

Ρυθμίσεις της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Οι επαναγορές μετοχών μπορούν να παίξουν κεντρικό ρόλο στο να αλλάξει η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρείας. Ειδικότερα, οι επαναγορές αυξάνουν το *debt/equity ratio* για εταιρείες με χαμηλή μόχλευση. Ένα κατάλληλο επίπεδο χρηματοοικονομικής μόχλευσης καταλήγει σε μια άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση, σε μια υγιή δηλαδή ισορροπία μεταξύ ωφέλιμων φορολογικών ασπίδων και του κινδύνου πτώχευσης. Αυτό ελαχιστοποιείτο κόστος κεφαλαίου, ενισχύοντας την αξία του μετόχου.

Παρόλα τα στοιχεία που θέλουν τη μόχλευση να αυξάνει την αξία της επιχείρησης, η πρόταση ότι η μόχλευση είναι πηγή δημιουργίας αξίας από τις επαναγορές είναι κάπως θολή. Αλλαγές στη φορολογία έχουν κάνει τα ξένα λιγότερο ελκυστικά από τα ίδια κεφάλαια.

Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση⁴



³ Dittmar A., 2000.

⁴ Brealey, Mayers, 2000.

Αυξήσεις στη χρηματοοικονομική μόχλευση μπορούν να είναι ωφέλιμες, πέρα από την κατάκτηση των φορολογικών ασπίδων. Ειδικότερα, υψηλές πληρωμές τόκων προδίδουν το ότι η εταιρεία διαθέτει λιγότερα χρήματα προς επένδυση σε προγράμματα τα οποία καταστρέφουν την αξία. Ο δανεισμός λειτουργεί ως εσωτερικός έλεγχος στη διαδικασία κατανομής του κεφαλαίου, ασκώντας πίεση στη διοίκηση να υποκύψει στις επιταγές της αγοράς, κάθε φορά που χρειάζεται προς επένδυση κεφάλαια⁵.

Η Υπόθεση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης (Stock Option Hypothesis)

Απορροφώντας κεφάλαια, ένα πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών, δεν επηρεάζει μόνο το ποσοστό δανεισμού της επιχείρησης αλλά επιτρέπει και στη διοίκηση να μοιράσει μετρητά χωρίς να αποδυναμώσει την ανά μετοχή αξία της επιχείρησης. Η διατήρηση της τιμής της μετοχής σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο μπορεί να αποτελεί στόχο της διοίκησης όταν κρατά δικαιώματα προαίρεσης (*stock options*). Οπότε τα δικαιώματα προαίρεσης (*stock options*) ενθαρρύνουν τη διοίκηση να αντικαθιστούν τη διανομή μερίσματος με προγράμματα επαναγοράς, καθώς τα προγράμματα επαναγοράς δεν αποδυναμώνουν την ανά μετοχή αξία της επιχείρησης και επίσης καθώς οι μετοχές που παρέχονται στη διοίκηση όταν ασκούν τα δικαιώματά τους (*stock options*) προέρχονται κυρίως από treasury stock⁶.

Η Ενίσχυση των Κερδών ανά Μετοχή.

Όταν η διοίκηση μιας εταιρείας ανακοινώνει ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών για το σκοπό της διαχείρισης των κερδών ανά μετοχή, οι πράξεις της διοίκησης και οι αρχές του οδηγού των επαναγορών έρχονται συχνά σε σύγκρουση.

Τα κέρδη ανά μετοχή δεν εξηγούν αποτελεσματικά την αξία της επιχείρησης καθώς δεν ενσωματώνουν το κόστος κεφαλαίου, αμελούν τις ανάγκες για επένδυση και μπορούν να υπολογίζονται με άλλες περισσότερο αποδεκτές μεθόδους. Εν τούτοις, οι διοικήσεις εμμένουν στις προσπάθειές τους για μεγιστοποίηση των κερδών ανά μετοχή, μερικές φορές εις βάρος της μεγιστοποίησης της αξίας. Κι αυτό επειδή πολλά bonus στελεχών είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τα κέρδη.

Η διαχείριση των κερδών ανά μετοχή ως κίνητρο επαναγοράς δεν έχει καμία ισχυρή χρηματοοικονομική βάση. Το κατά πόσο ένα πρόγραμμα επαναγοράς αυξάνει ή μειώνει τα κέρδη ανά μετοχή, είναι συνάρτηση του πολλαπλασιαστή κερδών. Συγκεκριμένα, όταν το *earnings yield* είναι υψηλότερο από το μετά φόρου επιτόκιο, η επαναγορά αυξάνει τα κέρδη

⁵ Mauboussin, 2006.

⁶ Dittmar, 2000.

ανά μετοχή. Όταν πάλι το *earnings yield* είναι χαμηλότερο από το μετά φόρου επιτόκιο, η επαναγορά μειώνει τα κέρδη ανά μετοχή. Η σχέση αυτή μεταξύ *earnings yield* και μετά φόρου επιτόκιο δεν μπορεί να περιγράψει την αξία.

Οπότε η συσσώρευση ή αραίωση των κερδών ανά μετοχή δεν έχει να κάνει με το αν η επαναγορά δημιουργεί οικονομικό αποτέλεσμα, καθώς η σχέση μεταξύ P/E και επιτοκίου υπαγορεύει την συσσώρευση ή αραίωση αντίστοιχα, ενόσω η σχέση μεταξύ τιμής και αναμενόμενης αξίας υπαγορεύει τα οικονομικά πλεονεκτήματα ενός προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Το να επαναγοράζονται υπερτιμημένες μετοχές ή το να αποφεύγεται η επαναγορά υποτιμημένων μετοχών εξαιτίας της δυσμενούς συνέπειας στα κέρδη ανά μετοχή, αποτελεί μια εχθρική προσέγγιση των μετόχων. Ομοίως, η αντίληψη ότι οι επαναγορές μετοχών με υψηλό P/E είναι «κακές» και ότι οι επαναγορές μετοχών με χαμηλό P/E είναι «καλές», απηφά κάθε οικονομική δικαιολόγηση⁷.

Κόστη Αντιπροσώπευσης των Free Cash Flows

Ως αντιπρόσωποι των μετόχων, οι managers, προσβλέπουν στην αύξηση του πλούτου των μετόχων, παίρνοντας πάντα αποφάσεις οι οποίες αυξάνουν την αξία της επιχείρησης. Αυτή η άποψη όμως, αγνοεί μία από τις σημαντικότερες συνέπειες του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας και του ελέγχου στις μεγάλες και μοντέρνες επιχειρήσεις. Καθώς οι μέτοχοι χάνουν τον έλεγχο, οι managers έχουν την ικανότητα να θέτουν τα δικά τους οφέλη πάνω από εκείνα των μετόχων. Μεγάλης σημασίας είναι το κατά πόσο οι managers κατανέμουν το κεφάλαιο σε μη κερδοφόρες δραστηριότητες, κυνηγώντας ανάπτυξη και μέγεθος εις βάρος της κερδοφορίας αλλά και της μεγιστοποίησης της αξίας. Για κάποιους managers, σε κάποιες περιπτώσεις, τα οφέλη του να διοικείς έναν μεγάλο οργανισμό ξεπερνούν σε σπουδαιότητα το να έχουν ευχαριστημένους μετόχους. Τα κόστη που προκύπτουν από τη μάχη μεταξύ ανάπτυξης και μεγιστοποίησης της αξίας είναι γνωστά στη χρηματοοικονομική θεωρία, ως *agency costs*.

Οι εταιρείες που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της υπερεπένδυσης σε μη παραγωγικές δραστηριότητες, είναι εκείνες οι οποίες διαθέτουν υπερβάλλοντα αδιάθετα κεφάλαια τα οποία δεν μπορούν να διοχετεύσουν σε επενδυτικά προγράμματα με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV). Η *Free Cash Flow Hypothesis* προτείνει ότι μία ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, αποτελεί πιθανότατα καλά νέα καθώς μειώνεται η πιθανότητα η διοίκηση της εταιρείας να

⁷ Mauboussin, 2006.

διαθέσει το κεφάλαιο σε χρήσεις που δεν είναι προς όφελος των μετόχων. Μειώνοντας τη χρηματοοικονομική χαλάρωση στην εταιρεία, οι managers που επαναγοράζουν μετοχές έχουν λιγότερες πιθανότητες να υιοθετήσουν προγράμματα που μειώνουν την αξία της επιχείρησης. Συνοψίζοντας, κάθε πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών μπορεί να είναι ωφέλιμο αρκεί να μη θέτει σε κίνδυνο την ικανότητα της επιχείρησης να χρηματοδοτήσει πολλά υποσχόμενες επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες μπορεί να παρουσιαστούν στο μέλλον⁸.

Capital Market Allocation

Μία βασική λειτουργία των κεφαλαιακών αγορών είναι να κατανέμουν το κεφάλαιο μεταξύ ανταγωνιστικών επενδυτικών ευκαιριών. Ιδανικά, όλα τα προγράμματα που προσθέτουν αξία, θα έπρεπε να λαμβάνουν νέο κεφάλαιο έτσι ώστε μεγιστοποιούν τον πλούτο της οικονομίας. Μερικές φορές, ωστόσο, αυτή η αποτελεσματική κατανομή δεν είναι δυνατόν να επιτευχθεί, εξαιτίας διαφόρων ατελειών στις αγορές. Μία βασική ατέλεια αποτελεί η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των managers και του επενδυτικού κοινού.

Η βάση του συλλογισμού για το πώς το κεφάλαιο κατανέμεται στην ελεύθερη οικονομία, είναι ότι οι εταιρείες πρέπει να επιστρέφουν το κεφάλαιο στους μετόχους τους, όταν έχουν εξαντληθεί όλες οι επενδυτικές ευκαιρίες που προσθέτουν αξία στην επιχείρηση. Οι μέτοχοι τότε, είναι ελεύθεροι να αναδιανείμουν το κεφάλαιο αυτό σε άλλες πιο παραγωγικές δραστηριότητες. Αν και η *Capital Market Allocation hypothesis* είναι όμοια με την *Free Cash flow hypothesis*, η πρώτη υποστηρίζει ότι και χωρίς προβλήματα αντιπροσώπευσης, οι μέτοχοι κερδίζουν περισσότερο με ένα πρόγραμμα επαναγοράς. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι οι μέτοχοι μπορούν να καταναείμουν αποτελεσματικότερα τους χρηματικούς τους πόρους, απ' ό,τι οι managers, έστω και μόνο για το λόγο ότι έχουν μία ευρύτερη εικόνα της οικονομίας.

Ένας σημαντικός λόγος για τη διενέργεια επαναγορών, έχει να κάνει με τη διαδικασία γέννησης και θανάτου των επιχειρήσεων σε ένα καπιταλιστικό σύστημα. Αν και οι managers των επιχειρήσεων επαναγοράζουν μετοχές μόνο και μόνο για την ίαση της υποεκτιμημένης μετοχής, οι χρηματοοικονομικές αγορές χρησιμοποιούν τις επαναγορές μετοχών ως ένα πρωταρχικό μέσο απελευθέρωσης κεφαλαίου από έναν ετοιμοθάνατο οικονομικό τομέα, έτσι ώστε να διοχετευτεί σε έναν πιο πολλά υποσχόμενο. Οι επαναγορές μετοχών είναι ουσιώδεις

⁸ Grullon and Ikenberry, 2000.

σε κάθε δυναμική οικονομία η οποία ελπίζει σε εκούσιες μεταφορές κεφαλαίων από την παλιά στη νέα οικονομία⁹.

Υπόθεση Προστασίας από Επιθετική Εξαγορά

Εταιρείες πλούσιες σε ρευστό, με υποτιμημένη την μετοχή τους γίνονται συχνά στόχος επιθετικών επενδυτικών ιδρυμάτων. Έρευνες στηρίζουν την άποψη ότι οι εταιρείες μπορούν να χρησιμοποιήσουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών για να απωθήσουν προσπάθειες εξαγοράς.

Πιο συγκεκριμένα, οι επαναγορές μετοχών λειτουργούν ως άμυνα ενάντια σε μια εξαγορά, κοινοποιώντας στο επενδυτικό κοινό πληροφορίες που αφορούν στην αξία της επιχείρησης, αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό την προσφορά της εξαγοράς.

Οι managers των επιχειρήσεων επίσης, επαναγοράζουν μόνο όταν τα οφέλη ξεπερνούν τα κόστη ενός τέτοιου προγράμματος. Τα κόστη είναι αντίστροφα συνδεδεμένα με την αξία της επιχείρησης, η επαναγορά σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής είναι υψηλή, οπότε και εμποδίζει τις προσπάθειες εξαγοράς.

Τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών αυξάνουν τα κόστη για τους πλειοδότες, μειώνοντας τον αριθμό των μετοχών που κατέχονται από εκείνους που τις υπερεκτιμούν. Αυτό συμπεραίνεται αν υποθεθεί ότι με την ανακοίνωση ενός προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών, οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους κάνουν λιγότερες αποτιμήσεις σε σχέση με τους εναπομείναντες μετόχους. Αυτό με τη σειρά του θα αύξανε το ύψος της προσφοράς.

Εξετάζοντάς το από την σκοπιά της *free cash flow hypothesis*, μια επαναγορά μπορεί να μετριάσει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τα πιθανά κέρδη του εξεγοράζοντος στην περίπτωση μιας εξαγοράς.

Τέλος οι managers αυξάνουν τη μόχλευση της επιχείρησης εν μέσω περιόδων υψηλής εξαγοραστικής δραστηριότητας, καθώς μία αύξηση στο δανεισμό θα οδηγήσει σε μείωση των ελεύθερων ταμειακών ροών και σε αντίστοιχη αύξηση της εσωτερικής ιδιοκτησίας εκμηδενίζοντας έτσι οποιαδήποτε πιθανά κέρδη για τον πλειοδότη. Η χρηματοοικονομική ευελιξία βοηθά τις επιχειρήσεις να ανταποκρίνονται άμεσα και αποτελεσματικά σε κάθε απόπειρα εξαγοράς.¹⁰

⁹ Grullon and Ikenberry, 2000.

¹⁰ Huh, Park, 2007.

1.2. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα ενός προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών συνοψίζονται στα εξής:

- 1) Οι ανακοινώσεις των επαναγορών, αντιμετωπίζονται ως θετικά σήματα από τους επενδυτές, καθώς η ίδια η επαναγορά συχνά είναι απόρροια της πεποίθησης της διοίκησης ότι η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη.
- 2) Η επαναγορά μπορεί να απαλλάξει την αγορά από ένα μεγάλο αριθμό μετοχών οι οποίες επιβαρύνουν τον δείκτη P/E της επιχείρησης.
- 3) Η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να είναι απρόθυμη να αυξήσει το ύψος του μερίσματός της αν η αύξηση αυτή δεν είναι δυνατό να διατηρηθεί στο μέλλον. Οπότε αν οι υπερβάλλουσες χρηματικές ροές είναι προσωρινές η διοίκηση προτιμά να τις μοιράσει στους μετόχους της μέσω ενός προγράμματος επαναγοράς μετοχών αντί να αυξήσει την τιμή του μερίσματος, μη μπορώντας να διατηρήσει την αύξηση αυτή στη συνέχεια.
- 4) Οι επαναγορές μπορούν να προκαλέσουν μεγάλες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης. Μία επιχείρηση για παράδειγμα μπορεί να επαναγοράσει τις μετοχές της για να αυξήσει το ποσοστό δανεισμού της. Η επαναγορά μπορεί να είναι απαραίτητη ακόμη και στην περίπτωση που η επιχείρηση χρηματοδοτεί το μεγαλύτερο μέρος του προϋπολογισμού της με ξένα κεφάλαια αφού μπορεί να βοηθήσει στην επίτευξη του άριστου επιπέδου δανεισμού.
- 5) Οι επιχειρήσεις που παραχωρούν μεγάλο αριθμό δικαιωμάτων προαίρεσης στο προσωπικό τους, μπορούν να επαναγοράσουν μετοχές και μετά να τις εκδώσουν όταν γίνεται η εξάσκηση των δικαιωμάτων. Με τον τρόπο αυτό αποφεύγεται η σύγχυση που θα προκαλούνταν αν χρειαζόταν να εκδοθούν νέες μετοχές για να καλύψουν την εξάσκηση των δικαιωμάτων.

Όσον αφορά στα μειονεκτήματα των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών, η επιχείρηση μπορεί να πληρώσει ένα πολύ υψηλό τίμημα για να επαναγοράσει τις μετοχές της, όχι προς όφελος των μετόχων της. Αν οι μετοχές της δεν διαπραγματεύονται ενεργά και εκείνη ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα πολύ μεγάλο μέρος των μετοχών της, τότε μπορεί να προσφερθεί μία τιμή πάνω από το επίπεδο ισορροπίας και μετά να έλθει μία πτώση από τη στιγμή που η επιχείρηση δεν θα αναζητά πλέον να αγοράσει ίδιες μετοχές.

Κεφάλαιο 2^ο: Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Η εξέλιξη των μοντέρνων επιχειρήσεων είναι μεγάλη στο πέρασμα των αιώνων, ωστόσο μόνο τις τελευταίες δύο δεκαετίες οι εταιρείες ανακάλυψαν έναν όχι ευρέως χρησιμοποιούμενο μηχανισμό αναδιανομής κεφαλαίου στους μετόχους, την επαναγορά ιδίων μετοχών. Αν και στις Η.Π.Α. επιτρεπόταν από πολύ νωρίτερα η επαναγορά ιδίων μετοχών, οι εταιρείες υιοθέτησαν το μηχανισμό αυτό στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η ραγδαία αύξηση των προγραμμάτων επαναγορών στις Η.Π.Α. μεταφέρθηκε και στον υπόλοιπο κόσμο, καθώς χώρες όπως ο Καναδάς και το Ηνωμένο Βασίλειο με χαμηλά ποσοστά επαναγορών, αύξησαν τη δραστηριότητά τους. Επίσης, χώρες στις οποίες απαγορευόταν η επαναγορά ιδίων μετοχών, όπως η Γερμανία, η Ταϊβάν, η Κίνα και η Ιαπωνία ενστερνίστηκαν παροχές οι οποίες επέτρεπαν στις εγχώριες εταιρίες να επαναγοράζουν Ίδια Κεφάλαια στην ανοιχτή αγορά, για πρώτη φορά.

