



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

Οι παράγοντες που προσδιορίζουν τις  
μετοχικές έκτακτες αποδόσεις των εταιριών  
που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς  
μετοχών στην ελληνική χρηματιστηριακή  
αγορά κατά τη χρονική περίοδο 2000 - 2008

Επιμέλεια: Γιαννόπουλος Αριστείδης

Επιβλέπων Καθηγητής: Κυριαζής Δημήτριος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2009

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	1
---------------	---

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ

1.1 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΤΑΣΗ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ.....	4
1.2 ΕΙΔΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	9
1.3 ΒΑΣΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	17
1.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	24

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ - ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	31
2.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	32
2.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ .....	35
2.4 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΟΙΧΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ .....	43
2.5 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ.....	44
2.6 ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	48

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ - ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 ΙΣΧΥΟΥΣΑ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	50
3.2 ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΠΙΚΡΑΤΕΙΑ .....	53
3.3 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	56
3.4 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	56
3.5 ΣΤΟΧΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	57
3.5.1 ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΠΡΑΚΤΙΚΗ .....	57
3.5.2 ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΛΟΥΤΟΥ ΕΚ ΤΟΥ ΜΗ ΟΝΤΟΣ.....	59

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ**

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	61
4.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDY ANALYSIS) .....	64
4.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ .....	66
4.4 ΔΕΔΟΜΕΝΑ – ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ .....	75
4.5 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΙ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΚΑΙ ΣΩΡΕΥΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.....	76
4.5.1 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ .....	78
4.5.2 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΗΘΕΙΣΑΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ.....	79
4.5.3 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.....	80
4.5.3.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ P/E .....	80
4.5.3.2 ΤΟΒΙΝ’S Q RATIO.....	83
4.5.4 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ .....	85
4.6 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ .....	86

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ - ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ**

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	87
5.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ AARS ΚΑΙ CAARS ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	89
5.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	95
5.3.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ AARS ΚΑΙ CAARS ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	97
5.3.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ.	101
5.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΗΘΕΙΣΑΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ .....	103
5.4.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS .....	103
5.4.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS .....	106
5.4.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS .....	109

5.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΝΟΥΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ.....	110
5.5.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/BV<=1).....	110
5.5.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/BV>1).....	112
5.5.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΟΥ ΚΑΙ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS.....	115
5.5.4 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/E<=15).....	117
5.5.5 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/E>15).....	119
5.5.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΟΥ ΚΑΙ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS.....	121
5.6 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ 40 ΗΜΕΡΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΝΟΥΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ.....	122
5.6.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS.....	123
5.6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS.....	125
5.6.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΩΝ ΚΑΙ ΥΨΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ 40 ΗΜΕΡΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS.....	127
5.7 ΜΕΛΕΤΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ.....	129
 <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ - ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	
6.1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	138
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>143</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>149</b>

# ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Μία από τις στρατηγικές διανομής κερδών αλλά και μεταφοράς πλούτου στους μετόχους είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών, η αγορά δηλαδή από τις εκδότριες επιχειρήσεις δικών τους μετοχών οι οποίες βρίσκονται στην κατοχή άλλων επενδυτών.

Η επαναγορά μετοχών αποτελεί το «μικρόκοσμο» της εταιρικής χρηματοδότησης. Πρώτον, αποτελεί μια επενδυτική απόφαση για τις εταιρίες οι οποίες μέσω της διάθεσης της υπερβάλλουσας ρευστότητας σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών, αποκλείουν τη διάθεση πόρων για άλλα επενδυτικά σχέδια όπως είναι οι επενδύσεις σε κεφαλαιακά αγαθά ή μια ενδεχόμενη εξαγορά άλλης εταιρίας. Δεύτερον, λειτουργεί ως μια εναλλακτική μορφή διανομής των κερδών της εταιρίας στους μετόχους αντί μερισμάτων. Τρίτον, είναι μια απόφαση για την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας καθώς με την πραγματοποίηση μιας επαναγοράς μετοχών επιτυγχάνεται η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (financial leverage) της εταιρίας μέσω της μείωσης των ιδίων κεφαλαίων που συνεπάγεται η διάθεση της υπερβάλλουσας ρευστότητας για επαναγορές. Τέταρτον, η επαναγορά μετοχών είναι μια απόφαση για αλλαγή της δομής της ιδιοκτησίας της εταιρίας ιδίως στην περίπτωση που τα διευθυντικά στελέχη δεν πωλούν τις μετοχές τους στην εταιρία κατά τη διάρκεια μιας επαναγοράς.

Το φαινόμενο της επαναγοράς ιδίων μετοχών εμφανίστηκε στην Αμερικανική αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 και πήρε μεγάλη έκταση τις αμέσως επόμενες δεκαετίες. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι οι επαναγορές ιδίων μετοχών έφτασαν να ξεπεράσουν τα μερίσματα, τα οποία αποτελούν εναλλακτική μορφή διανομής των κερδών, και ο λόγος των επαναγορών προς τα μερίσματα (repurchase – to – dividend ratio) έφτασε το 113,1% το 2000 από μόλις 8,44% το 1972 (**Grullon and Michaely, 2002**). Αυτή η μεταστροφή των εταιρειών στον τρόπο που επιλέγουν να διανείμουν την υπερβάλλουσα ρευστότητα που διαθέτουν έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ακαδημαϊκών, επαγγελματιών αλλά και εποπτικών αρχών ενώ η βιβλιογραφία που υπάρχει γύρω από το θέμα είναι εκτενής.

Στην Ελλάδα η επαναγορά ιδίων μετοχών παρουσίασε ιδιαίτερη άνθιση μόλις τα τελευταία 8 χρόνια (2000 – 2008) ύστερα από την αλλαγή και τη διαμόρφωση του θεσμικού πλαισίου ενώ η μοναδική μέθοδος επαναγοράς που εφαρμόζεται είναι αυτή της ανοικτής αγοράς (open market repurchase). Οι μελέτες που έχουν διεξαχθεί μέχρι σήμερα αναφορικά με την επίδραση των προγραμμάτων επαναγοράς για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι περιορισμένες. Αν συνυπολογίσουμε το γεγονός ότι η εξεύρεση σχετικών στοιχείων δυσχεραίνει μια τέτοια μελέτη, γίνεται αντιληπτό το ενδιαφέρον και η σημαντικότητα της πραγματοποίησης της υφιστάμενης έρευνας.

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η διερεύνηση της βραχυπρόθεσμης αντίδρασης της αγοράς στο γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς και ο εντοπισμός των παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν τις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών ελληνικών εισηγμένων εταιριών κατά τη χρονική περίοδο 2000 – 2008. Οι παράγοντες που εξετάζονται στα πλαίσια της έρευνας για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά περιλαμβάνουν τους παράγοντες που συνήθως εξετάζονται στις έρευνες του εξωτερικού ωστόσο στα πλαίσια της ιδιαιτερότητας του ελληνικού θεσμικού πλαισίου κρίνεται απαραίτητη η διερεύνηση επιπλέον παραγόντων.

Η έρευνα χωρίζεται σε έξι αυτοτελή κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η εξέλιξη, η σύγχρονη τάση και η χρησιμότητα των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών ως μια εναλλακτική μορφή διανομής της υπερβάλλουσας ρευστότητας στους επενδυτές ενώ ταυτόχρονα γίνεται διερεύνηση των κύριων λόγων και υποθέσεων πάνω στις οποίες αυτά στηρίζονται με βάση τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας. Επιπλέον, αναφέρονται τα διάφορα είδη της επαναγοράς που απαντώνται κυρίως στην αμερικάνικη χρηματιστηριακή αγορά αλλά και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού, ενώ γίνεται και σύγκριση αυτών ως προς τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται μια αναλυτική επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας η οποία έχει αναπτυχθεί μέχρι και σήμερα. Η επισκόπηση αυτή αφορά κυρίως την επίδραση των προγραμμάτων επαναγοράς στις τιμές των μετοχών και τη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων τόσο στην αμερικάνικη χρηματιστηριακή αγορά όσο και σε χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών. Επιπλέον, παρουσιάζεται

η βιβλιογραφία που συνδέεται με την υιοθέτηση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών έναντι της διανομής μερισμάτων και διερευνάται η επίδραση των προγραμμάτων αυτών στις τιμές των ομολόγων.

Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται αναλυτική παρουσίαση του ελληνικού θεσμικού πλαισίου μετά την τελευταία αναθεώρησή του και την προσαρμογή του στις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς. Παράλληλα αναφέρονται και εξετάζονται οι σύγχρονες τάσεις και πρακτικές των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων αναφορικά με την υλοποίηση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η μεθοδολογία η οποία ακολουθήθηκε για τη διεξαγωγή της απαιτούμενης εμπειρικής μελέτης για τον εντοπισμό των παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν και διαμορφώνουν τις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς. Η ακολουθούμενη μεθοδολογία είναι παρόμοια με αυτή που χρησιμοποιήθηκε από την πλειοψηφία των ερευνών οι οποίες εξετάστηκαν στο τρίτο κεφάλαιο έτσι ώστε στο τέλος της παρούσας έρευνας να γίνουν οι απαραίτητες συγκρίσεις για την εξασφάλιση ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, γίνεται παρουσίαση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την πραγματοποιηθείσα έρευνα αναφορικά με το βαθμό της επίδρασης του κάθε παράγοντα που εξετάστηκε ενώ γίνεται και η απαραίτητη σύγκριση για την παρατήρηση της εντονότερης αντίδρασης της αγοράς ανά παράγοντα. Επιπλέον, γίνεται διασταύρωση των εξαγόμενων αποτελεσμάτων με τα αποτελέσματα που απορρέουν από την εκτίμηση οικονομετρικού υποδείγματος το οποίο ενσωματώνει όλους τους προηγούμενους παράγοντες. Το τελευταίο κρίνεται σκόπιμο προκειμένου να εξακριβωθεί η κατεύθυνση της επίδρασης των εν λόγω παραγόντων.

Τέλος στο έκτο κεφάλαιο, γίνεται μια σύνοψη της μεθοδολογικής προσέγγισης που ακολουθήθηκε για τη διεκπεραίωση της έρευνας και παρουσιάζονται τα κύρια συμπεράσματα που απορρέουν από τη μελέτη του προσδιορισμού των επιδρώντων παραγόντων στη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

## ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ

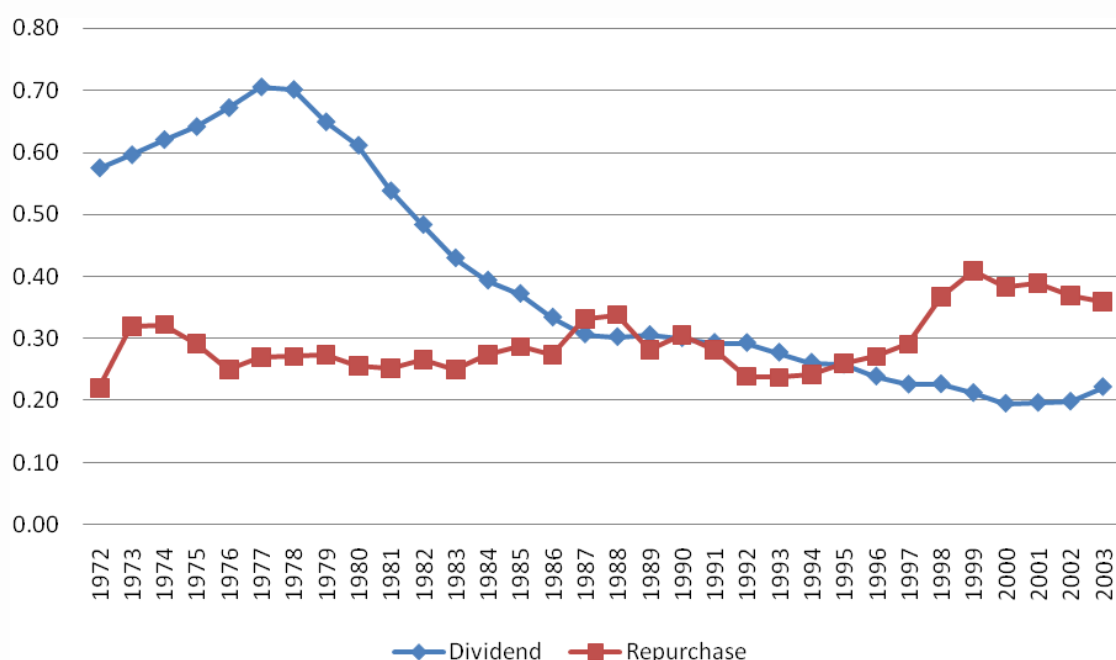
### 1.1 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΤΑΣΗ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ

Οι μέτοχοι αποτελούν για τις εταιρείες την κυριότερη πηγή άντλησης μετρητών και μία από τις πρωταρχικές μέριμνες των διοικήσεων των εταιρειών αυτών είναι να διατηρούν τους μετόχους τους ικανοποιημένους. Στα πλαίσια αυτού του μελήματος, μία από τις στρατηγικές που υιοθετούνται είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών.

Η επαναγορά ιδίων μετοχών αποτελεί πλέον μια εναλλακτική μορφή διανομής των κερδών μιας εταιρίας ενώ μέχρι και πριν τρεις δεκαετίες τα μερίσματα αποτελούσαν τον μοναδικό τρόπο διανομής αυτών. Πολλές εταιρίες κάνουν χρήση της μιας μεθόδου διανομής έναντι της άλλης ή χρησιμοποιούν αυτές σε συνδυασμό. Μάλιστα φαίνεται πως η απήχηση των προγραμμάτων επαναγοράς ολοένα και αυξάνεται αν κρίνουμε και από τα αποτελέσματα ερευνών που διεξήχθησαν κυρίως στην αμερικανική αγορά, την πλέον αναπτυγμένη αγορά στην υιοθέτηση και εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών. Σύμφωνα με δεδομένα που αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων “CRSP” και “Compustat”, για το χρονικό διάστημα 1972 – 2003 παρατηρείται μια σημαντική μείωση του ποσοστού των βιομηχανικών αμερικάνικων εταιριών που προβαίνουν σε διανομή μερίσματος και από το 71% (υψηλότερη τιμή) το 1977 έφτασε σε μόλις 22% το 2003. Την ίδια χρονική περίοδο το ποσοστό των εταιριών που προβαίνουν σε προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών παρέμεινε σταθερό μέσα σε ένα εύρος 22% και 34% μέχρι το 1997, έφτασε το 41% (υψηλότερη τιμή) το 1999 και κατέληξε στο 36% το 2003. Συμπερασματικά αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι από το 1996 και εντεύθεν η επαναγορά ιδίων μετοχών ξεπέρασε σε συχνότητα τη διανομή μερίσματος στο σύνολο των αμερικανικών βιομηχανικών επιχειρήσεων σε όλο τον κόσμο<sup>1</sup>. Το διάγραμμα που περιγράφει αυτή την τάση παρουσιάζεται παρακάτω:

<sup>1</sup> Baker and Kolb (2009), “Dividends and dividend policy”, p.242





Πηγή: Baker and Kolb (2009)

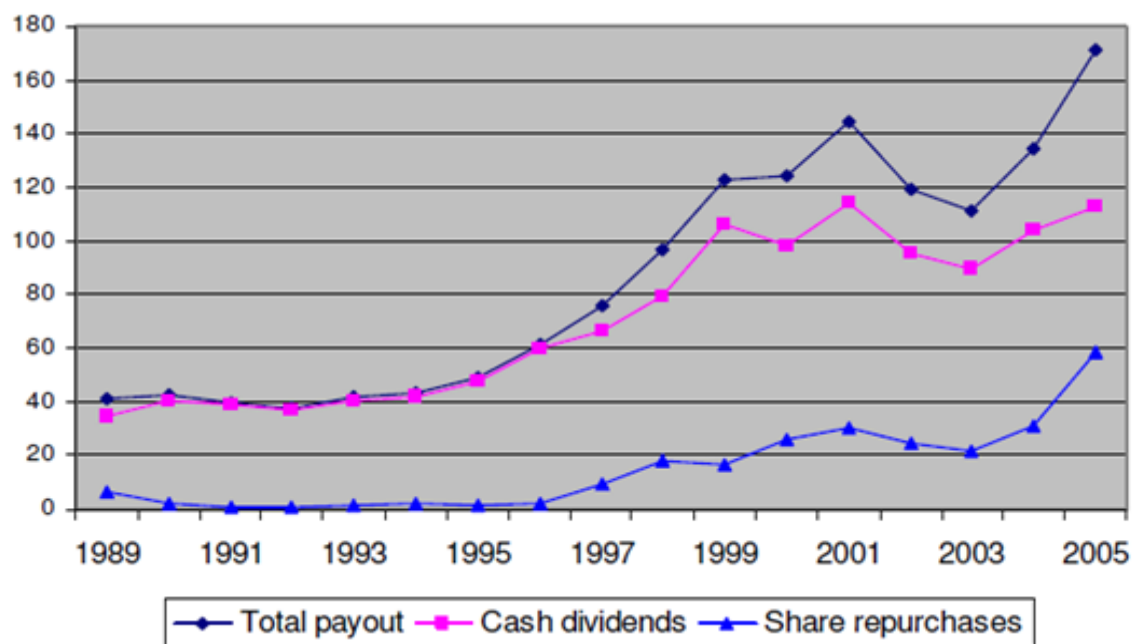
Διευκρινίζεται ότι αναφορικά με τη συνολική αξία των επαναγορών όλο το εξεταζόμενο διάστημα (1972 – 2003), αυτή υπολείπεται της συνολικής αξίας των διανεμόμενων μερισμάτων. Ο **Skinner (2008)** ωστόσο σε μεταγενέστερη έρευνά του υποστήριξε πως η συνολική ετήσια αξία των επαναγορών μετοχών υπερβαίνει πολλές φορές την αντίστοιχη των μερισμάτων και έδειξε ότι οι επαναγορές μετοχών αποτελούν την προτιμότερη μέθοδο διανομής της ρευστότητας στους μετόχους.

Νωρίτερα οι **Brav et al (2005)** καθώς και οι **Stephens and Weisbach (1999)** στην έρευνά τους έδειξαν ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων προτιμούν την ευελιξία των επαναγορών έναντι της ακαμψίας των μερισμάτων με αποτέλεσμα να στρέφονται στην εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών όταν υπάρχει προσωρινή αύξηση της κερδοφορίας της επιχείρησης και στην αύξηση των μερισμάτων όταν η κερδοφορία αυτή είναι μόνιμη.

Το τελευταίο πηγάζει από το γεγονός ότι η ανακοίνωση της απόφασης μιας εταιρίας για επαναγορά δεν αποτελεί δέσμευση για την υλοποίηση του εν λόγω προγράμματος (αυτό ισχύει για τις επαναγορές ανοικτής αγοράς οι οποίες είναι και οι πιο διαδεδομένες παγκοσμίως) ενώ οι εταιρίες επωφελούνται βραχυπρόθεσμα από

την ενίσχυση της τιμής της μετοχής τους που κατά κανόνα ακολουθεί την ανακοίνωση. Αυτό συμβαίνει διότι η απόφαση για επαναγορά ιδίων μετοχών λειτουργεί ως μια ένδειξη ότι η μετοχή της εταιρίας είναι υποτιμημένη και συνεπώς οι επενδυτές αυξάνοντας τη ζήτηση της μετοχής, δυνητικά, επιτυγχάνουν μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Περαιτέρω η μείωση της ρευστότητας και του μετοχικού κεφαλαίου που επιφέρει η υλοποίηση ενός προγράμματος επαναγοράς από τις επιχειρήσεις, βοηθούν ώστε η επιχείρηση να αποφύγει φαινόμενα κακής διαχείρισης αλλά και τοποθέτησης πόρων σε ριψοκίνδυνες και μη παραγωγικές επενδύσεις προς όφελος των επενδυτών.

Ενώ οι ενδείξεις για την πορεία των επαναγορών στην αμερικανική αγορά είναι ενθαρρυντικές, παρόμοια είναι η τάση που καταγράφεται στην Ευρώπη τα τελευταία χρόνια. Σε έρευνα των **Eije and Megginson (2008)** εξετάστηκε η πορεία των μερισμάτων και των επαναγορών για περισσότερες από 4100 βιομηχανικές ευρωπαϊκές επιχειρήσεις το χρονικό διάστημα 1989 – 2005. Η έρευνα αφορούσε τα 15 κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέχρι και πριν τον Μάιο του 2004 και τα αποτελέσματα έδειξαν πως υπάρχει μια ανοδική τάση για επαναγορές ιδίων μετοχών μεταξύ των επιχειρήσεων ενώ το 2005 η αξία των επαναγορών έφτασε το 50% της αξίας των μερισμάτων. Ακολουθεί το διάγραμμα που περιγράφει την πορεία της αξίας των επαναγορών, των μερισμάτων αλλά και της συνολικής αξίας (οι τιμές είναι σε δισεκατομμύρια ευρώ) των δύο αυτών εναλλακτικών μεθόδων διανομής σε συνδυασμό.



Πηγή: Eije and Megginson (2008)

Υπάρχει πλήθος ερευνών οι οποίες εστίασαν σε αυτή την παρατηρούμενη μεταστροφή των εταιριών στον τρόπο και το βαθμό που αποφασίζουν να διανείμουν το ρευστό πλεόνασμα στους μετόχους υποκαθιστώντας τη διανομή μερισμάτων με την εφαρμογή προγραμμάτων επαναγορών [Fenn and Liang (2001), Guay and Harford (2000), Grullon and Michaely (2002), Kahle (2002)]. Παράλληλα υπάρχουν και πολλές έρευνες οι οποίες εξετάζουν τους λόγους και τα κίνητρα των εταιριών αυτών στην απόφαση για επαναγορά ιδίων μετοχών. Οι λόγοι αυτοί καθώς και οι υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίζονται τα προγράμματα επαναγοράς θα παρουσιαστούν παρακάτω.

Υπάρχουν έξι βασικά είδη επαναγοράς μετοχών τα οποία εφαρμόζονται από τις εταιρίες παγκοσμίως σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν την υπερβάλλουσα ταμειακή ρευστότητα αλλά και να εξασφαλίσουν καλύτερες αποδόσεις για τις μετοχές τους. Οι μηχανισμοί μέσω των οποίων επιτυγχάνονται τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών είναι η **πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής** (fixed-price tender offer), η **μειοδοτική πρόταση προσφοράς** (dutch auction tender offer), οι **επαναγορές ανοικτής αγοράς** (open – market repurchases), οι **στοχευόμενες επαναγορές** (targeted stock repurchases), τα **μεταβιβάσιμα δικαιώματα πώλησης**

(transferable put rights) και οι **επιταχυνόμενες επαναγορές** (accelerated share repurchases).

Σύμφωνα με δεδομένα του οργανισμού «Securities Data Corporation» για την αμερικανική αγορά την περίοδο 1985 – 2004, η μέθοδος επαναγοράς που χρησιμοποιείται σε μεγαλύτερο ποσοστό με μεγάλη διαφορά από τις υπόλοιπες είναι αυτή της ανοικτής αγοράς (open – market repurchases). Από τις 15.300 επαναγορές που ανακοινώθηκαν το 84% είναι επαναγορές ανοικτής αγοράς ενώ η αξία τους αποτελεί το 89% της συνολικής αξίας όλων των υπόλοιπων επαναγορών<sup>2</sup>. Παρακάτω γίνεται παράθεση των στοιχείων για τη συχνότητα και την αξία των διάφορων ειδών επαναγοράς κατά έτος, όπως αυτές εφαρμόστηκαν από τις αμερικανικές επιχειρήσεις την περίοδο αυτή. Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν τόσο το μέγεθος της χρήσης των προγραμμάτων επαναγορών γενικά όσο και την ευρεία χρήση των προγραμμάτων ανοικτής αγοράς ειδικά:

Year	Total share repurchases		Open market purchases		Privately negotiated purchases		Fixed-price tender offers		Dutch auction tender offers	
	Number	Value (\$ mil.)	Number	Value (\$ mil.)	Number	Value (\$ mil.)	Number	Value (\$ mil.)	Number	Value (\$ mil.)
1985	226	\$34,754	124	\$15,587	57	\$3,973	39	\$14,071	6	\$1,123
1986	250	\$32,112	170	\$20,116	50	\$4,434	22	\$5,520	8	\$2,043
1987	849	\$55,635	768	\$46,021	37	\$3,618	39	\$4,797	5	\$1,198
1988	344	\$43,197	236	\$29,367	59	\$2,863	27	\$3,728	22	\$7,240
1989	658	\$66,697	486	\$57,053	103	\$3,467	50	\$1,693	19	\$4,484
1990	959	\$35,759	791	\$28,918	104	\$3,149	55	\$2,859	9	\$834
1991	447	\$19,112	296	\$14,294	98	\$3,321	51	\$810	2	\$688
1992	591	\$35,257	462	\$30,862	82	\$1,563	40	\$1,199	7	\$1,633
1993	617	\$36,840	472	\$33,867	79	\$1,550	62	\$851	4	\$572
1994	938	\$63,130	788	\$58,543	88	\$1,110	54	\$2,772	8	\$705
1995	988	\$85,637	850	\$70,714	92	\$13,563	38	\$470	8	\$890
1996	1,256	\$153,392	1,123	\$140,247	73	\$8,951	40	\$2,606	20	\$1,587
1997	1,192	\$162,678	1,007	\$144,447	113	\$11,537	43	\$3,089	29	\$3,606
1998	1,726	\$218,577	1,628	\$207,817	62	\$3,931	15	\$4,328	21	\$2,501
1999	1,346	\$141,612	1,261	\$134,250	47	\$2,376	21	\$1,814	17	\$3,172
2000	773	\$166,277	691	\$146,919	33	\$2,338	30	\$14,363	19	\$2,657
2001	651	\$155,536	558	\$148,092	49	\$5,316	30	\$1,643	14	\$485
2002	472	\$119,470	366	\$111,601	58	\$5,460	37	\$1,624	11	\$784
2003	489	\$93,162	388	\$87,514	51	\$2,439	36	\$1,765	14	\$1,444
2004	528	\$236,711	466	\$222,697	34	\$8,773	18	\$1,330	10	\$3,911
Total	15,300	\$1,955,548	12,931	\$1,748,929	1,369	\$93,732	747	\$71,332	253	\$41,555

Πηγή: Banyl and Kahle (2008)

<sup>2</sup> Banyl and Kahle (2008), “Errors in estimating share repurchases”, p.461

Στην ελληνική αγορά η μέθοδος επαναγοράς που χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις, είναι αυτή της ανοικτής αγοράς (open – market). Το νομικό πλαίσιο είναι αρκετά συγκεκριμένο στις διατάξεις του και στοχεύει στην εξασφάλιση ουσιαστικών λόγων και στόχων για την πραγματοποίηση αυτών των προγραμμάτων. Ο κυριότερος λόγος ύπαρξης του συγκεκριμένου νομικού πλαισίου είναι η παροχή δυνατότητας στις εταιρίες να στηρίζουν χρηματιστηριακά τις μετοχές τους και αυτός είναι ο πλέον συνήθης λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται τα προγράμματα επαναγοράς στη χώρα μας. Άλλοι λόγοι τους οποίους επικαλούνται οι ελληνικές επιχειρήσεις για την εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς είναι η βελτίωση των κερδών και του μερίσματος ανά μετοχή, η διανομή εμμέσως κερδών προς τους μετόχους καθώς και η χρησιμοποίηση σε πιθανή συνεργασία ή και πιθανή μελλοντική εξαγορά.

## 1.2 ΕΙΔΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Στη συνέχεια παραθέτουμε συνοπτική παρουσίαση των έξι κατηγοριών επαναγορών μετοχών που υπάρχουν σήμερα στην παγκόσμια αγορά ενώ γίνεται και σύγκριση αυτών, μέσω παράθεσης συγκεντρωτικού πίνακα, προκειμένου να κατανοηθούν τα πλεονεκτήματα, οι αδυναμίες αλλά και οι λόγοι εφαρμογής της κάθε μεθόδου:

### ✓ Πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offer)

Στη συγκεκριμένη μέθοδο επαναγοράς, η επιχείρηση προσφέρεται να αγοράσει ένα προκαθορισμένο ποσοστό μετοχών σε μια καθορισμένη τιμή, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η τιμή που προσφέρεται από την επιχείρηση είναι συνήθως υψηλότερη της αγοραίας αξίας της μετοχής τη χρονική στιγμή της προσφοράς έτσι ώστε να δοθεί επιπλέον κίνητρο για τους μετόχους επενδυτές να διαθέσουν τις μετοχές τους.



Εάν η πρόταση προσφοράς της επιχείρησης υπερκαλυφθεί τότε η επιχείρηση δύναται είτε να επαναγοράσει πρόσθετο αριθμό μετοχών, είτε να μη μεταβάλλει την αρχική της πρόταση και να προβεί στην αγορά των μετοχών από τους μετόχους κατ' αναλογία του ποσοστού συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Στην περίπτωση που η προσφορά της επιχείρησης δεν καλυφθεί πλήρως, τότε η επιχείρηση μπορεί είτε να τερματίσει την πρόταση προσφοράς και να μην αγοράσει καμία μετοχή, είτε να παρατείνει για επιπλέον χρονικό διάστημα την πρόταση ελπίζοντας σε μελλοντική κάλυψή της ή τέλος, να αγοράσει τις μετοχές που προσφέρονται από τους μετόχους τερματίζοντας έτσι την πρόταση προσφοράς.

✓ **Μειοδοτική πρόταση προσφοράς (dutch auction tender offer)**

Η διαδικασία της μειοδοτικής πρότασης προσφοράς προσομοιάζει αυτή της πρότασης προσφοράς σταθερής τιμής με τη διαφορά ότι στην προκειμένη περίπτωση η επιχείρηση καθορίζει ένα εύρος τιμών για την αγορά ιδίων μετοχών και όχι μια σταθερή τιμή.

Κάθε συμμετέχων μέτοχος υποβάλλει μια τιμή καθώς και τον αριθμό των μετοχών που προτίθεται να διαθέσει. Έπειτα η επιχείρηση συγκεντρώνει όλες τις επιμέρους προσφορές και τις κατηγοριοποιεί ανάλογα με το ύψος της υποβληθείσας από τους μετόχους τιμής. Η μικρότερη τιμή στην οποία η επιχείρηση δύναται να αγοράσει τον αριθμό των μετοχών που έχει ορίσει, αποτελεί και την τελική τιμή της προσφοράς από μέρους της επιχείρησης. Έτσι οι μετοχές που προσφέρονται από τους μετόχους σε τιμή ίση ή μικρότερη της τελικής τιμής αγοράζονται από την επιχείρηση ενώ οι μετοχές που προσφέρονται από τους μετόχους σε μεγαλύτερη της τελικής τιμής επιστρέφονται σε αυτούς.

✓ **Επαναγορές ανοικτής αγοράς (open – market repurchases)**

Σύμφωνα με τη μέθοδο επαναγοράς ανοικτής αγοράς την οποία εφαρμόζουν οι περισσότερες επιχειρήσεις παγκοσμίως, η επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της είτε απευθείας από την αγορά του Χρηματιστηρίου είτε διαμέσου μεσολαβητή όπως κάθε επενδυτής. Η περίοδος επαναγοράς διαρκεί δύο με τρία χρόνια ενώ στην ελληνική αγορά η διάρκεια της επαναγοράς περιορίζεται στον ένα χρόνο.

Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες μεθόδους επαναγοράς (πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής και μειοδοτική πρόταση προσφοράς), οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς δε δεσμεύονται ως προς την υλοποίηση των προγραμμάτων αυτών. Ωστόσο υπάρχει η υποχρέωση από τις επιχειρήσεις στα πλαίσια της εναρμόνισής τους με το εκάστοτε θεσμικό πλαίσιο στη χώρα που δραστηριοποιούνται, να αποκαλύπτουν τους σκοπούς υπέρ των οποίων αποφασίζεται η διενέργεια ενός τέτοιου προγράμματος έτσι ώστε να παρέχεται πλήρης πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό και να αποφεύγεται η χειραγώγηση της αγοράς. Σε έρευνά τους οι **Stephens and Weisbach (1998)** τεκμηρίωσαν ότι σε δείγμα ανακοινώσεων 450 επαναγορών ανοικτής αγοράς στην αμερικάνικη αγορά τη χρονική περίοδο 1981 – 1990, μόνο το 57% των εταιρειών ολοκλήρωσαν τα προγράμματα επαναγοράς μέσα στο διάστημα τριών χρόνων από την ημερομηνία της ανακοίνωσης ενώ το 10% των εταιρειών του δείγματος επαναγόρασαν μόλις το 5% των μετοχών που είχαν ανακοινώσει.

Μια ακόμη διαφορά των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς με τις προηγούμενες μεθόδους επαναγοράς (πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής και μειοδοτική πρόταση προσφοράς), είναι ότι στην επαναγορά ανοικτής αγοράς απαιτείται μία εκτεταμένη χρονική περίοδος για να συγκεντρωθεί ένα σχετικά μεγάλο πακέτο μετοχών σε αντίθεση με τις προηγούμενες δύο μεθόδους στις οποίες είναι εφικτή η, σε σύντομο χρονικό διάστημα, αγορά αλλά και απόσυρση των επαναγοραζομένων μετοχών. Αυτό καθιστά τις μεθόδους αυτές περισσότερο ευέλικτες αναφορικά με τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να αναπροσαρμόζουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση ακόμα και να προστατεύονται έναντι ενδεχόμενης προσπάθειας εχθρικής εξαγοράς από τρίτους.

✓ **Στοχευόμενες επαναγορές (targeted stock repurchases)**

Οι συγκεκριμένες επαναγορές μετοχών γνωστές και ως «privately negotiated repurchases» ή «negotiated – premium repurchases», απαντώνται κυρίως στην αμερικανική αγορά. Σύμφωνα με την εν λόγω κατηγορία επαναγορών, η επιχείρηση αγοράζει ένα μεγάλο πακέτο μετοχών από ένα μέτοχο ή από σύνολο μετόχων καταβάλλοντας ταυτόχρονα ένα πριμ επιπλέον της αγοραίας αξίας της μετοχής.

Οι επιχειρήσεις συνήθως ακολουθούν αυτή τη διαδικασία, η οποία είναι γνωστή και με τον όρο «greenmail», όταν θέλουν να αποτρέψουν τον κίνδυνο μιας εχθρικής ή ανεπιθύμητης εξαγοράς. Παρόλα αυτά η αποτροπή μιας εξαγοράς δεν αποτελεί το μοναδικό λόγο ύπαρξης των «στοχευόμενων επαναγορών». Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε τέτοιου είδους επαναγορές προκειμένου να αποσπάσουν μετοχές από ένα μεγαλομέτοχο.

✓ **Μεταβιβάσιμα δικαιώματα πώλησης (transferable put rights)**

Τα μεταβιβάσιμα δικαιώματα πώλησης (transferable put rights) αντιπροσωπεύουν δικαιώματα που παραχωρούνται στους μετόχους ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν στο σύνολο του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση που η τιμή του δικαιώματος πώλησης εξασφαλίζει κάποιο κέρδος με βάση την επικρατούσα τιμή αγοράς, τότε τα TPRs θα έχουν αξία και θα αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

Τα μεταβιβάσιμα δικαιώματα πώλησης (transferable put rights) προσφέρουν στους μετόχους τιμή υψηλότερη από την τιμή που επικρατεί στην αγορά. Έτσι οι επενδυτές που πιστεύουν ότι η μετοχή αξίζει λιγότερο από την προσφερόμενη τιμή, θα σπεύσουν να αγοράσουν ενώ αντίθετα, οι επενδυτές που πιστεύουν ότι η μετοχή αξίζει περισσότερο από την προσφερόμενη τιμή, θα κρατήσουν τη μετοχή και θα πουλήσουν τα μεταβιβάσιμα δικαιώματα πώλησης. Τέλος, επειδή με την εξάσκηση των δικαιωμάτων από τους μετόχους αγοράζονται όλες οι μετοχές, η πιθανότητα της επαναγοράς κατ' αναλογία, όπως στην περίπτωση των προτάσεων προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offers), αποφεύγεται. Διαφορετικά,



οι μέτοχοι δε θα γνώριζαν τι ποσοστό από τις προσφερόμενες μετοχές τους θα αγοράζονταν.

✓ **Επιταχυνόμενες επαναγορές (accelerated share repurchases)**

Τα τελευταία χρόνια υπάρχουν και εφαρμόζονται στην αμερικανική αγορά οι «επιταχυνόμενες» επαναγορές (accelerated share repurchases). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο επαναγοράς, η εταιρία αγοράζει τις μετοχές της, πληρώνοντας με μετρητά, από μια τράπεζα επενδύσεων (investment bank) η οποία προηγουμένως είχε δανειστεί αυτές από πελάτες της εταιρίας. Παράλληλα, η εταιρία μπαίνει σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (forward contract) με την τράπεζα επενδύσεων η οποία στο μεταξύ ψάχνει να αγοράσει μετοχές της εταιρίας μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς προκειμένου να τις επιστρέψει στους πελάτες από τους οποίους δανείστηκε. Στο τέλος της συναλλαγής, η εταιρία μπορεί να αποκτήσει περισσότερες μετοχές από όσες αρχικά είχε πάρει τις οποίες και αποσύρει με ακύρωση.

Η «επιταχυνόμενη» επαναγορά μετοχών μπορεί να παρομοιαστεί με την επαναγορά ανοικτής αγοράς όπου μια εταιρία ανακοινώνει και αγοράζει τις μετοχές της μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Μια εταιρία χρησιμοποιεί τη μέθοδο των «επιταχυνόμενων» επαναγορών, ως ένα τρόπο μείωσης του αριθμού των μετοχών που έχουν οι επενδυτές, μεταβιβάζοντας ουσιαστικά τον κίνδυνο στην τράπεζα επενδύσεων πληρώνοντας ένα προκαθορισμένο πριμ (premium).

Οι εταιρίες, επαναγοράζοντας μετοχές με αυτό τον τρόπο, ανταλλάσσουν άμεσα ένα συγκεκριμένο ποσό ρευστότητας με ίδιες μετοχές. Θεωρείται, ότι τέτοιες ενέργειες γίνονται από τις διοικήσεις των εταιριών, προκειμένου να επηρεάσουν τους δείκτες κερδοφορίας για σκοπούς δημοσίευσης.

Μετά την παρουσίαση των εφαρμοζόμενων προγραμμάτων επαναγοράς ακολουθεί συγκεντρωτικός πίνακας στον οποίο συνοψίζονται τα πλεονεκτήματα, τα μειονεκτήματα, η ισχύς του σήματος στην αγορά που πηγάζει από την υιοθέτηση των προγραμμάτων καθώς και οι συνήθεις λόγοι εφαρμογής αυτών:

ΜΕΘΟΔΟΣ	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΙΣΧΥΣ ΣΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	ΣΥΝΗΘΕΙΣ ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ
<b>ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (OMRs)</b>	Πλέον εύχρηστη μέθοδος	Μπορούν να μην υλοποιηθούν μετά την ανακοίνωση	Σχετικά ασθενές σήμα	Επιστροφή ρευστότητας στους επενδυτές
	Μπορούν να ρυθμίσουν τις επαναγορές αντισταθμίζοντας την εξασθένιση της τιμής από την πώληση των δικαιωμάτων στα στελέχη (stock options)		Μπορεί να είναι ισχυρό αν προγενέστερα η εταιρία έχει υπερεπενδύσει την υπερβάλλουσα ρευστότητα	Αγορά υποτιμημένων μετοχών
	Ανέξοδες		Εξαρτάται από την αξιοπιστία της διοίκησης	Αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας
	Σταδιακά αυξάνουν τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) μειώνοντας τον αριθμό των μετοχών υπό διαπραγμάτευση			Αντιστάθμιση της τιμής της μετοχής μετά την παροχή των δικαιωμάτων (stock options)
<b>ΕΠΙΤΑΧΥΝΟΜΕΝΕΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ (accelerated share repurchases)</b>	Μπορούν να δομηθούν έτσι ώστε να είναι εύχρηστες		Ισχυρότερο των σταδιακών επαναγορών εφόσον οι εταιρίες αγοράζουν τις μετοχές τους άμεσα	Επιστροφή ρευστότητας στους επενδυτές
	Ανέξοδες		Μπορεί να είναι ισχυρό αν προγενέστερα η εταιρία έχει υπερεπενδύσει την υπερβάλλουσα ρευστότητα	Αγορά υποτιμημένων μετοχών
	Άμεσα αυξάνουν τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) μειώνοντας τον αριθμό των μετοχών υπό διαπραγμάτευση			Αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας
				Αντιστάθμιση της τιμής της μετοχής μετά την παροχή των δικαιωμάτων (stock options)

ΜΕΘΟΔΟΣ	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΙΣΧΥΣ ΣΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	ΣΥΝΗΘΕΙΣ ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ
<b>ΜΕΙΟΔΟΤΙΚΗ ΠΡΟΤΑΣΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ (dutch auction tender offer)</b>	Συνήθως οδηγεί σε μόνιμη αύξηση της τιμής της μετοχής λόγω του ισχυρού θετικού σήματος στην αγορά	Εάν οι επενδυτές δε λάβουν υπόψη το θετικό σήμα, το πριμ που δίνεται πάνω στην τρέχουσα τιμή της αγοράς, μπορεί να οδηγήσει σε μεταφορά πλούτου (wealth transfer) από τους υφιστάμενους μετόχους	Ισχυρό θετικό σήμα	Επιστροφή ρευστότητας στους επενδυτές
	Υπάρχει μικρότερος κίνδυνος ανεπαρκούς κάλυψης των μετοχών από ότι στην πρόταση σταθερής τιμής (fixed price tender offer)		Το σήμα γίνεται ισχυρότερο, αν τα διευθυντικά στελέχη δεν προσφέρουν και παράλληλα το μέγεθος της πρότασης προσφοράς καθώς και το πριμ (premium) στην αγορά αυξηθούν	Αγορά υποτιμημένων μετοχών
	Το εύρος των τιμών που καθορίζεται από την εταιρία επιτρέπει στις δυνάμεις της αγοράς να καθορίσουν τον αριθμό των προσφερόμενων μετοχών			Αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας
<b>ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΙΜΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΩΛΗΣΗΣ (transferable put rights)</b>	Μειώνουν το κόστος της επαναγοράς σε περίπτωση ανόδου της τιμής της μετοχής			Αντιστάθμιση έναντι ενδεχόμενης ανατίμησης της τιμής της μετοχής

ΜΕΘΟΔΟΣ	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΙΣΧΥΣ ΣΗΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	ΣΥΝΗΘΕΙΣ ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ
<b>ΠΡΟΤΑΣΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΤΙΜΗΣ (fixed-price tender offer)</b>	Συνήθως οδηγεί σε μόνιμη αύξηση της τιμής της μετοχής λόγω του ισχυρού θετικού σήματος στην αγορά	Εάν οι επενδυτές δε λάβουν υπόψη το θετικό σήμα, το πριμ που δίνεται πάνω στην τρέχουσα τιμή της αγοράς, μπορεί να οδηγήσει σε μεταφορά πλούτου (wealth transfer) από τους υφιστάμενους μετόχους	Ισχυρό θετικό σήμα	Επιστροφή ρευστότητας στους επενδυτές
	Χρησιμοποιείται συνήθως για να αυξήσει την αξία μέσω της μοχλευμένης αναδιάρθρωσης των κεφαλαίων	Εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο ανεπαρκούς κάλυψης των μετοχών από αυτόν της μειοδοτικής πρότασης προσφοράς (dutch auction tender offer)	Το σήμα γίνεται ισχυρότερο, αν τα διευθυντικά στελέχη δεν προσφέρουν και παράλληλα το μέγεθος της πρότασης προσφοράς καθώς και το πριμ (premium) στην αγορά αυξηθούν	Αγορά υποτιμημένων μετοχών
				Αλλαγή στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας
<b>ΣΤΟΧΕΥΟΜΕΝΕΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ (targeted stock repurchases)</b>	Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για επαναγορά μετοχών από επενδυτές που επιθυμούν να πουλήσουν	Συνήθως σχετίζεται με το "greenmail"	Αρνητικό σήμα, εφόσον η διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρίας εκθέτει την επιθυμία της να μεταφέρει πλούτο από τους υφιστάμενους μετόχους	Αποτροπή ανεπιθύμητης εξαγοράς
		Η διοίκηση της επαναγοράζουσας εταιρίας πληρώνει επιπλέον πριμ (premium) για την απόσπαση των μετοχών		

### 1.3 ΒΑΣΙΚΟΙ ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η επαναγορά ιδίων μετοχών από τις εταιρίες αποτελεί ένα στρατηγικό εργαλείο στα χέρια των διοικήσεών τους, το οποίο χρησιμοποιούν για την επίτευξη διάφορων εταιρικών στόχων. Οι λόγοι για τους οποίους αποφασίζει μια εταιρία να προβεί σε επαναγορά μετοχών είναι πολλοί και σχετίζονται με την πολιτική πληρωμών της, την υποτίμηση της τιμής της μετοχής της, την προοπτική υψηλών μελλοντικών κερδών, τον τρόπο διανομής των ταμειακών ροών ή την ελαχιστοποίηση της φορολογίας των μετόχων. Η απόφαση αυτή της εταιρίας για επαναγορά των μετοχών της είναι συνδεδεμένη με την κεφαλαιακή της διάρθρωση, τις επενδύσεις, τον έλεγχο και την πολιτική αποζημιώσεων της εταιρίας ενώ τα κίνητρα μιας απόφασης για επαναγορά είναι πολλά, όπως οι επιπλέον ταμειακές ροές, ενδεχόμενη υποτίμηση της αγοραίας αξίας των μετοχών, η μείωση των κερδών ανά μετοχή (EPS) λόγω της παροχής δικαιωμάτων, η μόχλευση και η πιθανή ανάληψη της διοίκησης της εταιρίας από άλλον.

Είναι γεγονός ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την επαναγορά μετοχών ως ένα τρόπο βελτίωσης της θέσης των επιχειρήσεων αυτών, όταν από τη διοίκησή τους κρίνεται πως οι τιμές των μετοχών τους είναι υποτιμημένες. Στα πλαίσια αυτής της κρίσης και προκειμένου να δοθεί το σήμα στην αγορά για την υφιστάμενη υποτίμηση ώστε μέσω της αύξησης της ζήτησης να αυξηθούν οι μετοχικές αποδόσεις, οι διοικήσεις των εταιριών προβαίνουν στην ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς. Διευκρινίζεται ότι οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών δε δεσμεύονται ως προς την τελική διεκπεραίωσή τους. Άλλωστε, τα προγράμματα επαναγορών μετοχών είναι πολυδάπανα διότι, αφενός υπάρχουν κόστη συναλλαγών και αφετέρου, πληρώνεται αμοιβή (premium) από τις επιχειρήσεις προκειμένου να αγοράσουν τις μετοχές.

Η συχνότητα των επαναγορών μετοχών από τις διάφορες επιχειρήσεις συναρτάται με την ευρωστία τους. Υπάρχουν διαφορετικά κίνητρα για τις επιχειρήσεις που προβαίνουν συχνά σε αγορά των μετοχών τους σε σύγκριση με αυτές που προβαίνουν στην επαναγορά μετοχών σπανιότερα. Οι διοικήσεις των εταιριών που επαναγοράζουν για πρώτη φορά ή επαναγοράζουν σπάνια, θεωρούν πως οι τιμές των



μετοχών τους είναι υποτιμημένες. Στις περιπτώσεις αυτές αναμένεται η εταιρία να δώσει σήμα για βελτίωση της λειτουργίας και της κερδοφορίας της μετά την επαναγορά μετοχών. Οι εταιρίες αυτές είναι συνήθως μικρές, με μικρά επίπεδα επιχειρηματικής ιδιοκτησίας, υψηλά επίπεδα εξόδων και ιδιαίτερα ευμετάβλητα έσοδα. Αντιθέτως, οι εταιρίες που συνηθίζουν να προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών σε τακτά χρονικά διαστήματα, κάνουν χρήση της εναλλακτικής από τα μερίσματα μεθόδου διανομής κερδών στους μετόχους ενώ πληρώνουν παραδοσιακά μεγάλα μερίσματα. Πρόκειται δηλαδή για μεγάλες, κερδοφόρες επιχειρήσεις με υψηλή λειτουργικότητα, υψηλά επίπεδα επιχειρηματικής ιδιοκτησίας, χαμηλά επίπεδα δανεισμού και σταθερά επίπεδα εσόδων. Αναφορικά με τη συχνότητα των επαναγορών μελέτες έχουν δείξει ότι στις περιπτώσεις των σπάνιων επαναγορών, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που παρουσιάζονται μετά την ημέρα ανακοίνωσής τους κυμαίνονται σε υψηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα των περιπτώσεων των συχνών επαναγορών.

Παρακάτω παρουσιάζονται συνοπτικά οι κυριότεροι λόγοι για την εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς οι οποίοι πηγάζουν από τις διάφορες μελέτες και έρευνες που έχουν διεξαχθεί σε παγκόσμιο επίπεδο:

✓ **Αύξηση κερδών ανά μετοχή (EPS)**

Τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) μιας εταιρίας αποτελούν ένα σημαντικό δείκτη για τους χρηματιστηριακούς αναλυτές ενώ ταυτόχρονα αποτελούν και μια ένδειξη της ευρωστίας της εν λόγω εταιρίας. Μέσω των επαναγορών οι εταιρίες συνήθως, καταφέρνουν και επιτυγχάνουν αύξηση των κερδών ανά μετοχή ακόμα και στις περιπτώσεις που η συνολική κερδοφορία μειώνεται. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι μέσω της επαναγοράς των μετοχών, μειώνεται το σύνολο των μετοχών σε διαπραγμάτευση με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση του αναλογούντος κέρδους ανά μετοχή. Επιπλέον, αν αναλογιστούμε ότι η αγορά προσαρμόζει την τιμή της μετοχής σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσιοποιούνται, τότε η τιμή της μετοχής αυξάνεται μέσω της αύξησης της ζήτησης.

Η παραπάνω λογική προϋποθέτει η εταιρία να ανήκει σε ώριμο κλάδο στον οποίο οι συμφέρουσες επενδυτικές ευκαιρίες εκλείπουν, ώστε να αποφεύγεται ο

κίνδυνος η πλεονάζουσα ρευστότητα να διοχετευθεί σε μη συμφέροντα επενδυτικά σχέδια. Έτσι, δαπανώντας τη ρευστότητά της μια εταιρία επαναγοράζοντας μετοχές βελτιώνει την παραγωγικότητά της και αυξάνει την κεφαλαιακή της απόδοση.

Ωστόσο, στις περιπτώσεις που η εταιρία προβαίνει σε υποκατάσταση ιδίων με δανειακά κεφάλαια κατά την εφαρμογή ενός προγράμματος επαναγοράς, τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) δεν είναι ξεκάθαρο αν θα αυξηθούν ή θα μειωθούν. Αυτό θα εξαρτηθεί από το κόστος του δανεισμού μετά τη φορολογία καθώς και από το ύψος του δείκτη P/E (τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή) ή καλύτερα, εξαρτάται από το αν ο αντίστροφος του δείκτη P/E (ο E/P) είναι μεγαλύτερος ή όχι από το κόστος του τραπεζικού δανεισμού μετά τη φορολογία.

#### ✓ Ελεύθερες ταμειακές ροές

Ένα ακόμη κίνητρο για τις επαναγορές μετοχών συνδέεται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι η αιτία για τον ανταγωνισμό που υπάρχει μεταξύ των μετόχων και των διοικήσεων των εταιριών. Αυτό ισχύει διότι πρώτιστος στόχος των εταιριών είναι η επένδυση σε σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία ενώ οι μέτοχοι προσβλέπουν στην είσπραξη μετρητών από τις εταιρίες. Επιστρέφοντας επομένως ένα μέρος των ταμειακών ροών στους μετόχους μέσω των επαναγορών, εξομαλύνεται σε κάποιο βαθμό αυτού του είδους ο ανταγωνισμός. Οι επαναγορές μετοχών, αποτελούν το καλύτερο μέσο διανομής των ελεύθερων ταμειακών ροών λόγω του ότι τα κεφάλαια διανέμονται άμεσα. Άλλες μέθοδοι, όπως η διανομή μερισμάτων, εμπεριέχουν μια δέσμευση για το μέλλον.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ως κίνητρο για τις επαναγορές μετοχών προβλέπουν τα παρακάτω<sup>3</sup>:

- ❖ Η κερδοφορία των επαναγοραζουσών εταιριών θα πρέπει να μειώνεται.
- ❖ Οι επαναγοράζουσες εταιρίες θα πρέπει να χρειάζονται λιγότερη ρευστότητα για διοχέτευσή της σε επενδύσεις. Κατά συνέπεια, η ανάπτυξη

<sup>3</sup> Grullon and Michaely (2004), "The information content of share repurchase programs", p.656

- ❖ των κεφαλαιακών εξόδων και η ανάγκη για ρευστά αποθέματα θα πρέπει να φθίνουν.
- ❖ Ο συστηματικός κίνδυνος των εταιριών που προβαίνουν σε επαναγορά θα πρέπει να μειώνεται. Επομένως, θα μειώνεται και το κόστος κεφαλαίου.
- ❖ Η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών θα πρέπει να είναι περισσότερο έντονη στις εταιρίες που είναι πιθανότερο να προβούν σε υπερεπένδυση των ελεύθερων ταμειακών τους ροών.

✓ **Υποτίμηση της τιμής της μετοχής**

Ο κυριότερος ίσως λόγος για τον οποίο οι εταιρίες προβαίνουν σε ανακοίνωση και εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών, είναι το σήμα που λαμβάνει η διοίκησή τους ότι η μετοχή των εταιριών αυτών υποτιμήθηκε.

Ο προσδιορισμός της τιμής της μετοχής εξετάζεται στα πλαίσια της ασυμμετρίας των πληροφοριών που υφίσταται μεταξύ των επενδυτών και των στελεχών των επιχειρήσεων. Οι μέτοχοι δεν έχουν ίδια πληροφόρηση με αυτή που έχουν τα στελέχη των επιχειρήσεων, ώστε να προκύψει μείωση της αξίας της επιχείρησης, εξαιτίας των αποφάσεων που θα έπαιρναν οι μέτοχοι στην περίπτωση που η πληροφόρηση ήταν κοινή. Κατά συνέπεια, εάν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μετοχή της επιχείρησής τους υποτιμήθηκε, τότε η επιχείρηση δύναται να προβεί σε επαναγορά μετοχών, δηλαδή να επενδύσει στις δικές της μετοχές αποκτώντας υποτιμημένες μετοχές. Η αγορά ερμηνεύει αυτή την πράξη ως ένα σήμα υποτίμησης της μετοχής και συνήθως αντιδρά θετικά.

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις, αξιολογούν την τιμή της μετοχής τους διαφορετικά από ότι η αγορά. Αυτό συνήθως συμβαίνει μετά από ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών και αυξήσεως μερισμάτων καθώς και ύστερα από ανακοινώσεις αύξησης της κερδοφορίας ή ανακοίνωσης μιας συμφέρουσας επενδυτικής επιλογής.