Το μέγεθος της αλλαγής αυτής στην εταιρική πολιτική ήταν ιδιαίτερα σημαντικό. Πολλοί συγγραφείς, ακαδημαϊκοί και ερευνητές ασχολήθηκαν με τα κίνητρα που οδήγησαν στην έξαρση αυτή των επαναγορών αλλά και με τα αποτελέσματα που η πραγματοποίησή τους επιφέρει στην τιμή της μετοχής, στην κερδοφορία αλλά και γενικά στην εικόνα της επιχείρησης η οποία αποφασίζει να προβεί σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

Η *Dittmar (2000)*, εξετάζει τη σχέση μεταξύ επαναγορών μετοχών και διανομής κερδών, επένδυσης, κεφαλαιακής διάρθρωσης, εταιρικού ελέγχου και πολιτικών αποζημίωσης κατά την περίοδο 1977 έως 1996. Τεστάρει δηλαδή μέσω ενός μοντέλου Tobit τους κύριους λόγους για τους οποίους γίνονται επαναγορές μετοχών από τις επιχειρήσεις.

Η *Dittmar (2000)*, μετά την εκτίμηση των συντελεστών του μοντέλου του Tobit τον έλεγχο δηλαδή του προσήμου και της στατιστικής σημαντικότητάς τους, καταλήγει στο ότι κύρια αιτία για επαναγορά μετοχών από τις επιχειρήσεις, ακόμα και τις μεγαλύτερες σε μέγεθος, είναι η υποτίμηση της μετοχής τους. Λαμβανομένου υπόψη του ότι οι επαναγορές σε καμία περίπτωση, δεν αντικαθιστούν τη διανομή μερίσματος και του ότι η φοροαπαλλαγή δεν είναι ο κύριος λόγος των επαναγορών, άλλη μία αιτία αποτελεί η διανομή του υπερβάλλοντος κεφαλαίου. Τέλος και με μικρότερη συχνότητα, οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν για να επιτύχουν το άριστο επίπεδο δανεισμού, για υπεράσπιση έναντι σε επιθετικές εξαγορές και για επιβράβευση στελεχών με τη διανομή μετοχών, εφόσον σε αντίθεση με τη διανομή μερισμάτων, οι επαναγορές δεν αλλοιώνουν την τιμή της μετοχής.

Το ότι η υποτιμημένη μετοχή αποτελεί το κύριο κίνητρο επιχειρήσεων για επαναγορά ιδίων μετοχών, βρίσκει σύμφωνους και τους *Ikenberry, Chan και Lee (2003)*, οι οποίοι εξετάζουν μέσω διαφορών σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αποδόσεις μετοχών, το αν οι επαναγορές γίνονται λόγω των υποθέσεων υποτίμησης, ελεύθερων ταμειακών ροών ή αλλαγής της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Τα αποτελέσματα προέρχονται από την εξέταση 5.000 ανακοινώσεων επαναγορών μετοχών από αμερικανικές επιχειρήσεις τα έτη 1980 ως 1996. Αρχικά, λαμβάνοντας υπόψη την αρχική αντίδραση στην ανακοίνωση, οι συγγραφείς βρήκαν περιορισμένη ισχύ της υπόθεσης υποτίμησης και καθόλου, όσον αφορά στις άλλες δύο υποθέσεις. Για το λόγο αυτό ερευνήθηκε η αντίδραση στα κέρδη τριμήνου, αμέσως μετά την ανακοίνωση της επαναγοράς, αλλά και τέσσερα χρόνια αργότερα. Τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η πραγματική - μη αναμενόμενη πληροφορία αποκαλύπτεται μετά την ανακοίνωση της επαναγοράς και ότι η αρχική αντίδραση είναι προκαταβλημένη και ανολοκλήρωτη.

Αν και οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι αρκετά "θορυβώδεις", το μετά την ανακοίνωση *drift* δείχνει κάποια συνέπεια με την υπόθεση υποτίμησης της μετοχής. Το *drift* αυτό παρατηρήθηκε για *growth* και *value* μετοχές αντίστοιχα, όπου η υποτίμηση θα αποτελούσε ένα πολύ σημαντικό κίνητρο.

Ο *Isagawa (2000)* ασχολήθηκε με τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής πριν και μετά την ανακοίνωση της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Προσπαθώντας να εξηγήσει την υπόθεση σηματοδότησης (*signaling hypothesis*), δημιουργεί ένα μοντέλο στο οποίο οι ανακοινώσεις επαναγορών ιδίων μετοχών επικοινωνούν αξιόπιστες ευνοϊκές πληροφορίες στην αγορά χωρίς την υποχρέωση του να προχωρήσει τελικά η εταιρεία στην επαναγορά.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την αρχική υπόθεση καθώς η τιμή της μετοχής μειώνεται πριν από μία ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών και αυξάνεται ανταποκρινόμενη στην ίδια ανακοίνωση. Το κατά πόσο θα αυξηθεί η τιμή της μετοχής σχετίζεται θετικά με το ποσοστό των επαναγοραζομένων μετοχών. Το ποσό της μείωσης μπορεί να αντισταθμιστεί πλήρως από αυτό της αύξησης, για το λόγο αυτό η εταιρεία που ανακοινώνει ένα πρόγραμμα επαναγοράς δεν υπόκειται στο κόστος υποτίμησης από την αγορά και ικανοποιεί με τον τρόπο αυτό, ανέξοδα, την ανάγκη για σήμανση και πληροφόρηση.

Οι *Isagawa και Hatakeda (2004)*, εξετάζοντας τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής γύρω από μία ανακοίνωση προγράμματος επαναγοράς σε ένα δείγμα ιαπωνικών επιχειρήσεων, κατά την περίοδο 1995 έως 1998, επιβεβαίωσαν για ακόμη μία φορά την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής σε μία τέτοια ανακοίνωση.

Στο ίδιο άρθρο, οι συγγραφείς χρησιμοποιώντας μοντέλα *probit* και *logit*, αποφαινόμενοι στο ότι το μέγεθος της πτώσης της τιμής της μετοχής στην προ-ανακοίνωσης περίοδο, είναι ένας καθοριστικός παράγοντας στην απόφαση της εταιρείας για εκτέλεση ή όχι του προγράμματος επαναγοράς. Ενώ η επιχείρηση τείνει να πραγματοποιεί τελικά την επαναγορά των μετοχών μετά από μια πτώση της τιμής της μετοχής, η ίδια επιχείρηση αν βιώσει μια μικρότερου μεγέθους πτώση, έχει ως μόνη αντίδραση αλλαγές στο καταστατικό της.

Η υπόθεση της υποτίμησης (*undervaluation hypothesis*) δίνει την περισσότερο αληθοφανή εξήγηση στην απόφαση για εκτέλεση της επαναγοράς των μετοχών και αυτό γιατί η επαναγορά ιδίων μετοχών αποτελεί μία επικερδή επενδυτική ευκαιρία. Όσο πιο σφοδρή είναι η υποτίμηση τόσο πιο δυνατή είναι η πρόθεση της εταιρείας για εκτέλεση του προγράμματος επαναγοράς. Από την άλλη μεριά η υπόθεση της επιλογής (*option hypothesis*), την οποία εισήγαγαν οι **Ikenberry** και **Vermaelen (1996)**, δείχνει να ταιριάζει στις επιχειρήσεις που αποφασίζουν να μην προχωρήσουν σε επαναγορά. Οι εταιρείες αυτές, όπως προαναφέραμε, βιώνουν μικρότερη πτώση της τιμής της μετοχής τους και λαμβάνοντας υπόψη τα διάφορα κόστη της επαναγοράς μεταπειθόνται για μη εκτέλεση του προγράμματος, βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον. Αλλάζουν όμως το καταστατικό τους ευνοώντας την περίπτωση μιας μελλοντικής επαναγοράς ιδίων μετοχών όταν το μέγεθος της υποτίμησης θα γίνει τόσο μεγάλο ώστε η αγορά ιδίων μετοχών να μετατραπεί σε μια πολύ ελκυστική επένδυση.

Οι **Ikenberry**, **Lakonishok** και **Vermaelen (1999)** διαπίστωσαν ότι για 1.060 επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται στο Toronto Stock Exchange (TSE) η υπόθεση υποτίμησης (*undervaluation hypothesis*) αποτελεί και πάλι τον κύριο και σημαντικότερο λόγο διενέργειας επαναγορών ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιώντας το μοντέλο των τριών παραγόντων των **Fama-French (1993)** βρίσκουν μηνιαία υπερβάλλουσα απόδοση ύψους 0,59% για τα επόμενα τρία έτη μετά την ανακοίνωση της επαναγοράς. Για το έτος πριν την ανακοίνωση, η απόδοση είναι αρνητική, -0,35%. Το μέγεθος της απόδοσης αυτής περιγράφεται ακριβώς από την υπόθεση υποτίμησης (*undervaluation hypothesis*), η οποία επαληθεύεται και σε επόμενο μέρος του άρθρου όταν εξετάζεται ο τρόπος που διενεργεί τις συναλλαγές η διοίκηση της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι managers συναλλάσσονται με συγκεκριμένη στρατηγική. Οι αυξομειώσεις των τιμών δείχνουν να παίζουν καθοριστικό ρόλο στην επαναγοραστική δραστηριότητα. Μια αύξηση στην τιμή των μετοχών, οδηγεί σε μείωση των επαναγοραζόμενων μετοχών και αντίστοιχα μία μείωση στην τιμή των μετοχών οδηγεί σε

αύξηση των επαναγοραζόμενων κομματιών. Δηλαδή η απόφαση των managers για αγορά ή όχι μετοχών είναι ευαίσθητη στις επικρατούσες τιμές της αγοράς.

Τον οικονομικό ρόλο των επαναγορών εξετάζοντας τις αποδόσεις των μετοχών μετά την ανακοίνωση των επαναγορών, ερευνούν σε άρθρο τους και οι *Ikenberry, Chan* και *Lee (2001)*. Η μέση αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις 5.000 επαναγορών στις Η.Π.Α. κατά την περίοδο 1980 έως 1990, είναι θετική και συνάδει με την υπόθεση ότι οι επαναγορές αντιμετωπίζονται ως ένα θετικό γεγονός από την αγορά αλλά και τους μετόχους. Εν τούτοις η πρώτη άμεση αντίδραση στην ανακοίνωση είναι μάλλον μέτρια, και όσο περνά ο χρόνος βαίνει μειούμενη. Εξετάζοντας όμως τις τριμηνιαίες ανακοινώσεις κερδών για τα επόμενα τέσσερα έτη φαίνεται πως η αρχική αντίδραση δεν ήταν ολοκληρωμένη.

Στο ίδιο άρθρο ελέγχεται και η συμπεριφορά των managers μετά την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς, αν δηλαδή ενεργούν προς όφελος των μετόχων μεγιστοποιώντας την αξία της μετοχής τους. Ελέγχεται η απόδοση των μετοχών σε συνδυασμό με το ποσοστό ολοκλήρωσης της αγοράς ιδίων μετοχών. Σε γενικές γραμμές, η απόδοση είναι μεγαλύτερη στις περιπτώσεις όπου επαναγοράστηκε τουλάχιστον ένα μικρό ποσοστό μετοχών.

Άλλος ένας τρόπος να ελεγχθεί το κατά πόσο οι managers κατανοούν τα οικονομικά οφέλη ενός προγράμματος επαναγοράς, είναι κοιτάζοντας το αν εκμεταλλεύονται την πληροφορία για δικό τους όφελος. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτό δεν συμβαίνει καθώς η μετά τεσσάρων ετών μη κανονική απόδοση, όταν οι εκ των έσω αγοράζουν μετοχές για δικό τους λογαριασμό, είναι χαμηλότερη σε σύγκριση με την απόδοση των μετοχών όταν παρατηρείται μόνο πώληση μετοχών. Η έλλειψη σύνδεσης μεταξύ εσωτερικών συναλλαγών και αντικανονικής απόδοσης γύρω από μια ανακοίνωση ενός τόσο σημαντικού εταιρικού γεγονότος αντικατοπτρίζει την απροθυμία των managers να συναλλαχθούν και προς όφελος των μετόχων αλλά και προς το δικό τους όφελος.

Οι *McNally* και *Li (2003)* εξετάζοντας канаδικές εταιρείες που αποφασίζουν να προχωρήσουν σε εκτέλεση προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών, κατέληξαν σε αποτελέσματα σύμφωνα με εκείνα του *Isagawa (2000)*, τα οποία υποστηρίζουν την υπόθεση σηματοδότησης (*signaling hypothesis*). Τα διοικητικά στελέχη χρησιμοποιούν τα προγράμματα επαναγοράς θέλοντας να ενημερώσουν το υπόλοιπο επενδυτικό κοινό για τη μείωση στα κόστη αντιπροσώπευσης (*agency costs*). Και το πετυχαίνουν, εφόσον από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης της ανακοίνωσης (*announcement return regression*), συμπεραίνεται ότι το επενδυτικό κοινό συνάγει ιδιαίτερες πληροφορίες σχετικά με την απόφαση της εταιρείας για αγορά ιδίων μετοχών. Τα προγράμματα επαναγοράς είναι πιθανότερο να προκύψουν από εταιρείες με μεγάλους επενδυτές-στελέχη, ύστερα από μία

πτώση της τιμής της μετοχής τους και από εταιρείες με μεγάλο αριθμό αδιάθετων ταμειακών ροών (*free cash-flows*).

Υπάρχουν όμως κι εκείνοι οι οποίοι δεν αναγνωρίζουν την υπόθεση σηματοδότησης (*signaling hypothesis*) ως τον κύριο λόγο πραγματοποίησης ενός προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών. Οι **Grullon** και **Michaely (2004)**, εξέτασαν ένα δείγμα επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. οι οποίες είτε ανακοίνωσαν, είτε προχώρησαν τελικά σε επαναγορά ιδίων μετοχών, από το 1980 έως το 1984.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνάς τους δεν ήταν συμβατά με την υπόθεση της σηματοδότησης (*signaling hypothesis*), καθώς δεν παρατηρήθηκε αύξηση της μελλοντικής κερδοφορίας των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν πρόθεση επαναγοράς μετοχών σε σχέση με αυτές που δεν ανακοίνωσαν. Οι οικονομικοί αναλυτές επίσης, αναθεώρησαν τις προβλέψεις τους προς το χειρότερο, μετά την ανακοίνωση ενός προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Τα αποτελέσματα είναι όμως συμβατά με την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (*free cash-flow hypothesis*) του **Jensen(1986)**. Οι επιχειρήσεις που επαναγοράζουν μειώνουν το τρέχον επίπεδο των κεφαλαιακών εξόδων τους καθώς και αυτό των εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D). Τέλος βρέθηκαν δείγματα για το ότι η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς, ήταν μεγαλύτερη σ' εκείνες τις επιχειρήσεις οι οποίες ήταν περισσότερο επιρρεπείς σε υπερεπένδυση, δείγματα απόλυτα συνεπή με την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (*free cash-flow hypothesis*), σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις αυξάνουν τις εκροές μετρητών τους ανταποκρινόμενες σε μία χειροτέρευση του επενδυτικού τους ορίζοντα. Η χειροτέρευση αυτή συνιστά άσχημα νέα στα οποία όμως η αγορά ανταποκρίνεται θετικά. Πώς συμβαίνει αυτό; Μία πρώτη εξήγηση αποτελεί το ότι η αγορά γνωρίζει ήδη την μείωση των επενδυτικών ευκαιριών και ανταποκρίνεται θετικά στην ανακοίνωση της επαναγοράς ιδίων μετοχών καθώς το γεγονός αυτό μειώνει κατά πολύ τις ελεύθερες ταμειακές ροές στη διάθεση των managers. Οπότε η θετική αντίδραση έγκειται στη μείωση των κοστών αντιπροσώπευσης (*agency costs*). Μια δεύτερη εξήγηση θέλει την αγορά να είναι περισσότερο ενημερωμένη για την μείωση στην κερδοφορία των επιχειρήσεων παρά για τη μείωση στο ρίσκο που σχετίζεται με τη μείωση των διαθέσιμων επενδύσεων. Η ανακοίνωση της επαναγοράς κοινοποιεί στην αγορά και τις δύο μειώσεις οπότε και παράγεται η θετική αντίδραση.

Στο ότι η υπόθεση υποτίμησης δεν αποτελεί τον κύριο λόγο επαναγοράς ιδίων μετοχών για τις επιχειρήσεις, συμφωνούν και οι **Ikenberry, Lakonishok** και **Vermaelen (1995)**. Εκείνοι εξετάζοντας ανακοινώσεις επαναγορών ιδίων μετοχών από το 1980 έως το

1990 βρίσκουν τη μέση ανταπόκριση στις ανακοινώσεις αυτές να μην ξεπερνά το 3,5%. Μια τέτοια “μικρή” αντίδραση αντιτίθεται στις υπεραισιόδοξες εκτιμήσεις των managers σχετικά με το ότι η επαναγορά στέλνει ένα αντίθετο μήνυμα και σταματά την υποτίμηση της μετοχής αποτελώντας μια καλή επένδυση. Η υποτιμημένη μετοχή μπορεί να αποτελέσει αιτία επαναγοράς για εταιρείες με υψηλά *book-to-market ratios*, ενώ εταιρείες με χαμηλά *book-to-market ratios* υποκινούνται από άλλα αίτια.