Έχει παρατηρηθεί, ότι η ανταπόκριση της αγοράς σε επαναγορές μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς (OMRs), είναι πολύ μικρότερη από εκείνη των επαναγορών πρότασης προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offer). Σε περιπτώσεις που η ανταπόκριση της αγοράς είναι πολύ μικρή σε προγράμματα επαναγορών



μετοχών, είτε η τιμή της αγοράς δεν είναι πράγματι τόσο υποτιμημένη όσο η επιχείρηση εκτιμά, είτε η αγορά είναι επιφυλακτική απέναντι στις επιχειρήσεις και δεν αντιδρά σε αρχικές ανακοινώσεις, δεδομένου ότι η υλοποίηση των προγραμμάτων επαναγοράς ανοικτής αγοράς (που είναι και τα πλέον χρησιμοποιούμενα παγκοσμίως) δεν είναι υποχρεωτική.

✓ **Μόχλευση**

Πολλές επιχειρήσεις προβαίνουν σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών προκειμένου να φθάσουν έναν επιθυμητό δείκτη μόχλευσης ο οποίος ορίζεται ως ο λόγος των δανειακών κεφαλαίων προς το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης. Όταν μια επιχείρηση διανέμει τα επιπλέον μετρητά, μειώνει την καθαρή της θέση και αυξάνει το δείκτη μόχλευσης. Επομένως, η επιχείρηση φαίνεται ότι θα προβεί σε επαναγορά στην περίπτωση που ο δείκτης μόχλευσης βρίσκεται κάτω από τον επιθυμητό δείκτη.

Σε περίπτωση που οι επαναγορές χρηματοδοτούνται από δανειακά κεφάλαια, παρόλο που η κερδοφορία φαίνεται να αυξάνεται, αυξάνει παράλληλα και ο οικονομικός κίνδυνος με άμεσο αποτέλεσμα την ενδεχόμενη μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, μια επιχείρηση οφείλει κατά την επαναγορά να συνυπολογίσει τις αδυναμίες και τους κινδύνους που κρύβει μια υπέρμετρη αύξηση του δείκτη μόχλευσης.

✓ **Προγράμματα stock options**

Τα προγράμματα stock options αποτελούν προνόμια που δίδονται σε στελέχη εταιριών και υπαλλήλους για αγορά ορισμένου αριθμού μετοχών με μειωμένη τιμή και έχουν αξία, μόνο όταν η τιμή της μετοχής είναι ανώτερη ασκήσεως του προνομίου. Οι εταιρίες έχουν κίνητρο να πληρώνουν λιγότερα μερίσματα και να διανέμουν κέρδη μέσω επαναγορών μετοχών. Στα πλαίσια αυτής της λογικής τα προγράμματα stock options βοηθούν τα προγράμματα επαναγοράς για δύο λόγους:

Πρώτον, αν και τα προγράμματα stock options δικαιούνται μερίσματος, τα στελέχη που κατέχουν stock options, έχουν μεγαλύτερο όφελος να εξαργυρώσουν

τις μετοχές που απέκτησαν μέσω προγραμμάτων επαναγορών παρά να εισπράττουν μέρισμα.

Δεύτερον, πολλοί οικονομικοί αναλυτές εκτιμούν την αξία της επιχείρησης βάσει του δείκτη κερδών ανά μετοχή (EPS). Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το κέρδος ανά μετοχή συνήθως αυξάνεται μετά την εφαρμογή προγραμμάτων επαναγορών λόγω του ότι το κέρδος της επιχείρησης επιμερίζεται σε λιγότερες μετοχές.

✓ **Σηματοδότηση πληροφοριών (signaling)**

Μια υγιής επιχείρηση μπορεί να ξεχωρίσει από μια κακή, στέλνοντας ένα αξιόπιστο σήμα (signal) στην αγορά για την ποιότητά της και την πορεία των εργασιών της. Το σήμα αυτό θα αξιολογηθεί θετικά από την αγορά, στην περίπτωση που δεν υπάρξει κάποια κακή επιχείρηση η οποία θα την μιμηθεί στέλνοντας το ίδιο σήμα. Η επαναγορά μετοχών θεωρείται από πολλούς ερευνητές αλλά και παράγοντες της αγοράς ότι αποτελεί ένα σήμα, μια πληροφορία για την αξία της επιχείρησης.

Είναι ευνόητο, οι επενδυτές που είναι μέλη της διοίκησης της επιχείρησης να έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την πραγματική αξία της εταιρίας από τους εξωτερικούς επενδυτές. Έτσι, πολλές φορές παρατηρείται το φαινόμενο, η διοίκηση να αναμένει αύξηση της μελλοντικής κερδοφορίας ενώ οι τιμές που επικρατούν στην αγορά να παραμένουν σταθερές. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή μπορεί να τιμολογείται χαμηλότερα από την πραγματική της αξία.

Επομένως, μέσω των επαναγορών μετοχών, οι επιχειρηματίες έχουν τη δυνατότητα να μεταφέρουν αισιόδοξα σήματα (signals) στην αγορά αναφορικά με την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησής τους. Ταυτόχρονα όμως, η τακτική αυτή θέτει και περιορισμούς στην ευελιξία των διοικήσεων των επιχειρήσεων, εφόσον μέσω της διοχέτευσης ρευστότητας που συνεπάγεται η υλοποίηση των προγραμμάτων επαναγορών, αποφεύγεται η χρήση ρευστότητας για την υλοποίηση άλλων επενδυτικών σχεδίων που ενδεχόμενα συνδέονται με μεγαλύτερο ρίσκο και άρα αυξημένο κίνδυνο.

✓ **Συγχωνεύσεις και εξαγορές**

Η εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ. Λ. Π.) έχει λειτουργήσει καταλυτικά για το άνοιγμα ενός γύρου συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των εταιριών καθώς οι διαδικασίες που απαιτούνται έχουν απλοποιηθεί. Οι εταιρίες χρησιμοποιούν τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών προκειμένου να ισχυροποιήσουν τη θέση τους στην αγορά, στα πλαίσια πιθανών μελλοντικών διαπραγματεύσεων για την υλοποίηση εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Μέσω της επαναγοράς μετοχών, οι εταιρίες αυξάνουν την τιμή συγχώνευσης διότι οι μέτοχοι που πωλούν σε μια επαναγορά είναι αυτοί που έχουν χαμηλότερους όρους κατά τη μεταβίβαση του ελέγχου. Οι εταιρίες που γίνονται στόχοι εξαγοράς είναι αυτές που διατρέχουν τον μεγαλύτερο κίνδυνο και που έχουν κίνητρο να εφαρμόσουν ένα πρόγραμμα επαναγοράς. Επομένως, μια επαναγορά μετοχών δύναται να χρησιμοποιηθεί σαν άμυνα κατά της προσπάθειας αλλαγής της διεύθυνσης διότι μπορεί να αυξήσει την αξία που είναι διαθέσιμη η μετοχή.

## 1.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Συνήθως οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιούνται οι επαναγορές μετοχών είναι περισσότεροι από ένας και πηγάζουν από την πολιτική της εκάστοτε επιχείρησης σε διάφορους τομείς όπως τη διανομή των κερδών, τις επενδύσεις, την κεφαλαιακή διάρθρωση και τον έλεγχο του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Με βάση τους λόγους που παρουσιάστηκαν παραπάνω, έχουν διατυπωθεί από τους ερευνητές παγκοσμίως, αρκετές υποθέσεις υπό το πρίσμα των οποίων μία επιχείρηση αποφασίζει να προβεί σε επαναγορά των μετοχών της:

### ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ (SIGNALING HYPOTHESIS)

Οι **Miller and Modigliani (1961)** έδειξαν ότι όταν οι αγορές είναι ατελείς, οι εταιρίες μπορούν να μεταφέρουν πληροφορίες για τις μελλοντικές χρηματικές ροές, μέσω αλλαγών στην πολιτική διανομής των κερδών.

Στηριζόμενοι στην αντίληψη της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι **Bhattacharya (1979), Vermaelen (1981), Miller and Rock (1985)**, θεώρησαν ότι οι αποφάσεις που αφορούν τον τρόπο διανομής των κερδών, δεν αποτελούν ενέργειες οι οποίες απλά τυχαίνουν να έχουν ένα πληροφοριακό περιεχόμενο. Αντίθετα, αυτές οι αποφάσεις συνιστούν ξεκάθαρα μηνύματα για τη μελλοντική πορεία των κερδών μιας εταιρίας, τα οποία στέλνονται με κάποιο κόστος από τις διοικήσεις των εταιριών προς τους μετόχους τους.

Οι **Dann (1981), Mullins (1982) και Vermaelen (1984)**, αναφέρονται στην υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (information signaling hypothesis) και αναφέρουν ότι, επαναγοράζοντας μια εταιρία τις μετοχές της, δίδει διαφόρων ειδών πληροφορίες στους μετόχους της σχετικά με την πορεία της. Ένα είδος πληροφορίας μπορεί να αναφέρεται στην αναμονή υψηλών κερδών στο προσεχές μέλλον και να αναγγέλλει ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, άρα και ευκαιρία επένδυσης.

Ωστόσο, σύμφωνα με τους **Jensen and Mecling (1976)**, η επαναγορά ιδίων μετοχών μπορεί να υποκρύπτει την έλλειψη ευκαιριών ανάπτυξης και ότι η εταιρία προτιμά να επανεπενδύσει τα ρευστά διαθέσιμά της στην ίδια, παρά να προχωρήσει σε ριψοκίνδυνες και αμφίβολες επενδύσεις σε άλλες εταιρίες.

Η υπόθεση σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis), συνδέεται με τις εξής τρεις απόψεις για τις ανακοινώσεις επαναγοράς των μετοχών<sup>4</sup>:

- ✚ Οι ανακοινώσεις για επαναγορά θα πρέπει να συνοδεύονται από θετικές μεταβολές στις τιμές των μετοχών των εταιριών.
- ✚ Οι ανακοινώσεις για επαναγορά θα πρέπει να ακολουθούνται (όχι απαραίτητα άμεσα), από θετικές εξελίξεις και ανακοινώσεις σχετικά με την κερδοφορία και τις χρηματικές ροές της επαναγοράζουσας εταιρίας.
- ✚ Οι ανακοινώσεις για επαναγορά θα πρέπει να συνδέονται με θετικές αλλαγές αναφορικά με τις προσδοκίες της αγοράς για μελλοντική αύξηση της κερδοφορίας της επαναγοράζουσας εταιρίας.

### ΥΠΟΘΕΣΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗΣ (PERSONAL TAXATION HYPOTHESIS)

Οι **Masulis (1980)**, **Vermaelen (1981)**, **Bagwell and Shoven (1989)**, εξέτασαν την υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis). Η απόδοση μερισμάτων φορολογείται στις περισσότερες χώρες, οπότε οι εταιρίες προτιμούν την επαναγορά μετοχών ως μέσο διανομής ταμειακών ροών στους μετόχους. Με αυτό τον τρόπο οι μέτοχοι αποφεύγουν την υπερβολική φορολόγηση. Την προτίμηση των ιδιωτών επενδυτών στις επαναγορές μετοχών έναντι των μερισμάτων λόγω καλύτερης φορολογικής μεταχείρισης, εξέτασαν και οι **Talmor and Titman (1990)**.

Οι **Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)**, στην έρευνά τους σημειώνουν ότι αν και το φορολογικό σύστημα στην Αμερική συμπεριφέρεται το ίδιο στα μερίσματα και στις επαναγορές, φαίνεται ότι οι επαναγορές είναι σε πλεονεκτικότερη θέση από πλευράς φορολογίας σε προσωπικό επίπεδο.

<sup>4</sup> Grullon and Michaely (2004), "The information content of share repurchase programs", p.655



Οι **Vermaelen and Rau (2002)**, εξετάζοντας τη δραστηριότητα των επαναγορών στην Αγγλία, συμπέραναν ότι η αγορά ιδίων μετοχών επηρεάζεται από τις φορολογικές επιπτώσεις στα ασφαλιστικά ταμεία (pension funds). Διευκρινίζεται πως τα ασφαλιστικά ταμεία αποτελούν σε πολλές χώρες τον πυρήνα των θεσμικών επενδυτών των εισηγμένων εταιριών.

Τέλος ο **Vermaelen (2005)**, αναφέρει ότι δεν υπάρχει πειστική ένδειξη μιας σημαντικής αντιπροσωπευτικής σχέσης μεταξύ μετοχικών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης. Με άλλα λόγια, η συγκριτική φορολογία των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών μπορεί να επηρεάσει την απόφαση για επαναγορά ωστόσο, δε μπορεί να εξηγήσει το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών αυξάνουν.

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ (LEVERAGE HYPOTHESIS)**

Με την υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) ασχολήθηκε ο **Vermaelen (1981)**. Αναφέρει ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών δύναται να χρηματοδοτηθεί με τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων. Η εταιρία αυξάνει το χρέος της διότι της το επιτρέπει ο δείκτης μόχλευσης και μειώνεται ο επιβαλλόμενος φόρος κατά το ποσό των τόκων πληρωτέων. Επομένως, οι μέτοχοι επωφελούνται από τη μείωση της φορολογίας και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αυξάνεται.

Εκτενής έρευνα σχετικά με την υπόθεση της μόχλευσης είχε γίνει και από τον **Masulis (1980)**. Ο ίδιος εξέτασε τις μεταβολές στους δείκτες των ξένων προς ίδια κεφάλαια και βρήκε στοιχεία που δείχνουν πως το φορολογικό σύστημα μπορεί να ασκήσει αρνητική επίδραση. Όταν οι εταιρίες χρηματοδοτούν την επαναγορά ιδίων μετοχών με ξένα κεφάλαια, τότε αποσκοπούν στην μεταβολή του δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια.

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FREE CASH FLOW HYPOTHESIS)**

Σύμφωνα με την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis) η οποία βασίζεται στη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency cost theory), οι εταιρίες χρησιμοποιούν τις επαναγορές μετοχών για να μειώσουν το κόστος

αντιπροσώπευση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Διευκρινίζεται ότι ως κόστος αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών, νοείται το κόστος που προκύπτει από τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης μιας εταιρίας και των μετόχων αυτής.

Οι **Fenn and Liang (1998)** υποστήριξαν ότι οι επαναγορές μετοχών αφορούν επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα χρηματικών ροών και χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόστη. Τέτοιες επιχειρήσεις αποκομίζουν περισσότερα οφέλη από επαναγορές μετοχών, παρά από επανεπενδύσεις. Επίσης, εταιρίες με χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόστη, μπορούν να διανείμουν περισσότερα μετρητά και να δανειστούν κεφάλαια με χαμηλό κόστος, διότι οι χρηματικές ροές είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες ή οι κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες είναι μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες.

Οι **Jagannathan, Stephens and Weisbach (1999)** αναφέρουν ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται από εταιρίες με υψηλά μη λειτουργικά εισοδήματα και ιστορικά χαμηλό επίπεδο διανομής μερισμάτων, υψηλότερο αβέβαιο επίπεδο μελλοντικών χρηματικών ροών και χαμηλές αποδόσεις πριν από την αναγγελία επαναγοράς.

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ (SUBSTITUTION HYPOTHESIS)**

Η υπόθεση υποκατάστασης (substitution hypothesis) έγινε αντικείμενο ερευνητικής μελέτης πολλών ερευνητών. Η συγκεκριμένη υπόθεση ερευνά αν και σε ποιο βαθμό οι επαναγορές μετοχών και τα μερίσματα θεωρούνται υποκατάστατα από τις επιχειρήσεις.

Οι **Miller and Modigliani (1961)**, έδειξαν ότι οι επαναγορές και τα μερίσματα είναι τέλεια υποκατάστατα εφόσον υπάρχει τέλεια και αποτελεσματική αγορά και συμπλήρωσαν πως τα μετρητά, που είναι αποτέλεσμα μιας σωστής επενδυτικής πολιτικής, μπορούν να δοθούν είτε ως μέρισμα είτε με τη μορφή των επαναγορών.

Σύμφωνα με τους **John and Williams (1985)**, η υψηλότερη φορολόγηση στα μερίσματα αποτελεί μια προειδοποίηση ότι η εταιρεία θα προτιμήσει την επαναγορά μεριδίων. Στην έρευνά τους έδειξαν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα

επαναγορών μετοχών δε μεταβάλλονται ταυτόχρονα γεγονός που σημαίνει ότι δεν υφίσταται κάποιου είδους θετική ή αρνητική συσχέτιση μεταξύ τους.

Οι **Jagannathan et al. (1999)**, κατέληξαν στο ότι οι επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα, έχουν περισσότερο σταθερά κέρδη από αυτές που κάνουν χρήση των προγραμμάτων επαναγοράς.

Οι **Fama and French (2001)**, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ διανομής μερισμάτων και επαναγορών μετοχών (στις οποίες όμως είχαν συμπεριλάβει αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου καθώς και προγράμματα stock options), δε διαπίστωσαν την ύπαρξη μεγάλης συσχέτισης μεταξύ των δύο εναλλακτικών μορφών διανομής ρευστότητας.

Επίσης, σύμφωνα με τους **Grullon and Michaely (2002)**, αν οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι εταιρίες αντικαθιστούν τη διανομή μερίσματος με επαναγορά μετοχών, τότε η αντίδραση της αγοράς σε μειώσεις μερισμάτων θα πρέπει να είναι λιγότερο αρνητική για τις εταιρίες οι οποίες προβαίνουν ταυτόχρονα σε επαναγορά μετοχών.

Συμπερασματικά, οι περισσότερες έρευνες συγκλίνουν στο ότι οι επαναγορές μετοχών και η διανομή μερισμάτων δεν είναι τέλεια υποκατάστατα ενώ οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τις δύο αυτές μεθόδους ως υποκατάστατα είναι λίγες συγκριτικά με τις επιχειρήσεις που δεν το κάνουν.

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΠΑΛΛΟΤΡΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΚΑΤΟΧΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (BONDHOLDER EXPROPRIATION HYPOTHESIS)**

Η υπόθεση της απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis) εξετάστηκε από τον **Vermaelen (1981)**. Η επαναγορά μετοχών μειώνει την αξία του ενεργητικού της εταιρίας καθώς και το μετοχικό της κεφάλαιο. Αυτό συνεπάγεται τη μείωση της αξίας του χρέους της επαναγοράζουσας εταιρίας με άμεσο αποτέλεσμα, οι ζημιές των ομολογιούχων να αποτελούν κέρδη για τους μετόχους. Ουσιαστικά, με αυτό τον τρόπο υπάρχει μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολόγων στους μετόχους της εταιρίας.



### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΩΡΙΜΟΤΗΤΑΣ (MATURITY HYPOTHESIS)**

Οι **Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)** διατύπωσαν την υπόθεση ωριμότητας (maturity hypothesis), σύμφωνα με την οποία μία επιχείρηση φθάνει σε ωριμότητα, όταν οι επενδυτικές ευκαιρίες μειώνονται συρρικνώνοντας ταυτόχρονα και τα κέρδη. Το χαρακτηριστικό μίας επιχείρησης που βρίσκεται σε στάδιο ωριμότητας είναι η μείωση του συστηματικού κινδύνου. Η μείωση του κινδύνου πιθανότατα οφείλεται στη μείωση των δυνατοτήτων ανάπτυξης της εταιρίας που συνοδεύονται και με μία μείωση της επικινδυνότητας του κλάδου. Γενικά, η μείωση των επενδυτικών ευκαιριών οδηγεί σε αύξηση ρευστότητας και τότε οι επιχειρήσεις διοχετεύουν την πλεονάζουσα ρευστότητα σε μερίσματα και επαναγορές.

Πολλές επιχειρήσεις προτιμούν να χρηματοδοτήσουν τις επαναγορές μετοχών με ρευστά διαθέσιμα από το να προβούν σε εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό έχει ως συνέπεια, επιχειρήσεις που έκαναν επαναγορές μετοχών με αυτό τον τρόπο να έχουν μείωση της καθαρής θέσης τους και του κεφαλαίου τους. Επομένως, για πολλές επιχειρήσεις που ανήκουν σε ώριμους κλάδους και δεν είναι αναπτυσσόμενες, μία απόφαση για επαναγορά μετοχών μπορεί να είναι κρίσιμη για την πορεία της επιχείρησης αν έχει ως συνέπεια τη μείωση της καθαρής θέσης και του κεφαλαίου δεδομένου ότι δεν υπάρχουν περιθώρια ανάπτυξης [**Grullon and Ikenberry (2000)**].

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΛΗΨΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ (TAKEOVER DETERRENCE HYPOTHESIS)**

Η υπόθεση της πρόληψης εξαγοράς (takeover deterrence hypothesis) έγινε αντικείμενο έρευνας από τους **DeAngelo (1988)**, **Bagwell (1991)**, **Ruback (1991)**, **Dittmar (2000)**, **Billett and Xue (2007)**. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη υπόθεση, σε περίοδο υψηλής έξαρσης συγχωνεύσεων και εξαγορών, μία εταιρία που θέλει να αποφύγει την εξαγορά της από μία άλλη, προσπαθεί να ανεβάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής της και ταυτόχρονα μειώνει τον αριθμό των διαθέσιμων μετοχών προς πώληση. Με αυτό τον τρόπο θα γίνει λιγότερο ελκυστική προς την επιχείρηση που επιθυμεί να την εξαγοράσει, διότι θα ανεβάσει το κόστος της εξαγοράς. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι, μέσω της επαναγοράς των μετοχών της, κατορθώνει να ωθήσει την τιμή της προς τα πάνω, επειδή οι μετοχές που επαναγοράζονται είναι

αυτές που έχουν τη μικρότερη τιμή. Επομένως, η επαναγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως άμυνα για μια εταιρία έτσι ώστε να διατηρήσει το ιδιοκτησιακό της καθεστώς.

### **ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (STOCK MARKET LIQUIDITY HYPOTHESIS)**

Στην έρευνά τους οι **Brockman, Howe and Mortal (2008)**, τα αποτελέσματα της οποίας ταυτίζονται με αυτή των **Brav et al. (2005)**, εξετάστηκε η υπόθεση της χρηματιστηριακής ρευστότητας (stock market liquidity hypothesis). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη υπόθεση, η άνοδος της χρηματιστηριακής ρευστότητας ωθεί τις διοικήσεις των εταιριών στην εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς από την πολιτική διανομής μερίσματος.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

#### 2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αρκετές μελέτες έχουν διεξαχθεί σε παγκόσμιο επίπεδο σχετικά με την εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών από τις επιχειρήσεις. Οι περισσότερες έρευνες εστιάζουν στον αντίκτυπο που έχει η ανακοίνωση αυτών των προγραμμάτων στις τιμές των μετοχών των εταιριών ενώ διερευνούν και τους παράγοντες που συντελούν στη διαμόρφωση των μετοχικών αποδόσεων μετά την ανακοίνωση. Στόχος της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει την εγκυρότητα και την εφαρμογή αυτών των παραγόντων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και να διερευνήσει την ύπαρξη τυχόν νέων, έτσι ώστε να προσεγγισθεί και να αποσαφηνισθεί η πορεία των μετοχικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που συνοδεύουν τις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών.

Επιπλέον, υπάρχουν έρευνες οι οποίες προβαίνουν στη σύγκριση των επαναγορών μετοχών έναντι των υπολοίπων μορφών διανομής ρευστότητας στους μετόχους. Η αναφορά κάποιων σχετικών ερευνών είναι αναγκαία, προκειμένου να κατανοήσουμε τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις επιλέγουν τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών έναντι των υπόλοιπων εναλλακτικών μεθόδων διανομής της ταμειακής ρευστότητας στους επενδυτές.

Η δομή της ανάλυσης του παρόντος κεφαλαίου έχει ως κριτήριο τις διαφορετικές χρηματιστηριακές αγορές, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην αμερικανική αγορά η οποία αποτελεί και την πλέον εξελιγμένη αγορά στο θέμα των επαναγορών. Η παρουσίαση των ευρημάτων της βιβλιογραφίας θα ξεκινήσει με τη σύγκριση της επαναγοράς μετοχών ως στρατηγικής διανομής της ταμειακής ρευστότητας μιας εταιρίας με την απόδοση μερισμάτων στους μετόχους, θα συνεχίσει με τις έρευνες που αφορούν στις επιδράσεις των επαναγορών στις τιμές των μετοχών στην

αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά καθώς την επίδραση στις τιμές των ομολόγων και θα καταλήξει με την παράθεση μελετών που αφορούν άλλες χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου. Τέλος θα παρατεθούν κάποια γενικά συμπεράσματα που απορρέουν από την προηγηθείσα ανάλυση.

## 2.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Υπάρχουν πολλές έρευνες διεθνώς που ασχολήθηκαν με τη σύγκριση των δύο συνηθέστερων μορφών διανομής κερδών στους μετόχους. Παρακάτω, παραθέτουμε κάποιες από αυτές τις μελέτες:

Ο **Vermaelen (1981)** παρατήρησε ότι η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών έχει μεγαλύτερη θετική επίδραση από την ανακοίνωση μερίσματος. Επιπλέον, οι εταιρίες προχώρησαν σε επαναγορά μετοχών σε περιόδους που ήθελαν να ελέγξουν την αύξηση των μερισμάτων.

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

Ο **Persons (1997)** στην έρευνά του συμπέρανε, ότι οι επαναγορές μετοχών μεταδίδουν ισχυρότερο σήμα ασυμμετρίας πληροφοριών από ότι η καταβολή μερισμάτων. Αυτό έχει ως συνέπεια, οι επαναγορές μετοχών να οδηγούν σε μεγαλύτερη άνοδο της τιμής της μετοχής από ότι τα μερίσματα. Ο ίδιος κατέληξε και στο συμπέρασμα ότι είναι περισσότερο σκόπιμο για τις εταιρίες να σηματοδοτούν την αγορά με αγορά περισσότερων μετοχών σε χαμηλή τιμή, παρά λιγότερων μετοχών σε υψηλότερη τιμή.

Οι **Erik Lie and Heidi J. Lie (1999)** στην έρευνά τους που αφορούσε την αμερικανική αγορά, εξέτασαν την επίδραση της προσωπικής φορολόγησης στην απόφαση της διοίκησης μιας εταιρίας για τη διανομή της υπερβάλλουσας ταμειακής ρευστότητας στους μετόχους. Κατέληξαν στο ότι τα στελέχη μιας εταιρίας θα επέλεγαν την επαναγορά ιδίων μετοχών έναντι των μερισμάτων, στην περίπτωση που

η εταιρία αντιμετώπιζε μειωμένη μερισματική απόδοση ή μια σημαντική πτώση στην τιμή της μετοχής της ή ακόμα αν η διανομή γίνονταν πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986. Επιπλέον, τα στελέχη είναι περισσότερο ευαίσθητοποιημένα στην επίδραση της προσωπικής φορολόγησης των μετόχων, όταν οι θεσμικοί επενδυτές κατέχουν ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών μιας εταιρίας.

Η **Dittmar (2000)** υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές, όταν είναι υποτιμημένες σε σχέση με το δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία αλλά και για να είναι σε πλεονεκτικότερη θέση στην περίπτωση της υποτίμησης. Αυτό θεωρείται από τη συγγραφέα ότι είναι και το ισχυρότερο κίνητρο για επαναγορές. Έδειξε επίσης ότι οι επαναγορές μετοχών δεν αντικαθιστούν τα μερίσματα ενώ τα φορολογικά οφέλη δεν αποτελούν λόγο για τις εταιρίες στην υιοθέτηση ενός προγράμματος επαναγοράς. Οι μεγαλύτερες εταιρείες φαίνεται ότι προβαίνουν περισσότερο σε επαναγορές ενώ η χρήση των δικαιωμάτων (stock options), μπορεί να αυξήσει το ποσοστό των εταιρειών που προτιμούν την επαναγορά από τα μερίσματα.

Οι **Guay and Harford (2000)** υπέθεσαν ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούν τη διανομή μερισμάτων προκειμένου να διανείμουν τις σταθερές αυξήσεις της ρευστότητας που διαθέτουν και τις επαναγορές όταν επιθυμούν τη διοχέτευση μιας παροδικής αύξησης της ρευστότητας στους μετόχους. Οι ίδιοι επισήμαναν πως οι επαναγορές ιδίων μετοχών, αποτελούν μια εναλλακτική μέθοδο διανομής ρευστότητας η οποία αντικαθιστά, εν μέρει, την καταβολή μερισμάτων και διαπίστωσαν ότι ενδεχόμενη αύξηση στα διανεμόμενα μερίσματα δημιουργεί μεγαλύτερο θετικό αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής σε σχέση με αυτόν που δημιουργεί η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών.

Οι **Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)** στην έρευνά τους διαπίστωσαν πως η πληρωμή μερισμάτων πραγματοποιείται περισσότερο από εταιρίες με μεγαλύτερες ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ακολουθώντας ουσιαστικά τα καλά αποτελέσματα της εταιρίας. Αντίθετα, η στρατηγική της επαναγοράς ιδίων μετοχών χρησιμοποιείται από εταιρίες με προσωρινή έλλειψη ταμειακών εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες, απόρροια της κακής πορείας της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επαναγορές δεν υποκαθιστούν τα μερίσματα ενώ απέδωσαν τη διεύρυνση της χρήσης των προγραμμάτων επαναγορών από τις αμερικανικές εταιρίες,



στο γεγονός ότι οι επαναγορές είναι περισσότερο «ευέλικτες» και ως αποτέλεσμα προτιμώνται πολλές φορές έναντι της ακαμψίας που ενυπάρχει στα μερίσματα. Μια ενδεχόμενη αύξηση της διανομής μερισμάτων δημιουργεί δέσμευση για διατήρηση αυτής της αύξησης και στο μέλλον ενώ αναφορικά με τις επαναγορές μετοχών, η εν λόγω δέσμευση δεν υφίσταται. Είναι καλά τεκμηριωμένο ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά σε ανακοινώσεις μείωσης μερίσματος. Εάν όμως οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι εταιρίες αντικαθιστούν τη διανομή μερίσματος με επαναγορά μετοχών, τότε η αντίδραση της αγοράς σε μειώσεις μερισμάτων θα πρέπει να είναι λιγότερο αρνητική για τις εταιρίες που προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών από ότι για εκείνες που δεν το κάνουν. Επιπλέον, στην περίπτωση που δεν υπάρχει αντικατάσταση της διανομής μερίσματος με επαναγορά ιδίων μετοχών, τότε η αντίδραση της αγοράς στη μείωση μερίσματος θα πρέπει να είναι η ίδια για όλες τις εταιρίες που την εφαρμόζουν [**Grullon and Michaely (2002)**].

Οι **Fenn and Liang (2001)**, εξετάζοντας τις πολιτικές απόδοσης κερδών στους μετόχους, έφτασαν στο συμπέρασμα πως η αύξηση των δικαιωμάτων (stock options) για την αμοιβή των υψηλόβαθμων στελεχών των εταιριών, εξηγεί σε σημαντικό βαθμό την αύξηση της επαναγοράς ιδίων μετοχών σε βάρος της διανομής μερισμάτων.

Οι **Grullon and Michaely (2002)** δίνοντας μια ακόμη εξήγηση για τη μεταστροφή των εταιριών στις επαναγορές μετοχών και τη θετική αντίδραση της αγοράς που συνοδεύει τις ανακοινώσεις τέτοιων προγραμμάτων, εστίασαν στα φορολογικά οφέλη που υφίστανται για τους επενδυτές που αποδέχονται τα κεφαλαιακά κέρδη από τη διάθεση των μετοχών τους, έναντι αυτών που προτιμούν τα προσφερόμενα από τις εταιρίες μερίσματα.

Επίσης, οι **Dittmar (2000)**, **Jagannathan et al. (2000)** και **Lee and Rui (2007)**, στις έρευνές τους σχετικά με τη χρήση των επαναγορών μετοχών και των μερισμάτων ως εναλλακτικών μεθόδων διανομής ταμειακής ρευστότητας, διαπίστωσαν ότι οι εταιρίες που επαναγοράζουν μετοχές τους, τείνουν να αυξάνουν ταυτόχρονα τα διανεμόμενα μερίσματα. Έτσι, κατέληξαν στο κοινό συμπέρασμα ότι οι επαναγορές και τα μερίσματα δεν είναι τέλεια υποκατάστατα υπό την έννοια ότι οι εταιρίες δε φαίνεται να χρηματοδοτούν τα προγράμματα επαναγοράς μέσω της μείωσης των μερισμάτων.

## 2.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Το χρονικό διάστημα κατά το οποίο έχουν διενεργηθεί οι περισσότερες έρευνες σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών τόσο στην αμερικανική αγορά όσο και διεθνώς είναι μεταξύ 1980 και 2000. Οι περισσότερες έρευνες ασχολούνται με τη μέτρηση της επίδρασης που έχουν οι διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς στις τιμές των μετοχών. Στα πλαίσια της παρούσας μελέτης, θα δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στις έρευνες που αφορούν τα προγράμματα επαναγοράς ανοικτής αγοράς (OMRs) που είναι και οι πιο πολυάριθμες. Τα προγράμματα επαναγοράς ανοικτής αγοράς είναι τα πλέον διαδεδομένα διεθνώς και ταυτόχρονα τα μόνα εφαρμοζόμενα στην Ελλάδα. Παρακάτω ακολουθούν ορισμένες έρευνες που έχουν διεξαχθεί και αφορούν τις επαναγορές μετοχών στην αμερικανική αγορά και η παράθεση αυτών θα γίνει με αύξουσα χρονολογική σειρά. Ο συγκεκριμένος «κανόνας» θα παρακάμπτεται στην περίπτωση που επιχειρείται σύγκριση ερευνών που διαπραγματεύονται ίδιο γεγονός και οι οποίες διενεργήθηκαν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Οι **Lakonishok and Vermaelen (1990)** περιλαμβάνουν στην μελέτη τους ένα δείγμα 221 επαναγορών μετοχών με την μορφή προσφορών (tender offers), οι οποίες έλαβαν χώρα στο διάστημα 1962-1986. Προκειμένου να δείξουν τις έκτακτες αποδόσεις που ενδεχομένως προκύπτουν από την απόφαση της εταιρίας για επαναγορά, χρησιμοποιούν την εξής επενδυτική στρατηγική: αγοράζουν μετοχές μετά την λήξη της περιόδου επαναγοράς μέσω προσφορών και τις διατηρούν μέχρι να «αποκαλυφθεί» η πραγματική αξία της εταιρίας μέσω της έκθεσης των κερδών της (buy - and - hold strategy). Ο υπολογισμός των έκτακτων αποδόσεων πραγματοποιείται με τους εξής τέσσερις τρόπους: αφαιρώντας από τις ημερήσιες αποδόσεις έναν ίσα σταθμισμένο δείκτη ή έναν σταθμισμένο με βάση την αξία δείκτη και προσαρμόζοντας τις ημερήσιες αποδόσεις του δείγματος για το μέγεθος ή για το μέγεθος και τον συντελεστή βήτα (beta) μαζί. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR) και οι σωρευτικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) υπολογίζονται για όλες τις εταιρίες στο δείγμα για την περίοδο εκτίμησης (-2 ημέρες, +24 μήνες). Τα αποτελέσματα των

CAR για το διάστημα παρατήρησης (+3 μήνες, +24 μήνες) διαφέρουν για τους τέσσερις δείκτες αναφοράς. Για τον σταθμισμένο με βάση την αξία δείκτη φτάνουν το 23,11%, για τον ίσα σταθμισμένο δείκτη το 12,34%, για τον προσαρμοσμένο στο μέγεθος δείκτη το 8,57% και για τον προσαρμοσμένο στο μέγεθος και στο beta δείκτη το 8,76%. Παράλληλα, χωρίζοντας το δείγμα σε 5 κατηγορίες ανάλογα με το μέγεθός τους, ξεκινώντας από την μικρότερη εταιρία και καταλήγοντας στην μεγαλύτερη και υπολογίζοντας τις σωρευτικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για τα διαστήματα παρατήρησης (-40 ημέρες, -1 ημέρα), (0 ημέρα, +1 ημέρα) και (+3 μήνες, +24 μήνες) συμπεραίνουν ότι οι μικρότερες εταιρίες παρουσιάζουν πολύ έντονες σωρευτικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) για το πρώτο διάστημα ενώ στο τελευταίο διάστημα παρατήρησης αυξάνονται σε 24,2%. Αντιθέτως, η απόφαση για επαναγορά δεν δείχνει να επηρεάζει σημαντικά τις μεγαλύτερες εταιρίες, των οποίων οι σωρευτικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR) στο πρώτο διάστημα παρατήρησης φτάνουν το 9,9%, ενώ στο τελευταίο μόλις το 7,40%.

Ο **Bartov (1991)** στην έρευνά του, εξέτασε δείγμα 185 ανακοινώσεων επαναγορών μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) κατά τη χρονική περίοδο 1978 – 1986 και παρατήρησε ότι τα κέρδη των εταιριών που ανακοίνωναν προγράμματα επαναγοράς βελτιώνονταν σημαντικά κατά το έτος της ανακοίνωσης. Το γεγονός αυτό οδήγησε τον ερευνητή στο συμπέρασμα, ότι οι ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών μεταφέρουν θετικά μηνύματα στην αγορά αναφορικά με την κερδοφορία των εταιριών που προβαίνουν σε αυτές τις ανακοινώσεις. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξε και η έρευνα των **Comment and Jarrell (1991)** η οποία αφορούσε δείγμα 1.197 ανακοινώσεων επαναγορών μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) κατά τη χρονική περίοδο 1984 - 1989.

Οι **Best and Hodges (1998)** συγκρίνοντας τις επιπτώσεις της επαναγοράς ιδίων μετοχών με τις προσδοκίες και εκτιμήσεις των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη των εταιριών, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στην περίπτωση της μεθόδου της προκαθορισμένης τιμής το αποτέλεσμα επηρεάζει θετικά τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Αντίθετα, στην περίπτωση της μεθόδου επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, η



θετική επίδραση εμφανίζεται μόνο για τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των μελλοντικών κερδών.

Οι **Stephens and Weisbach (1998)** ερευνούν 450 ανακοινώσεις επαναγορών ανοικτής αγοράς (OMRs) για το διάστημα 1981-1990. Για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων κατά την ανακοίνωση ενός προγράμματος επαναγοράς χρησιμοποιούν τη μέθοδο των επιχειρηματικών γεγονότων (event-study).

Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιούν μια περίοδο παρατήρησης (event window) τριών ημερών ξεκινώντας από την ημέρα πριν την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς έως την ημέρα μετά από αυτήν ενώ υπολογίζονται, για κάθε μέρα στο event window, τόσο οι μέσες έκτακτες (μη-φυσιολογικές) αποδόσεις (ARs) όσο και οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (CARs). Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η σωρευτική έκτακτη απόδοση (CAR) για το event-window των τριών ημερών ισούται με 2,69% και είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης διαπιστώθηκε ότι οι επαναγορές μετοχών σχετίζονται αρνητικά με την απόδοση των μετοχών των εταιριών πριν την ανακοίνωση. Το τελευταίο αποτελεί μια έγκυρη απόδειξη της ασυμμετρίας των πληροφοριών που υφίσταται μεταξύ των διοικήσεων των εταιριών και των επενδυτών.

Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν και οι **Cook, Krigman and Leach (2005)** οι οποίοι εξέτασαν ένα δείγμα εξήντα τεσσάρων (64) εταιριών στην αμερικανική αγορά, όσον αφορά τον χρόνο και το ποσοστό ολοκλήρωσης των προγραμμάτων επαναγοράς. Δεν βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι η ημέρα της ανακοίνωσης της επαναγοράς ταυτίζεται ή και ακολουθεί τις ημέρες ανακοινώσεων χρηματιστηριακών νέων, ωστόσο βρήκαν στοιχεία που φανερώνουν ότι τα προγράμματα επαναγοράς συνεισφέρουν στην αύξηση της ταμειακής ρευστότητας.

Οι **Nohel and Tarhan (1998)** θέτουν ως υποθέσεις στην έρευνά τους αυτήν της σηματοδότησης των πληροφοριών (information signaling hypothesis) και αυτή των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis). Υπολογίζουν τις μέσες έκτακτες αποδόσεις για δείγμα 242 επαναγορών, είτε προτάσεις προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offers) είτε μειοδοτικές προτάσεις προσφοράς (dutch-auction tender offers), για το χρονικό διάστημα 1978-1991. Παράλληλα, τις εταιρίες του δείγματος τις χωρίζουν σε δύο κατηγορίες ανάλογα με τις Tobin's q αξίες τους

(λόγος της χρηματιστηριακής αξίας του ενεργητικού τους προς το κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού τους): σε αυτές με  $q < 1$  (low q firms) και σε αυτές με  $q > 1$  (high q firms). Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίζονται για μία περίοδο τριών ημερών από την ημέρα πριν την ανακοίνωση μέχρι την ημέρα μετά την ανακοίνωση της επαναγοράς και βασίζονται στο υπόδειγμα της αγοράς (market model). Η περίοδος με βάση την οποία εκτιμώνται οι παράμετροι του υποδείγματος (περίοδος εκτίμησης), είναι η (-110 ημέρες, -11 ημέρες) από την ανακοίνωση. Για όλο το δείγμα οι έκτακτες αποδόσεις για το διάστημα (-1 ημέρα, +1 ημέρα) φτάνουν το 7,6%, ενώ για τις εταιρίες με  $q < 1$  το 9,43% και για αυτές με  $q > 1$  το 6,18%. Τα τρία αυτά αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%.

Στη συνέχεια της μελέτης, γίνεται εκτίμηση της επίδοσης των εταιριών μετά την ανακοίνωσή τους για την απόφαση της επαναγοράς. Η επίδοση δίνεται από τον λόγο των χρηματικών ροών προς την χρηματιστηριακή αξία του ενεργητικού από το οποίο προήλθαν οι χρηματικές ροές. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν την βελτίωση της επίδοσης κυρίως των εταιριών χαμηλής ανάπτυξης, που σημαίνει ότι η βελτίωση πηγάζει από μία πιο αποτελεσματική διαχείριση του υπάρχοντος ενεργητικού παρά από την εκμετάλλευση καινούργιων επενδυτικών ευκαιριών. Τέλος, παρουσιάζεται η μεταβολή στις αξίες διάφορων μεταβλητών πριν και μετά την ανακοίνωση. Οι μεταβλητές αυτές είναι κάποια μεγέθη πολύ σημαντικά για την εταιρία, όπως ο λόγος χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία, η μόχλευση, το περιθώριο Κερδών προ Τόκων και Φόρων (ΚΠΦΤ / ΠΩΛΗΣΕΙΣ) και οι πωλήσεις προς τη χρηματιστηριακή αξία του ενεργητικού στην αρχή του έτους.

Στα ίδια αποτελέσματα κατέληξαν μεταγενέστερα οι **Grullon and Michaely (2004)** οι οποίοι εξέτασαν τις επιδόσεις των εταιριών για ένα δείγμα 2.735 επαναγορών ανοικτής αγοράς (OMRs) τη χρονική περίοδο 1980 – 2000. Επιπλέον, έδειξαν ότι οι επαναγοράζουσες εταιρίες είχαν μείωση της κερδοφορίας και των επενδύσεών τους σε διάστημα τριών χρόνων από την εφαρμογή του προγράμματος επαναγοράς μετοχών. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι το μέσο κόστος κεφαλαίου των επαναγοράζουσών εταιριών επίσης μειώθηκε από 16% σε περίπου 14% κατά το ίδιο χρονικό διάστημα.

Ο **Lie (2005)** σε αντίθεση με τους **Nohel and Tarhan (1998)** και **Grullon and Michaely (2004)**, αποδεικνύει στην έρευνά του ότι οι επαναγοράζουσες εταιρίες βιώνουν σημαντική άνοδο στη λειτουργική τους απόδοση στο διάστημα που έπεται της εφαρμογής του προγράμματος επαναγοράς. Ο Lie εξέτασε δείγμα 4.729 ανακοινώσεων επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) το χρονικό διάστημα 1981 – 2000 και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η λειτουργική δραστηριότητα των εταιριών βελτιώνεται όταν αυτές ολοκληρώνουν προγράμματα επαναγοράς, γεγονός που αφήνει σημαντικές ενδείξεις για ουσιαστική συνεισφορά εφαρμογής της συγκεκριμένης στρατηγικής στη λειτουργία των εταιριών που την πραγματοποιούν. Η βελτίωση στη λειτουργική δραστηριότητα των εταιριών αυτών διαπιστώνονταν κυρίως μέσα στα δύο πρώτα τρίμηνα από την ανακοίνωση της επαναγοράς και διατηρούνταν μέχρι και δύο χρόνια μετά το τρίμηνο της ανακοίνωσης σε περίπτωση πλήρους εφαρμογής του προγράμματος.

Ο **McNally (1999)** εξετάζοντας δείγμα 702 επαναγορών μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) το χρονικό διάστημα 1984 – 1988, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αποτίμηση της αγοράς στην αξία των μετοχών έχει θετική συσχέτιση με το ποσοστό επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Κατά συνέπεια, όσο περισσότερες επαναγορές μετοχών πραγματοποιούνται από τις εταιρείες, τόσο ανεβαίνει η αξία της μετοχής τους, κάτι το οποίο δείχνει ότι η συγκεκριμένη στρατηγική είναι επιτυχής ως μέθοδος στήριξης της τιμής της μετοχής.

Οι **Grullon and Ikenberry (2000)** παρατήρησαν ότι σε επιχειρήσεις με υψηλό το λόγο λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (book-to-market ratio), η έκτακτη απόδοση ήταν ιδιαίτερα υψηλή κατά την ανακοίνωση επαναγοράς και κατά μέσο όρο αυξάνονταν από 4,7% τον πρώτο χρόνο σε 45,3% τον τέταρτο, δηλαδή 10% περίπου απόδοση σε ετήσια βάση. Η απόδοση αυτή ήταν διπλάσια του ασφαλίστρου κινδύνου (risk premium) των κοινών μετοχών εκείνης της περιόδου. Σε μετοχές με χαμηλό το λόγο λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (book-to-market ratio) όπου η υποτίμηση φαίνεται μικρότερης σημασίας παράγοντας επιρροής, δεν υπάρχει ένδειξη υποτίμησης. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι όταν μία επιχείρηση εκτιμά ότι η τιμή της μετοχής της είναι υποτιμημένη και εκπέμπει ηχηρά σήματα για αυτό, η αγορά φαίνεται επιφυλακτική και δεν αντιδρά άμεσα.

Παρόμοιες μελέτες των **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (2000)**, ενίσχυσαν τα αποτελέσματα των **Grullon and Ikenberry (2000)**, καθώς συμφώνησαν στο ότι οι αποδόσεις των μετοχών αυξάνονται σε μακροχρόνιο επίπεδο μετά από προγράμματα επαναγορών μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, σε επιχειρήσεις με ισχυρή ανάπτυξη εκτίμησαν την υπερβάλλουσα (έκτακτη) ετήσια απόδοση γύρω στο 3,3%, τρία έτη μετά την ανακοίνωση επαναγοράς.

Σε ανάλογη μεταγενέστερη έρευνα, οι **Chan, Ikenberry and Lee (2004)** προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τις μακροχρόνιες αποδόσεις μετά από εφαρμογή προγραμμάτων επαναγορών μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς και για αυτό το λόγο ερεύνησαν δύο επιπρόσθετους παράγοντες: Πρώτον, εάν υπάλληλοι των εταιριών που έχουν εσωτερική πληροφόρηση πουλούν ή αγοράζουν μετοχές σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών, όπου δεν φάνηκαν ιδιαίτερες ενδείξεις και δεύτερον, εάν πράγματι οι εταιρίες αγοράζουν τις μετοχές τους, όπου τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όταν οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους (όταν δηλαδή υλοποιούνται τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών), υπάρχει αύξηση των αποδόσεων των μετοχών τον πρώτο χρόνο, ιδιαίτερα των μετοχών με υψηλό το λόγο λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (book- to- market ratio).

Οι **Grullon and Michaely (2002)** εξετάζοντας ένα δείγμα 3.070 εταιριών που ανακοίνωσαν ότι θα προβούν σε προγράμματα επαναγοράς ανοικτής αγοράς στο διάστημα 1980-1994, υπολόγισαν ότι για την περίοδο (-1 ημέρα, +1 ημέρα) η σωρευτική έκτακτη απόδοση (CAR) ανέρχεται στο 2,81% με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Παράλληλα, προκειμένου να συμπεριλάβουν την επίδραση της φορολόγησης στην αντίδραση της αγοράς, διαχώρισαν τις εταιρίες του δείγματος σε αυτές που ανακοίνωσαν την επαναγορά μετοχών πριν και μετά την πράξη φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986. Στην πρώτη περίπτωση η σωρευτική έκτακτη απόδοση (CAR) έφτασε το 3,51% με επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ στη δεύτερη έφτασε το 2,63% με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει το ρόλο της φορολόγησης στην αντίδραση της αγοράς εν όψει μιας επαναγοράς μετοχών εφόσον, με την αύξηση του συντελεστή για τα κεφαλαιακά κέρδη, μειώθηκαν οι έκτακτες αποδόσεις.



Οι **Stephens and Jagannathan (2003)** σύγκριναν τις εταιρείες που πραγματοποίησαν επαναγορά ιδίων μετοχών ανά τακτά χρονικά διαστήματα και την επίπτωση που αυτή είχε στην τιμή της μετοχής, με τις εταιρείες που πραγματοποίησαν επαναγορά ιδίων μετοχών μη συστηματικά. Για τους σκοπούς της έρευνας εξέτασαν ένα δείγμα 3.598 επαναγορών μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) κατά το χρονικό διάστημα 1986 – 1996. Η έρευνα κατέληξε σε αρκετά συμπεράσματα. Αρχικά, αναφορικά με τις εταιρείες που επαναγοράζουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα ίδιες μετοχές, αυτές έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- ✓ Είναι εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.
- ✓ Έχουν μικρή διαφοροποίηση στα λειτουργικά τους έσοδα.
- ✓ Έχουν υψηλά ποσοστά αποπληρωμής μερισμάτων.
- ✓ Πολλές φορές χρησιμοποιούν την επαναγορά ιδίων μετοχών ως υποκατάσταση πληρωμής υψηλών μερισμάτων.

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

- Έχουν συνήθως μετοχές οι οποίες είναι υποτιμημένες στην χρηματιστηριακή αγορά, με χαμηλό δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία (price-to-book value).
- Είναι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης.
- Έχουν υψηλούς βαθμούς ασυμμετρίας πληροφόρησης.
- Έχουν ασταθή λειτουργικά έσοδα.
- Έχουν υψηλό ιδιοκτησιακό καθεστώς.

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



Οι **Howell and Payne (2004)** εξέτασαν ένα δείγμα εταιριών που πραγματοποίησαν εξαγορά με διάθεση μετοχών και στη συνέχεια προχώρησαν σε ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) μέσα σε διάστημα ενός έτους. Ήθελαν έτσι να διαπιστώσουν την αντίδραση της αγοράς στα αλυσιδωτά αυτά γεγονότα. Η υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis), προβλέπει ότι η μέθοδος εξαγοράς μέσω διάθεσης μετοχών αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι τα στελέχη των εταιριών (managers), θεωρούν τις εταιρίες τους υπερτιμημένες και κάτι τέτοιο σηματοδοτεί αρνητικά την αγορά για τη μελλοντική επίδοση της εταιρίας. Απ' την άλλη μεριά, η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, προαναγγέλλει αισιόδοξα σήματα (signals) στην αγορά αναφορικά με την μελλοντική κερδοφορία των εταιριών. Τα αντίθετα αυτά σήματα που δίνουν στην αγορά τα δύο αυτά γεγονότα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, κυρίως δε όταν συμβαίνουν διαδοχικά. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι εταιρίες οι οποίες διαθέτουν μετοχές ως τρόπο πληρωμής σε εξαγορά και εν συνεχεία προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών, υφίστανται λιγότερο θετική (ενδεχομένως και αρνητική) επίδραση από την αγορά, σε σχέση με αυτές που δεν ανακοινώνουν εξαγορά μέσω διάθεσης μετοχών προγενέστερα της ανακοίνωσης επαναγοράς. Για την ημέρα ανακοίνωσης της επαναγοράς ιδίων μετοχών, η μέση έκτακτη απόδοση στην περίπτωση των εταιριών που έχουν ανακοινώσει αρχικά εξαγορά με διάθεση μετοχών είναι 1,38%, ενώ για αυτές που δεν είχαν ανακοινώσει κάτι τέτοιο, η μέση έκτακτη απόδοση είναι 3,55%. Τέλος, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη, οι εταιρίες που προβαίνουν και στα δύο γεγονότα τείνουν να υφίστανται μία συνεχή πτώση στην τιμή των μετοχών τους, ενώ κάτι τέτοιο δε συμβαίνει για αυτές που ανακοίνωσαν μόνο εξαγορά μέσω διάθεσης μετοχών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι πληροφορίες που ελευθερώνονται προς την αγορά με την ανακοίνωση των επαναγορών, επειδή ακολουθούν αυτών της ανακοίνωσης εξαγοράς μέσω διάθεσης μετοχών, έχουν σαφώς μικρότερη δυναμική. Η αγορά έχοντας λάβει τις αρχικές πληροφορίες, έχει μειώσει την ασυμμετρία πληροφοριών που αρχικά υπήρχε και πλέον οι επόμενες πληροφορίες έχουν μικρότερο αντίκτυπο στην αντίδρασή της.

## 2.4 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΝΟΙΧΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Σύμφωνα με την υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (information signaling hypothesis), η αγορά αντιδρά θετικά στις τιμές των μετοχών και κάτι ανάλογο πρέπει να συμβαίνει και στις τιμές των ομολόγων. Η άποψη αυτή βασίζεται στο ότι το σήμα (signal) που δίνεται στην αγορά από την ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών, αφορά όλη την εταιρία, και επομένως θα πρέπει να επηρεάζει με τον ίδιο τρόπο τις τιμές τόσο των μετοχών όσο και των ομολόγων της. Εξετάζεται όμως και μία εναλλακτική υπόθεση, η μεταφορά πλούτου (wealth transfer), όπου θεωρείται ότι οι αλλαγές των τιμών μετοχών και ομολόγων συσχετίζονται αρνητικά. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί ως εξής: Όταν μία εταιρία θέτει σε λειτουργία μηχανισμούς πληρωμής, όπως είναι τα μερίσματα και η επαναγορά μετοχών, μειώνονται τα διαθέσιμα μετρητά της. Έτσι σε περίπτωση που η μείωση αυτή είναι σημαντική, τότε μπορεί να υπάρξει πρόβλημα μη εκπλήρωσης υποχρεώσεων της επιχείρησης. Σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο, άμεση συνέπεια είναι η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου (credit risk) και επομένως η μείωση της αξίας του ομολόγου της εταιρίας, άρα και της τιμής του.

Οι **Maxwell and Stephens (2003)** στην έρευνά τους εξέτασαν την επιρροή της αντίδρασης της αγοράς στις τιμές των μετοχών, αλλά και στις τιμές των ομολόγων μετά την ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς.

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

αύξηση στην τιμή της μετοχής και μείωση στην τιμή του ομολόγου της εταιρίας. Όσο πιο μεγάλα είναι τα προγράμματα επαναγοράς που ανακοινώνονται, τόσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση στην τιμή των μετοχών και η αντίστοιχη μείωση σε αυτή των ομολόγων. Ακόμα το κέρδος που τελικά θα αποκομίσουν οι μέτοχοι, γύρω από μία τέτοια ανακοίνωση, είναι μία συνάρτηση του σήματος από την επαναγορά και του “wealth transfer effect”. Το ποιό από τα δύο θα επικρατήσει, εξαρτάται από τη δυναμική του σήματος (signal) στην αγορά.