Υπάρχουν τέλος κι εκείνοι οι οποίοι διατυπώνουν την άποψη ότι δεν είναι η ανακοίνωση αυτή η οποία αλλάζει την απόδοση της μετοχής και την πορεία της επιχείρησης της ίδιας αλλά η ίδια η πραγματοποίηση της επαναγοράς. Ο **Lie (2005)** εξετάζοντας ένα δείγμα 4.729 ανακοινώσεων προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών μεταξύ άλλων καταλήγει στο συμπέρασμα ότι για να μπορέσει μια ανακοίνωση να επικοινωνήσει στην αγορά ευνοϊκές πληροφορίες, σχετικές με την μελλοντική απόδοση της επιχείρησης, πρέπει αυτή να συνοδεύεται οπωσδήποτε από πραγματοποίηση της επαναγοράς. Κι αυτό επιβεβαιώνεται από τα εμπειρικά αποτελέσματα καθώς οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν προχώρησαν σε αγορά ιδίων μετοχών κατά το τρίμηνο της ανακοίνωσης, δεν παρουσίασαν καμία βελτίωση στην απόδοσή τους.

Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγει, μεταξύ άλλων, και ο **Oded (2005)**. Πιο συγκεκριμένα ο **Oded (2005)** εισάγει ένα δικό του μοντέλο, τα εμπειρικά αποτελέσματα του οποίου φανερώνουν ότι μετά την ανακοίνωση, η μακροπρόθεσμη απόδοση σχετίζεται άμεσα με το επίπεδο της πραγματοποίησης της επαναγοράς. Αν και οι εταιρείες που προχωρούν τελικά σε επαναγορά παρουσιάζουν χειρότερη απόδοση από εκείνες που δεν επαναγοράζουν μετοχές, κατά τη διάρκεια της περιόδου επαναγοράς, στα επόμενα έτη η κατάσταση αντιστρέφεται και οι εταιρείες που όντως επαναγόρασαν μετοχές χρεώνονται με υψηλότερες αποδόσεις εκείνων που δεν επαναγόρασαν.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα οι επαναγορά ιδίων μετοχών αποτελεί πολιτική διανομής κερδών, όπως επίσης και το μέρισμα. Είναι όμως υποκατάστατες πολιτικές; Απάντηση στο ερώτημα αυτό προσπάθησαν να δώσουν αρκετοί ακαδημαϊκοί-ερευνητές. Οι **Jagannathan, Stephens** και **Weisbach (2000)**, συγκρίνοντας τις δύο πολιτικές καταλήγουν στο ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών είναι εμφανώς πιο ασταθής από το μέρισμα. Η ομαλότητα των σειρών των μερισμάτων συνδυασμένη με την αστάθεια και την προκυκλικότητα των σειρών των επαναγορών είναι συνεπείς με την άποψη ότι τα μερίσματα πληρώνονται από σωρευμένες εισροές ενώ οι επαναγορές από προσωρινές χρηματικές εισροές. Οι αγορές ιδίων μετοχών δεν δείχνουν να αντικαθιστούν τα μερίσματα, αντίθετα τα συμπληρώνουν, πληρώνοντας στους μετόχους βραχυπρόθεσμες χρηματικές ροές.

Η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να αυξήσει το μέρισμα της αντί για την αγορά ιδίων μετοχών. Μέσα από την ίδια έρευνα προκύπτει ότι εταιρείες με υψηλές λειτουργικές χρηματοροές είναι πιθανότερο να αυξήσουν το ποσό του διανεμόμενου μερίσματος, ενώ εταιρείες με υψηλές μη λειτουργικές χρηματοροές είναι πιθανότερο να αυξήσουν τη δραστηριότητα των επαναγορών τους. Εταιρείες με υψηλότερη τυπική απόκλιση χρηματοροών προτιμούν την επαναγορά ιδίων μετοχών. Μερίσματα και επαναγορές δηλαδή, χρησιμοποιούνται σε διαφορετικές φάσεις του επιχειρηματικού κύκλου, από διαφορετικού τύπου επιχειρήσεις.

Οι *Grullon* και *Michaely* (2002), διαφωνούν με τους *Jagannathan et al*, αποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις στις Η.Π.Α., τη δεκαετία του '90, έχουν σε μεγάλο ποσοστό αντικαταστήσει το μέρισμα με προγράμματα επαναγορών ιδίων μετοχών. Πιο συγκεκριμένα η πλειοψηφία των επιχειρήσεων που ξεκινούν χρηματικές πληρωμές το κάνουν μέσω επαναγορών. Επίσης επιχειρήσεις που διανέμουν ήδη μέρισμα έχουν υιοθετήσει και τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Οι συγγραφείς χρησιμοποιώντας το μοντέλο του *Lintner* (1956), ένα μοντέλο για τη παραγωγή αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων, βρίσκουν ότι η διαφορά μεταξύ πραγματικού και αναμενόμενου μερίσματος τείνει να γίνεται περισσότερο αρνητική όσο η επιχείρηση διαθέτει περισσότερα χρήματα για επαναγορές ιδίων μετοχών. η απόδειξη αυτή υποστηρίζει την ιδέα ότι οι επαναγορές μετοχών και τα μερίσματα αντικαθιστούν το ένα το άλλο. Ιδέα την οποία ασπάζονται και οι επενδυτές, καθώς αντιλαμβάνονται λιγότερο αρνητικά τη μείωση των μερισμάτων όταν βλέπουν ότι αυτά αντικαθίστανται από προγράμματα επαναγορών.

Η *Kahle* (2002), μέσα από τη δική της έρευνα, παρατηρεί ότι οι εταιρείες ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών όταν ο αντίκτυπος από μία αύξηση του μερίσματος μπορεί να βλάψει τη διοικητική αρχή και όταν χρειάζονται μετοχές για να χρηματοδοτήσουν την άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης (stock options) μεταξύ των υπαλλήλων τους.

Κατά τη δεκαετία του '90, όπως αναφέρεται στο άρθρο, τα δικαιώματα προαίρεσης (stock options) αποτέλεσαν την κινητήριο δύναμη για τη διενέργεια επαναγορών ιδίων μετοχών. Κι αυτό επειδή οι εταιρείες επιθυμούσαν τη μεγιστοποίηση του διοικητικού πλούτου, εφόσον τα μερίσματα και όχι οι επαναγορές επηρεάζουν τα διοικητικά δικαιώματα, και τη χρηματοδότηση των ευρέως διαδεδομένων προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης (stock options) των υπαλλήλων. Τα διοικητικά δικαιώματα προαίρεσης αυξάνουν την πιθανότητα η εταιρεία να προβεί σε αγορά ιδίων μετοχών, αλλά όταν παρθεί η απόφαση για

επαναγορά, ο αριθμός των μετοχών που θα επαναγοραστούν εξαρτάται πλήρως από τον αριθμό των δικαιωμάτων που θα ασκηθούν. Τα διοικητικά δικαιώματα δεν φαίνεται να έχουν κάποια επιπλέον επεξηγηματική αξία.

Οι επιχειρήσεις όμως, μπορούν να αγοράσουν ίδιες μετοχές, όχι μόνο για διανείμουν τον πλούτο τους στους μετόχους, αλλά και για να κερδίσουν τον έλεγχο της επιχείρησης. Οι **Huh** και **Park (2007)**, καταλήγουν στο ότι οι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων, που βρίσκονται υπό πρόταση εξαγοράς, με μεγάλη απόκλιση μεταξύ *cash flow rights* και *voting rights*, είναι πιθανότερο να ανακοινώσουν ότι θα επαναγοραστούν μεγάλες ποσότητες μετοχών, έτσι ώστε να αυξηθεί και το κόστος απόκτησης για την εξαγοράζουσα εταιρεία ενός σεβαστού ποσοστού μετοχών αλλά και η τιμή της προσφοράς. Όταν οι μέτοχοι μιας εταιρείας αποτιμούν διαφορετικά την εταιρεία αυτή, οι μέτοχοι που αποφασίζουν να πουλήσουν στην εξαγοράζουσα εταιρεία τις μετοχές τους είναι εκείνοι οι οποίοι την αποτιμούν χαμηλά. Οι υπόλοιποι, εκείνοι που την αποτιμούν υψηλότερα, ανεβάζουν το κόστος κάθε πιθανού πλειοδότη.

Εν τούτοις, ενώ μια εκτενής βιβλιογραφία παρουσιάζει μία ευνοϊκή άποψη όσον αφορά στον οικονομικό ρόλο των επαναγορών, κάποιες μελέτες στελεχών εταιρειών προτείνουν μία εναλλακτική υποκίνηση. Ειδικότερα, ένας λόγος για τον οποίο οι εταιρείες ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών, είναι η παραπλάνηση των επενδυτών και με έναν έμμεσο τρόπο η χειραγώγηση της τιμής της μετοχής.

Οι **Ikenberry, Chan, Lee** και **Wang (2005)**, προσπάθησαν να προσεγγίσουν την εναλλακτική αυτή υποκίνηση, εξετάζοντας την ποιότητα των κερδών των εταιρειών. Εστιάζουν σε εταιρείες με κέρδη χαμηλής ποιότητας και ειδικότερα σε εταιρείες των οποίων οι managers προσπαθούν με διάφορες λογιστικές μεταφορές να διαστρεβλώσουν τα κέρδη. Όταν η χειραγώγηση των κερδών δεν έχει επιτυχή έκβαση, οι managers πρέπει να στραφούν σε άλλες τακτικές για την ενίσχυση της τιμής της μετοχής. Ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών μπορεί να αποτελέσει ένα ανέξοδο μήνυμα προς την αγορά το οποίο θα μπορούσε να καθοδηγήσει τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού.

Η αγορά αρχικά καλωσορίζει κάθε απόπειρα επαναγοράς, μη δίνοντας σημασία στην ποιότητα των κερδών. Ωστόσο, σε βάθος χρόνου η απόδοση της μετοχής αλλά και η λειτουργική απόδοση της εταιρείας φανερώνουν ότι οι εταιρείες με χαμηλή ποιότητα κερδών συμπεριφέρονται διαφορετικά από το σύνολο. Συγκεκριμένα παρατηρείται χειροτέρευση των αποτελεσμάτων μετά την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς.

Οπότε τα εσφαλμένα σήματα στην αγορά αλλά και η χειραγώγηση της τιμής της μετοχής από τα διοικητικά στελέχη μπορούν να αποτελέσουν απειλή για τους μετόχους μόνο

βραχυπρόθεσμα. Οι σταθεροποιητικοί μηχανισμοί της αγοράς φαίνεται τελικά, να προστατεύουν το επενδυτικό κοινό.

Κεφάλαιο 3^ο: Τα Προγράμματα Αγοράς Ιδίων Μετοχών την Ελλάδα

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστεί το νομικό πλαίσιο που περιβάλλει τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών στην Ελλάδα, η οδηγία του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμπληρώνει την ελληνική νομοθεσία, ο σχετικός κανονισμός του Χ.Α., κάποια σχόλια σχετικά με τη διενέργεια αγορών ιδίων μετοχών από επιχειρήσεις στην Ελλάδα και τέλος οι σημαντικές ημερομηνίες που περιβάλλουν ένα πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών.

3.1. Η Ισχύουσα Ελληνική Νομοθεσία

Η αγορά ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα, περιγράφεται από το άρθρο 16¹¹ του Νόμου 2190/1920. Σύμφωνα με το άρθρο αυτό, με την επιφύλαξη της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση και των διατάξεων του ν. 3340/2005¹², όπως εκάστοτε ισχύει, η εταιρεία μπορεί η ίδια ή με πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, να αποκτήσει δικές της μετοχές, μόνο όμως μετά από έγκριση της γενικής συνέλευσης, η οποία ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις των προβλεπόμενων αποκτήσεων και, ιδίως τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους είκοσι τέσσερις (24) μήνες και, σε περίπτωση αποκτήσεως από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτερα όρια της αξίας απόκτησης.

Η απόκτηση των ιδίων μετοχών γίνεται με την ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου, με τις ακόλουθες προϋποθέσεις: α) η ονομαστική αξία των μετοχών που

¹¹ Σύμφωνα με την αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, περί ανωνύμων εταιρειών, καθώς και την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο των Οδηγιών:

- 2006/68/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 6ης Σεπτεμβρίου 2006 και
- 2003/58/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Ιουλίου 2003,

Αναμορφώνεται σε σημαντικό βαθμό το άρθρο 16 του κ.ν. 2190/1920 για τις ίδιες μετοχές. Οι κύριες μεταβολές είναι οι ακόλουθες: Πρώτον, χορηγείται γενική δυνατότητα υπό όρους, απόκτησης μέχρι του 1/10 του κεφαλαίου. Η δυνατότητα αυτή προβλέπεται από τη “δεύτερη” Οδηγία, δεν είχε όμως εισαχθεί στο ελληνικό δίκαιο. Δεύτερον καταργείται η ειδική περίπτωση απόκτησης μετοχών για στήριξη της χρηματιστηριακής αξίας, που μπορεί να συνιστά χειραγώγηση της αγοράς (Κ. (ΕΚ) αρ. 2273/2003).

¹² Ο Νόμος 3340/2005 έχει ως σκοπό την προσαρμογή της νομοθεσίας προς τις διατάξεις της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

Οι απαγορεύσεις του νόμου αυτού δεν εφαρμόζονται στις πράξεις επί ιδίων μετοχών, που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών, ούτε στις πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, εφόσον οι σχετικές συναλλαγές διενεργούνται σύμφωνα με τον Κανονισμό 2273/2003 της Επιτροπής.

αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου¹³, β) η απόκτηση μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων σε ποσό κατώτερο του οριζόμενου στην παράγραφο 1 του άρθρου 44^α, γ) η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.

Οι προηγούμενες δύο παράγραφοι δεν εφαρμόζονται α) στις μετοχές που αποκτήθηκαν σε εκτέλεση απόφασης για μείωση του κεφαλαίου ή ως συνέπεια εξαγοράς μετοχών, β) στις μετοχές που αποκτήθηκαν μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας, γ) στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και έχουν αποκτηθεί από χαριστική αιτία ή έχουν αποκτηθεί από τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς ως προμήθεια για αγορά, δ) στις μετοχές που αποκτήθηκαν με βάση υποχρέωση που προκύπτει από το νόμο ή δικαστική απόφαση με σκοπό τη προστασία των μειωνηφούντων μετόχων, κυρίως σε περίπτωση συγχώνευσης, αλλαγής του σκοπού ή της μορφής της εταιρείας, μεταφοράς της έδρας στο εξωτερικό ή επιβολής περιορισμών στη μεταβίβαση των μετοχών, καθώς και στις μετοχές που αποκτήθηκαν με σκοπό την ικανοποίηση υποχρεώσεων της εταιρείας από ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο, ε) στις μετοχές που εξοφλήθηκαν πλήρως και αποκτήθηκαν με πλειστηριασμό μέσω αναγκαστικής εκτέλεσης που πραγματοποιήθηκε για την ικανοποίηση αξίωσης της εταιρείας έναντι του κυρίου των μετοχών αυτών.

Οι μετοχές που αποκτήθηκαν στις περιπτώσεις της προηγούμενης παραγράφου, πρέπει να μεταβιβαστούν εντός προθεσμίας τριών (3) ετών το αργότερο από το χρόνο της απόκτησής τους, εκτός εάν η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που η εταιρεία μπορεί να έχει αποκτήσει από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Οι μετοχές που δεν μεταβιβάζονται στην ανωτέρω ημερομηνία ακυρώνονται. Η ακύρωση αυτή γίνεται με μείωση του κεφαλαίου κατά το αντίστοιχο ποσό, με απόφαση της

¹³ Η περίπτωση (α) δεν εφαρμόζεται προκειμένου για μετοχές που αποκτώνται είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της με σκοπό να διανεμηθούν στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό εταιρείας συνδεδεμένης με αυτή. Η διανομή των μετοχών πραγματοποιείται εντός ανατρεπτικής προθεσμίας δώδεκα (12) μηνών από το χρόνο απόκτησης των μετοχών αυτών.

γενικής συνέλευσης. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης αυτής επιβάλλεται από την αρμόδια αρχή σε κάθε υπαίτιο μέλος του διοικητικού συμβουλίου πρόστιμο. Η μεταβίβαση των μετοχών σε κάθε περίπτωση μπορεί να γίνει και μετά την πάροδο της προθεσμίας που προαναφέρθηκε, το αργότερο μέχρι την ακύρωσή τους.

Οι μετοχές που αποκτήθηκαν κατά παράβαση των διατάξεων των προηγούμενων παραγράφων πρέπει να μεταβιβαστούν εντός προθεσμίας ενός (1) έτους από την ημερομηνία απόκτησής τους. Αν δε μεταβιβαστούν στην προθεσμία αυτή, ακυρώνονται, με αντίστοιχη μείωση του κεφαλαίου. Σε περίπτωση παράβασης της υποχρέωσης αυτής επιβάλλεται από την αρμόδια αρχή σε κάθε υπαίτιο μέλος του διοικητικού συμβουλίου πρόστιμο.

Η κατοχή από την εταιρεία ιδίων μετοχών είτε άμεσα από την ίδια, είτε μέσω προσώπου που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, επιφέρει την αναστολή των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές αυτές και ισχύουν ειδικότερα τα ακόλουθα: α) αναστέλλονται τα δικαιώματα παράστασης στη γενική συνέλευση και ψήφου. Οι μετοχές αυτές δεν υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, β) τα μερίσματα που αντιστοιχούν στις ίδιες μετοχές προσανξάνουν το μερίσμα των λοιπών μετόχων, γ) σε περίπτωση αύξησης κεφαλαίου, το δικαίωμα προαίρεσης που αντιστοιχεί στις ίδιες μετοχές δεν ασκείται και προσανξάνει το δικαίωμα των λοιπών μετόχων, εκτός και αν το όργανο που αποφάσισε την αύξηση αποφάσισε την μεταβίβαση του δικαιώματος, ολικά ή μερικά, σε πρόσωπα που δεν ενεργούν για λογαριασμό της εταιρείας. Αν η αύξηση κεφαλαίου πραγματοποιείται χωρίς καταβολή εισφορών, οι ίδιες μετοχές συμμετέχουν στην αύξηση αυτή, δ) αν οι ίδιες μετοχές εγγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, σε περίπτωση που αυτό επιτρέπεται από τους εφαρμοστέους λογιστικούς κανόνες, η εταιρεία οφείλει να σχηματίζει και να διατηρεί, για όσο χρονικό διάστημα κατέχει τις μετοχές αυτές, αποθεματικό ισόποσο με την αξία κτήσης τους.