## 2.5 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΙΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ

Μετά την εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις εταιρείες στις χρηματιστηριακές αγορές της Αμερικής, ακολούθησε η εφαρμογή των προγραμμάτων αυτών και σε άλλες χώρες. Παρακάτω ακολουθεί μια συνοπτική ανάλυση της βιβλιογραφίας για τις κυριότερες από αυτές τις αγορές.

Για την αγορά του Καναδά, οι **Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (2000)** εξέτασαν δείγμα 1060 προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών μεταξύ του 1989 και 1997. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν ήταν τα ακόλουθα:

- 1) Η αρχική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση επαναγοράς σε όρους μετοχικών αποδόσεων ήταν μικρή, κάτω του 1 %.
- 2) Η αγορά φάνηκε να υποεκτιμά την ανακοίνωση. Η υπεραπόδοση για την περίοδο των επόμενων τριών ετών ήταν 7% ετησίως όταν πραγματοποιήθηκε η επαναγορά, ενώ στην περίπτωση που πραγματοποιήθηκε έκδοση νέων μετοχών, η υπεραπόδοση ήταν αρνητική.
- 3) Όσο μεγαλύτερος ήταν ο βαθμός υποτίμησης της μετοχής ή όσο πιο υψηλός ήταν ο δείκτης της λογιστικής προς την αγοραία αξία της μετοχής, τόσο υψηλότερες ήταν οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις.

- 4) Τα κίνητρα των εταιρειών για την πραγματοποίηση της επαναγοράς μετοχών γίνονταν περισσότερο εμφανή στη συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς το νομικό πλαίσιο λειτουργίας υποχρεώνει τις εταιρείες να ενημερώνουν σε μηνιαία βάση σχετικά με το ποσοστό και την αξία των μετοχών που επαναγοράζονται.
- 5) Τα ποσοστά ολοκλήρωσης του προβλεπόμενου πακέτου αγοράς ιδίων μετοχών ήταν μεγαλύτερα σε εταιρείες με υψηλό δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία, όπως και σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης.
- 6) Τα ποσοστά ολοκλήρωσης ήταν άμεσα συνδεδεμένα αρνητικά με την εξέλιξη της τιμής της μετοχής, δηλαδή όσο περισσότερο έπεφτε η τιμή της, τόσες περισσότερες μετοχές επαναγοράζονταν και το αντίστροφο.

Για την αγορά της Αγγλίας, οι **Rau and Vermaelen (2002)** στην έρευνά τους εξέτασαν προγράμματα επαναγοράς για την περίοδο 1985 έως 1998, σε δείγμα 246 εταιριών και βρήκαν ότι οι δραστηριότητες επαναγοράς ιδίων μετοχών επηρεάζονται από τις φορολογικές επιπτώσεις που αυτές έχουν τόσο για την εταιρεία όσο και για τους επενδυτές. Σύμφωνα με τα ευρήματα της εν λόγω έρευνας, οι εταιρίες που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών στην Αγγλία επιτυγχάνουν μικρότερες υπεραποδόσεις, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα, εν συγκρίσει με τις αντίστοιχες εταιρίες που ανακοινώνουν επαναγορές ιδίων μετοχών στην αμερικανική αγορά. Αυτό συμβαίνει διότι στην Αγγλία υπάρχουν ρυθμιστικοί κανόνες οι οποίοι ελαχιστοποιούν την ασυμμετρία των πληροφοριών που εντοπίζεται μεταξύ διοικήσεων των εταιριών και των επενδυτών όταν οι μετοχές των εταιριών είναι υποτιμημένες.

Σε μεταγενέστερη έρευνα οι **Hjelmstad, Marshall and Walmsley (2006)**, εξετάζοντας τις βασικές υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίζεται η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η θετική αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) στην Αγγλία, εξηγείται από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών (agency theory of free cash flow). Επίσης, σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη, εντοπίστηκε έντονη αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της ανάπτυξης των εταιριών και της υπεραπόδοσης που αυτές παρουσιάζουν στο διάστημα που έπεται των ανακοινώσεων της επαναγοράς μετοχών.

Για την αγορά της Αυστραλίας, οι **Otchere and Ross (2002)** διαπίστωσαν πως στη συγκεκριμένη αγορά, κατά αντιστοιχία με την αμερικανική αγορά, οι ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών σηματοδοτούν θετική πληροφόρηση για την αξία των εταιρειών που τις έκαναν αλλά και των αντιπάλων τους. Αυτό σημαίνει πως τόσο οι εταιρίες οι οποίες ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς όσο και οι αντίπαλες εταιρίες είχαν προγενέστερα υποτιμηθεί από την αγορά. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι ενώ για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών οι έκτακτες (μη-φυσιολογικές) αποδόσεις (abnormal returns) ήταν 1,25% την ημέρα της ανακοίνωσης, οι μέτοχοι των ανταγωνιστριών εταιριών είχαν έκτακτες αποδόσεις ποσοστού 0,39% με μια χρονική υστέρηση δύο ημερών (δηλαδή δύο ημέρες μετά την ανακοίνωση). Επίσης, για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν επαναγορά μετοχών, για την περίοδο (-1 ημέρα, +1 ημέρα), η σωρευτική έκτακτη απόδοση (CAR) ήταν 4,30% ενώ για την ίδια περίοδο η σωρευτική έκτακτη απόδοση (CAR) για τις αντίπαλες εταιρίες ήταν 1,39%. Διευκρινίζεται ότι τα παραπάνω αποτελέσματα ήταν στατιστικά σημαντικά.

Σε άλλη έρευνα για την ίδια αγορά οι **Lamba and Ramsay (2005)** υποστήριξαν πως η αυστηρή νομοθεσία της αυστραλιανής αγοράς σχετικά με την επαναγορά ιδίων μετοχών που ίσχυε μέχρι το 1995, έκανε τα συγκεκριμένα προγράμματα λιγότερο αποτελεσματικά, ενώ τα καλύτερα αποτελέσματα επιτυγχάνονταν με την μέθοδο της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (OMR).

Για την αγορά της Γαλλίας, το θεσμικό πλαίσιο της οποίας όσον αφορά την επαναγορά ιδίων μετοχών είναι παρόμοιο με αυτό της αμερικανικής αγοράς, οι **Ginglinger and Hamon (2009)** ερεύνησαν 36.848 προγράμματα επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) που πραγματοποιήθηκαν από 352 γαλλικές εταιρείες την περίοδο 2000 - 2002 και εξέτασαν κατά πόσο οι επαναγορές ήταν ακόλουθες με το γράμμα του νόμου. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες δεν ακολουθούν σε απόλυτο βαθμό το νομικό πλαίσιο, κυρίως δε, οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής ρευστότητας. Όταν επιδεινώνεται η ρευστότητα των εταιριών, τότε οι εταιρίες φαίνεται να παραβιάζουν τους οριζόμενους από το νομικό πλαίσιο κανόνες επαναγοράς μετοχών, σε μια προσπάθεια να επαναφέρουν τη ρευστότητα στα επιθυμητά επίπεδα.



Για την αγορά της Νορβηγίας, ο **Skjeltop (2004)** λαμβάνοντας υπόψη του δείγμα 318 ανακοινώσεων προγραμμάτων επαναγορών ανοικτής αγοράς (OMRs) από 163 διαφορετικές εταιρίες για τη χρονική περίοδο 1998 – 2001, εξέτασε τη βραχυπρόθεσμη επίδραση των προγραμμάτων επαναγοράς και κατέληξε στο συμπέρασμα πως υπήρχε θετική αντίδραση της αγοράς της τάξεως του 3,15% ενώ υπήρχε και θετική συσχέτιση μεταξύ της βραχυπρόθεσμης επίδρασης και του δείκτη αγοραίας προς λογιστικής τιμής της μετοχής. Αναφορικά με τις μακροπρόθεσμες επιδράσεις διαπιστώθηκε πως μόνο οι εταιρίες που **δεν** υλοποίησαν τα προγράμματα επαναγοράς που ανακοίνωσαν είχαν θετικές έκτακτες στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Για την αγορά της Ιαπωνίας, οι **Hatakeda and Isagawa (2004)** εξέτασαν δείγμα 452 Ιαπωνικών εταιριών για το χρονικό διάστημα 1995 – 1998 και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών αυξάνονται μετά από μια ανακοίνωση επαναγοράς. Περαιτέρω, κατηγοριοποίησαν τις εταιρείες σε δύο ομάδες, σε αυτές που πραγματοποιούν την επαναγορά και σε αυτές που αποφασίζουν να μην προχωρήσουν σε αυτήν ή να την αναβάλουν. Διαπίστωσαν πως σε περίπτωση μεγάλης πτώσης των τιμών των μετοχών, οι εταιρείες προχωρούν στην πραγματοποίηση της επαναγοράς μετοχών ενώ σε μικρότερη πτώση οι εταιρείες διαμορφώνουν το καταστατικό τους ώστε να μπορούν να προχωρήσουν σε επαναγορά στο μέλλον.

Για την αγορά της Ταϊβάν, οι **Liao, Ke and Yu (2005)** στην έρευνά τους διαπίστωσαν ότι οι μετοχές των εταιριών πριν την ανακοίνωση της απόφασης για επαναγορά μετοχών έχουν αρνητικές υπεραποδόσεις, ενώ αυτές γίνονται θετικές από την ημερομηνία ανακοίνωσης μέχρι και μερικές ημέρες μετά. Επιπλέον παρατήρησαν πως στην περίπτωση που η αιτιολογία της επαναγοράς μετοχών είναι η διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας, οι υπεραποδόσεις είναι υψηλότερες από την περίπτωση που αιτιολογία είναι η διανομή μετοχών στους υπαλλήλους. Ακόμη διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες του χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν υψηλότερες υπεραποδόσεις από αυτές των εταιριών του κλάδου των ηλεκτρονικών. Τέλος, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι εταιρείες, τόσο μικρότερα είναι τα υπερκέρδη που επιτυγχάνουν, ενώ το αντίθετο ισχύει για τις εταιρείες που πραγματοποιούν επαναγορά μεγαλύτερου μεγέθους.

Για την αγορά του Χονγκ Κονγκ, οι **Brockman and Chung (2003)** στην έρευνα που διενήργησαν, εξέτασαν δείγμα 5.000 εταιρειών που πραγματοποίησαν επαναγορά ιδίων μετοχών από το 1991 και εντεύθεν. Με βάση την ισχύουσα νομοθεσία στο Χονγκ Κονγκ, οι εταιρείες όταν προχωρούν σε επαναγορά μετοχών είναι υποχρεωμένες να το γνωστοποιούν στην χρηματιστηριακή αγορά άμεσα και αυτό βοήθησε, ώστε να γίνει εντοπισμός της ακριβούς ημερομηνίας επαναγοράς των εταιριών του δείγματος. Οι ερευνητές, στηριζόμενοι στα ευρήματα της μελέτης τους διαπίστωσαν την ικανότητα των διευθυντικών στελεχών να εφαρμόζουν στην κατάλληλη χρονική στιγμή το πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών και κατέληξαν στο συμπέρασμα, πως η ρευστότητα των χρηματικών διαθεσίμων της εταιρείας είναι αυτή που ουσιαστικά προσδιορίζει το ποσοστό ολοκλήρωσης του προβλεπόμενου πακέτου αγοράς ιδίων μετοχών.

Ο **Hua Zhang (2005)** στην έρευνά του για την ίδια αγορά, προσδιόρισε τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες μετοχικές αποδόσεις των εταιριών που πραγματοποιούν προγράμματα επαναγοράς μετοχών εξετάζοντας δείγμα 3.850 ημερήσιων επαναγορών ανοικτής αγοράς (OMRs) από 150 εταιρίες το χρονικό διάστημα 1993 – 1997. Σύμφωνα με τα ευρήματα της εν λόγω μελέτης, οι εταιρίες προβαίνουν σε υλοποίηση των προγραμμάτων επαναγοράς προκειμένου να εκμεταλλευτούν την πτώση των τιμών των μετοχών τους. Η αντίδραση της αγοράς στην εφαρμογή των επαναγορών τις τρεις πρώτες ημέρες εφαρμογής τους ήταν οριακά θετική (0,43%). Οι επαναγοράζουσες εταιρίες, κατά μέσο όρο, δε φάνηκε επίσης να παρουσιάζουν υψηλές έκτακτες αποδόσεις μακροπρόθεσμα ενώ οι αποδόσεις διέφεραν ανάλογα με το μέγεθος της επαναγοράζουσας εταιρίας καθώς και από το ύψος του δείκτη λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Πιο συγκεκριμένα παρατηρήθηκε ότι η αγορά αντιδρά περισσότερο θετικά, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, σε εταιρίες μικρού μεγέθους και με υψηλό το δείκτη λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία.

## 2.6 ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας την προηγηθείσα ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας αναφορικά με τις επιπτώσεις των επαναγορών στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών, θα

λέγαμε ότι τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών συνιστούν για τις επιχειρήσεις μια αποτελεσματική στρατηγική ενίσχυσης της τιμής της μετοχής και οδηγούν σε υπεραποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσής τους. Το συμπέρασμα αυτό πηγάζει από την εμπειρία των επαναγοραζουσών εταιριών τόσο στην αμερικανική αγορά όσο και στις άλλες χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς.

Ιδιαίτερα για τις επαναγορές μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) στις οποίες εστίασαν οι περισσότερες μελέτες, οι βραχυπρόθεσμες έκτακτες αποδόσεις είναι κατά μέσο όρο 3% περίπου σε όλες τις αγορές του κόσμου και είναι στατιστικά σημαντικές. Μακροπρόθεσμα οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι οριακά θετικές. Επιπλέον, το ύψος της έκτακτης απόδοσης εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε εταιρίας όπως είναι το μέγεθος της εταιρίας, οι λογιστικοί της δείκτες, το φορολογικό πλαίσιο εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς, η συχνότητα ανακοίνωσης των προγραμμάτων, το ποσοστό εφαρμογής αυτών, ακόμα και ο κλάδος στον οποίο η εκάστοτε εταιρία δραστηριοποιείται, οι προσδοκίες αναφορικά με την μελλοντική κερδοφορία της επαναγοραζουσας εταιρίας, προγενέστερες μετοχικές αποδόσεις και το μέγεθος της υποκατάστασης των προγραμμάτων επαναγοράς με εναλλακτικές μεθόδους διανομής ρευστότητας όπως η διανομή μερισμάτων.

Επίσης, παρατηρείται ότι σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές οι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες προχωρούν σε προγράμματα επαναγοράς των μετοχών τους είναι ουσιαστικά κοινοί. Οι πιο σημαντικοί είναι η ενίσχυση της τιμής της μετοχής, κυρίως σε περιπτώσεις που αυτή είναι υποτιμημένη, το κόστος αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών, η μόχλευση των ξένων κεφαλαίων και η αύξηση του αφορολόγητου ορίου, η εξασφάλιση μετοχών για την απόδοσή τους στους εργαζόμενους της εταιρείας. Ακόμη, η αποκόμιση κερδών από την προσδοκώμενη επανεκτίμηση της τιμής της μετοχής από την αγορά, η μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολόγων στους μετόχους καθώς και η προστασία των μετόχων μακροπρόθεσμης προοπτικής.

Όλα τα ανωτέρω αποτελούν τεκμηριωμένη απόδειξη της σημαντικής συνεισφοράς των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών, ιδιαίτερα αυτής των προγραμμάτων επαναγορών ανοικτής αγοράς (OMRs) που είναι και τα πλέον ευρέως χρησιμοποιούμενα, στη στήριξη των μετοχών των εισηγμένων εταιριών παγκοσμίως.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

#### 3.1 ΙΣΧΥΟΥΣΑ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο επαναγορών μετοχών των εταιριών καθορίζεται κατά κύριο λόγο από το Ν. 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» και από τον Κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς.

Ο Ν. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιρειών" στο άρθρο 16, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 21 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 και το άρθρο 79 παρ.4 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 ορίζει τα παρακάτω:

- 1) Με την επιφύλαξη της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση και των διατάξεων του ν. 3340/2005 (ΦΕΚ 112 Α`), 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 απόκτησης από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας απόκτησης.

2) Οι αποκτήσεις της προηγούμενης παραγράφου γίνονται με ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου, με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες 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 κεφαλαίου. Αυτό 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.
- Η απόκτηση μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες 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 από το ποσό του προς διανομή κερδών, προσαυξημένου με τα αποθεματικά.
- Η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές οι οποίες έχουν εξοφληθεί πλήρως.

Οι μετοχές, που αποκτήθηκαν από την επιχείρηση, με εξαίρεση τις περιπτώσεις, όπου μετοχές αποκτήθηκαν για εκτέλεση απόφασης για μείωση του κεφαλαίου ή ως συνέπεια εξαγοράς μετοχών, πρέπει να μεταβιβασθούν εντός προθεσμίας τριών (3) ετών το αργότερο από το χρόνο της απόκτησής τους, εκτός αν 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 εντός προθεσμίας τριών (3) ετών ακυρώνονται. Η ακύρωση αυτή γίνεται με μείωση του κεφαλαίου κατά το αντίστοιχο ποσό, με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης. 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. Το αποθεματικό αυτό δημιουργείται από τα κέρδη της κλειόμενης χρήσης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το απαιτούμενο ποσό για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού και δεν επιτρέπεται να διανεμηθεί.

Όταν η εταιρεία έχει αποκτήσει δικές της μετοχές είτε η ίδια είτε με πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της, πρέπει να αναφέρονται στην έκθεση διαχείρισης τουλάχιστον:

- ❖ Οι λόγοι των αποκτήσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης.
- ❖ 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.
- ❖ Η αξία των μετοχών, σε περίπτωση κτήσης ή μεταβίβασης από επαχθή αιτία.
- ❖ 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 ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΠΙΚΡΑΤΕΙΑ

Σύμφωνα με το άρθρο 4 του κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 που αφορά στους όρους υλοποίησης των προγραμμάτων επαναγορών μετοχών προβλέπονται τα παρακάτω:

1. Το πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να πληροί τις προϋποθέσεις που ορίζονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1 της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Δηλαδή, όταν η νομοθεσία κράτους μέλους επιτρέπει σε μια εταιρία να αποκτήσει τις δικές της μετοχές, είτε η ίδια είτε με πρόσωπο το οποίο ενεργεί επ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρίας αυτής, υποβάλλει την απόκτηση αυτή στις εξής ακόλουθες τουλάχιστον προϋποθέσεις:
  - Η Γενική Συνέλευση χορηγεί την έγκριση απόκτησεως και ορίζει τους όρους των προβλεπομένων αποκτήσεων και κυρίως, τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δέκα οκτώ μήνες και, σε περίπτωση απόκτησεως από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας.
  - Η ονομαστική αξία, ή σε περίπτωση ελλείψεως ονομαστικής αξίας, η λογιστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες απέκτησε προηγουμένως η εταιρία και διατηρεί σε χαρτοφυλάκιο και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε επ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρίας αυτής, δεν είναι δυνατό να υπερβαίνει το 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου.
  - Η απόκτηση μετοχών δεν επιτρέπεται να έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού σε ποσό είναι κατώτερο από το καλυφθέν κεφάλαιο, αυξημένο κατά τα αποθεματικά των οποίων ο νόμος ή το καταστατικό δεν επιτρέπουν τη διανομή.
  - Η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.

2. Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης, οι πλήρεις λεπτομέρειες του εγκεκριμένου προγράμματος επαναγοράς δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο ευρύ κοινό στα κράτη μέλη στα οποία ο εκδότης έχει ζητήσει την εισαγωγή των μετοχών του για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Στις λεπτομέρειες αυτές πρέπει να περιλαμβάνεται ο σκοπός του προγράμματος, το μέγιστο συνολικό ποσό του, ο μέγιστος αριθμός μετοχών που πρόκειται να αγοραστούν καθώς και η εγκεκριμένη περίοδος εφαρμογής του προγράμματος. Ενδεχόμενες μεταγενέστερες αλλαγές στο πρόγραμμα δημοσιοποιούνται επίσης με προσήκοντα τρόπο στο κοινό.
3. Ο εκδότης οφείλει να διαθέτει τους απαραίτητους μηχανισμούς που θα του επιτρέψουν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της πληροφόρησης σχετικά με τις διενεργηθείσες πράξεις έναντι της αρμόδιας αρχής της οργανωμένης αγοράς στην οποία οι μετοχές έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση. Οι μηχανισμοί αυτοί πρέπει να καταγράφουν κάθε συναλλαγή που συνδέεται με προγράμματα επαναγοράς, καθώς και τις σχετικές πληροφορίες.
4. Ο εκδότης οφείλει να δημοσιοποιεί λεπτομέρειες για όλες τις συναλλαγές το αργότερο έως τη λήξη της εβδομης ημερήσιας συνεδρίασης που ακολουθεί την ημερομηνία εκτέλεσης αυτών των συναλλαγών.

Σύμφωνα με το άρθρο 5 του κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 αναφορικά με τους ιδιαίτερους όρους των πράξεων που σχετίζονται με την υλοποίηση των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών ορίζονται τα εξής:

1. Αναφορικά με τις τιμές των μετοχών ο εκδότης, κατά τη διενέργεια πράξεων στο πλαίσιο προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών, δεν αγοράζει μετοχές σε τιμή ανώτερη από εκείνη στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη, στις αγορές στις οποίες διενεργείται η αγορά των μετοχών. Εάν η αγορά αυτή δεν είναι οργανωμένη αγορά, η τιμή της τελευταίας ανεξάρτητης πράξης ή της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς που θα ληφθεί υπόψη είναι εκείνη της οργανωμένης αγοράς του κράτους μέλους στο οποίο

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

2. Όσον αφορά τον όγκο των μετοχών, ο εκδότης δεν αγοράζει ποσοστό μεγαλύτερο από το 25% του μέσου ημερήσιου όγκου των μετοχών που διαπραγματεύονται στην οργανωμένη αγορά στην οποία διενεργείται η αγορά των μετοχών. Ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών στη διάρκεια του μήνα που προηγείται εκείνου της δημοσιοποίησης του προγράμματος επαναγοράς και καθορίζεται, βάσει αυτού του υπολογισμού, για την εγκεκριμένη περίοδο εφαρμογής του προγράμματος. Εάν το πρόγραμμα δεν περιέχει καμία αναφορά στον όγκο αυτό τότε ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών των 20 ημερών διαπραγμάτευσης που προηγούνται της ημερομηνίας αγοράς.
3. Σε περίπτωση εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας στη σχετική αγορά, ο εκδότης δύναται να υπερβεί το όριο του 25 %, εφόσον ο ίδιος:
  - α) Ενημερώσει εκ των προτέρων την αρμόδια αρχή της οικείας αγοράς για την πρόθεσή του να υπερβεί το όριο του 25 %,
  - β) δημοσιοποιήσει με προσήκοντα τρόπο το ενδεχόμενο υπέρβασης του ορίου του 25 % και,
  - γ) δεν υπερβεί το 50 % του μέσου ημερήσιου όγκου.

### 3.3 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύμφωνα με το άρθρο 6 του κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 αναφορικά με τους περιορισμούς των προγραμμάτων επαναγοράς κατά την εφαρμογή τους, ο εκδότης, κατά τη συμμετοχή του σε πρόγραμμα επαναγοράς, **δεν** πρέπει να διενεργεί τις ακόλουθες πράξεις:

1. Πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος.
2. Πράξεις κατά τη διάρκεια περιόδου η οποία, βάσει της νομοθεσίας του κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η διαπραγμάτευση, θεωρείται «κλειστή περίοδος».
3. Ο εκδότης δεν διενεργεί επίσης πράξεις σε περίπτωση που έχει αποφασίσει να αναβάλει τη δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών δυνάμει του άρθρου 6 παράγραφος 2 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

### 3.4 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύμφωνα με το νόμο 2238/1994, άρθρο 106 (υπολογισμός φορολογητέου εισοδήματος) παρ. 7, σε περίπτωση εξαγοράς ή με οποιονδήποτε τρόπο απόκτησης από ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ιδίων αυτής μετοχών με σκοπό την απόσβεση ή μείωση του κεφαλαίου της, το ποσό που καταβάλλεται στους μετόχους πέραν του πράγματι καταβληθέντος από αυτούς αντίτιμου μετοχών και μη επιστραφέντος σε αυτούς, προέρχεται από το υπόλοιπο των κερδών που προκύπτει μετά την αφαίρεση του αναλογούντος, με βάση το άρθρο 109 του παρόντος, φόρου, από τα συνολικά κέρδη.

Ως πράγματι καταβληθέν από τους μετόχους ποσό θεωρείται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, προσαυξημένο κατά τα αποθεματικά τα σχηματισθέντα από την τυχόν υπέρ το άρτιον έκδοση των μετοχών.

Το ανωτέρω ποσό που λαμβάνουν οι μέτοχοι δεν υπόκειται σε φορολογία εφόσον το νομικό πρόσωπο δεν έχει, μέσα στη διαχειριστική χρήση που λαμβάνει χώρα, απόσβεση ή μείωση του κεφαλαίου, εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας ή



προσδιοριζόμενα ή φορολογούμενα κατά ειδικό τρόπο με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης.

### **3.5 ΣΤΟΧΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Ο Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς ορίζει ότι ένα πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να αποσκοπεί αποκλειστικά στη μείωση του κεφαλαίου ενός εκδότη (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από: α) τίτλους χρέους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους ή, β) την άσκηση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων (employee share option programmes) ή από άλλες διαθέσεις μετοχών σε εργαζομένους του εκδότη ή συνδεδεμένης με αυτόν εταιρίας.

Το άρθρο 16<sup>α</sup>, όπως προστέθηκε με το άρθρο 22 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 αναφέρει ότι μια εταιρεία δεν επιτρέπεται, με ποινή ακυρότητας, να προβαίνει σε προκαταβολές, να χορηγεί δάνεια ή να παρέχει εγγυήσεις με σκοπό την απόκτηση των μετοχών της από τρίτους, εκτός εάν συντρέχουν ειδικές προϋποθέσεις.

#### **3.5.1 ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗ ΠΡΑΚΤΙΚΗ**

Τα τελευταία χρόνια έχει παρατηρηθεί στην ελληνική αγορά μια αύξηση του φαινομένου των εισηγμένων εταιριών να επαναγοράζουν μετοχές και στη συνέχεια να τις μεταπωλούν σε υψηλότερη τιμή ή να τις διαθέτουν σε ξένα θεσμικά χαρτοφυλάκια. Το θέμα αυτό προκάλεσε την παρέμβαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία έστειλε ενημερωτική επιστολή σε όλες τις εισηγμένες εταιρίες την 15/05/2007 αναφορικά με τους κανόνες που πρέπει να ακολουθούνται στα πλαίσια της εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών. Η εικόνα που είχε δημιουργηθεί για τις επαναγορές μετοχών την περίοδο 1999-2000 ήταν ότι οι

επαναγορές μετοχών εξυπηρετούσαν τη στήριξη μιας μετοχής όταν αυτή δεν ανταποκρίνονταν στα θεμελιώδη μεγέθη της εκάστοτε επιχείρησης.

Σήμερα έχει δημιουργηθεί το φαινόμενο, εταιρίες να επαναγοράζουν μετοχές με σκοπό τη μεταπώλησή τους σε υψηλότερη τιμή ή τη διάθεσή τους σε ξένα χαρτοφυλάκια. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται ένα αίσθημα αδικίας κυρίως μεταξύ των μικροεπενδυτών, οι οποίοι διαπιστώνουν πως οι εταιρίες επιτυγχάνουν κέρδη διαθέτοντας και μεταπωλώντας τις μετοχές που οι ίδιοι προγενέστερα είχαν στην κατοχή τους. Η λογική της επαναγοράς μετοχών επιβάλλει στις εταιρίες να προβαίνουν στην αγορά μετοχών και εν συνεχεία να τις ακυρώνουν, εφόσον υπάρχει η εκτίμηση από τη διοίκηση της εταιρίας ότι τα εταιρικά κέρδη θα μειωθούν.