Όταν η εταιρεία έχει αποκτήσει δικές της μετοχές είτε η ίδια είτε με πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό της, πρέπει να αναφέρονται στην έκθεση διαχείρισης τουλάχιστον: α) οι λόγοι των αποκτήσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια της εταιρικής χρήσης, β) ο αριθμός και η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν και μεταβιβάστηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης, καθώς και το τμήμα του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν, γ) σε περίπτωση κτήσης ή μεταβίβασης από επαχθή αιτία, η αξία των μετοχών, δ) ο αριθμός και η ονομαστική αξία του συνολικού αριθμού των μετοχών που κατέχονται από την εταιρεία, καθώς και το τμήμα του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν.

3.2. Η Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου

Σύμφωνα με τον Κανονισμό (ΕΚ) αρ. 2273/2003 της επιτροπής της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, για να εφαρμοστεί η απαλλαγή του άρθρου 8¹⁴ της οδηγίας 2003/6/ΕΚ σε ένα πρόγραμμα επαναγοράς πρέπει το πρόγραμμα αυτό να αποσκοπεί αποκλειστικά στη μείωση του κεφαλαίου ενός εκδότη (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από: α) τίτλους χρέους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους, β) την άσκηση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων (*employee share option programs*) ή από άλλες διαθέσεις μετοχών σε εργαζομένους του εκδότη ή συνδεδεμένης με αυτόν εταιρείας.

Όροι εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών και όροι δημοσιοποίησης αναφέρονται στο 4^ο άρθρο του Κανονισμού, σύμφωνα με το οποίο:

- 1) Το πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να πληροί τις προϋποθέσεις που ορίζονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1 της οδηγίας 77/91/ΕΚ.
- 2) Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης, οι πλήρεις λεπτομέρειες του εγκεκριμένου προγράμματος δυνάμει του άρθρου 19 παράγραφος 1 της οδηγίας 77/91/ΕΚ δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο ευρύ κοινό στα κράτη μέλη στα οποία ο

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

(2) Οι πράξεις επί ιδίων μετοχών που διενεργούνται στο πλαίσιο προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών καθώς και οι πράξεις σταθεροποίησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου στις οποίες δεν εφαρμόζεται η εξαίρεση από τις απαγορεύσεις του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ, δεν πρέπει να θεωρούνται αφ' εαυτές ότι συνιστούν κατάχρηση αγοράς.

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

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

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

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

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

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

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

- 3) Ο εκδότης οφείλει να διαθέτει τους απαραίτητους μηχανισμούς που θα του επιτρέψουν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις πληροφόρησης σχετικά με τις διενεργηθείσες πράξεις έναντι της αρμόδιας αρχής της οργανωμένης αγοράς στην οποία οι μετοχές έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση. Οι μηχανισμοί αυτοί πρέπει να καταγράφουν κάθε συναλλαγή που συνδέεται με προγράμματα επαναγοράς.
- 4) Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να δημοσιοποιούνται το αργότερο έως τη λήξη της έβδομης ημερήσιας συνεδρίασης που ακολουθεί την ημερομηνία εκτέλεσης των συναλλαγών αυτών.

Όσον αφορά στους όρους διενέργειας των πράξεων στο πλαίσιο προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών:

- 1) Ο εκδότης κατά τη διενέργεια των πράξεων, δεν αγοράζει μετοχές σε τιμή ανώτερη από εκείνη στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη, στις αγορές στις οποίες διενεργείται η αγορά των μετοχών.
- 2) Όσον αφορά στον όγκο, ο εκδότης δεν αγοράζει ποσοστό μεγαλύτερο από 25% του μέσου ημερησίου όγκου των μετοχών που διαπραγματεύονται στην οργανωμένη αγορά στην οποία διενεργείται η αγορά των μετοχών.
- 3) Για τους σκοπούς της προηγούμενης παραγράφου σε περίπτωση εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας στη σχετική αγορά, ο εκδότης δύναται να υπερβεί το όριο του 25%, εφόσον ο ίδιος: α) ενημερώσει εκ των προτέρων την αρμόδια αρχή της οικίας αγοράς για την πρόθεσή του να υπερβεί το όριο του 25%, β) δημοσιοποιήσει με προσήκοντα τρόπο το ενδεχόμενο υπέρβασης του ορίου του 25%, γ) δεν υπερβεί το 50% του ημερησίου όγκου συναλλαγών.

Τέλος κάποιοι περιορισμοί όσον αφορά στην απαλλαγή του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ. Ο εκδότης κατά τη συμμετοχή του σε πρόγραμμα επαναγοράς δεν διενεργεί τις ακόλουθες αναφερόμενες πράξεις: α) πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος, β) πράξεις κατά τη διάρκεια περιόδου η οποία, βάσει της νομοθεσίας του

κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η διαπραγμάτευση, θεωρείται «κλειστή περίοδος», γ) ο εκδότης επίσης, δε διενεργεί πράξεις σε περίπτωση που έχει αποφασίσει να αναβάλλει τη δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Η πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος όπως επίσης και οι πράξεις που περιγράφονται από τα στοιχεία β) και γ) της προηγούμενης παραγράφου, μπορεί να διενεργηθούν από εκδότες επιχειρήσεις επενδύσεων ή πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία έχουν δημιουργήσει αποτελεσματικά στεγανά στη ροή πληροφοριών (“Chinese Walls”) υποκείμενα στην εποπτεία της αρμόδιας αρχής μεταξύ των υπευθύνων για το χειρισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τον εκδότη και των υπευθύνων για τη διενέργεια πράξεων επί των ιδίων μετοχών, όταν διενεργούνται πράξεις επί ιδίων μετοχών βάσει μιας τέτοιας απόφασης.

Επίσης η πρώτη παράγραφος δεν εφαρμόζεται εάν: α) ο εκδότης εφαρμόζει πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα ή β) ο κύριος ανάδοχος του προγράμματος επαναγοράς είναι επιχείρηση επενδύσεων ή πιστωτικό ίδρυμα που λαμβάνει τις αποφάσεις του για διενέργεια πράξεων επί των μετοχών του εκδότη κατά τρόπο ανεξάρτητο και χωρίς να επηρεάζεται από τον εκδότη όσον αφορά στο χρόνο διενέργειας των αγορών.

3.3. Ο Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Σύμφωνα με το Άρθρο 290 της 7^{ης} τροποποίησης του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών:

- 1) Η επαναγοράζουσα εταιρεία αποστέλλει στο Χ.Α. ανακοίνωση για απόφαση Γ.Σ. σχετικά με αγορά ιδίων μετοχών. Η ανακοίνωση πρέπει να σταλεί το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα από την ημερομηνία της Γ.Σ. και πρέπει να αναφέρει κατ’ ελάχιστο τις εξής πληροφορίες:
 - Τον ανώτατο αριθμό μετοχών που θα αγοραστούν,
 - την ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές και τέλος,
 - το χρονικό διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία θα διενεργήσει τις προαναφερθείσες αγορές.
- 2) Η εταιρεία πρέπει να αποστέλλει στο Χ.Α. ανακοίνωση για κάθε επιμέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο εφαρμόζεται η απόφαση αγοράς ιδίων μετοχών, με το ελάχιστο περιεχόμενο που προαναφέρθηκε.

- 3) Οι ανακοινώσεις των ανωτέρω εδαφίων πρέπει να έχουν δημοσιευτεί στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών δύο τουλάχιστον εργάσιμες ημέρες πριν από την ημερομηνία έναρξης των αγορών.
- 4) Τυχόν αλλαγές στο πρόγραμμα αγοράς, δημοσιεύονται σύμφωνα με τα ανωτέρω.
- 5) Με την επιφύλαξη των διατάξεων του άρθρου 4 του Κανονισμού της ΕΕ 2273/2003/ΕΚ, εφόσον η αγορά ιδίων μετοχών γίνεται σύμφωνα με αυτόν, το αργότερο την επόμενη εργάσιμη ημέρα από τη λήξη του επιμέρους χρονικού διαστήματος διενέργειας αγορών ιδίων μετοχών, η εταιρεία οφείλει να αποστείλει στο Χ.Α. ανακοίνωση στην οποία θα αναφέρει κατ' ελάχιστο τα εξής:
 - Τον αριθμό μετοχών που αποκτήθηκαν,
 - την μέση τιμή κτήσης τους καθώς επίσης και
 - τον συνολικό αριθμό ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου στο οποίο αντιστοιχεί.

3.4. Σχόλια για την Υλοποίηση των Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Ενώ η νέα κοινοτική οδηγία, που διέπει την επαναγορά ιδίων μετοχών, έχει ανακοινωθεί στις εισηγμένες επιχειρήσεις, ήδη από τον Μάιο του 2007 (15/5/2007), ακόμη και σήμερα καταστρατηγείται και διαστρεβλώνεται καθημερινά. Επιχειρήσεις όσο και Τράπεζες αποφασίζουν επαναγορές ιδίων μετοχών βάση της παλιάς νομοθεσίας, του μη τροποποιημένου 2190/1920.

Όπως προαναφέρθηκε, ο κανονισμός (2273/2003) ορίζει τους λόγους για τους οποίους πρέπει να διενεργείται ένα πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών:

- Για μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή
- για την εκπλήρωση υποχρεώσεων από πρόγραμμα διάθεσης μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή τέλος
- για την εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο.

Οι λόγοι όμως για τους οποίους οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις επιλέγουν να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές, διαφέρουν κατά πολύ από αυτούς που ορίζει ο κανονισμός.

Η στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής καθώς επίσης και η συγκέντρωση ιδίων μετοχών με στόχο την μετέπειτα ιδιωτική τοποθέτηση είναι δύο από αυτούς. Κι αν κατά τα έτη 1999-2000 η αγορά ιδίων μετοχών εξυπηρετούσε πραγματικά τη στήριξη μιας μετοχής που δεν ανταποκρινόταν κάθε φορά στα θεμελιώδη μεγέθη της εκάστοτε επιχείρησης, σήμερα έχει μετατραπεί σε μια διαδικασία που συνδυάζει την αγορά ιδίων μετοχών με τη

διάθεση (placement) μετοχών σε θεσμικούς επενδυτές ή και ξένα χαρτοφυλάκια. Συνεπώς οι μικρομέτοχοι μιας εισηγμένης αισθάνονται αδικημένοι αφενός γιατί διαπιστώνουν ότι τα placements γίνονται σε χαμηλότερη τιμή από τη δική τους τιμή κτήσης, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις επιχειρηματιών που εκμεταλλεύονται την αγορά ιδίων μετοχών σε χαμηλή τιμή και μεταπωλούν στη συνέχεια υψηλότερα καταγράφοντας σημαντικό premium¹⁵.

3.5. Μέθοδοι Διενέργειας Προγραμμάτων Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Υπάρχουν τέσσερις κύριες μέθοδοι για να εκτελεστεί ένα πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών. Η πιο συνηθισμένη από αυτές, και συνάμα αυτή που χρησιμοποιείται στη χώρα μας, είναι η επιχείρηση να ανακοινώσει την πρόθεσή της να αγοράσει τις μετοχές της στο χρηματιστήριο, όπως κάθε κοινός επενδυτής. Ωστόσο οι εταιρείες συχνά χρησιμοποιούν μία ευγενική προσφορά (*tender offer*) κατά την οποία προσφέρονται να αγοράσουν έναν προκαθορισμένο αριθμό μετοχών σε μία πάγια τιμή, η οποία τυπικά διαμορφώνεται περίπου στο 20% πάνω από το την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Μετά από αυτή την πρόταση οι μέτοχοι είναι σε θέση να αποφασίσουν αν θα τη δεχτούν ή όχι. Η Τρίτη διαδικασία περιλαμβάνει την εκμίσθωση μιας *Dutch Auction*. Στην περίπτωση αυτή η εταιρεία εκθέτει ένα εύρος τιμών στο οποίο διατίθεται να επαναγοράσει μετοχές. Οι μέτοχοι υποβάλλουν προσφορές δηλώνοντας τον ακριβή αριθμό των μετοχών που επιθυμούν να πουλήσουν σε κάθε τιμή και η επιχείρηση υπολογίζει την χαμηλότερη τιμή στην οποία έχει τη δυνατότητα να αγοράσει τον επιθυμητό αριθμό μετοχών. τέλος ένα πρόγραμμα επαναγοράς μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω άμεσης διαπραγμάτευσης της εταιρείας με τους θεσμικούς επενδυτές. Τα πιο περιβόητα παραδείγματα αποτελούν οι συναλλαγές *greenmail*¹⁶, κατά τις οποίες ο στόχος μίας επιχειρηθείσας εξαγοράς εξαγοράζει τον εχθρικό πλειοδότη, επαναγοράζοντας όποιες μετοχές έχει ήδη αποκτήσει.

3.6. Σημαντικές Ημερομηνίες

Τέσσερις είναι οι σημαντικές ημερομηνίες όσον αφορά στην απόφαση αγοράς ιδίων μετοχών. Πρώτη, η ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου (*Date 1*). Κατά τη συνεδρίαση, το Δ.Σ. προτείνει την επαναγορά των ιδίων μετοχών και καλεί τη Γενική Συνέλευση των μετόχων να εγκρίνει το πρόγραμμα. Δεύτερη η ημερομηνία Δημοσίευσης, (*Date 2*), της πρόθεσης επαναγοράς μετοχών από την επιχείρηση, στον ημερήσιο τύπο. Η ανακοίνωση που δημοσιεύεται στον τύπο παρέχει στο επενδυτικό κοινό λεπτομέρειες που

¹⁵ Ντόκας Α., Παπαδογιάννης Ι., *Η Καθημερινή*, Οκτώβριος 2007.

¹⁶ “*greenmail*” σημαίνει ότι οι μετοχές αυτές επαναγοράζονται σε τιμή η οποία κάνει τον πλειοδότη να αφήσει ελεύθερη την επιχείρηση στόχο.

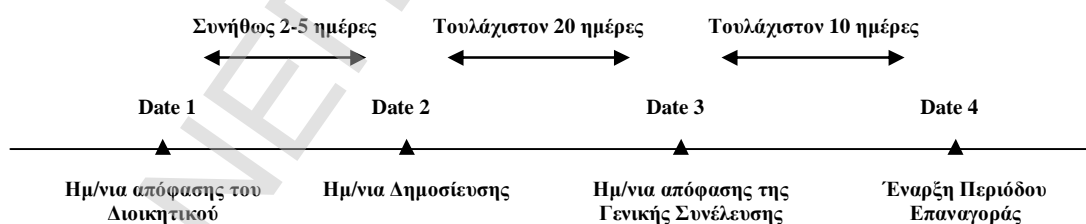
σχετίζονται με το πρόγραμμα επαναγοράς και θέτει την ημερομηνία τέλεσης της Γ.Σ. των μετόχων. Σύμφωνα με την ελληνική Νομοθεσία η ανακοίνωση πρέπει να δοθεί στον Τύπο τουλάχιστον είκοσι (20) ημέρες νωρίτερα από την ημερομηνία τέλεσης της Γ.Σ. των μετόχων. Τρίτη είναι η ημερομηνία τέλεσης της Γ.Σ. των μετόχων, (*Date 3*). Στη συνεδρίαση πρέπει να εγκριθεί το πρόγραμμα επαναγοράς και να οριστούν οι όροι και οι λεπτομέρειες του προγράμματος. Τέταρτη και τελευταία είναι η ημερομηνία έναρξης της περιόδου επαναγοράς (*Date 4*). Η εγκεκριμένη πρόταση επαναγοράς, συνοδευμένη από λεπτομέρειες και σχετικούς όρους πρέπει να δημοσιευτεί στον ημερήσιο τύπο τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν από την έναρξη της περιόδου επαναγοράς.

Η περίοδος επαναγοράς διαρκεί δώδεκα (12) μήνες, με εναρκτήρια ημερομηνία την ημερομηνία τέλεσης της Γ.Σ. των μετόχων (*Date 3*). Η περίοδος αυτή μπορεί να χωριστεί σε υποπεριόδους κατά τις οποίες η εταιρεία έχει το δικαίωμα να επαναγοράσει μόνο ένα ποσοστό του συνολικού ποσοστού των μετοχών, το οποίο έχει αποφασιστεί να επαναγοραστεί από τη Γ.Σ. των μετόχων.

Το διάγραμμα που ακολουθεί **Διάγραμμα 1** παρουσιάζει τη χρονική ακολουθία των σημαντικών ημερομηνιών όσον αφορά στην απόφαση επαναγοράς μετοχών. Επίσης στο ίδιο διάγραμμα φαίνονται οι ημέρες που συνήθως χωρίζουν τις προηγούμενες ημερομηνίες. Η *Date 2* θεωρείται η πρώτη ημερομηνία ανακοίνωσης του προγράμματος επαναγοράς.

Διάγραμμα 1

Χρονική Διαδοχή των Σημαντικών Ημερομηνιών σχετικά με την Απόφαση της Επιχείρησης για Επαναγορά Ιδίων Μετοχών



Όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα ο αριθμός των ημερών που απαιτείται για να επαναγοραστούν μετοχές ξεπερνά τις τριάντα ημέρες (30). Κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής οι συνθήκες της αγοράς μπορούν να αλλάξουν και η τιμή της μετοχής μπορεί να μεταβληθεί αυξανόμενη ή μειούμενη. Οπότε ο αρχικός σκοπός της επαναγοράς, για

στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, μπορεί να μην παρέχει τα ίδια πλεονεκτήματα όταν δοθεί η τελική έγκριση. Οι πιθανές δυσκολίες θα μπορούσαν πιθανώς να εξαλειφθούν εισάγοντας μια πιο ευέλικτη εταιρική διαδικασία.