Στο πλαίσιο αυτό και προκειμένου να αποφευχθούν τέτοιου είδους πρακτικές από τις εισηγμένες εταιρίες, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έθεσε τους παρακάτω κανόνες οι οποίοι προσανατολίζονται προς την κατεύθυνση αυτή:

- Οι εντολές αγοράς ιδίων μετοχών να δίδονται από τις εταιρείες σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή της τελευταίας πράξης.
- Οι εισηγμένες να μην πραγματοποιούν αγορές ιδίων μετοχών όταν ο αριθμός των αγορών ανά ημέρα είναι μεγαλύτερος από το 25% του μέσου ημερήσιου όγκου των συναλλαγών των τελευταίων 20 ημερών.
- Να μην προβαίνουν σε πωλήσεις ιδίων μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των διαθέσεων σε θεσμικούς επενδυτές, όταν ταυτόχρονα αγοράζουν ίδιες μετοχές.
- Να μην αγοράζουν ίδιες μετοχές σε περιόδους που οι εταιρείες έχουν αποφασίσει την αναβολή δημοσιοποίησης προνομακίων πληροφοριών.

Σύμφωνα με τον κανονισμό 2273/ 2003, οι επαναγορές μετοχών πρέπει να έχουν λάβει έγκριση από τις συνελεύσεις των μετόχων αποκλειστικά για τους εξής λόγους:

1. Τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
2. Την εκπλήρωση υποχρεώσεων από προγράμματα διάθεσης μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας.
3. Την εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο.

Τέλος, ο νέος νόμος, όπως και ο παλαιότερος, προβλέπουν ότι η επαναγορά μετοχών δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της καθαρής θέσης της εταιρίας. Ο νέος νόμος ωστόσο προσθέτει δύο ακόμα παραμέτρους: Πρώτον, η επαναγορά δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το άθροισμα προς διανομή κερδών και των έκτακτων αποθεματικών και δεύτερον, παράλληλα με την εφαρμογή Δ. Λ. Π. (Διεθνών Λογιστικών Προτύπων), οι επαναγορές οδηγούν υποχρεωτικά σε μείωση της καθαρής θέσης της εταιρίας.

### **3.5.2 ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΠΛΟΥΤΟΥ ΕΚ ΤΟΥ ΜΗ ΟΝΤΟΣ**

Μέχρι πρότινος, το θεσμικό πλαίσιο ήθελε το μέτρο της επαναγοράς των μετοχών μιας εταιρίας να χρησιμοποιείται ως μέσο για τη στήριξη της τιμής της μετοχής στο χρηματιστήριο, ιδίως σε περιπτώσεις όπου για συγκυριακούς λόγους, η διοίκηση μιας εταιρίας και οι μέτοχοί της πίστευαν ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής ήταν ιδιαίτερα χαμηλή σε σχέση με την οικονομική της κατάσταση και τις προοπτικές της.

Εάν λοιπόν όλα πήγαιναν καλά, η εταιρία θα αγόραζε στα (συγκυριακά όπως πίστευε) χαμηλά επίπεδα τιμών, μετοχές της και όταν η ανισορροπία της χρηματιστηριακής αγοράς θα είχε αποκατασταθεί, τότε θα ρευστοποιούσε αυτές τις μετοχές σε υψηλότερα επίπεδα τιμών. Με αυτόν τον τρόπο αφενός θα είχε στηριχθεί η τιμή της μετοχής στη δύσκολη για το χρηματιστήριο περίοδο και αφετέρου, όταν πλέον θα είχε επανέλθει η ισορροπία στην αγορά, η εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρία θα επιτύγχανε σημαντικότερα κέρδη από αγοραπωλησίες μετοχών, καθώς θα είχε ρευστοποιήσει σε υψηλότερες τιμές τις ίδιες μετοχές της που είχε αγοράσει σε χαμηλότερα επίπεδα.

Το σημερινό θεσμικό πλαίσιο (κυρίως λόγω μιας σειράς παρενεργειών που σε ορισμένες περιπτώσεις έκαναν την εμφάνισή τους όπως στρέβλωση της αγοράς, περιορισμός εμπορευσιμότητας της μετοχής, κερδοσκοπία βασικών μετόχων, αδυναμία στήριξης των τιμών των μετοχών) θέλει τις αγορές ιδίων μετοχών να γίνονται με κυριότερο στόχο την μετέπειτα καταστροφή τους και έτσι να

χρησιμοποιείται η μέθοδος αυτή ως ένας τρόπος μείωσης των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας.

Παρατηρώντας τα τελευταία χρόνια τα πραγματοποιούμενα προγράμματα επαναγοράς των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο της Αθήνας που ως στόχο είχαν τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της αγοράς και ακύρωσης των ιδίων μετοχών τους, διαπιστώνουμε ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις και σε μεγάλο βαθμό ανεξάρτητα από την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου, η περιουσία των μετόχων, μέσω της αύξησης της τιμής της μετοχής τους, αυξήθηκε. Πραγματοποιήθηκε δηλαδή μέσω της υποκατάστασης ιδίων κεφαλαίων με ξένα (gearing up) που συνιστά η μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, μείωση του μέσου κόστους κεφαλαίου των εισηγμένων εταιριών και αύξηση της αποτίμησης τους και της τιμής της μετοχής τους.

Το ερώτημα που ανακύπτει είναι αν υπάρχουν όρια στο “gearing up”, στην κίνηση δηλαδή της εταιρίας να υποκαθιστά ίδια κεφάλαια με δανειακά προκειμένου να μειώνει το κόστος κεφαλαίου της. Η απάντηση προφανώς είναι θετική.

Μια υπερβολική έκθεση της εταιρίας σε ξένα κεφάλαια θα αυξήσει τον κίνδυνο για την εταιρία, με αποτέλεσμα την αύξηση του spread (επασφάλιστρο αυξημένου κινδύνου των τραπεζών πάνω στο βασικό επιτόκιο) στο επιτόκιο δανεισμού της, αλλά και την αρνητική επίπτωση επί της τιμής της μετοχής, λόγω της αβεβαιότητας που θα καλλιεργηθεί στην επενδυτική κοινότητα.

Ωστόσο, όσο περισσότερο υποκαθίστανται τα ίδια κεφάλαια από δανεισμό, τόσο τα φορολογικά οφέλη αυξάνονται, οι «σπατάλες» της διοίκησης αποφεύγονται ενώ αποφεύγονται και οι επιχειρηματικές επιλογές υψηλού ρίσκου.

Κατά συνέπεια, οι διοικήσεις των εταιριών που προβαίνουν σε μια τέτοια κίνηση θα πρέπει να εκμεταλλευθούν τα πλεονεκτήματα του “gearing up” και να εφαρμόζουν τη συγκεκριμένη τακτική με μέτρο έτσι ώστε να αποφύγουν τις αρνητικές επιπτώσεις που αυτή μπορεί να επιφέρει.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

#### 4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν διενεργηθεί και αφορούν στο σύνολο των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς, η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, επηρεάζεται από την αντίστοιχη απόδοση της αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται αφού συμπεριληφθεί και ο κίνδυνος που συνδέεται με την εν λόγω μετοχή. Όσον αφορά ωστόσο στην πραγματική απόδοση μιας μετοχής, δεν έχει διεξαχθεί κάποια αντίστοιχη έρευνα μέσω της οποίας θα δύναται να μοντελοποιηθεί η απόδοση κάνοντας χρήση επιπρόσθετων παραγόντων που να την επηρεάζουν. Έτσι δημιουργούνται υπερβάλλοντα ή μη αναμενόμενα κέρδη τα οποία ορίζονται ως τα πραγματικά κέρδη μείον τα αναμενόμενα. Η ύπαρξη υπερβαλλόντων κερδών τα οποία συνδέονται με την ύπαρξη έκτακτων αποδόσεων, οφείλεται ουσιαστικά στην αναποτελεσματικότητα των αγορών με άμεσο αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών να μην αντικατοπτρίζουν και να μην ενσωματώνουν όλη την υπάρχουσα πληροφόρηση που συνδέεται με αυτές.

Η προσπάθεια επομένως και η εστίαση των μελετών στράφηκε στην προσπάθεια των ερευνητών να εκτιμήσουν τα υπερβάλλοντα αυτά κέρδη των μετοχών, ακολουθώντας συστηματικά έναν επενδυτικό κανόνα. Οι περισσότερες έρευνες που ασχολούνται με την εκτίμηση των μη αναμενόμενων κερδών των μετοχών, εξετάζουν τις έκτακτες αποδόσεις που διαπιστώνονται κατά τη διάρκεια και γύρω από τη στιγμή της πραγματοποίησης ενός γεγονότος που σχετίζεται με την μετοχή.



Ένα τέτοιο γεγονός είναι τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών τα οποία εφαρμόζονται σε μεγάλο βαθμό, τόσο στις εξωτερικές χρηματιστηριακές αγορές όσο και στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια.

Η επικρατέστερη μέθοδος η οποία έχει εφαρμοσθεί στις περισσότερες έρευνες του εξωτερικού σε μια προσπάθεια να εκτιμηθούν οι έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των επαναγοραζουσών εταιριών και αυτή που θα χρησιμοποιηθεί στα πλαίσια της παρούσας έρευνας για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, είναι αυτή της ανάλυσης των επιχειρηματικών γεγονότων (event study). Μέχρι σήμερα, έχει διεξαχθεί ένας σημαντικός αριθμός σχετικών μελετών. Από αυτές ξεχωρίζει η πρωτοπόρος μελέτη των **Brown and Warner (1980)** στην οποία χρησιμοποιούνται μηνιαία στοιχεία και στη συνέχεια των **Dyckman, Philbrick, Stephan (1984)** και των **Brown, Lockwood and Lumnner (1985)** όπου χρησιμοποιούνται ημερήσια στοιχεία.

Η ιστορία των αποδόσεων για κάθε μετοχή, όπως ισχυρίζεται ο **Strong (1992)** στην έρευνά του, συνήθως διαιρείται στην περίοδο εκτίμησης (estimation period) και στην περίοδο παρατήρησης ή εξεταζόμενη περίοδο (test period ή μεταγενέστερα observation period). Η περίοδος εκτίμησης χρησιμοποιείται προκειμένου να εκτιμήσουμε τις παραμέτρους της αναμενόμενης απόδοσης της βάσης που χρησιμοποιούμε (για παράδειγμα τον δείκτη της αγοράς). Έτσι γίνεται πιο εφικτό, οι προβλεπόμενες υπερβάλλουσες αποδόσεις, να υπολογισθούν μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο.

Αυτό που παρατηρήθηκε από τις παραπάνω έρευνες είναι πως όσο πιο σύντομα είναι τα χρονικά διαστήματα μέσα στα οποία υπολογίζουμε τις αποδόσεις, τόσο πιο συχνά παρατηρούνται υπερβολικά κέρδη. Πρακτικά, για ημερήσιες μελέτες (όπως είναι και η δική μας έρευνα) η περίοδος εκτίμησης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 100 και 300 ημερών. Επίσης, όσο πιο μικρή είναι η περίοδος που πραγματοποιείται το υπό εξέταση γεγονός (για παράδειγμα επαναγορά μετοχών), τόσο πιο εύκολο είναι να αναγνωριστεί οποιαδήποτε μη φυσιολογική ή έκτακτη απόδοση (abnormal return).

Αναφορικά με την επιλογή του μοντέλου βάσει του οποίου γίνεται ο υπολογισμός της αναμενόμενης απόδοσης των μετοχών τα αποτελέσματα δείχνουν, σύμφωνα με τον **Armitage (1995)** αλλά και με τις περισσότερες σχετικές έρευνες, ότι το μοντέλο της αγοράς (market model) υπερτερεί των υπόλοιπων σε πολλές περιπτώσεις. Παρόλα αυτά, συχνά χρησιμοποιούνται και άλλα μοντέλα όπως είναι το “mean adjusted return model” και το “market adjusted return model” και λιγότερο συχνά τα “Fama – MacBeth model”, “Control Portfolio model”, “market model with Scholes – Williams beta estimation” και “Capital Asset Pricing Model”. Τέλος, όσον αφορά την ακολουθούμενη μέθοδο ελέγχου της στατιστικής σημαντικότητας των έκτακτων αποδόσεων, οι ενδείξεις ευνοούν τη χρήση του t-test.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η παρουσίαση της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε, προκειμένου να γίνει η διερεύνηση των παραγόντων που επιδρούν στη δημιουργία έκτακτων αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών λαμβάνοντας υπόψη το προσαρμοσμένο στις ανάγκες της αγοράς ισχύον ελληνικό θεσμικό πλαίσιο. Η περίοδος μελέτης εκτείνεται στο χρονικό διάστημα 2000 – 2008 ενώ το δείγμα περιλαμβάνει 351 ανακοινώσεις επαναγοράς και 179 εταιρίες. Απαραίτητη προϋπόθεση για να συμπεριληφθούν οι ανακοινώσεις στο παρόν δείγμα, ήταν η απουσία προηγούμενης ανακοίνωσης αντίστοιχης πρόθεσης επαναγοράς των εταιριών κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης (estimation period) και παρατήρησης (observation period). Τα στοιχεία των ανακοινώσεων αντλήθηκαν από τα Ημερήσια Δελτία Τιμών (ένα προς ένα) του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (X. A. A.) ενώ για την εκτίμηση του συνολικού δείγματος και τις ανάγκες των διαχωρισμών του δείγματος για τον εντοπισμό και την απομόνωση των ζητούμενων παραγόντων, χρησιμοποιήθηκαν οι βάσεις δεδομένων Thomson Datastream, Bloomberg και Effect Finance.

## 4.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDY ANALYSIS)

Στα πλαίσια του προσδιορισμού της επίδρασης των προγραμμάτων επαναγοράς στις τιμές των μετοχών καθώς και των λοιπών παραγόντων οι οποίοι συνδιαμορφώνουν τις μετοχικές αποδόσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιριών, στην έρευνά μας, όπως και στις περισσότερες έρευνες που αναφέρθηκαν για την αμερικανική αγορά αλλά και για τις αγορές του υπόλοιπου κόσμου, χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis) όπως αυτή αναπτύχθηκε πρωτογενώς από τους **Brown and Warner (1980)**. Ουσιαστικά έγινε προσπάθεια να ερμηνευθεί η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών τόσο συνολικά όσο και επιμεριστικά σε συγκεκριμένες ομάδες εταιριών προκειμένου να εντοπιστούν και να αξιολογηθούν οι παράγοντες που δυνητικά ερμηνεύουν τις προκύπτουσες έκτακτες αποδόσεις.

Προτού συνεχίσουμε με την ακριβή μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τη διεκπεραίωση αυτής της έρευνας, κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε συνοπτικά τα βήματα που απαιτούνται για την ορθή εφαρμογή της μεθόδου ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis) έτσι ώστε να υπάρξει μια πρώτη ολοκληρωμένη εικόνα επί της διαδικασίας που συνήθως ακολουθείται σε μια ανάλογη έρευνα.

Το αρχικό βήμα για την ανάλυση ενός επιχειρηματικού γεγονότος αποτελεί ο προσδιορισμός του γεγονότος και της περιόδου για τη διάρκεια της οποίας θα εξετασθούν οι χρηματιστηριακές τιμές των διαφόρων εταιριών, δηλαδή της περιόδου παρατήρησης (observation period ή, εφεξής, event window). Σε πολλές περιπτώσεις η περίοδος παρατήρησης εντοπίζεται στο διάστημα που προηγείται και έπεται της ανακοίνωσης από μία εταιρία για την απόφασή της να πραγματοποιήσει το γεγονός ενδιαφέροντος (όπως είναι για παράδειγμα η ανακοίνωση από μια εταιρία για επαναγορά των μετοχών της). Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις της ανακοίνωσης στην τιμή των μετοχών και μετά το κλείσιμο της χρηματαγοράς τη συγκεκριμένη μέρα.

Κατ' εφαρμογή των προηγούμενων στην έρευνά μας, το ενδιαφέρον εντοπίζεται στην περίοδο λίγο πριν και λίγο μετά το χρονικό σημείο στο οποίο η ελληνική εισηγμένη εταιρία ανακοινώνει ότι συγκαλείται Γενική Συνέλευση με ένα εκ των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης, την απόφαση των διοικήσεων των εταιριών για πραγματοποίηση της επαναγοράς ιδίων μετοχών.

Αφού προσδιοριστεί το γεγονός και η χρονική περίοδος που θα εξετασθεί, αποφασίζονται τα κριτήρια με βάση τα οποία θα πραγματοποιηθεί η επιλογή των εταιριών του δείγματος. Μερικά από αυτά τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στη συγκεκριμένη έρευνα είναι αφενός η διαπραγμάτευση των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (X. A. A.) και αφετέρου, η απουσία προηγούμενης ανακοίνωσης επαναγοράς από την ίδια εταιρία τόσο κατά τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης (event window) όσο και κατά την περίοδο εκτίμησης (estimation period).

Προκειμένου να εκτιμηθεί η επίδραση του γεγονότος, απαιτείται ένα μέτρο της έκτακτης απόδοσης. Η έκτακτη απόδοση ορίζεται ως η πραγματική απόδοση της μετοχής κατά τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης (event window) μείον την αναμενόμενη απόδοση, δηλαδή την απόδοση που θα πραγματοποιούνταν αν το συγκεκριμένο εξεταζόμενο γεγονός δε λάμβανε χώρα, για το ίδιο διάστημα. Η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής υπολογίζεται με βάση ένα επιλεχθέν μοντέλο (για παράδειγμα το μοντέλο της αγοράς).

Αφού επιλεγεί το μοντέλο με βάση το οποίο θα προσδιοριστεί η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών, θα πρέπει να ορισθεί η περίοδος εκτίμησης (estimation period). Συνήθως, επιλέγεται η χρησιμοποίηση της περιόδου πριν την περίοδο παρατήρησης (event window). Είναι ευνόητο ότι δε θα πρέπει να χρησιμοποιείται ως περίοδος εκτίμησης ένα χρονικό διάστημα στο οποίο να περιλαμβάνεται και η περίοδος παρατήρησης.

Με βάση τα προηγούμενα υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις και στη συνέχεια απαιτείται η πραγματοποίηση του στατιστικού ελέγχου αυτών με βάση κάποιες υποθέσεις. Θεμελιώδης υπόθεση είναι η μηδενική (Null Hypotheses), στην οποία θεωρείται ότι οι έκτακτες αποδόσεις που θα προκύψουν θα είναι μηδενικές. Η εναλλακτική υπόθεση που συνήθως χρησιμοποιείται είναι ότι οι προκύπτουσες έκτακτες αποδόσεις είναι διάφορες του μηδενός.



Τέλος, μετά την πραγματοποίηση των παραπάνω υπολογισμών, εκτιμάται το αποτέλεσμα της έρευνας, εφόσον οι έλεγχοι που έχουν προηγηθεί έχουν διασφαλίσει τη στατιστική του σημαντικότητα, και παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει.

### 4.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στην παρούσα έρευνα επιχειρείται να προσδιοριστούν οι βασικοί παράγοντες οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για την ύπαρξη έκτακτων αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που προβαίνουν σε ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς. Έτσι λοιπόν η εξέταση της επίδρασης της αγοράς στην τιμή των εταιριών αυτών, θα γίνει για την **ημερομηνία ανακοίνωσης** των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών η οποία θεωρείται η ημέρα μηδέν (0) στα πλαίσια της ακολουθούμενης στατιστικής ανάλυσης. Η συγκεκριμένη ημερομηνία επιλέχθηκε διότι, σε αντίθεση με άλλες χρηματιστηριακές αγορές όπου η ημέρα ανακοίνωσης συμπίπτει με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου, στην ελληνική αγορά η ημέρα ανακοίνωσης έπεται της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου (η απόφαση του Δ. Σ. δημοσιεύεται μετά από διάστημα 8-10 ημερών). Επομένως η ημέρα της ανακοίνωσης των ελληνικών εισηγμένων εταιριών αναφορικά με τη συγκρότηση Γενικής Συνέλευσης (τακτικής ή έκτακτης) με ένα εκ των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης την έγκριση προγράμματος επαναγοράς μετοχών, αποτελεί ουσιαστικά την πρώτη ημέρα κατά την οποία γίνεται από τις εταιρίες η δημόσια γνωστοποίηση στον κύριο όγκο των επενδυτών για την πρόθεσή τους να προβούν σε επαναγορά.

Όλες οι περιπτώσεις επαναγοράς μετοχών στην Ελλάδα είναι επαναγορές ανοικτής αγοράς (OMRs) και αυτός είναι ο λόγος που στην επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που παραθέσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, ασχοληθήκαμε κατά κύριο λόγο με αυτού του είδους τις επαναγορές. Σύμφωνα επίσης με τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, τόσο στην αμερικανική αγορά όσο και στις υπόλοιπες χρηματιστηριακές αγορές στον κόσμο, παρατηρείται γενικά μια θετική αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις που αφορούν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Αυτό βέβαια δε σημαίνει κατ' ανάγκη ότι τα αποτελέσματα για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά θα είναι ανάλογα.



Το τελευταίο ισχύει διότι δεν υπάρχει έντονη συσχέτιση των μετοχικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών με τις αντίστοιχες μετοχικές αποδόσεις εταιριών σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές όπως η αμερικάνικη.

Λόγω της ύπαρξης επιπλέον γεγονότων τα οποία επιδρούν παράλληλα με το γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς στις τιμές των μετοχών, ένα από τα κύρια μελήματα αυτής της έρευνας είναι η απομόνωση των παραγόντων οι οποίοι συνδιαμορφώνουν τις έκτακτες αποδόσεις των ελληνικών επαναγοραζουσών εταιριών προκειμένου να εξετασθεί μεμονωμένα η επίδραση τους. Στα πλαίσια της έρευνας θα εξεταστεί η επίδραση και άλλων παραγόντων οι οποίοι αποτέλεσαν αντικείμενο μελέτης ξένων ερευνών έτσι ώστε να καταστεί εφικτή η απαραίτητη σύγκριση με τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Όπως αναφέρθηκε προγενέστερα, η ακολουθούμενη μεθοδολογία στηρίζεται στη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis) των **Brown and Warner (1980)**. Το δείγμα το οποίο χρησιμοποιήθηκε για τις ανάγκες της έρευνας αποτελείται από 351 ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών και 179 εταιρίες για την περίοδο 2000 – 2008. Παρακάτω αναφέρεται η διαδικασία που ακολουθήθηκε στη συγκεκριμένη έρευνα για τον προσδιορισμό και το στατιστικό έλεγχο των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών των επαναγοραζουσών ελληνικών εισηγμένων εταιριών.

Ως πρώτο βήμα για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων είναι ο καθορισμός της περιόδου εκτίμησης (estimation period) και της περιόδου παρατήρησης (observation period ή event window). Στην πρώτη περίπτωση παίρνουμε το διάστημα (-250 ημέρες, -6 ημέρες) που αντιστοιχεί σε 245 παρατηρήσεις, ενώ στη δεύτερη εξετάζουμε τρεις διαφορετικές περιόδους (event windows): ημέρα 0, (-1 ημέρα, +1 ημέρα) και (-5 ημέρες, +5 ημέρες). Επιπλέον κρίθηκε αναγκαία, λόγω της ιδιαιτερότητας του ελληνικού θεσμικού πλαισίου και της συμπερίληψης της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου των ελληνικών εισηγμένων εταιριών, η εξέταση μιας επιπλέον περιόδου παρατήρησης (event window): (-10 ημέρες, +5 ημέρες). Στην τελευταία περίπτωση η περίοδος εκτίμησης (estimation period) μεταβάλλεται σε (-250 ημέρες, -11 μέρες) που αντιστοιχεί σε 240 παρατηρήσεις.

Ως ημερομηνία 0 θέτουμε την ημέρα ανακοίνωσης (announcement day), από τη Γενική Συνέλευση της κάθε εταιρίας, της απόφασής της να προβεί σε επαναγορά μετοχών. Η ημερομηνία αυτή είναι διαφορετική για την κάθε εταιρία. Αυτό στο οποίο δόθηκε προσοχή είναι η μη ταύτιση των δύο περιόδων (εκτίμησης και παρατήρησης) κατά τον προσδιορισμό των έκτακτων αποδόσεων και η διατήρηση χρονικής απόστασης τουλάχιστον ενός έτους από την τελευταία ανακοίνωση επαναγοράς για την ίδια εταιρία.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιούμε τρία υποδείγματα (μοντέλα), προκειμένου να υπολογίσουμε την ημερήσια αναμενόμενη απόδοση,  $(\hat{R}_{jt})$ , κάθε εταιρίας στο event window (περίοδος παρατήρησης). Τα υποδείγματα αυτά, με σειρά συχνότητας με την οποία εφαρμόζονται διεθνώς σύμφωνα με τη βιβλιογραφία είναι τα εξής:

- 1) Μοντέλο της αγοράς (market model).
- 2) Μοντέλο προσαρμοσμένης απόδοσης ως προς τον μέσο (mean adjusted return model).
- 3) Μοντέλο των προσαρμοσμένων στην αγορά αποδόσεων (market adjusted return model).

Στην έρευνά μας, θα γίνει ανάλυση με το μοντέλο της αγοράς (market model) για τις διάφορες περιόδους εξέτασης ενώ θα παρουσιαστούν και τα αποτελέσματα που πηγάζουν και από τις υπόλοιπες μεθόδους.

Πρώτο βήμα για κάθε μέθοδο αποτελεί ο υπολογισμός των ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρίας και για τις δύο περιόδους (εκτίμησης και παρατήρησης) με τη χρησιμοποίηση του φυσικού λογαρίθμου, ώστε οι αποδόσεις να ακολουθούν την κανονική κατανομή:

$$R_{jt} = \text{Ln} \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

Όπου:

$R_{jt}$ : η ημερήσια απόδοση των εταιριών  $j= 1,2,3,\dots,179$  για τις ημέρες  $t= -250, -249, -248, \dots, +5$

$P_t$ : η τιμή της μετοχής την ημέρα  $t$

$P_{t-1}$ : η τιμή της μετοχής την ημέρα  $t-1$

Η πρώτη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης είναι το μοντέλο της αγοράς (market model) το οποίο περιγράφεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$R_{jt} = a_j + b_j \times R_{mt} + e_{jt}$$

Με βάση την παραπάνω εξίσωση τρέχουμε μία παλινδρόμηση, προκειμένου να προσδιορίσουμε τους συντελεστές  $a_j$  και  $b_j$ . Ως  $R_{jt}$  θέτουμε τις ημερήσιες αποδόσεις κάθε εταιρίας στην περίοδο εκτίμησης (estimation period) και ως  $R_{mt}$  τις ημερήσιες αποδόσεις του δείκτη της αγοράς, δηλαδή του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (X. A. A.). Ο συντελεστής  $b_j$  είναι ένα μέτρο κινδύνου, που αναφέρεται στην ευαισθησία της κάθε εταιρίας  $j$  ( $j=1,2,3,\dots,179$ ) στις μεταβολές της αγοράς, ενώ ο συντελεστής  $a_j$  μετράει την μέση απόδοση της περιόδου εκτίμησης, που δεν ερμηνεύεται από τις μεταβολές της αγοράς, αλλά στην προκείμενη περίπτωση από την ανακοίνωση της απόφασης της εταιρίας για επαναγορά. Ο όρος  $e_{jt}$  αποτελεί το στατιστικό λάθος (statistical error) και ισχύει ότι  $\sum e_{jt}=0$ . Η παλινδρόμηση μας δίνει τις εκτιμήσεις των παραμέτρων  $a_j$  και  $b_j$ , δηλαδή τους εκτιμητές  $\hat{a}_j$  και  $\hat{b}_j$  αντίστοιχα. Η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση κάθε εταιρίας δίνεται από το υπόδειγμα (μοντέλο) της αγοράς για κάθε ημέρα των περιόδων παρατήρησης (event windows) με τη χρησιμοποίηση αυτών των εκτιμητών:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{a}_j + \hat{b}_j \times R_{mt}$$

όπου τώρα το  $R_{mt}$  αποτελεί την απόδοση του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (X. A. A.) για κάθε ημέρα των περιόδων παρατήρησης (event windows). Το υπόδειγμα (μοντέλο) της αγοράς, λαμβάνει υπόψη του τόσο τον κίνδυνο που συνδέεται με την αγορά (beta) όσο και τις μέσες αποδόσεις και γι' αυτό το λόγο χρησιμοποιείται ευρέως από τους περισσότερους ερευνητές παγκοσμίως.

Η δεύτερη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης των μετοχών είναι η προσαρμοσμένη ως προς τον μέσο (mean adjusted return method). Σύμφωνα με την εν λόγω μέθοδο, αρχικά υπολογίζουμε τον μέσο όρο των ημερήσιων αποδόσεων στην περίοδο εκτίμησης (estimation period) για κάθε εταιρία. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε μετοχή στις περιόδους παρατήρησης (event windows) θα ισούται με την μέση ημερήσια απόδοση της μετοχής στην περίοδο εκτίμησης (estimation period). Δηλαδή ισχύει ότι:

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-250}^{-6} R_{jt}}{245}$$

Επίσης, λαμβάνοντας υπόψη την πρόσθετη περίοδο παρατήρησης (event window) που συμπεριλάβαμε λόγω της ιδιαιτερότητας του ελληνικού πλαισίου ισχύει ότι:

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-250}^{-11} R_{jt}}{240}$$

Η τρίτη μέθοδος υπολογισμού των αναμενόμενων αποδόσεων, που είναι και η απλούστερη, είναι αυτή των προσαρμοσμένων στην αγορά αποδόσεων (market adjusted model). Η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε εταιρία στις διάφορες περιόδους παρατήρησης (event windows), ισοδυναμεί με την απόδοση του δείκτη της αγοράς για τη συγκεκριμένη ημέρα. Δηλαδή,

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Αυτή η μέθοδος μπορεί να θεωρηθεί ως μία προσέγγιση του υποδείγματος της αγοράς, όπου  $a_j = 0$  και  $b_j = 1$  για όλες τις εταιρίες του δείγματος.

Αφού υπολογίσουμε με τις παραπάνω τρεις μεθόδους τις αναμενόμενες αποδόσεις για όλες τις περιόδους παρατήρησης (event windows), προχωρούμε στον προσδιορισμό των καταλοίπων (residuals) για κάθε ημέρα και εταιρία:

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Όπου:

$R_{jt}$ : η πραγματική ημερήσια απόδοση για κάθε εταιρία στις περιόδους παρατήρησης (event windows).

$\hat{R}_{jt}$ : η αναμενόμενη ημερήσια απόδοση για κάθε εταιρία στις περιόδους παρατήρησης (event windows).

Τα κατάλοιπα αντιπροσωπεύουν την υπερβάλλουσα (έκτακτη απόδοση), δηλαδή εκείνο το μέρος της απόδοσης που δεν είναι αναμενόμενο και γι' αυτό το λόγο αποτελούν μια εκτίμηση της μεταβολής της αξίας της εταιρίας, που προκαλείται από το γεγονός της επαναγοράς.

Στη συνέχεια, βρίσκουμε τον ημερήσιο μέσο όρο των καταλοίπων για όλες τις εταιρίες, ώστε να έχουμε το μέσο κατάλοιπο (Average Residual) για κάθε ημέρα των περιόδων παρατήρησης (event windows):

$$AR_t = \frac{\sum_t r_{jt}}{N}$$

όπου  $N$ : ο αριθμός των εταιριών του δείγματος ( $N = 179$ ).



Το τελικό βήμα είναι να συγκεντρώσουμε τα μέσα κατάλοιπα ( $AR_t$ ) για κάθε ημέρα σε όλες τις περιόδους παρατήρησης (event windows), προκειμένου να προσδιορίσουμε τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns) ή τα σωρευτικά μέσα κατάλοιπα (Cumulative Average Residuals):

$$CAR = \sum_{t=0} (AR_t) , \quad CAR = \sum_{t=-1}^{t=+1} (AR_t) , \quad CAR = \sum_{t=-5}^{t=+5} (AR_t)$$

Επίσης για την περίοδο παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες) οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις προσδιορίζονται ως εξής:

$$CAR = \sum_{t=-10}^{t=+5} (AR_t)$$

Επισημαίνεται ότι, οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (CARs), αντιπροσωπεύουν τη μέση επίδραση της ανακοίνωσης της επαναγοράς για όλες τις υπό εξέταση εταιρίες και για τις τρεις περιόδους παρατήρησης (event windows).

Το επόμενο βήμα αποτελεί ο έλεγχος των στατιστικών μας υποθέσεων, που είναι ιδιαίτερα σημαντικός, διότι με βάση αυτόν προσδιορίζουμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων μας. Σκοπός μας είναι να ελέγξουμε αν η μέση ημερήσια έκτακτη απόδοση και η σωρευτική μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντικές. Αυτό θα γίνει με τη βοήθεια του στατιστικού συντελεστή  $t$  ( $t$ -statistics).

Οι στατιστικές υποθέσεις τις οποίες θα ελέγξουμε είναι οι εξής:

$$H_0: AR = 0 \quad H_1: AR \neq 0$$

$$H_0: CAR = 0 \quad H_1: CAR \neq 0$$

Παράλληλα, υποθέτουμε συσχέτιση των καταλοίπων μεταξύ των επιχειρήσεων του δείγματος (dependence assumption) λόγω του clustering effect, δηλαδή του γεγονότος ότι μπορεί κάποιες επαναγορές εταιριών να πραγματοποιήθηκαν την ίδια ημέρα και αυτό να επηρεάζει τις εμφανιζόμενες έκτακτες αποδόσεις τους.

Για τον υπολογισμό του στατιστικού συντελεστή  $t$  (t-statistics) των μέσων καταλοίπων, διαιρούμε τα μέσα κατάλοιπα της περιόδου παρατήρησης (observation period) με το τυπικό σφάλμα (standard error) που έχουν κατά την περίοδο εκτίμησης (estimation period):

$$t_{AR} = \frac{AR_t}{S(AR_t)}$$

Όπου το  $S(AR_t)$  υπολογίζεται ως εξής:

$$S(AR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-250}^{-6} [(AR_t - \overline{AR_t})]^2}{t-1}}$$

Όπου:

$$\overline{AR_t} = \sum_{t=-250}^{-6} \frac{AR_t}{t} : \text{ο μέσος όρος των έκτακτων αποδόσεων (ARs) όλων των}$$

επιχειρήσεων του δείγματος καθ' όλη την περίοδο εκτίμησης (estimation period).

Για τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας της σωρευτικής μέσης έκτακτης απόδοσης υπολογίζουμε το στατιστικό συντελεστή  $t$  (t-statistics) των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων (CARs), ως τον λόγο των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων (CARs) της περιόδου παρατήρησης (observation period) με το τυπικό σφάλμα τους (standard error):

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\sqrt{T \times S(AR_t)}}$$

Όπου  $T$  είναι ο συνολικός αριθμός των χρονικών σημείων της περιόδου παρατήρησης (observation period).

Εάν οι στατιστικοί συντελεστές  $t$  (t-statistics) είναι μεγαλύτεροι ή ίσοι από μία κριτική τιμή σύμφωνα με το αντίστοιχο επίπεδο σημαντικότητας, τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση  $H_0$  και επομένως τόσο οι έκτακτες αποδόσεις (ARs) όσο και οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (CARs), είναι στατιστικώς σημαντικές, άρα οι μετοχές παρουσιάζουν έκτακτες αποδόσεις στα event windows.

Μετά την ολοκλήρωση της παραπάνω μεθοδολογίας που αφορά το σύνολο του δείγματος που θα χρησιμοποιήσουμε για τη διεξαγωγή της έρευνάς μας, χωρίζουμε το συνολικό δείγμα σε υποδείγματα προκειμένου να προσδιορίσουμε και να απομονώσουμε τους παράγοντες που επιδρούν ταυτόχρονα με το γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς στη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων των μετοχών. Διευκρινίζεται ότι η συγκεκριμένη μεθοδολογική προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε από το σύνολο των ερευνών που εξετάστηκαν στην προηγούμενη επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και επομένως κρίνεται αναγκαία η υιοθέτησή της από την έρευνά μας προκειμένου στο τέλος αυτής να διενεργηθούν οι απαραίτητες συγκρίσεις.

Τα συμπεράσματα θα εξαχθούν κάνοντας χρήση της διαδικασίας που περιγράψαμε ανωτέρω για τον κάθε παράγοντα ξεχωριστά. Τέλος αναφέρουμε ότι, προκειμένου να διεκπεραιωθεί η ανωτέρω εκτίμηση, έλεγχος και εξαγωγή των συμπερασμάτων για τα πολυάριθμα στοιχεία που απαρτίζουν τόσο το συνολικό δείγμα όσο και τις διασπάσεις αυτού, έγινε χρήση του οικονομετρικού προγράμματος e-views. Για τη συγκέντρωση δε όλων των απαιτούμενων πληροφοριών που αφορούν την έρευνα έγινε χρήση εκτεταμένων υπολογιστικών φύλλων.

#### 4.4 ΔΕΔΟΜΕΝΑ – ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

Το συνολικό μας δείγμα περιλαμβάνει 351 ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs) και 179 εταιρίες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώ η περίοδος μελέτης εκτείνεται στο χρονικό διάστημα 2000 – 2008. Κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο υπήρξαν ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών οι οποίες πραγματοποιήθηκαν ταυτόχρονα με ανακοινώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ή με ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων. Στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης οι συγκεκριμένες ανακοινώσεις συμπεριλήφθηκαν στο εξεταζόμενο συνολικό δείγμα. Διευκρινίζεται ότι ο κύριος λόγος για τον οποίο έγινε επιλογή της ημερομηνίας ανακοίνωσης της επαναγοράς από κάθε εταιρία και όχι η ημερομηνία της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης για εφαρμογή τέτοιων προγραμμάτων, είναι ότι η ημερομηνία της ανακοίνωσης αποτελεί πρακτικά την πρώτη μέρα κατά την οποία γίνεται γνωστή η πρόθεση της επαναγοράς στον κύριο όγκο των επενδυτών. Η ημερομηνία αυτή είναι καθοριστική και «ικανή» να επιφέρει τις ζητούμενες, από τις εταιρίες, συνέπειες στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών και για αυτό το λόγο πολλές εταιρίες αντί να πραγματοποιούν τα ανακοινωθέντα προγράμματα επαναγοράς, μεταγενέστερα τα ακυρώνουν κάτω από την κάλυψη που προσφέρει το ισχύον νομικό πλαίσιο για τις επαναγορές ανοικτής αγοράς (OMRs) και δυστυχώς πολλές φορές όχι προς όφελος των επενδυτών.

Απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να συμπεριληφθούν οι επαναγοράζουσες εταιρίες στο δείγμα αποτέλεσε η απουσία προηγούμενης ανακοίνωσης αντίστοιχης πρόθεσης των εταιριών κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης (estimation period) και παρατήρησης (observation period).

Η άντληση των δεδομένων για τη διενέργεια της στατιστικής ανάλυσης έγινε μέσω της ενδεδειγμένης εξέτασης των Ημερήσιων Δελτίων Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ένα προς ένα) για όλη την δετία, δεδομένης της έλλειψης κάποιας οργανωμένης βάσης δεδομένων για την άντληση στοιχείων που αφορούν την επαναγορά μετοχών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Επίσης, για τις ανάγκες διενέργειας υπολογισμών στα πλαίσια προσδιορισμού και συμπερίληψης παραγόντων οι οποίοι δυνητικά επηρεάζουν τις μετοχικές έκτακτες αποδόσεις (μέσες και

σωρευτικές) των επαναγοραζουσών εταιριών χρησιμοποιήθηκαν οι βάσεις δεδομένων Thomson Datastream, Bloomberg και Effect Finance καθώς και το οικονομετρικό πρόγραμμα “e-views”.

Τέλος, οι εταιρίες που συμπεριλήφθηκαν στο συνολικό δείγμα, εντάσσονται σε διαφορετικούς κλάδους, με αποτέλεσμα να μην επηρεάζεται η έρευνα από τυχόν εξωγενείς παράγοντες που μπορεί να έπαιξαν κάποιο ρόλο, είτε θετικό είτε αρνητικό, στην εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιριών κάποιων συγκεκριμένων κλάδων.

#### **4.5 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΙ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΚΑΙ ΣΩΡΕΥΤΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ**

Για τις ανάγκες της παρούσας έρευνας και προκειμένου να προσδιοριστούν οι παράγοντες οι οποίοι δυνητικά επιδρούν και επηρεάζουν τις παρατηρούμενες έκτακτες αποδόσεις των μετοχών των εταιριών που προβαίνουν σε ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς, κρίθηκε αναγκαίο να γίνουν περαιτέρω διαχωρισμοί του συνολικού δείγματος που συγκεντρώσαμε έτσι ώστε, αφενός να απομονώσουμε την επιρροή τους εστιάζοντας στη μεμονωμένη επίδραση του γεγονότος της επαναγοράς, αφετέρου να μελετήσουμε τη συμπεριφορά των επαναγοραζουσών εταιριών μέσα από το πρίσμα των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που αυτές παρουσιάζουν, τα οποία αποτελούν προϊόν συστηματικής αξιολόγησης και μελέτης από τους επενδυτές.

Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας, έγιναν συνολικά 5 διαχωρισμοί του συνολικού δείγματος ενώ δημιουργήθηκαν 10 υποδείγματα τα οποία εξετάστηκαν με βάση τη μεθοδολογία που αναπτύχθηκε για τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που παρουσιάζουν. Η συγκεκριμένη διαδικασία αποδείχθηκε εξαιρετικά χρονοβόρα καθώςον κατέστη απαραίτητο να γίνει λεπτομερής εξέταση όλων των Ημερήσιων Δελτίων Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ένα προς ένα) για όλο το διάστημα 2000 – 2008, ελλείψει κάποιας εναλλακτικής βάσης δεδομένων που να επιτρέπει τη συγκέντρωση των ανακοινώσεων των επαναγορών



καθώς και άλλων παράλληλων οικονομικών στοιχείων τα οποία γνωστοποιούνται μέσω των ανακοινώσεων για τις ελληνικές εισηγμένες εταιρίες. Επιπρόσθετα, χρειάστηκε η συνδρομή των βάσεων δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιώς (Thomson Datastream, Bloomberg, Effect Finance) προκειμένου να βρεθούν ολοκληρωμένα στοιχεία που αφορούν τις τιμές των ελληνικών εισηγμένων εταιριών καθώς και διάφορα οικονομικά μεγέθη που παρουσιάζονται στις δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις έτσι ώστε να γίνουν οι απαραίτητοι υπολογισμοί. Τέλος, κρίθηκε απαραίτητη η συνδρομή του οικονομετρικού προγράμματος “e-views” για την ορθή επανεκτίμηση των υποδειγμάτων ως προς τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που απορρέουν από αυτά.

Οι παράγοντες που λαμβάνουμε υπόψη διαχωρίζονται σε τέσσερις υποκατηγορίες: πρώτον, στους παράγοντες που σχετίζονται με τη φύση των ανακοινώσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που δημοσιεύουν την πρόθεσή τους να επαναγοράσουν τις μετοχές τους, δεύτερον στους παράγοντες που σχετίζονται με τη φύση της Γενικής Συνέλευσης που συγκαλείται για την επικύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς τρίτον, στους παράγοντες που αφορούν συγκεκριμένους θεμελιώδεις οικονομικούς συσχετισμούς των επαναγοραζουσών εταιριών οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη από το σύνολο των επενδυτών και τέταρτον, εξετάζεται η επίδραση προγενέστερων μέσων μετοχικών αποδόσεων ως ενδεχόμενου παράγοντα επηρεασμού των παρατηρούμενων έκτακτων μετοχικών αποδόσεων μετά την ανακοίνωση για επαναγορά.

#### 4.5.1 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ

Μετά την εξέταση του συνολικού δείγματος και τον προσδιορισμό των έκτακτων αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών), έγινε εξάλειψη από το δείγμα κάποιων συγκεκριμένων γεγονότων τα οποία θεωρήθηκε ότι αποτελούν παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ταυτόχρονα με το γεγονός της επαναγοράς τις τιμές των μετοχών και άρα τις αποδόσεις τους. Αυτό που συνήθως ισχύει, είναι ότι μέσα στην εξεταζόμενη χρονική περίοδο υπάρχουν και γεγονότα τα οποία δυσκολεύουν τη διεξαγωγή συμπερασμάτων από την έρευνα, καθώς είναι πιθανόν να επηρεάζουν και αυτά σε σημαντικό βαθμό την τιμή της μετοχής (και όχι μόνο το εξεταζόμενο γεγονός).

Έτσι δημιουργήθηκε ένα δείγμα ανακοινώσεων από το οποίο έχουν αφαιρεθεί ανακοινώσεις που αφορούν γεγονότα όπως η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η διανομή μερισμάτων, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι συνάψεις ομολογιακών δανείων και τα προγράμματα προαίρεσης (stock option plans). Στην παραπάνω συλλογιστική έγινε η «κρυφή υπόθεση» ότι γεγονότα όπως είναι η ονομαστικοποίηση των ανωνύμων μετοχών της εταιρίας και η τροποποίηση κάποιου άρθρου του καταστατικού της εταιρίας για την επωνυμία ή τους σκοπούς της, δεν είναι ικανά ώστε να συνδιαμορφώσουν τις μετοχικές αποδόσεις.

Μέσα από την εξέταση του συγκεκριμένου δείγματος (εφεξής καθαρό δείγμα) και τη σύγκριση των υπολογιζόμενων έκτακτων αποδόσεων με αυτές του συνολικού δείγματος (στην περίπτωση βέβαια που αυτές διαφέρουν και είναι στατιστικά σημαντικές), καταφέρνουμε να εξαλείψουμε τελείως τη σωρευτική επίδραση της συγκεκριμένης κατηγορίας παραγόντων και να εστιάσουμε στις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις που αποδίδονται αποκλειστικά στο γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς. Έτσι θα μπορέσουμε να αποφανθούμε για τη θετική ή αρνητική σωρευτική επίδραση αυτών των παραγόντων στην ανακοίνωση της επαναγοράς ενώ επιπλέον, θα μπορέσουμε να καταλήξουμε στο αν η επαναγορά αποτελεί συμφέρουσα επενδυτική στρατηγική για τις εταιρίες που ανακοινώνουν **μόνο** προγράμματα επαναγοράς εν συγκρίσει με τις εταιρίες που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ταυτόχρονα με άλλα θέματα.

Οι παράγοντες στο δείγμα μας, η επίδραση των οποίων εξετάζεται, είναι σχεδόν κοινοί και επομένως το εξαγόμενο συμπέρασμα θα τείνει να έχει καθολική ισχύ για όλες τις επαναγοράζουσες εταιρίες του δείγματος. Η συγκεκριμένη προσέγγιση κρίθηκε αναγκαία λόγω της έλλειψης κάποιας θεωρίας, σε διεθνές επίπεδο, που να υποστηρίζει και να εξηγεί την επίδραση του κάθε παράγοντα ξεχωριστά.

Είναι ευνόητο ότι για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων θα πρέπει οι παραπάνω έκτακτες μετοχικές αποδόσεις να είναι στατιστικά σημαντικές. Άλλως οι όποιες διαπιστούμενες αποκλίσεις μεταξύ των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων δε θα μπορούν να ερμηνευθούν με βάση τους παράγοντες που έχουμε απομονώσει αλλά θα οφείλονται σε εξωγενείς αιτίες.

#### **4.5.2 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΗΘΕΙΣΑΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ**

Τελειώνοντας με τους παράγοντες που δυνητικά επιδρούν στη σύνθεση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων και σχετίζονται με τη φύση της ανακοίνωσης της επαναγοράζουσας εταιρίας, διενεργούμε έναν επιπρόσθετο διαχωρισμό του δείγματος ανάλογα με το είδος της Γενικής Συνέλευσης (Τακτική – Έκτακτη) που συγκαλείται για την έγκριση των θεμάτων της ημερήσιας διάταξης. Οι Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις γίνονται για τη λήψη αποφάσεων πάνω σε συγκεκριμένα θέματα που απασχολούν τη διοίκηση μιας επιχείρησης και επομένως αντιμετωπίζονται ως θέματα τα οποία χρίζουν άμεσης διεκπεραίωσης. Λόγω της μη συστηματικής σύγκλησης των Έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων έναντι των Τακτικών Γενικών Συνελεύσεων, οι Έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις δημιουργούν λιγότερο θόρυβο από ότι οι Τακτικές πριν την πραγματοποίησή τους και εξ αυτού του γεγονότος αναμένουμε να επηρεάζουν λιγότερο τις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών λόγω της ελλιπούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για το γεγονός της επαναγοράς.

### 4.5.3 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Προκειμένου να εξετασθούν παράγοντες που σχετίζονται με την αξιολόγηση της πορείας μιας εισηγμένης εταιρίας, γίνεται διαχωρισμός του δείγματος ανάλογα με το μέγεθος συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών οι οποίοι χρησιμοποιούνται ευρύτατα από αναλυτές και επενδυτές τόσο εγχώρια όσο και στο σύνολο των ξένων χρηματιστηριακών αγορών. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που θα εξετασθούν στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης είναι ο δείκτης “P/E” και ο δείκτης “P/BV” (Tobin’s q ratio) και σκοπός είναι η μελέτη της επίδρασης αυτών των παραγόντων στις παρατηρούμενες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των εισηγμένων ελληνικών εταιριών.

#### 4.5.3.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Σημαντικός παράγοντας για την πολιτική μιας εταιρίας είναι οι αναπτυξιακές προοπτικές (growth) τόσο της ίδιας της επιχείρησης όσο και του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει. Αντιπροσωπευτικός δείκτης για την ανάπτυξη μιας επιχείρησης (growth) θεωρείται ο λόγος “P/E”. Ο εν λόγω χρηματιστηριακός δείκτης ορίζεται ως το πηλίκο της τρέχουσας τιμής μιας μετοχής (Price) προς το σύνολο των κερδών ανά μετοχή (Earnings per share) που έχουν πραγματοποιηθεί τους προηγούμενους 12 μήνες από τη στιγμή υπολογισμού του δείκτη.

Ο δείκτης P/E χρησιμοποιείται πολλές φορές από παράγοντες της αγοράς για να ενισχύσουν τους ισχυρισμούς τους ότι η χρηματιστηριακή αγορά είναι «ακριβή» ή «φθηνή». Πιο συγκεκριμένα υποστηρίζεται ότι, τιμές του δείκτη P/E για μια μετοχή μεγαλύτερες από τον ιστορικό του μέσο όρο, δείχνουν ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη ως προς την θεωρητική πραγματική της αξία, ενώ αντίθετα τιμές του δείκτη μικρότερες από τη μέση ιστορική τιμή του θεωρείται ότι υποδηλώνουν ελκυστικά επίπεδα για την τιμή της μετοχής. Αν προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε τους παραπάνω ισχυρισμούς θα πρέπει να σταθούμε σε ένα κυρίως στοιχείο. Η αξία μιας μετοχής στο Χρηματιστήριο μπορεί να θεωρηθεί ότι αντιπροσωπεύει την παρούσα



αξία των μελλοντικών κερδών, που θα δώσει η μετοχή στον κάτοχό της. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερα είναι τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας, την οποία αντιπροσωπεύει η μετοχή, τόσο μεγαλύτερη είναι η σημερινή αξία της μετοχής. Μια μεγάλη τιμή του δείκτη P/E συνεπάγεται ότι: είτε πιθανώς τα μελλοντικά κέρδη μιας μετοχής είναι υπερεκτιμημένα, είτε τα κέρδη της μετοχής για την προηγούμενη χρονιά ήταν ιδιαίτερα χαμηλά λόγω δεδομένων συγκυριών. Οποσδήποτε είναι παρακινδυνευμένο να χαρακτηρίσουμε μια μετοχή ως «ακριβή» ή «φθηνή» εξετάζοντας τον δείκτη P/E της μετοχής σε μια μόνο χρονική στιγμή, η οποία μπορεί να είναι ευνοϊκή ή μη, και όχι για ένα εκτεταμένο χρονικό διάστημα.

Ο δείκτης P/E, όπως προαναφέραμε, αποτελεί συνάρτηση των μελλοντικών καθαρών κερδών της εταιρείας που προσδιορίζεται από το ρυθμό ανάπτυξής τους ( $g$ ) ενώ ταυτόχρονα εξαρτάται από το δείκτη διανομής μερισμάτων (Dividend Payout Ratio), που ορίζεται ως ο λόγος του ποσού του καταβαλλόμενου μερίσματος για κάθε μετοχή σε σχέση με τα κέρδη της εταιρείας ανά μετοχή, καθώς και από την αναμενόμενη απόδοση που οι επενδυτές προσδοκούν να έχουν από την αγορά μετοχών της επιχείρησης. Η αναμενόμενη προσδοκώμενη απόδοση των επενδυτών εξαρτάται από την επικινδυνότητα των κερδών της επιχείρησης (earnings riskiness ή volatility) και είναι αυτό που ονομάζεται και κόστος κεφαλαίου (Cost of Equity) ή πιο σωστά μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Κατά συνέπεια, η χρηματιστηριακή τιμή (P) σε μια αποτελεσματική αγορά θα πρέπει να απεικονίζει σωστά τους προηγούμενους τρεις παράγοντες<sup>5</sup>.

Μέχρι τώρα είδαμε ότι ο δείκτης P/E επηρεάζεται, μεταξύ άλλων, τόσο από την παρούσα αξία μιας μετοχής, όσο και από τα πρόσφατα παρελθόντα κέρδη. Η παρούσα όμως αξία μιας μετοχής, όπως γνωρίζουμε, επηρεάζεται άμεσα από τα μελλοντικά κέρδη της, προεξοφλημένα στον παρόντα χρόνο. Η προεξόφληση αυτή επιτυγχάνεται με εφαρμογή προεξοφλητικού επιτοκίου, που επηρεάζεται από τη μακροπρόθεσμη ανοδική ή καθοδική τάση των επιτοκίων. Κατά συνέπεια, ως τελευταία παρατήρηση, επισημαίνεται ότι, με αμετάβλητα τα μελλοντικά και τα παρελθοντικά κέρδη μιας μετοχής, ενδεχόμενη άνοδος των μελλοντικών επιτοκίων οδηγεί σε πτώση του δείκτη P/E, ενώ αντίθετα ενδεχόμενη πτώση των μελλοντικών επιτοκίων οδηγεί σε άνοδο του δείκτη. Γι' αυτό το λόγο, για την αποτελεσματική

<sup>5</sup> Δημήτριος Αθ. Κυριαζής (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», σελ. 92



σύγκριση του σημερινού δείκτη P/E μιας μετοχής με την ιστορική μέση τιμή του, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και το διαχρονικό επίπεδο των επιτοκίων καθώς και ο «επιχειρηματικός κίνδυνος» της συγκεκριμένης μετοχής, ο οποίος επηρεάζει το προεξοφλητικό επιτόκιο των μελλοντικών κερδών της μετοχής.

Από τα παραπάνω τεκμαίρεται, ότι οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από υψηλό ρυθμό ανάπτυξης κερδών (growth firms) θα έχουν υψηλότερους δείκτες P/E από αυτές που δεν έχουν ανάπτυξη και τα κέρδη τους παραμένουν στάσιμα. Ένας υψηλός δείκτης P/E συνδέεται με χαμηλή αναμενόμενη απόδοση των επενδυτών (κόστος κεφαλαίου) και χαμηλό χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk). Αντιθέτως, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τα κέρδη μιας εταιρίας, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών (κόστος κεφαλαίου) και συνεπώς τόσο μικρότερη θα είναι και η αξία τους που θα αντανακλάται σε ένα χαμηλότερο P/E.