Κεφάλαιο 4^ο: Δεδομένα

Η εύρεση στοιχείων σχετικών με προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών από εγχώριες επιχειρήσεις, είναι εξαιρετικά δύσκολη καθώς στις υπάρχουσες βάσεις δεδομένων δεν υπάρχουν καταχωρημένες λίστες ούτε με τις επαναγοράζουσες εταιρείες αλλά ούτε και με τις ανακοινώσεις των προγραμμάτων αυτών.

Από προσωπική έρευνα στο διαδίκτυο και στον ημερήσιο Τύπο αλλά και από στοιχεία του αρχείου του καθηγητή κ. Ν. Τσαγκαράκη, μπορούμε να παραθέσουμε τον **Πίνακα 1**, με τον αριθμό των παρατηρημένων προγραμμάτων επαναγορών από το 1994 έως και σήμερα. Τον αριθμό δηλαδή των προγραμμάτων εκείνων που επιβεβαιώνονται από τις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Με μια γρήγορη ματιά παρατηρούμε μια έξαρση των προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών από το 2000 και μετά. Η έξαρση αυτή περισσότερο οφείλεται στην εξοικείωση των ιδίων των εταιρειών με την αγορά ιδίων μετοχών αλλά και στην ανάπτυξη του διαδικτύου, η συμβολή του οποίου ήταν μέγιστη στον εντοπισμό και την καταγραφή των προγραμμάτων αυτών.

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, η πρώτη ανακοίνωση ενός προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών εντοπίζεται στην ημερομηνία δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας. Οι προσκλήσεις των περισσότερων εκ των προγραμμάτων αυτών συλλέχθηκαν από τις εφημερίδες: «Καθημερινή», «Ημερησία», «Η Ναυτεμπορική», «Το Κέρδος», «Εξπρές», «Τα Νέα» και «Ο Επενδυτής».

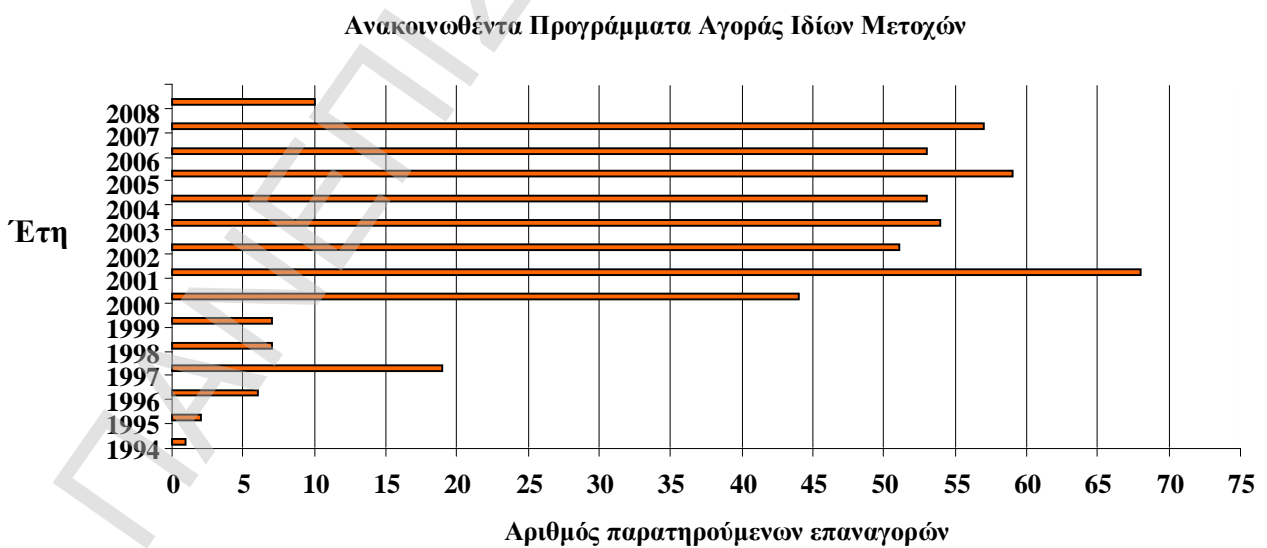
Πίνακας 1

**ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΜΕΝΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ,
ΑΠΟΦΑΣΙΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ Γ.Σ. ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Έτος	Αριθμός παρατηρημένων προγραμμάτων επαναγορών
1994	1
1995	2
1996	6
1997	19
1998	7
1999	7
2000	44
2001	68
2002	51
2003	54
2004	53
2005	59
2006	53
2007	57
2008	10
	491

Γράφημα 1

**ΓΡΑΦΙΚΗ ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΤΗΡΗΜΕΝΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΠΟΦΑΣΙΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ Γ.Σ. ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**



Οπότε για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2008 συλλέχθηκε ένα δείγμα 351 προσκλήσεων Γενικών Συνελεύσεων εισηγμένων ελληνικών εταιρειών¹⁷ μικρής, μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Το δείγμα στη συνέχεια χωρίστηκε σε προσκλήσεις Τακτικών και Έκτακτων Γ.Σ.. Κατόπιν ελέγχθηκε κατά πόσο τα προγράμματα που ανακοινώθηκαν μέσω των προσκλήσεων αυτών αποφασίστηκαν εντέλει από τη Γ.Σ. των μετόχων και αν ναι κατά πόσο πραγματοποιήθηκαν από τη διοίκηση της εταιρείας ή όχι. Τα δεδομένα τροφοδότησαν στο σύνολό τους αλλά και κατά ομάδες τη μέθοδο *event study* που εφαρμόστηκε για την εξέταση της μεταβολής της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρείας να επαναγοράσει ίδιες μετοχές. Στον **Πίνακα 2** που ακολουθεί παρουσιάζεται αναλυτικά ο διαχωρισμός του δείγματος στις υπό εξέταση ομάδες του.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τη μεθοδολογία που του *event study* που ακολουθήθηκε.

¹⁷ Στις εισηγμένες εταιρείες συμπεριλαμβάνονται και εταιρείες που έχουν διαγραφεί από το Χ.Α. κατά τη διάρκεια της οκταετίας 2000-2008.

Πίνακας 2

ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΤΙΣ ΥΠΟ ΕΞΕΤΑΣΗ ΟΜΑΔΕΣ ΤΟΥ

Έτος	Αριθμός Ανακοινώσεων Επαναγορών	Αριθμός Ανακοινώσεων Έκτακτων Γ.Σ.	Αριθμός επαναγορών που πραγματοποιήθηκαν, προερχόμενες από Έκτακτη Γ.Σ.	Αριθμός επαναγορών που δεν πραγματοποιήθηκαν, προερχόμενες από Έκτακτη Γ.Σ.	Αριθμός Ανακοινώσεων Τακτικών Γ.Σ.	Αριθμός επαναγορών που πραγματοποιήθηκαν, προερχόμενες από Τακτική Γ.Σ.	Αριθμός επαναγορών που δεν πραγματοποιήθηκαν, προερχόμενες από Τακτική Γ.Σ.
2000	22	9	3	2	13	3	3
2001	59	27	12	5	32	18	2
2002	47	18	9	6	29	9	6
2003	48	21	10	6	27	9	8
2004	39	15	9	3	24	9	9
2005	42	5	2	2	37	14	14
2006	47	12	10	-	35	16	11
2007	38	4	1	-	34	16	5
2008	9	6	3	-	3	-	-
Σύνολο	351	117	59	24	234	94	58
			Σύνολο	83		Σύνολο	152
			Εξαιρούμενες της διαδικασίας ανακοινώσεις*	-		Εξαιρούμενες της διαδικασίας ανακοινώσεις*	23
			Εξαιρούμενες της διαδικασίας ανακοινώσεις**	8		Εξαιρούμενες της διαδικασίας ανακοινώσεις**	10
			Τελικό Δείγμα Ανακοινώσεων Έκτακτων Γ.Σ.	75		Τελικό Δείγμα Ανακοινώσεων Τακτικών Γ.Σ.	119
						Σύνολο	194

Εξαιρέθηκαν της διαδικασίας *α) ανακοινώσεις που έγιναν σε μικρότερο χρονικό διάστημα από διακόσιες (200) ημέρες από την έναρξη διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο και **β) ανακοινώσεις για τις οποίες δεν έχει γίνει γνωστή η έκβαση του προγράμματος επαναγοράς.

Κεφάλαιο 5^ο: Μεθοδολογία

Στην προσπάθειά μας να ελέγξουμε και να τεκμηριώσουμε τις υποθέσεις που διατυπώθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο, θα χρησιμοποιήσουμε Μεθόδους Ανάλυσης Επιχειρηματικών γεγονότων (*Event Study Methodologies*), όπως περιγράφονται από τους **Brown** και **Warner (1980)** και **(1985)**. Υπολογίζοντας τις επιδράσεις επί των τιμών των μετοχών από ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς, εξετάζεται η μεταβολή της τιμής της μετοχής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρείας να επαναγοράσει ίδιες μετοχές.

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τυχόν επιδράσεις της τιμής της μετοχής, που προέρχονται από τις πληροφορίες σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών, πρέπει να παρατηρηθούν κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτήν εφόσον μόνο την ημέρα ανακοίνωσης μεταδίδονται νέες πληροφορίες. Επομένως η έρευνα εξετάζει μόνο τις μεταβολές των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Το ερευνητικό ενδιαφέρον εντοπίζεται στις σχετικές ανακοινώσεις των πιο κάτω ημερομηνιών:

1. την ημερομηνία δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σαν θέμα η επαναγορά ιδίων μετοχών.
2. την ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου που αποφάσισε να προτείνει στη Γ.Σ. των μετόχων την επαναγορά ιδίων μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς.

Για την ανάλυση των επιδράσεων των τιμών των μετοχών στις σχετικές ανακοινώσεις απαιτείται κάποιο μέτρο σύγκρισης με το οποίο θα συγκρίνουμε τις πραγματικές αποδόσεις. Ένα τέτοιο μέτρο σύγκρισης είναι η “κανονική” ή “αναμενόμενη” απόδοση των μετοχών που υπολογίζεται με μία από τις μεθόδους που αναφέρονται αναλυτικά παρακάτω.

Στη συνέχεια εξηγείται πως υπολογίζονται οι έκτακτες¹⁸ αποδόσεις και παρατίθενται οι κατάλληλες στατιστικές μέθοδοι για τον έλεγχο της σημαντικότητας των αποδόσεων. Τα αποτελέσματα από την εφαρμογή των μεθόδων αυτών παρουσιάζονται σε επόμενη ενότητα.

¹⁸ Οι αποδόσεις δηλαδή, των μετοχών οι οποίες είναι διαφορετικές από αυτές που αναμένονται με βάση το κατάλληλο υπόδειγμα.

5.1. Υπολογισμός της Αντίδρασης των Τιμών των Μετοχών σε Νέες Πληροφορίες

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που ανακοινώνεται επαναγορά ιδίων μετοχών, δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε αυτήν την ανακοίνωση καθώς οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από πολλές άλλες πληροφορίες οι οποίες μπορεί να περιέχονται ή όχι σε αυτήν.

Για τη μέτρηση μόνο της επίδρασης από την ανακοίνωση της επαναγοράς ιδίων μετοχών, στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εξουδετερωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές από γεγονότα τα οποία δεν περιέχονται στην συγκεκριμένη ανακοίνωση.

Έστω R_{it} Η πραγματική (παρατηρηθείσα) απόδοση της μετοχής i κατά την ημέρα t και $E(R_{it})$ η αναμενόμενη τιμή της μετοχής i κατά την ημέρα t , δηλαδή, η απόδοση που θα είχε η μετοχή αν δεν γινόταν η ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών. Η μεταβολή της τιμής που μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση είναι η διαφορά μεταξύ R_{it} και $E(R_{it})$. Αυτή η διαφορά ονομάζεται μη-αναμενόμενη ή έκτακτη απόδοση e_{it} της μετοχής i την ημέρα t και συμβολίζεται:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Για να υπολογιστεί η έκτακτη απόδοση, e_{it} , των μετοχών σε ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να προσδιοριστεί το $E(R_{it})$, δηλαδή η “μη-παρατηρηθείσα” αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t . Διάφορα υποδείγματα έχουν προταθεί για τον προσδιορισμό του $E(R_{it})$ και των σχετικών έκτακτων αποδόσεων. Περισσότερο διαδεδομένα είναι:

- Το υπόδειγμα της αγοράς (*market model*).
- Το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης (*mean-adjusted model*).
- Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης-με το δείκτη της αγοράς-απόδοσης (*market-adjusted model*).

5.1.1. Το Υπόδειγμα της Αγοράς¹⁹

Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την παρακάτω διαδικασία:

¹⁹ Fama (1976).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

όπου:

$i = 1, 2, \dots, N.$

$t = 1, 2, \dots, N.$

R_{it} : η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t .

R_{mt} : η απόδοση του χαρτοφυλακίου m της αγοράς την ημέρα t .

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

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

e_{it} : υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t , με κανονική κατανομή μηδενικού μέσου (0). Υποθέτουμε ότι η διακύμανση του e_{it} είναι σταθερή στο χρόνο.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς R_{mt} είναι δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Εδώ θα μπορούσε αντ'αυτού, να χρησιμοποιηθεί ο "Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών" ο οποίος όμως δεν περιέχει τα διανεμηθέντα μερίσματα και συνεπώς δεν αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου αφού από κατασκευής του υποεκτιμά την απόδοσή του²⁰. Επίσης η έλλειψη καθημερινών συναλλαγών για αρκετές μετοχές, καθώς επίσης και οι ετεροχρονισμένες συναλλαγές δημιουργούν σοβαρά οικονομετρικά προβλήματα στον υπολογισμό του β (βήτα) των μετοχών. Αν λοιπόν ο επενδυτής χρειάζεται ένα δείκτη συνολικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου του ο δείκτης τιμών του Χ.Α.Α. δεν επαρκεί. Εδώ χρησιμοποιείται ο "Σταθμικός - σε αγοραίες αξίες - Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Χρηματιστηριακής Αγοράς"²¹, ένας δείκτης συνολικής χρηματιστηριακής απόδοσης ο οποίος δεν παρουσιάζει τα προαναφερθέντα μειονεκτήματα.

Ο συντελεστής β της μετοχής i είναι το μέτρο της ευαισθησίας της μετοχής αυτής στις μεταβολές της αγοράς. Ορίζεται ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής i με αυτή της αγοράς διά τη διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

²⁰ Παραιοαννου (1982), Καραθανάσης και Φίλιππας (1990), (1984) και Τραυλός (1992).

²¹ Τραυλός (1992).

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ R_{it} και R_{mt} (με 150 ημερήσιες²² αποδόσεις που λήγουν 50 ημέρες πριν από την ανακοίνωση της Γ.Σ. των μετόχων, δηλαδή εκτός της περιόδου του γεγονότος (*event period*)²³, υπολογίζονται οι συντελεστές $\hat{\alpha}_i$ και $\hat{\beta}_i$ για κάθε μετοχή του δείγματος. Χρησιμοποιώντας τους συντελεστές $\hat{\alpha}_i$ και $\hat{\beta}_i$ η εξίσωση (2) γίνεται:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - [\hat{\alpha}_{i+} \hat{\beta}_i R_{mt}] \quad (3)$$

Η αφαίρεση των αναμενόμενων αποδόσεων από τις αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν εκτιμά τις έκτακτες αποδόσεις \hat{e}_{it} . Δηλαδή το $[\hat{\alpha}_{i+} \hat{\beta}_i R_{mt}]$ είναι η κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και το \hat{e}_{it} η έκτακτη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t .

Το υπόδειγμα της αγοράς, όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (2), δείχνει τη συνολική απόδοση R_{it} της μετοχής i να αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από την ίδια την επιχείρηση.

Η αφαίρεση του $[\hat{\alpha}_{i+} \hat{\beta}_i R_{mt}]$ από το R_{it} εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών της αγοράς αλλά δεν εξουδετερώνει μεταβολές που προκαλούνται από άλλα γεγονότα εκτός της ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Για να εξουδετερωθούν οι μεταβολές των τιμών που προκαλούνται από γεγονότα άλλα εκτός της συγκεκριμένης ανακοίνωσης που ερευνάται, χρησιμοποιείται ο διαστρωματικός μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών του δείγματος. Για κάθε μία από τις 61 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση (\overline{AR}_t) του δείγματος κατά την ημέρα t ως ακολούθως:

$$\overline{AR}_t = \bar{e}_t = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{e}_{it}}{N} \quad (4)$$

Όπου:

$$t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$$

²² Οι White και Lusztig (1980) αναφέρουν ότι για να ελεγχθεί πόσο γρήγορα αντιδρά η αγορά σε νέες πληροφορίες πρέπει τα στοιχεία των τιμών να είναι ημερήσια ή μικρότερων διαστημάτων.

²³ Επιλέγονται δηλαδή, για κάθε εταιρεία 211 ημερήσιες αποδόσεις από $t=-200$ έως $t=+10$ (αν $t=0$ τότε t είναι η περίοδος που γίνεται η ανακοίνωση). Το διάστημα αυτό χωρίζεται σε δύο μέρη, την περίοδο εκτίμησης (*estimation period*), από $t=-200$ έως $t=-51$ (150 παρατηρήσεις) και την περίοδο του γεγονότος (*event period*) από $t=-50$ έως $t=+10$ (61 παρατηρήσεις)

N = ο αριθμός μετοχών στο δείγμα τη συγκεκριμένη ημέρα.

Ο διαστρωματικός μέσος όρος εξουδετερώνει τις μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση (*firm specific*) που όμως δεν σχετίζονται με το γεγονός που ερευνάται διότι δεν συνέβη την ίδια χρονική στιγμή και για τις N μετοχές του δείγματος.

Τελευταίο βήμα στην ανάλυση των έκτακτων αποδόσεων είναι ο υπολογισμός των αθροιστικών μέσων έκτακτων αποδόσεων *CAR* (*Cumulative Abnormal Returns*) για τις ημέρες t_1 έως t_2 στην περίοδο των γεγονότων ($t = -50, -49, -48, \dots, 0, +1, +2, \dots, +10$). Δηλαδή η ημέρα που γίνεται η ανακοίνωση είναι ημέρα 0. Η περίοδος πριν την ανακοίνωση καλύπτει 50 ημέρες και η περίοδος μετά την ανακοίνωση καλύπτει 10 ημέρες.

Ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων για τις N μετοχές του δείγματος από την ημέρα t_1 έως την ημέρα t_2 υπολογίζεται ως εξής:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \quad (5)$$

Ειδικότερα ο υπολογισμός της αθροιστικής μέσης έκτακτης απόδοσης δύο ημερών είναι αναγκαίος εξαιτίας του ετεροχρονισμού που παρατηρείται μεταξύ της ανακοίνωσης και των ωρών συναλλαγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο. Η περίοδος $t = 0$ είναι η ημέρα που δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο η πληροφορία για την επαναγορά ιδίων μετοχών. Στις περισσότερες των περιπτώσεων οι πληροφορίες δίνονται στην εφημερίδα την προηγούμενη ημέρα ($t = -1$) και δημοσιεύονται την επόμενη. Αν μια ανακοίνωση επαναγοράς δοθεί στον τύπο πριν το τέλος των συναλλαγών τότε η αντίδραση της αγοράς στις πληροφορίες προηγείται της δημοσίευσης κατά μία ημέρα ενώ αν δοθεί μετά το τέλος αυτών η αγορά θα αντιδράσει την επόμενη ημέρα ($t = 0$). Επομένως υπάρχει “ημέρα ανακοίνωσης δύο ημερών” ($t = -1, 0$). Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση δύο ημερών για τη μετοχή i είναι:

$$CAR(-1, 0) = \overline{AR_{-1}} + \overline{AR_0} \quad (6)$$

5.1.2. Το Υπόδειγμα της Μέσης Προσαρμοσμένης Απόδοσης²⁴

Στη μέθοδο αυτή ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής i (\bar{R}_i), για τις 150 ημέρες που λήγουν 50 ημέρες πριν την ημέρα της ανακοίνωσης, χρησιμοποιείται για τον

²⁴ Brown και Warner (1980).

υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής i . Στην περίπτωση αυτή η μέση έκτακτη απόδοση της μετοχής i υπολογίζεται:

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - (\bar{R}_i) \quad (7)$$

όπου:

$$\bar{R}_i = \frac{\sum_{t=-51}^{-200} R_{it}}{150}$$

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις \hat{e}_{it} χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης (\overline{AR}_i) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων [CAR (t_1, t_2)] για το δείγμα των N μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

5.1.3. Το Υπόδειγμα της Προσαρμοσμένης -με το Δείκτη της Αγοράς- Απόδοσης²⁵

Στο υπόδειγμα αυτό η έκτακτη απόδοση της μετοχής i δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t (R_{mt}):

$$\hat{e}_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (8)$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, R_{mt} , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή.

Για τους λόγους που προαναφέρθηκαν στο Υπόδειγμα της Αγοράς, χρησιμοποιείται και εδώ ο σταθμικός-σε αγοραίες αξίες- Δείκτης Απόδοσης Χρηματιστηριακής αγοράς.

Στη συνέχεια οι έκτακτες αποδόσεις \hat{e}_{it} χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό της μέσης έκτακτης απόδοσης (\overline{AR}_i) και του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων [CAR (t_1, t_2)] για το δείγμα των N μετοχών σύμφωνα με τους τύπους (4) και (5).

Η σύγκριση των (\overline{AR}_i) και [CAR (t_1, t_2)] που προέκυψε από τα παραπάνω υποδείγματα βοηθά στη διαπίστωση της ευαισθησίας των αποτελεσμάτων στην επιλεγθείσα μεθοδολογία.

²⁵ Brown και Warner (1985).

5.2. Έλεγχος για Στατιστικά Σημαντικές Αποδόσεις²⁶

Με δεδομένες τις μέσες έκτακτες αποδόσεις που δίνει η κάθε μέθοδος, ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητά τους.

Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί το αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (\overline{AR}_t) και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις [$CAR(t_1, t_2)$] είναι ίσες με μηδέν²⁷ πραγματοποιείται αντίστοιχα, με τη βοήθεια των παρακάτω στατιστικών συντελεστών t (t -statistics)²⁸:

$$\text{Στατιστικός} \quad t(AR) = \frac{\overline{AR}_t}{S(\overline{AR}_t)} \quad (9)$$

$$\text{Στατιστικός} \quad t = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * S(\overline{AR}_t)} \quad (10)$$

όπου:

$S(\overline{AR}_t)$: η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού. Η περίοδος προσδιορισμού περιλαμβάνει 150 ημέρες από την περίοδο $t = -200$ έως την περίοδο $t = -51$ ²⁹ σε σχέση με την ημέρα της ανακοίνωσης $t = 0$.

$T = t_2 - t_1 + 1$: όπου t_1 είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και t_2 η τελευταία ημέρα.

Στην ανάλυση των επιχειρηματικών γεγονότων (*event study*) που ακολουθεί χρησιμοποιείται η μέθοδος προσαρμοσμένης -με το δείκτη της αγοράς- απόδοσης, καθώς θεωρείται η πλέον κατάλληλη λόγω των ιδιορρυθμιών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Οι κυριότεροι λόγοι που ενισχύουν την επιλογή είναι η αστάθεια των παραμέτρων που υπολογίζονται στο υπόδειγμα της αγοράς και η διαπίστωση ότι οι τιμές των μετοχών συχνά παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές χωρίς ιδιαίτερο λόγο, κάνοντας τη μέθοδο της μέσης

²⁶ Brown και Warner (1985) και Mikkelson και Partch (1986).

²⁷ Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις ακόμα κι αν υπολογιστούν διάφορες του μηδενός μπορεί στατιστικά, να είναι ισοδύναμες με μηδέν. Με τον στατιστικό έλεγχο διαπιστώνουμε σε ποιο επίπεδο σημαντικότητας είναι διάφορες του μηδενός.

²⁸ Στατιστικός συντελεστής t ή κρίσιμη τιμή της κατανομής t (t student)

²⁹ Το $S(\overline{AR}_t)$ δεν υπολογίζει την περίοδο του γεγονότος (*event period*) αφού οι αποδόσεις των μετοχών την περίοδο αυτή ενδέχεται να επηρεάζονται (θετικά ή αρνητικά) από τις ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μετοχών και επομένως το $S(\overline{AR}_t)$ μπορεί να είναι μεγαλύτερο ή μικρότερο από το αν υπολογιζόταν στην περίοδο προσδιορισμού όπου δεν υπάρχουν ανακοινώσεις επαναγορών.

προσαρμοσμένης απόδοσης επίσης ακατάλληλη. Επιπλέον σε αντίθεση με τη μέθοδο της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης, η μέθοδος που επιλέχτηκε λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές που συνέβησαν στην αγορά την ίδια χρονική στιγμή που το δείγμα δέχεται την επίδραση της ανακοίνωσης για επαναγορά ιδίων μετοχών.

Κεφάλαιο 6: Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Για την εφαρμογή του υποδείγματος της προσαρμοσμένης -με το δείκτη της αγοράς- απόδοσης, χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές των μετοχών των επαναγοραζουσών εταιρειών καθώς και αυτές του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.³⁰ από τον Μάρτιο του 1999 έως και το Μάιο του 2008. Οι τιμές αυτές βρίσκονται στη βάση δεδομένων Data Stream. Αφού υπολογίστηκαν οι αποδόσεις των μετοχών αλλά και του δείκτη, αφαιρέθηκαν από το δείγμα οι αποδόσεις των ημερών εκείνων που αντιστοιχούν ή έπονται μίας αργίας για το Χ.Α.. Η αφαίρεση αυτή κρίθηκε απαραίτητη για τη διασφάλιση της ποιότητας των αποτελεσμάτων. Στη συνέχεια υπολογίστηκαν οι έκτακτες ημερήσιες αποδόσεις της κάθε μετοχής e_{it} . Επίσης υπολογίστηκαν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (*average abnormal returns*), οι αθροιστικοί μέσοι των έκτακτων αποδόσεων³¹ (*cumulative abnormal returns*) καθώς επίσης και οι στατιστικοί συντελεστές $t(AR)$ και $t(CAR)$ 194^{ov} μετοχών χρησιμοποιώντας ένα *estimation window* (-200, -51) ημερών και ένα *event window* (-10, +10) ημερών γύρω από την ημερομηνία Δημοσίευσης. Η δυναμική αυτής της ανάλυσης παρουσιάζεται στο **Διάγραμμα 2** που ακολουθεί.

Αρχικά θα παρουσιάσουμε τον πίνακα αποτελεσμάτων για ολόκληρο το δείγμα των 194 μετοχών (**Πίνακας 3**). Ο **Πίνακας 3** αφορά στην Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Τακτική ή Έκτακτη Γ.Σ. των μετόχων.

Κατά την ημέρα του γεγονότος, ημέρα 0, η μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος είναι 0,23% με στατιστικό συντελεστή 1,27, δηλαδή στατιστικά ασήμαντο. Κατά την επόμενη ημέρα, ημέρα +1, η μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος είναι αρνητική, -0,031% και εξίσου στατιστικά ασήμαντη με ένα στατιστικό συντελεστή 0,176.

Στατιστικά σημαντικούς συντελεστές, σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, συναντάμε τις ημέρες +7 και +8 μετά το γεγονός. Ενώ την ημέρα +9 παρατηρούμε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όσον αφορά στις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, στατιστικά

³⁰ Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. απεικονίζει την τάση των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.. Εισήχθη στις 31.12.1980 και ως νόμισμα διαπραγμάτευσης χρησιμοποιεί το €

³¹ για έντεκα (11) CAR (-10,0), έξι (6) CAR (-5,0) και δύο (2) ημέρες CAR (-1,0).

σημαντικό συντελεστή παρατηρούμε μόνο για την περίοδο των έντεκα (11) ημερών πριν, σε επίπεδο 10% (1,755).

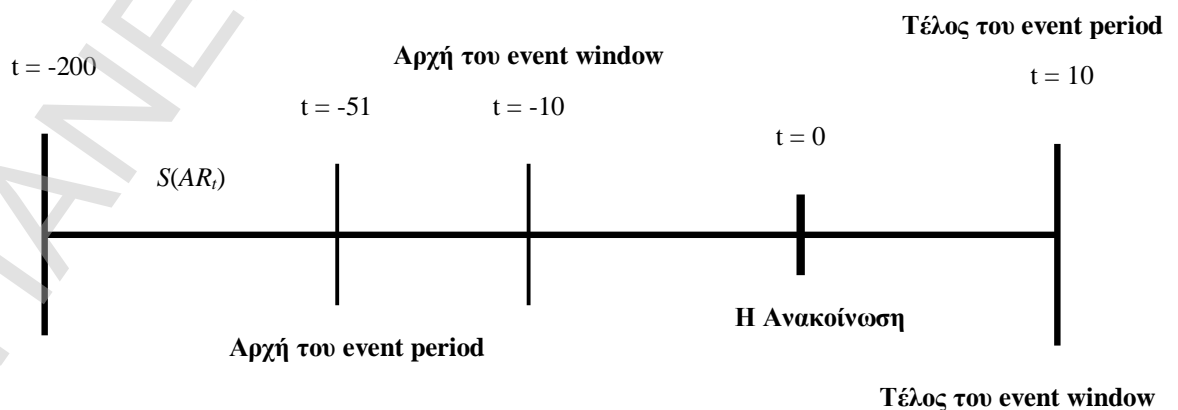
Η ανακοίνωση ενός προγράμματος αγοράς ιδίων μετοχών φαίνεται να μην επηρεάζει σημαντικά την τιμή της μετοχής γύρω από την ημερομηνία της Δημοσίευσης. Αντίθετα, στατιστικά σημαντική μεταβολή παρατηρείται το δεκαήμερο που προηγείται της πρώτης ανακοίνωσης στον τύπο. Αυτό αποδίδεται κυρίως σε δύο αιτίες: α) στο ενδεχόμενο να υπήρχε εσωτερική πληροφόρηση σε μερίδα επενδυτών, δηλαδή ορισμένοι επενδυτές να γνώριζαν ότι η εταιρία προτίθεται να επαναγοράσει τις μετοχές της λίγες μέρες πριν το ανακοινώσει στην αγορά και β) στο ότι το δείγμα περιέχει μετοχές εταιρειών που αποφάσισαν την αγορά ιδίων μετοχών μέσω Τακτικών και Έκτακτων Γ.Σ., οπότε και δεν μπορούν να διαφανούν καθαρά τα αποτελέσματα.

Ακολούθως θα παρουσιάσουμε τον πίνακα αποτελεσμάτων για το πρώτο υποσύνολο του δείγματος των 194 μετοχών (**Πίνακας 4**). Για την Ημερομηνία δηλαδή, Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Τακτική Γ.Σ. των μετόχων.

Μία Τακτική Γ.Σ. είναι ετήσια και συγκαλείται σε προκαθορισμένη ημερομηνία κάθε έτος. Σε μία Τακτική Γ.Σ. γίνεται ο οικονομικός απολογισμός του έτους και παίρνονται αποφάσεις για μια πλειάδα θεμάτων, άλλων διαδικαστικών και άλλων πρωταρχικής σημασίας για την εταιρεία. Το πλήθος και η σημαντικότητα των αποφάσεων αυτών δημιουργούν έναν αντίκτυπο στον επενδυτή που επηρεάζεται και αντιδρά αναλόγως. Μία απόφαση αγοράς ιδίων μετοχών η οποία ανακοινώνεται μαζί με μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου δεν προκαλεί το ενδιαφέρον του επενδυτή, για εκείνον η δεύτερη είδηση είναι πιο σημαντική.

Διάγραμμα 2

Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ



Πίνακας 3

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ ΤΑΚΤΙΚΗ Ή ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ – ΤΑΚΤΙΚΗ & ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR_{(t)}$	$t(AR)$
-10	184	82	102	0,00001	0,008
-9	182	85	97	-0,00301	-1,687*
-8	179	76	103	-0,00048	-0,270
-7	178	82	96	0,00213	1,192
-6	179	83	96	-0,00486	-2,726***
-5	183	71	112	-0,00409	-2,292**
-4	188	75	113	-0,00120	-0,671
-3	182	74	108	-0,00176	-0,990
-2	176	81	95	0,00099	0,556
-1	184	78	106	-0,00038	-0,212
0	194	96	98	0,00227	1,271
1	185	92	93	-0,00031	-0,176
2	173	80	93	0,00054	0,305
3	174	85	89	-0,00123	-0,691
4	180	95	85	0,00017	0,096
5	182	79	103	-0,00010	-0,057
6	179	96	83	0,00209	1,172
7	178	101	77	0,00339	1,903*
8	173	88	85	0,00323	1,811*
9	171	97	74	0,00460	2,578**
10	178	86	92	0,00021	0,117
	$CAR(-10,0)$	-0,010	$t[CAR(-10,0)]$	-1,755*	
	$CAR(-5,0)$	-0,004	$t[CAR(-5,0)]$	-0,954	
	$CAR(-1,0)$	0,002	$t[CAR(-1,0)]$	0,749	

Πίνακας 4

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ - ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR_{(t)}$	$t(AR)$
-10	111	48	63	0,00000	0,002
-9	112	52	60	-0,00167	-0,764
-8	109	51	58	0,00118	0,540
-7	107	47	60	0,00199	0,909
-6	111	55	56	-0,00197	-0,899
-5	113	45	68	-0,00013	-0,060
-4	114	48	66	0,00165	0,754
-3	108	40	68	-0,00102	-0,464
-2	106	46	60	-0,00016	-0,072
-1	113	42	71	-0,00256	-1,169
0	119	54	65	-0,00062	-0,282
1	113	55	58	-0,00144	-0,657
2	105	41	64	-0,00213	-0,973
3	105	54	51	-0,00204	-0,932
4	110	55	55	0,00032	0,145
5	116	54	62	0,00211	0,963
6	114	55	59	0,00085	0,389
7	108	59	49	0,00291	1,328
8	103	50	53	0,00288	1,317
9	103	55	48	0,00319	1,455
10	108	52	56	0,00071	0,323
	$CAR(-10,0)$	-0,003	$t[CAR(-10,0)]$	-0,454	
	$CAR(-5,0)$	-0,003	$t[CAR(-5,0)]$	-0,528	
	$CAR(-1,0)$	-0,003	$t[CAR(-1,0)]$	-1,027	

Ανάλογα αποτελέσματα παρατηρούνται και όταν η αγορά ιδίων μετοχών ανακοινωθεί μαζί με τη διανομή μερίσματος ή τη σύναψη ενός ομολογιακού δανείου. Οπότε τα “καλά νέα” δεν αναγνωρίζονται από τους μετόχους και η μετοχή της επαναγοράζουσας εταιρείας δεν πριμοδοτείται από την ανακοίνωση της πρώτης Δημοσίευσης, όπως θα γινόταν στην περίπτωση που η αγορά ιδίων μετοχών θα αποτελούσε το μοναδικό προς συζήτηση θέμα μιας Τακτικής Γ.Σ..

Κοιτάζοντας τον **Πίνακα 4** παρατηρούμε αρνητική - στατιστικά ασήμαντη - έκτακτη μέση απόδοση για τις 119 μετοχές του δείγματος, $-0,062\%$, κατά την ημέρα 0, την ημέρα δηλαδή του γεγονότος. Κατά την επόμενη ημέρα, +1, η έκτακτη μέση απόδοση παραμένει αρνητική και στατιστικά ασήμαντη, $-0,213\%$. Η εικόνα αλλάζει την ημέρα +4 όπου η μέση έκτακτη απόδοση των 110 μετοχών του δείγματος είναι θετική και παραμένει θετική ως το τέλος του *event window* (ημέρα +10). Θετική αλλά συνάμα στατιστικά ασήμαντη. Πριν από το γεγονός παρατηρούμε έξι αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις κατά τις ημέρες -9, -6, -4, -3, -2, και -1 αλλά και από την παρατήρηση των ημερών αυτών δεν μπορούμε να προβούμε σε κάποιο συμπέρασμα καθώς όλες ανεξαιρέτως οι αποδόσεις έχουν στατιστικά ασήμαντους συντελεστές. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο των έντεκα (11), έξι (6) και δύο (2) ημερών ακολουθούν την ίδια πορεία και δεν μας δίνουν περισσότερες πληροφορίες για το δείγμα καθώς έχουν επίσης στατιστικά ασήμαντους συντελεστές.

Ακολουθεί ο πίνακας αποτελεσμάτων για το δεύτερο υποσύνολο του δείγματος των 194 μετοχών (**Πίνακας 5**). Για την Ημερομηνία δηλαδή, Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Έκτακτη Γ.Σ. των μετόχων.

Μία Έκτακτη Γ.Σ. συγκαλείται συνήθως, για να συνεδριάσουν τα μέλη της και να αποφασίσουν για ένα ή το πολύ δύο θέματα βαρύνουσας σημασίας. Για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή σύναψη ενός ομολογιακού δανείου ή αγορά ιδίων μετοχών ή κάποιο άλλο σημαντικό εταιρικό γεγονός. Όλο λοιπόν το βάρος του επενδυτικού κοινού και των μετόχων της εταιρείας, πέφτει σε εκείνο το ένα γεγονός που θα ανακοινωθεί ως απόφαση μιας Έκτακτης Γ.Σ.. Σε αντιδιαστολή με την Τακτική Γ.Σ., τα “καλά νέα” αναγνωρίζονται από τους μετόχους και η μετοχή της επαναγοράζουσας εταιρείας πριμοδοτείται από την ανακοίνωση της πρώτης Δημοσίευσης.

Με μια προσεκτική παρατήρηση του **Πίνακα 5** θα δούμε μια θετική και στατιστικά σημαντική $,2,568$,σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, μέση έκτακτη απόδοση των 75 μετοχών του δείγματος, $0,669\%$. Οι ημέρες που διαδέχονται το γεγονός δεν παρουσιάζουν βέβαια κάποιο ενδιαφέρον, εκτός από το ότι παρουσιάζουν πλειοψηφία θετικών μέσων έκτακτων

Πίνακας 5

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ-ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR(t)$	$t(AR)$
-10	72	33	39	-0,00003	-0,010
-9	70	33	37	-0,00494	-1,896*
-8	70	25	45	-0,00306	-1,173
-7	71	36	35	0,00248	0,951
-6	68	27	41	-0,00976	-3,746***
-5	70	26	44	-0,01015	-3,895***
-4	74	27	47	-0,00548	-2,101**
-3	74	34	40	-0,00260	-0,996
-2	71	36	35	0,00277	1,064
-1	72	36	36	0,00290	1,113
0	75	41	34	0,00669	2,568**
1	72	37	35	0,00141	0,540
2	68	38	30	0,00429	1,646
3	69	30	39	-0,00009	-0,035
4	70	40	30	-0,00008	-0,030
5	66	26	40	-0,00329	-1,261
6	65	41	24	0,00414	1,589
7	70	42	28	0,00401	1,540
8	70	37	33	0,00350	1,341
9	68	41	27	0,00666	2,554**
10	70	34	36	-0,00048	-0,186
		$CAR(-10,0)$	-0,021	$t[CAR(-10,0)]$	-2,449**
		$CAR(-5,0)$	-0,006	$t[CAR(-5,0)]$	-0,917
		$CAR(-1,0)$	0,010	$t[CAR(-1,0)]$	2,603**

αποδόσεων. Στατιστικά σημαντικό συντελεστή συναντάμε την ημέρα +9 ενώ πριν από το γεγονός τις ημέρες -9, -6, -5 και -4. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικούς συντελεστές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, για έντεκα (11) και δύο (2) ημέρες, 2,449 και 2,603 αντίστοιχα. Η στατιστική σημαντικότητα των αποδόσεων αυτών προδίδει την ύπαρξη διαρροής πληροφόρησης από το εσωτερικό στην αγορά.

Στη συνέχεια θα διαχωρίσουμε το δείγμα του Πίνακα 5 σε Έκτακτες πραγματοποιηθείσες και Έκτακτες μη πραγματοποιηθείσες Γ.Σ.. Ο διαχωρισμός αυτός εξυπηρετεί στην καλύτερη διερεύνηση του δείγματος. Αρχικά θα παρουσιάσουμε τον πίνακα αποτελεσμάτων (Πίνακας 6) για την Ημερομηνία δηλαδή, Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Έκτακτη Γ.Σ. των μετόχων. Τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών που ανακοινώνονται μέσω της πρόσκλησης αυτής έχουν πραγματοποιηθεί, στο σύνολό τους ή έστω σε ένα ποσοστό, από τη διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Την ημέρα της Δημοσίευσης, ημέρα 0, παρατηρούμε μια θετική μέση έκτακτη απόδοση, 0,574%, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Κατά τις δύο επόμενες ημέρες που διαδέχονται το γεγονός βλέπουμε θετικές αποδόσεις με στατιστικά ασήμαντους συντελεστές. Στατιστικά σημαντική μέση έκτακτη απόδοση, σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, συναντάμε πολύ αργότερα κατά την ημέρα +9, 0,512%. Η εσωτερική πληροφόρηση επιβεβαιώνεται και εδώ. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για δύο ημέρες πριν το γεγονός είναι θετική με στατιστικά σημαντικό συντελεστή σε επίπεδο 1%. Παρατηρώντας το δεκαήμερο πριν το γεγονός θα δούμε τις ημέρες -2 και -1, θετικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, και τις ημέρες -6 και -5, αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%. Τα αποτελέσματα αυτά οδηγούν στο συμπέρασμα ότι κατά τις ημέρες αυτές ανακοινώθηκαν κάποια άλλα σοβαρά εταιρικά γεγονότα τα οποία επηρέασαν τη κρίση των επενδυτών-μετόχων και κατά συνέπεια την απόδοση της μετοχής της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Έχει ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε την αντίδραση της τιμής της μετοχής κάποιες ημέρες πριν την ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. των μετόχων. Γύρω δηλαδή από την ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ. (*Date 1*) της επαναγοράζουσας εταιρείας. Αυτό θα μας δώσει μια καλύτερη εικόνα για τους στατιστικά σημαντικούς συντελεστές το δεκαήμερο πριν από τη Δημοσίευση της Πρόσκλησης, καθώς η ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ., προηγείται κάποιων ημερών της ημερομηνίας Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ.. Η ημερομηνία αυτή παρουσιάζει ενδιαφέρον στην περίπτωση που υπάρχει διαρροή πληροφοριών από το εσωτερικό της εταιρείας. Αν πράγματι υπάρχει εσωτερική πληροφόρηση τότε αυτό πρέπει να αντικατοπτριστεί στην τιμή της μετοχής γύρω από το

γεγονός. Ο Πίνακας 7 λοιπόν, αναφέρεται στην ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ. (*Date I*) της επαναγοράζουσας εταιρείας. Η απόφαση για επαναγορά απορρέει από Έκτακτη Γ.Σ. και η ίδια η επαναγορά έχει πραγματοποιηθεί, έστω και σε ένα βαθμό από τη διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Πίνακας 6

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ - ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.- ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR_{(t)}$	$t(AR)$
-10	53	25	28	0,00165	0,566
-9	51	27	24	-0,00018	-0,063
-8	51	17	34	-0,00387	-1,328
-7	52	28	24	0,00385	1,322
-6	49	21	28	-0,00798	-2,738***
-5	51	19	32	-0,01345	-4,615***
-4	55	22	33	-0,00314	-1,078
-3	55	23	32	-0,00192	-0,658
-2	53	28	25	0,00650	2,229**
-1	54	29	25	0,00616	2,112**
0	56	31	25	0,00574	1,971**
1	54	28	26	0,00205	0,703
2	51	28	23	0,00477	1,637
3	52	21	31	-0,00209	-0,718
4	53	29	24	-0,00055	-0,189
5	51	19	32	-0,00460	-1,580
6	51	30	21	0,00234	0,803
7	54	31	23	0,00338	1,160
8	52	30	22	0,00203	0,698
9	52	31	21	0,00512	1,757*
10	54	27	27	-0,00300	-1,031
$CAR(-10,0)$		-0,007	$t[CAR(-10,0)]$	-0,688	
$CAR(-5,0)$		0,000	$t[CAR(-5,0)]$	-0,016	
$CAR(-1,0)$		0,012	$t[CAR(-1,0)]$	2,887***	

Πίνακας 7

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. - ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.- ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR(t)$	$t(AR)$
-10	50	19	31	-0,00297	-0,966
-9	49	20	29	0,00658	2,136**
-8	49	26	23	-0,00124	-0,402
-7	47	18	29	-0,00173	-0,561
-6	49	24	25	0,00083	0,270
-5	48	20	28	-0,00770	-2,502**
-4	46	15	31	-0,01866	-6,060***
-3	50	24	26	-0,00501	-1,629
-2	52	17	35	-0,00485	-1,576
-1	53	21	32	0,00032	0,104
0	53	31	22	0,00941	3,057***
1	49	29	20	0,00861	2,798***
2	49	24	25	0,00055	0,180
3	49	25	24	-0,00027	-0,089
4	49	22	27	0,00596	1,937*
5	51	26	25	-0,00083	-0,271
6	49	15	34	-0,00432	-1,405
7	50	28	22	0,00006	0,019
8	53	28	25	0,00142	0,463
9	51	27	24	0,00116	0,377
10	50	31	19	0,00169	0,549
<hr/>					
	$CAR(-10,0)$	-0,025	$t[CAR(-10,0)]$	-2,451**	
	$CAR(-5,0)$	-0,026	$t[CAR(-5,0)]$	-3,513***	
	$CAR(-1,0)$	0,010	$t[CAR(-1,0)]$	2,235**	

Κατά την ημέρα του γεγονότος η μέση έκτακτη απόδοση των 53 μετοχών, είναι 0,941% στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, 3,057. Την επόμενη ημέρα η μέση έκτακτη απόδοση πέφτει στο 0,861% με συντελεστή σημαντικότητας 2,798. Στατιστικά σημαντικούς συντελεστές παρατηρούμε και τις ημέρες -5 και -4 πριν από το γεγονός. Ειδικότερα κατά την ημέρα -4, η μέση έκτακτη απόδοση είναι αρνητική στο -1,86% και ο συντελεστής σημαντικότητας αγγίζει το -6,060. Οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές στο σύνολο τους, δηλαδή και για έντεκα (11) και για έξι (6) και για δύο (2) ημέρες, σε επίπεδο σημαντικότητας 5, 1 και 5% αντίστοιχα.

Οπότε στη συγκεκριμένη υποομάδα του δείγματος, βλέπουμε ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται θετικά από την απόφαση του Δ.Σ. της εταιρείας, περισσότερο απ' ό τι στην προηγούμενη εξεταζόμενη υποομάδα (**Πίνακας 6**). Το γεγονός αυτό καταδεικνύει σε μεγάλο βαθμό την ύπαρξη εσωτερικής πληροφόρησης, εφόσον η απόφαση του Δ.Σ. έχει απήχηση στο κοινό χωρίς καν να δημοσιευτεί, αλλά είναι και άλλα γεγονότα που συνηγορούν στα θετικά αυτά αποτελέσματα. Όπως αναφέρθηκε και πριν οι επενδυτές επηρεάζονται πολύ από την απόφαση ενός Δ.Σ. για τη σύγκλιση Έκτακτης Γ.Σ. των μετόχων. Το ότι το πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών πραγματοποιήθηκε σε όλο το ποσοστό ή έστω και σε ένα βαθμό, δείχνει τη σοβαρότητα της απόφασης της επαναγοράζουσας εταιρείας. Η εταιρεία που έχει τους πόρους και το πραγματικό κίνητρο προχωρά στην υλοποίηση του εγχειρήματος της ενώ αντίθετα η εταιρεία που γνωρίζει ότι δεν είναι σε θέση να επαναγοράσει ίδιες μετοχές, παίρνει την απόφαση να το κάνει θέλοντας να κερδίσει τις εντυπώσεις και το ενδιαφέρον του επενδυτή στέλνοντας με τον τρόπο αυτό ένα ανέξοδο σήμα προς την αγορά. Ο ενημερωμένος επενδυτής μπορεί, τις περισσότερες φορές, να ξεχωρίσει τις δύο περιπτώσεις και να ενεργήσει ανάλογα.

Η αντίδραση αυτή φαίνεται σε ένα βαθμό από τα αποτελέσματα του **Πίνακα 8**. Στον **Πίνακα 8** παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης που αναφέρεται στην Ημερομηνία Δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Έκτακτη Γ.Σ. των μετόχων. Τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών που ανακοινώνονται μέσω της πρόσκλησης αυτής δεν έχουν πραγματοποιηθεί από τη διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Κατά την ημέρα του γεγονότος έχουμε μεν θετική μέση έκτακτη απόδοση, η οποία διαδέχεται αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις του προηγούμενου δεκαήμερου, αλλά στατιστικά ασήμαντη. Την απόδοση αυτή διαδέχονται θετικές μέσες έκτακτες αποδόσεις με εξαίρεση την απόδοση της πρώτης ημέρας μετά το γεγονός και μοναδική στατιστικά σημαντική εκείνη της ημέρας +9 σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Πίνακας 8

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΚΛΗΣΗΣ ΣΕ ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ - ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ. - ΜΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR_{(t)}$	$t(AR)$
-10	19	8	11	-0,00470	-0,665
-9	19	6	13	-0,01771	-2,509**
-8	19	8	11	-0,00088	-0,125
-7	19	8	11	-0,00128	-0,181
-6	19	6	13	-0,01437	-2,036**
-5	19	7	12	-0,00132	-0,187
-4	19	5	14	-0,01224	-1,734*
-3	19	11	8	-0,00456	-0,646
-2	18	8	10	-0,00818	-1,159
-1	18	7	11	-0,00686	-0,971
0	19	10	9	0,00950	1,346
1	18	9	9	-0,00051	-0,072
2	17	10	7	0,00285	0,404
3	17	9	8	0,00604	0,855
4	17	11	6	0,00139	0,198
5	15	7	8	0,00119	0,169
6	14	11	3	0,01071	1,517
7	16	11	5	0,00616	0,873
8	18	7	11	0,00772	1,094
9	16	10	6	0,01166	1,652*
10	16	7	9	0,00802	1,135
	$CAR(-10,0)$	-0,063	$t[CAR(-10,0)]$	-2,673***	
	$CAR(-5,0)$	-0,024	$t[CAR(-5,0)]$	-1,368	
	$CAR(-1,0)$	0,003	$t[CAR(-1,0)]$	0,265	

Οι στατιστικά ασήμαντοι συντελεστές δεν μας αφήνουν να ταυτίσουμε τα αποτελέσματα με την θεωρία της υποτίμησης, την οποία τόσο καθαρά υποδεικνύουν τα πρόσημα των αποδόσεων των μετοχών. Η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση των έντεκα (11) ημερών μας αποκαλύπτει ελαφρά διαρροή πληροφοριών προς την αγορά, εφόσον ναι μεν είναι αρνητική, $-0,063$ αλλά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Ο Πίνακας 9 αναφέρεται πάλι στην Ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ. (*Date I*) της επαναγοράζουσας εταιρείας. Η απόφαση για επαναγορά απορρέει από Έκτακτη Γ.Σ. αλλά η ίδια η επαναγορά δεν έχει πραγματοποιηθεί αυτή τη φορά από τη διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Κατά την ημέρα του γεγονότος παρατηρούμε μια αρνητική μέση έκτακτη απόδοση για την υποομάδα των 19 μετοχών, ύψους $-1,044\%$, στατιστικά ασήμαντη. Την επόμενη της απόφασης του Δ.Σ. η απόδοση είναι θετική, $0,381\%$, αλλά παραμένει στατιστικά ασήμαντη. Το τοπίο αλλάζει κάπως την ημέρα $+2$, όπου παρατηρούμε μια στατιστικά σημαντική έκτακτη απόδοση, ύψους $1,55\%$ με συντελεστή σημαντικότητας $2,255$. Στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις συναντάμε και κατά τις ημέρες $+8$, $1,412\%$ με συντελεστή $2,054$, -7 , $-1,74\%$ με συντελεστή $2,537$ και -2 , $-1,581$ με συντελεστή $2,3$. Όσον αφορά στις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, παρατηρούμε κι εδώ στατιστικά σημαντικούς συντελεστές και για τα τρία χρονικά διαστήματα σε επίπεδο σημαντικότητας 1, 1, και 5% αντίστοιχα.

Όπως προαναφέραμε, σε μια Έκτακτη Γ.Σ. μπορεί να συζητηθεί ένας μικρός αριθμός θεμάτων με ένα ή δύο θέματα ιδιαίτερα βαρύνουσας σημασίας για την εταιρεία. Για να μπορέσουμε να βασιστούμε στα αποτελέσματα των πινάκων που αναφέρονται στις Έκτακτες Γ.Σ. (Πίνακας 7, Πίνακας 9) πρέπει η αγορά ιδίων μετοχών από την εταιρεία να αποτελεί το μοναδικό υπό συζήτηση θέμα των Συνελεύσεων αυτών. Έτσι δεν θα υπάρχει αμφιβολία ότι η αντίδραση της μετοχής οφείλεται εξ ολοκλήρου στο πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών και όχι στην παράλληλη ανακοίνωση ενός άλλου εταιρικού γεγονότος.

Για την εξασφάλιση της ποιότητας των αποτελεσμάτων αφαιρέθηκαν όλες οι αποδόσεις των μετοχών εκείνων των εταιρειών που στην ίδια Έκτακτη Γ.Σ., αποφάσισαν μαζί με τη αγορά ιδίων μετοχών και για επιπλέον εταιρικά γεγονότα. Η αφαίρεση αυτή έγινε από την υποομάδα εκείνη που αφορά στην ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ. της εταιρείας, εφόσον τα αποτελέσματα αυτά βρέθηκαν στατιστικά σημαντικότερα από εκείνα που αφορούν στην ημερομηνία Ανακοίνωσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. των μετόχων.

Πίνακας 9

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α.. ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. - ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.- ΜΗ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR(t)$	$t(AR)$
-10	19	9	10	-0,00097	-0,140
-9	18	6	12	-0,01031	-1,500
-8	18	9	9	0,00447	0,651
-7	19	6	13	-0,01744	-2,537**
-6	19	8	11	-0,01025	-1,491
-5	19	6	13	-0,00832	-1,210
-4	19	7	12	-0,00376	-0,547
-3	19	8	11	-0,00416	-0,606
-2	19	6	13	-0,01581	-2,300**
-1	19	7	12	-0,01126	-1,638
0	19	8	11	-0,01044	-1,519
1	19	11	8	0,00381	0,554
2	18	10	8	0,01550	2,255**
3	18	7	11	-0,00587	-0,853
4	17	7	10	-0,00484	-0,704
5	17	11	6	0,00431	0,627
6	17	11	6	0,00639	0,930
7	16	8	8	-0,00740	-1,076
8	14	11	3	0,01412	2,054**
9	16	10	6	0,00686	0,998
10	18	10	8	0,00668	0,971
		$CAR(-10,0)$	-0,088	$t[CAR(-10,0)]$	-3,871***
		$CAR(-5,0)$	-0,054	$t[CAR(-5,0)]$	-3,192***
		$CAR(-1,0)$	-0,022	$t[CAR(-1,0)]$	-2,232**

Από τις 72 μετοχές των οποίων οι αποδόσεις εμφανίζονται στους **Πίνακα 7 και Πίνακα 9**, μόνον οι 60 ανήκουν σε εταιρείες των οποίων οι έκτακτες Γ.Σ. αποφάσισαν αυστηρά μόνον την αγορά ιδίων μετοχών στη συνεδρίασή τους. Από αυτές, οι 41 συστήνουν τα αποτελέσματα του **Πίνακα 10** ο οποίος περιγράφει τις ημερήσιες μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR_t), τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις ($CAR_{(t)}$) και τα t-statistics $t(AR_t)$ και $t(CAR_{(t)})$ που αφορούν στην περίοδο -10 ημέρες πριν έως +10 ημέρες μετά την ημερομηνία Απόφασης του Δ.Σ.. Η απόφαση για επαναγορά απορρέει από Έκτακτη Γ.Σ. και η ίδια η επαναγορά έχει πραγματοποιηθεί, έστω και σε ένα βαθμό από τη διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρείας.

Όπως παρατηρούμε στον **Πίνακα 10** την ημέρα του γεγονότος, ημέρα 0, η μέση έκτακτη απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, όπως επίσης και μία ημέρα αργότερα. Οι έκτακτες αποδόσεις που διαδέχονται την ημέρα αυτή είναι θετικές και αρνητικές με στατιστικά σημαντικές εκείνες των ημερών +4 και +6. Αντίθετα οι ημέρες που παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5, 1,5 και 10% αντίστοιχα, είναι οι -5, -4, -3 και -2, πριν από το γεγονός. Όσο για τις αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις, είναι στο σύνολό τους στατιστικά σημαντικές με εκείνες των έντεκα (11) και έξι (6) ημερών να ξεχωρίζουν σε επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα του **Πίνακα 10** με εκείνα του **Πίνακα 7** βλέπουμε ότι ακόμη και μετά την αφαίρεση των 12 μετοχών, παραμένουν πιστά στο ίδιο μοτίβο, αλλά σε πολύ εντονότερο βαθμό. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε τέσσερις ημέρες πριν από το γεγονός, κατά την ημέρα -4 δηλαδή, μια μέση έκτακτη απόδοση -2,763% με συντελεστή σημαντικότητας -7,759, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%. Το ύψος του συντελεστή αυτού προκάλεσε το ενδιαφέρον και την περιέργειά μας και για το λόγο αυτό ελέγξαμε τις αποδόσεις των 35 μετοχών αυτών και παρατηρήσαμε φαινομενικά αδικαιολόγητα, υψηλές αρνητικές αποδόσεις (από -9% έως -17%) σε πέντε από αυτές. Εμβαθύνοντας περισσότερο στις αιτίες της ανωμαλίας αυτής, ανακαλύψαμε ότι για τις τέσσερις από τις πέντε εταιρείες, συνέτρεχαν πράγματι λόγοι που δικαιολογούσαν την αντίδραση αυτή του επενδυτικού κοινού. Ανακοινώσεις σημαντικών εταιρικών γεγονότων επηρέασαν εμφανώς αρνητικά τις αποδόσεις των μετοχών. Οι έκτακτες αποδόσεις των εταιρειών αυτών αφαιρέθηκαν από το δείγμα, με αποτέλεσμα η περεταίρω ανάλυσή του να μας οδηγήσει στα αποτελέσματα του **Πίνακα 11**.

Στον **Πίνακα 11** τα αποτελέσματα έχουν υποστεί κάποιες αλλαγές όσον αφορά στο πλήθος των στατιστικά σημαντικών συντελεστών τόσο πριν όσο και μετά το γεγονός της ημέρας 0. Έχουν μειωθεί σε αριθμό αν και πάλι δεν παρατηρείται κάποια αλλαγή στο μοτίβο

των αρνητικών και θετικών μέσων έκτακτων αποδόσεων που προηγούνται και έπονται του γεγονότος αντίστοιχα.

Πίνακας 10

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α.. ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008
ΗΜ/ΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. – ΕΚΤΑΚΤΗ/ΚΑΘΑΡΗ Γ.Σ.- ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR(t)$	$t(AR)$
-10	39	14	25	-0,00379	-1,065
-9	38	15	23	0,00854	2,399**
-8	38	22	16	0,00211	0,593
-7	36	15	21	-0,00046	-0,131
-6	37	16	21	-0,00370	-1,040
-5	36	13	23	-0,00719	-2,020**
-4	35	9	26	-0,02763	-7,759***
-3	39	16	23	-0,00767	-2,154**
-2	41	13	28	-0,00613	-1,722*
-1	41	16	25	-0,00282	-0,793
0	41	25	16	0,01044	2,933***
1	38	21	17	0,01076	3,021***
2	38	17	21	-0,00060	-0,168
3	37	19	18	0,00193	0,542
4	37	18	19	0,00648	1,821*
5	39	19	20	-0,00348	-0,978
6	37	10	27	-0,00681	-1,912*
7	38	21	17	0,00129	0,361
8	41	24	17	0,00370	1,040
9	39	21	18	0,00123	0,346
10	39	23	16	0,00024	0,068
	$CAR(-10,0)$	-0,038	$t[CAR(-10,0)]$	-3,244***	
	$CAR(-5,0)$	-0,041	$t[CAR(-5,0)]$	-4,701***	
	$CAR(-1,0)$	0,008	$t[CAR(-1,0)]$	1,513	

Πίνακας 11

ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ (AR_t), ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ($CAR_{(t)}$) ΚΑΙ T-STATISTICS ΓΙΑ ΤΑ $t(AR_t)$ ΚΑΙ $t(CAR_{(t)})$ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ -10 ΗΜΕΡΕΣ ΠΡΙΝ ΕΩΣ +10 ΗΜΕΡΕΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ., ΤΩΝ ΕΓΓΕΓΡΑΜΜΕΝΩΝ Η ΔΙΑΓΡΑΜΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α..

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2008

ΗΜ/ΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΤΟΥ Δ.Σ. – ΕΚΤΑΚΤΗ/ΚΑΘΑΡΗ Γ.Σ.- ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Περίοδος	N	Θετικά	Αρνητικά	$AR(t)$	$t(AR)$
-10	35	13	22	-0,00432	-1,083
-9	34	14	20	-0,00364	-0,913
-8	34	19	15	-0,00271	-0,680
-7	32	12	20	-0,00705	-1,767*
-6	33	14	19	-0,00401	-1,006
-5	32	13	19	-0,00184	-0,461
-4	31	9	22	-0,01700	-4,261***
-3	35	15	20	-0,00011	-0,029
-2	37	12	25	-0,00830	-2,081**
-1	37	16	21	0,00381	0,954
0	37	24	13	0,00972	2,436**
1	34	18	16	0,00531	1,331
2	34	14	20	-0,00626	-1,569
3	34	18	16	0,00305	0,764
4	34	16	18	0,00464	1,162
5	35	16	19	-0,00460	-1,152
6	33	8	25	-0,00552	-1,382
7	34	20	14	0,00190	0,476
8	37	23	14	0,00520	1,303
9	36	20	16	0,00284	0,711
10	36	21	15	-0,00166	-0,415
$CAR(-10,0)$		-0,035	$t[CAR(-10,0)]$	-2,680***	
$CAR(-5,0)$		-0,014	$t[CAR(-5,0)]$	-1,405	
$CAR(-1,0)$		0,014	$t[CAR(-1,0)]$	2,397**	

Για το δείγμα των 19 μετοχών που αφορούν στα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών που δεν πραγματοποιήθηκαν, (Πίνακας 9), δεν μπορούμε να παραθέσουμε αντίστοιχο πίνακα Έκτακτων/Καθαρών Γ.Σ., καθώς σε όλες τις εταιρείες που αποτελούσαν το δείγμα οι Έκτακτες Γ.Σ. συνεδρίασαν αποκλειστικά για την απόφαση της αγοράς ιδίων μετοχών από την επιχείρηση.

Συμπεράσματα

Τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών στα ελληνικά δρώμενα έκαναν την εμφάνισή τους στα μέσα της δεκαετίας του '90, σχεδόν παράλληλα με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες και περίπου μία δεκαετία αργότερα από τις πρωτοπόρες Η.Π.Α.. Διενεργούνται αποκλειστικά στην ανοιχτή αγορά, μέσω του Χ.Α. και διέπονται από συγκεκριμένη νομολογία προσαρμοσμένη στις επιταγές της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στην παρούσα εργασία παρουσιάστηκαν οι υποθέσεις και τα κίνητρα που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επαναγορά ιδίων μετοχών, έγινε μια ανασκόπηση ενός δείγματος της πλούσιας ξένης βιβλιογραφίας, παρουσιάστηκε η ισχύουσα ελληνική νομοθεσία, η οδηγία του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμπληρώνει την ελληνική νομοθεσία, ο σχετικός κανονισμός του Χ.Α., κάποια σχόλια σχετικά με τη διενέργεια αγορών ιδίων μετοχών από επιχειρήσεις στην Ελλάδα, οι σημαντικές ημερομηνίες που περιβάλλουν ένα πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών και τέλος οι διαφορετικοί τρόποι διενέργειας των προγραμμάτων αυτών.

Στη συνέχεια παρατέθηκαν τα δεδομένα που αποτέλεσαν το εξεταζόμενο δείγμα και η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τη διενέργεια της έρευνας. Εντέλει ελέγχθηκε ένα δείγμα 194^{ων} ελληνικών εταιρειών των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ και ανακοίνωσαν προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών από τον Ιανουάριο του 2000 έως και το Μάιο του 2008. Η Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων που ακολούθησε έγινε με τη μέθοδο της “προσαρμοσμένης – με το δείκτη της αγοράς – απόδοσης”.

Με τον αρχικό διαχωρισμό του δείγματος σε προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών που προέρχονται από Τακτικές και Έκτακτες Γ.Σ., αμέσως ξεχωρίζουμε ότι οι αποφάσεις που προέρχονται από έκτακτες Γ.Σ. έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων. Το δείγμα αυτό των έκτακτων Γ.Σ. χωρίζεται σε πραγματοποιηθέντα και μη προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών όπου πάλι βλέπουμε εντονότερα αποτελέσματα στο δείγμα των πραγματοποιηθέντων προγραμμάτων. Οι στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις πριν από την ημερομηνία δημοσίευσης της Πρόσκλησης σε Γ.Σ. των μετόχων, προδίδει εσωτερική πληροφόρηση και ανακοινώσεις άλλων γεγονότων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Για το λόγο αυτό μεταφέρουμε στην ημερομηνία ανακοίνωσης την ημερομηνία Απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου και “καθαρίζουμε” το δείγμα από τις μετοχές των εταιρειών που έκαναν πολλαπλές ανακοινώσεις.

Το τελικό μας δείγμα παρουσιάζει στατιστικά σημαντική μέση έκτακτη απόδοση την ημερομηνία της απόφασης του Δ.Σ. και αρνητικές στατιστικά σημαντικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν από την ημερομηνία αυτή. Γεγονός που προδίδει έντονα την εσωτερική πληροφόρηση των μετόχων αλλά και τη πρόθεση των εταιρειών να επαναγοράσουν ίδιες μετοχές λόγω των υποτιμημένων μετοχών τους. Οι εταιρείες δηλαδή, που αποφασίζουν να προχωρήσουν σε αγορά ιδίων μετοχών μέσω Έκτακτων Γ.Σ., με μοναδικό θέμα την επαναγορά και τελικά πραγματοποιούν σε ένα ποσοστό ή και στο ολόκληρο το πρόγραμμα αγοράς ιδίων μετοχών, στέλνουν ένα μήνυμα στην αγορά ότι η μετοχή τους είναι υποτιμημένη και προσπαθούν να στηρίξουν την τιμή της. Ωστόσο όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, η στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής δεν προβλέπεται πλέον από το νόμο ως κίνητρο διενέργειας αγοράς ιδίων μετοχών από τις επιχειρήσεις. Οπότε τίθεται το ζήτημα του κατά πόσο νόμιμη είναι η διαδικασία των επαναγορών στη χώρα μας, από ποιους και αν τηρείται το γράμμα του νόμου, ποια συμφέροντα εξυπηρετούνται και ποιο τέλος ζημιώνονται. Ζήτημα που χρήζει μεγαλύτερης εμβάθυνσης και έρευνας.

Βιβλιογραφία

Ξένη:

- Brealey R., Mayers S., 2000, “Principles of Corporate Finance”, 511. *New York: McGraw Hill*.
- Brown J. S., Warner B. J., 1980. “Measuring Security Price Performance”. *Journal of Financial Economics* 8.
- Brown J. S., Warner B. J., 1985. “Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies”. *Journal of Financial Economics* 14.
- Dittmar A., 2000. “Why Do Firms Repurchase Stock?”. *Journal of Business, Vol. 73, No. 3*.
- Fama, E.F. and French K.R., 1993. “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”. *Journal of Financial Economics* 33.
- Grullon G., Ikenberry D., 2000. “What do we know about Stock Repurchases”. *Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 13, No 1*.
- Grullon G. and Michaely R., 2002. “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”. *The Journal of Finance*.
- Grullon G. and Michaely R., 2004. “The Information Content of Share Repurchase Programs”. *The Journal of Finance*.

- Huh J., Park K., May 2007. “The determinants of Open Market Share Repurchase: To Signal or to Control?”.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., 1995. “Market underreaction to open market share repurchases”. *Journal of Financial Economics* 39.
- Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., 1999. “Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading”. *National Bureau of Economic Research*.
- Ikenberry D., Chan K. and Lee I., August 2001. “Do Firms Repurchase Stock for Good Reason?”.
- Ikenberry D., Chan K. and Lee I., July 2003. “Economic Sources of Gain in Stock Repurchases”.
- Ikenberry D., Chan K., Lee I. and Wang Y., 2005. “Share Repurchases as a Tool to Mislead Investors: Evidence from Earnings Quality and Stock Performance”.
- Isagawa N., 2000. “Open-Market Stock Repurchase and Stock Price Behaviour when Management values Real Investment”. *The Financial Review* 35.
- Isagawa N. and Hatakeda T., 2004. “Stock price behaviour surrounding stock repurchases announcements: Evidence from Japan”. *Pacific-Basin Finance Journal* 12.
- Jagannathan M., Stephens C., Weisbach M., 2000. “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”. *Journal of Financial Economics* 57.
- Jensen Michael C., 1986. “Agency Costs of Free Cash flow, Corporate Finance and Takeovers”. *American Economic Review* 76.
- Kahle K., 2002. “When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options”. *Journal of Financial Economics* 63.
- Lie E., Tippie H. 2005. “Operating performance following open market share repurchase announcements”. *Journal of Accounting and Economics, September Volume 39 Issue 3*.
- Lintner J., 1956. “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”. *American Economic Review* 46.
- Mauboussin M., 2006, “Clear Thinking about Share Repurchase”. *Legg Mason Capital Management, January 10*.
- McNally W. and Li K., 2003. “The Decision to Repurchase, Announcement Returns and Insider Holdings: A Conditional Event Study”. *The ICAFI Journal of Applied Finance, Vol. 9, No. 6*.
- Oded J., 2005. “Why Do Firms Announce Open-Market Repurchase Programs?” *The Review of Financial Studies Vol. 18, No. 1*.

Stephens C. P. and Weisbach M. J., 1998. “Actual Share Requisitions in Open-Market Repurchase Programmes.” *Journal of Finance* 53.

Vermaelen T., 1981. “Common Stock Repurchase and Market Signaling: An Empirical Study”. *Journal of Financial Economics* 9.

Tsagarakis N. V., 2006. Essays in Honor of the late Professor Christos Naoum, vol. B. “Open Market Share Repurchases in the Athens Stock Exchange (ASE)”, p. 1211-1227. *University of Piraeus.*

Ηλεκτρονική:

www.ase.gr

www.capital.gr

www.euro2day.gr

www.kathimerini.gr

Ισοκράτης: *Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών ΔΣΑ.*