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι μια επιχείρηση που έχει υψηλό P/E θα πρέπει να έχει και υψηλό ρυθμό ανάπτυξης κερδών ενώ μια επιχείρηση που έχει χαμηλό P/E θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο σε σχέση με την πραγματοποίηση κερδών και τις διακυμάνσεις τους. Σε κάθε περίπτωση παρατηρούμε, ότι ένα υψηλό ή χαμηλό P/E δε μπορεί να ερμηνευθεί μονοσήμαντα και κυρίως με την έννοια ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη (υψηλό P/E) ή υποτιμημένη (χαμηλό P/E).

Όσον αφορά τη σύνδεση του εξεταζόμενου παράγοντα με το γεγονός της επαναγοράς μπορούμε να πούμε ότι ένα υψηλό P/E συνδέεται με την υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis) και την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis) η οποία βασίζεται στη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency cost theory). Παράλληλα ένα χαμηλό P/E, συνδέεται με την υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis), την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis), την υπόθεση της πρόληψης εξαγοράς (takeover deterrence hypothesis) καθώς και την υπόθεση υποτίμησης (undervaluation hypothesis) που συνιστά και τον κυριότερο παράγοντα ανακοίνωσης και εφαρμογής προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών. Αυτό που αναμένουμε και αυτό που προκύπτει από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που προηγήθηκε, είναι μια μεγαλύτερη αυξητική επίδραση στη δημιουργία έκτακτων

αποδόσεων των εταιριών με χαμηλό P/E κυρίως λόγω της υποτίμησης που ένας χαμηλός δείκτης υποδηλώνει.

Στην έρευνά μας έχει γίνει διαχωρισμός των επαναγοραζουσών εταιριών με P/E μικρότερο ή ίσο του 15 και των εταιριών με P/E μεγαλύτερο του 15. Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιήθηκε το συγκεκριμένο όριο για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά είναι ότι, σύμφωνα με στοιχεία της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών “Praxis International”, το P/E του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με βάση τα κέρδη των εισηγμένων εταιριών τα τελευταία 8 χρόνια είναι κατά μέσο όρο γύρω στο 15 και ως εκ τούτου το συγκεκριμένο όριο κρίθηκε κατάλληλο για χρήση στην παρούσα έρευνα.

#### 4.5.3.2 TOBIN'S Q RATIO

Ένας επιπλέον παράγοντας ο οποίος εξετάζεται ως προς την επίδρασή του στις διαμορφωθείσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών, είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής προς τη λογιστική αξία αυτής (price to book value ή market to book ratio). Ο συγκεκριμένος χρηματιστηριακός δείκτης αποτελεί μια προσέγγιση του δείκτη Tobin (Tobin's q ratio) που ορίζεται ως ο λόγος της συνολικής αξίας των μετοχών μιας εταιρίας σε αγοραίες τιμές προς το κόστος αντικαταστάσεως των στοιχείων του ενεργητικού της και χρησιμοποιείται στην πράξη προκειμένου να εντοπιστεί μια υποτιμημένη εταιρία-στόχος.

Όταν ο χρηματιστηριακός δείκτης P/BV (Price to book value) είναι μεγαλύτερος της μονάδας τότε συνάγεται ότι η αγορά προσδίδει κάποια υπεραξία στην επιχείρηση, πιθανώς λόγω του ότι πιστεύει πως η επιχείρηση κατέχει κάποια άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες (future growth/investment opportunities)<sup>6</sup>. Επίσης ένας υψηλός δείκτης P/BV θεωρείται ότι συνδέεται με αποτελεσματική διαχείριση των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχείρησης, μειωμένη ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ διοίκησης και επενδυτών και επομένως μειωμένο κόστος αντιπροσώπευσης.

<sup>6</sup> Δημήτριος Αθ. Κυριαζής (2007), «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», σελ. 101

Αναφορικά με τη σύνδεση ενός υψηλού δείκτη P/BV με τις θεωρίες της επαναγοράς που αναπτύχθηκαν μέσα από την προηγηθείσα εμπειριστατωμένη ανάλυση της διεθνούς βιβλιογραφίας, θα λέγαμε ότι ένας χρηματιστηριακός δείκτης P/BV μεγαλύτερος της μονάδας, σχετίζεται με την υπόθεση της σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis) και την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis) η οποία βασίζεται στη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency cost theory).

Ένας χρηματιστηριακός δείκτης P/BV μικρότερος της μονάδας αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη από την αγορά. Παράλληλα όμως μπορεί να σημαίνει ότι δεν υφίσταται χρηστή διαχείριση των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχείρησης γεγονός που αυξάνει το κόστος αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών της και διευρύνει την ασυμμετρία της πληροφόρησης μεταξύ διοίκησης και επενδυτών. Ένας χαμηλός δείκτης P/BV, όπως και το γεγονός της επαναγοράς ιδίων μετοχών, συνδέεται περισσότερο με την υπόθεση της υποτίμησης (undervaluation hypothesis) και επομένως μια μετοχή με μικρό P/BV συνιστά από τους μετόχους επενδυτική ευκαιρία. Αυτό συνεπάγεται και από τις έρευνες που έχουν διεξαχθεί σε παγκόσμιο επίπεδο και επομένως αυτό που αναμένουμε και στη δική μας έρευνα είναι, οι εταιρίες με το χρηματιστηριακό δείκτη P/BV μικρότερο της μονάδας να επιδρούν περισσότερο θετικά στη δημιουργία έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων επαναγοραζουσών εταιριών.

Στα πλαίσια της έρευνάς μας, στην προσπάθειά μας να εξετάσουμε τις επιδράσεις αυτού του παράγοντα στις μετοχικές έκτακτες αποδόσεις, διαχωρίζουμε το δείγμα μας σε εταιρίες με δείκτη P/BV μεγαλύτερο της μονάδας και σε εταιρίες με δείκτη P/BV μικρότερο της μονάδας. Έτσι θα μπορέσουμε να διερευνήσουμε μεμονωμένα την επίπτωση που έχουν διαφορετικές τιμές αυτού του χρηματιστηριακού δείκτη σε συνδυασμό με το γεγονός της επαναγοράς μετοχών.

#### 4.5.4 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΑΛΟΓΑ ΜΕ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Ένας τελευταίος διαχωρισμός στο δείγμα μας γίνεται ανάλογα με τις μέσες μετοχικές αποδόσεις 40 ημερών που προηγούνται της ημερομηνίας της ανακοίνωσης των επαναγοραζουσών εταιριών. Ένας τέτοιος διαχωρισμός είχε προταθεί και από τον **Vermaelen (2005)** και έγινε με σκοπό να διερευνηθούν οι προγενέστερες μετοχικές αποδόσεις ως ενδεχόμενος παράγοντας των παρατηρούμενων έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς.

Αρχικά υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις για κάθε εταιρία και για 40 ημέρες πριν την ανακοίνωση του γεγονότος της επαναγοράς. Ο υπολογισμός των ημερήσιων αποδόσεων έγινε με τη χρήση του φυσικού λογαρίθμου έτσι ώστε οι αποδόσεις να ακολουθούν κανονική κατανομή:

$$R_{jt} = \text{Ln} \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

Έπειτα έγινε υπολογισμός της μέσης απόδοσης των 40 ημερών για κάθε εταιρία και κατόπιν έγινε διαχωρισμός των εταιριών ανάλογα με το αν η μέση μετοχική απόδοση της εκάστοτε εταιρίας βρίσκονταν πάνω από το μέσο όρο όλων των υπόλοιπων μέσων μετοχικών αποδόσεων. Έτσι δημιουργήθηκαν δύο επιμέρους δείγματα, ένα με εταιρίες που χαρακτηρίζονται από μικρές μετοχικές αποδόσεις και ένα με εταιρίες που σημείωσαν μεγάλες μετοχικές αποδόσεις.

Οι χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις, όπως και το γεγονός της επαναγοράς, σχετίζονται άμεσα με την υπόθεση της υποτίμησης (undervaluation hypothesis) και αυτό που αναμένουμε, με βάση και τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, είναι η εντονότερη αυξητική επίδραση των εταιριών με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις στις διαμορφωθείσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις (μέσες και σωρευτικές) των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών.

## 4.6 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ

Σκοπός της έρευνάς μας είναι ο προσδιορισμός της επίδρασης των διάφορων παραγόντων στις μετοχικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά τη χρονική περίοδο 2000 – 2008. Η εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων και η κατεύθυνση της επίδρασης του εκάστοτε εξεταζόμενου παράγοντα στις παρατηρούμενες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις εξαρτάται από τη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων μας. Η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων θα εξετασθεί σε επίπεδα 1%, 5% και 10% ενώ οι βασικές υποθέσεις (μηδενική και εναλλακτική) για κάθε παράγοντα που θα διερευνήσουμε είναι οι εξής:

$H_0$ : Ο εξεταζόμενος παράγοντας δεν επιδρά στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών.

$H_1$ : Ο εξεταζόμενος παράγοντας επιδρά στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών.

Η αποδοχή της μηδενικής ή της εναλλακτικής υπόθεσης αντίστοιχα εξαρτάται από την ευρεθείσα τιμή της t-statistics. Έτσι εάν η τιμή της ευρεθείσας t-statistics ξεπερνά την κριτική τιμή αυτής, τότε απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση και αποδεχόμαστε την εναλλακτική και το αντίστροφο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

### ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

#### 5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι η παρουσίαση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας τα οποία πηγάζουν από την εξέταση των επιμέρους παραγόντων που επιδρούν στις μετοχικές έκτακτες αποδόσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοίνωσαν κατά το χρονικό διάστημα 2000 – 2008 προγράμματα επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs). Ουσιαστικά, μελετούμε την βραχυπρόθεσμη αντίδραση της ελληνικής αγοράς στην ανακοίνωση της επαναγοράς σε συνδυασμό με παράγοντες οι οποίοι σχετίζονται τόσο με τη φύση της ανακοίνωσης όσο και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν οι επαναγοράζουσες ελληνικές εισηγμένες εταιρίες. Στα πλαίσια της διενεργηθείσας εμπειρικής μελέτης έγιναν 5 διαχωρισμοί και εξετάστηκαν συνολικά 10 επιμέρους δείγματα μαζί με το συνολικό. Διευκρινίζεται ότι η απομόνωση των δυνητικά επιδρώντων παραγόντων που συνιστούν οι διαχωρισμοί του δείγματος αποτελεί την κατεξοχήν συνηθέστερη μεθοδολογική προσέγγιση των περισσότερων ερευνών που εξετάστηκαν προηγούμενα.

Στις ενότητες που ακολουθούν, παρουσιάζονται και αναλύονται ανά εξεταζόμενο δείγμα και ανά παράγοντα οι επιδράσεις που τυχόν ασκούνται στις μετοχικές έκτακτες αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών (μέσες και σωρευτικές) οι οποίες και υπολογίζονται. Λόγω του γεγονότος ότι τα αποτελέσματα που πηγάζουν από τα τρία μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν για την παρούσα έρευνα (market model, market adjusted return model, mean adjusted return model) είναι παρόμοια, η **ανάλυση που θα ακολουθήσει θα στηριχθεί στα εξαγόμενα αποτελέσματα που προέκυψαν από το μοντέλο της αγοράς (market model).**

Αυτό κρίνεται σκόπιμο γιατί αφενός το μοντέλο της αγοράς χρησιμοποιείται ευρύτατα από τις έρευνες που ασχολούνται με ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων, αφετέρου διότι έχει δειχθεί ότι βραχυπρόθεσμα το μοντέλο της αγοράς υπερτερεί έναντι των υπόλοιπων μοντέλων λόγω του ότι συνήθως οδηγεί σε στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα και συνεπώς εγκυρότερα συμπεράσματα. Τα event windows (περίοδοι παρατήρησης) που εξετάστηκαν είναι τα (-5 ημέρες, +5 ημέρες), (-1 ημέρα, +1 ημέρα), η ημέρα μηδέν (0), που ταυτίζεται με την ημερομηνία της ανακοίνωσης της επαναγοράς, καθώς και το event window (-10 ημέρες, +5 ημέρες) προκειμένου να λάβουμε υπόψη μας τη διαφοροποίηση που υφίσταται στο ισχύον ελληνικό θεσμικό πλαίσιο εν συγκρίσει με όσα ισχύουν στις υπόλοιπες χρηματιστηριακές αγορές.

Ωστόσο, παρακάτω παρουσιάζονται τα event windows που εμπεριέχουν έκτακτες μετοχικές αποδόσεις στατιστικά σημαντικές προκειμένου από την ανάλυση να εξαχθούν όσο το δυνατόν ασφαλέστερα συμπεράσματα. Τα επίπεδα σημαντικότητας τα οποία εξετάζουμε είναι 1%, 5% και 10%. Τέλος, θα γίνει αντιπαραβολή των εξαγόμενων αποτελεσμάτων με αντίστοιχα αποτελέσματα ερευνών του εξωτερικού προκειμένου να εντοπίσουμε κοινές και διαφοροποιημένες τάσεις με τις χρηματιστηριακές αγορές των άλλων χωρών.

Σημειώνεται πως τα αποτελέσματα όλων των μοντέλων που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνά μας τα οποία αφορούν τις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις (μέσες και σωρευτικές) μαζί με τα t-statistics ανά event window παρουσιάζονται (με τη μορφή συγκεντρωτικών πινάκων και διαγραμμάτων) στο παράρτημα που υπάρχει στο τέλος της παρούσας έρευνας.

## 5.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ AARs ΚΑΙ CAARs ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Για το συνολικό δείγμα διαπιστώθηκαν στατιστικά σημαντικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις σε όλα τα event windows για συγκεκριμένες ημέρες. Κοινή διαπίστωση από την ανάλυση αυτών των αποτελεσμάτων αποτελεί το γεγονός ότι η ανακοίνωση της επαναγοράς (και άλλων ανακοινώσεων την ίδια ημέρα) δημιουργεί έκτακτες, στατιστικά σημαντικές, μετοχικές αποδόσεις γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει μια θετική αντίδραση της αγοράς, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, που συνδέεται κυρίως με το γεγονός της επαναγοράς αλλά και με άλλα γεγονότα όπως είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, η διανομή μερίσματος, η εξαγορά και συγχώνευση και τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης (stock option plans). Προκειμένου να αναλύσουμε και να ερμηνεύσουμε τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις εταιριών που αφορούν προγράμματα επαναγοράς μετοχών και άλλες ανακοινώσεις που συμπίπτουν ημερολογιακά, προβαίνουμε στον υπολογισμό των μέσων και σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων. Το event window (περίοδος παρατήρησης), από αυτά που εξετάσαμε στην έρευνά μας, το οποίο παρουσιάζει μεγαλύτερο ερμηνευτικό ενδιαφέρον, στα πλαίσια της δυνατότητας εξαγωγής έγκυρων συμπερασμάτων, είναι το εξής: (-10 ημέρες, +5 ημέρες). Επίσης θα εξετάσουμε και την ημέρα μηδέν (0) που είναι η ημέρα της ανακοίνωσης προκειμένου να εξετάσουμε την αντίδραση της αγοράς στην πρώτη επίσημη γνωστοποίηση στον κύριο όγκο των επενδυτών.

**Περίοδος παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-10	0,00%	-0,01601
-9	0,20%	1,44702
-8	0,06%	0,39955
-7	-0,14%	-0,99856
-6	-0,06%	-0,45794
-5	0,12%	0,89427
-4	0,01%	0,09547
-3	0,21%	1,49331
-2	0,13%	0,91519
-1	0,35%	2,53119
0	0,35%	2,53642
1	0,10%	0,75073
2	0,14%	0,99394
3	-0,04%	-0,29100
4	0,43%	3,07516
5	0,14%	-0,18981
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>	

Στο συγκεκριμένο event window παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι, σε μεγαλύτερο ποσοστό, οριακά θετικές και διαμορφώνονται στο 0,13%. Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικές τις ημέρες (-1, 0 και +4) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, όπως προκύπτει από την τιμή της t-statistics, γεγονός που σημαίνει ότι η διαμορφούμενη έκτακτη μέση μετοχική απόδοση τις ημέρες αυτές οφείλεται στη συνδυαστική επίδραση του γεγονότος της επαναγοράς, κατά κύριο λόγο, καθώς και άλλων παραγόντων όπως είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και η διανομή μερίσματος. Παρακάτω ακολουθεί ένα διάγραμμα το οποίο απεικονίζει την πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης για το σύνολο του δείγματος για το εξεταζόμενο event window:



Η πορεία των σωρευτικών μέσων έκτακτων αποδόσεων, η μελέτη της οποίας είναι καθοριστικής σημασίας αναφορικά με τη δυνατότητα εξαγωγής ασφαλών συμπερασμάτων λόγω του ότι οι διαμορφούμενες έκτακτες αποδόσεις για κάθε ημέρα ενσωματώνουν τις πληροφορίες των προηγούμενων ημερών και όχι μόνο της ημέρας εξέτασης, παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα για το εξεταζόμενο event window:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,00%	-0,01601
-9	0,20%	1,43081
-8	0,25%	1,81557
-7	0,11%	0,81776
-6	0,05%	0,36019
-5	0,18%	1,25412
-4	0,19%	1,35282
-3	0,40%	2,84309
-2	0,52%	3,75784
-1	0,88%	6,28866
0	1,23%	8,82563
1	1,34%	9,57940
2	1,48%	10,56995
3	1,44%	10,28878
4	1,86%	13,35526
5	<b>2,00%</b>	12,72353



Μέσα από την εξέταση του συγκεκριμένου πίνακα παρατηρούμε ότι οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις, ήτοι η σωρευτική θετική αντίδραση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στη συνδυασμένη ανακοίνωση της επαναγοράς με άλλα εταιρικά γεγονότα τα οποία θεωρείται ότι συνδιαμορφώνουν τις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των εταιριών, είναι σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα θετικές και φτάνουν σε ποσοστό το 2%. Η στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων εξασφαλίζεται σε όλο το διάστημα (-3 ημέρες, +4 ημέρες) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το γεγονός ότι παρατηρούμε έκτακτες σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις ακόμα και 3 ημέρες πριν τη δημόσια γνωστοποίηση της πρόθεσης για επαναγορά και άλλων εταιρικών γεγονότων που συνιστά η ανακοίνωση, οφείλεται σε διαρροή πληροφόρησης προς συγκεκριμένους επενδυτές.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει επίσης, η παρατηρούμενη σωρευτική έκτακτη απόδοση την ημέρα -8 ύψους 0,25% η οποία είναι και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% με βάση την τιμή της t-statistics. Το γεγονός αυτό αν και δεν είναι σύνηθες στην αμερικάνικη χρηματιστηριακή αγορά, είναι απόλυτα εναρμονισμένο με την ελληνική πραγματικότητα αν αναλογιστούμε τα όσα ισχύουν με βάση το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που αφορά τις επαναγορές μετοχών. Σύμφωνα λοιπόν με όσα εφαρμόζονται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου μιας εταιρίας για σύγκλιση τακτικής Γενικής Συνέλευσης με θέμα την έγκριση προγράμματος επαναγοράς μετοχών, προηγείται της σχετικής ανακοίνωσης κατά 8-10 ημέρες οπότε και πιθανότατα υπάρχει διαρροή πληροφόρησης παρά το γεγονός ότι η εταιρία δεν έχει προχωρήσει σε δημοσιοποίηση της απόφασης. Επομένως, το γεγονός ότι η ημερομηνία της ανακοίνωσης της επαναγοράς δεν συμπίπτει με την σχετική ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου, δημιουργεί τη δυνατότητα αποκόμισης κερδών από αυτούς που έχουν εσωτερική πληροφόρηση σε βάρος των υπολοίπων μετόχων που δεν έχουν. Τα ανωτέρω στοιχεία που πηγάζουν από την ασυμμετρία των πληροφοριών μεταξύ των επενδυτών, αποτελούν ένδειξη αγοράς η οποία δεν είναι αποτελεσματική.

Τα αποτελέσματα που απορρέουν από το συνολικό δείγμα θεωρούνται ενδεδειγμένα για τη σύγκριση με τα αποτελέσματα των ξένων χρηματιστηριακών αγορών καθόσον και εκεί οι ημερομηνίες των ανακοινώσεων για επαναγορά ταυτίζονται πολλές φορές με διάφορες άλλες ανακοινώσεις. Μέσα από τη μελέτη των μέσων σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων δύναται να επέλθει μερική εξάλειψη των υπόλοιπων παραγόντων που συνεπιδρούν μαζί με την επαναγορά στη δημιουργία έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών, ωστόσο στην έρευνά μας κρίνεται σκόπιμο να απομονώσουμε αυτούς τους παράγοντες με επιπλέον διαχωρισμό του συνολικού δείγματος έτσι ώστε να πετύχουμε την πλήρη εξάλειψη αυτών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών που διενεργήθηκαν για την αμερικάνικη χρηματιστηριακή αγορά τα προηγούμενα χρόνια, η σωρευτική έκτακτη μετοχική απόδοση των επαναγοραζουσών εταιριών, όσον αφορά στις επαναγορές ανοικτής αγοράς, είναι κατά μέσο όρο περίπου 2% σε διάστημα τριών ημερών ενώ για το ίδιο διάστημα στην Ελλάδα, σύμφωνα με την έρευνά μας, η σωρευτική έκτακτη απόδοση είναι 0,81% περίπου. Παρακάτω, ακολουθεί ένας συγκριτικός πίνακας με έρευνες του εξωτερικού (περιλαμβάνεται και η δική μας έρευνα) στον οποίο συνοψίζονται οι ευρεθείσες σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις ανά event window για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς μετοχών ανοικτής αγοράς (OMRs):

ΧΩΡΑ	ΕΡΕΥΝΑ	ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΔΕΙΓΜΑ
<b>ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ</b>	Vermaelen (1981)	CAAR [-1 μέρα, +1μέρα]: 3.7%	243 OMRs (1970 - 1978)
	Comment/Jarrell (1991)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 2.3%	1,197 OMRs (1984 - 1988)
	Ikenberry et al. (1995)	CAAR [-2 μέρες, +2 μέρες]: 3.5%	1,239 OMRs (1980 - 1990)
	Stephens/Weisbach (1998)	CAAR [-1 μέρα, +2 μέρες]: 2.7%	591 OMRs (1981 - 1990)
	McNally (1999)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 2.5%	702 OMRs (1984 - 1988)
	Grullon/Michaley (2004)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 2.7%	4,443 OMRs (1980 - 1997)
<b>ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ</b>	Lamba/Ramsay (2000)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 3.3%	103 OMRs (1989 - 1998)
	Otchere/Ross (2002)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 4.3%	
<b>ΚΑΝΑΔΑΣ</b>	Li/McNally (1999)	CAAR [-2 μέρες, +2 μέρες]: 3.6%	183 OMRs (1989 - 1992)
	Ikenberry et al. (2000)	CAAR [-15 μέρες, +15 μέρες]: 0.9%	1,060 OMRs (1989 - 1997)
<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	Schremper (2002)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 4.1%	112 OMRs (κυρίως) (1998 - 2000)
	Gerke et al. (2003)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 6.1%	120 OMRs (1998 - 2000)
	Seifert/Stehle (2003)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 5.9%	192 OMRs (1998 - 2003)
<b>ΙΑΠΩΝΙΑ</b>	Zhang (2002)	CAAR [-1 μέρα, +2 μέρες]: 6.0%	39 OMRs (1995 - 1999)
<b>ΚΟΡΕΑ</b>	Jung/Lee (2003)	CAAR [μέρα 0, +5 μέρες]: 2.8%	382 OMRs (1994 - 1998)
<b>ΧΟΝΓΚ - ΚΟΝΓΚ</b>	Hua Zhang (2005)	CAAR [μέρα 0, +2 μέρες]: 0.45%	3,850 OMRs (1993 - 1997)
		CAAR [+1 μέρα, +20 μέρες]: 0.34%	
<b>ΑΓΓΛΙΑ</b>	Rees (1996)	CAAR [-2 μέρες, +2 μέρες]: 0.3%	882 OMRs (1981 - 1990)
	Oswald/Young (2002)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 1.4%	266 (κυρίως) OMRs (1995 - 2000)
	Rau/Vermaelen (2002)	CAAR [-2 μέρες, +2 μέρες]: 1.1%	126 OMRs (1985 - 1998)
<b>ΕΛΛΑΔΑ</b>	ΠΑΡΟΥΣΑ ΕΡΕΥΝΑ (2009)	CAAR [-1 μέρα, +1 μέρα]: 0.81%	351 OMRs (2000 - 2008)
		CAAR [-5 μέρες, +5 μέρες]: 1.95%	
		CAAR [-10 μέρες, +5 μέρες]: 2%	

**Περίοδος παρατήρησης (0 ημέρα)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
0	0,35%	2,53642

Για την ημέρα μηδέν (0) η οποία ταυτίζεται με την ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρούμε θετική μέση έκτακτη απόδοση (η οποία ταυτίζεται με τη σωρευτική) σε ποσοστό 0,35%. Η συγκεκριμένη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι υπάρχει μια συνδυαστική θετική επίδραση της ανακοίνωσης της επαναγοράς και άλλων εταιρικών ανακοινώσεων στη διαμόρφωση των μετοχικών αποδόσεων των συγκεκριμένων εταιριών. Με άλλα λόγια, υπήρξε μια στροφή των επενδυτών στην αγορά των εν λόγω μετοχών με αποτέλεσμα να αυξήσουν τον πλούτο τους.

**5.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ**

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα εξετάσουμε τις διαμορφωθείσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις (μέσες και σωρευτικές) των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών, μέσα από την επίδραση παραγόντων που σχετίζονται άμεσα με τη φύση της ανακοίνωσης. Στα πλαίσια αυτής της προσπάθειας, απομονώνουμε τους παράγοντες που θεωρείται ότι επιδρούν ταυτόχρονα με το γεγονός της επαναγοράς στις μετοχικές αποδόσεις των εταιριών και δημιουργούμε το καθαρό δείγμα. Ουσιαστικά το καθαρό δείγμα προέρχεται από το συνολικό δείγμα μετά την εξάλειψη των παραγόντων που δυνητικά προσδιορίζουν τις μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών παράλληλα με την επαναγορά όπως η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, η διανομή μερίσματος, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις και τα προγράμματα δικαιώματος προαίρεσης (stock option plans). Στη συνέχεια υπολογίζουμε τις έκτακτες μέσες και σωρευτικές αποδόσεις του καθαρού δείγματος ενώ η σωρευτική επίδραση των αποκλειόμενων παραγόντων θα εντοπιστεί μέσω της σύγκρισης των μετοχικών έκτακτων αποδόσεων των δύο δειγμάτων

(συνολικό και καθαρό). Επιπρόσθετα, μέσα από τη σύγκριση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων του συνολικού και του καθαρού δείγματος, θα καταστεί εφικτή η αξιολόγηση του προγράμματος της επαναγοράς ως συμφέρουσα επενδυτική στρατηγική όταν δεν ανακοινώνεται μεμονωμένα.

Η εξέταση της συνισταμένης της επίδρασης παραγόντων όπως αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, διανομή μερίσματος, σύναψη μετατρέψιμου ή κοινού ομολογιακού δανείου, προγράμματα δικαιώματος προαίρεσης (stock option plans), συγχωνεύσεις και εξαγορές, κρίνεται αναγκαία προσέγγιση ελλείψει κάποιας θεωρίας, σε διεθνές επίπεδο, που να υποστηρίζει και να εξηγεί την επίδραση του κάθε ένα παράγοντα ξεχωριστά. Επιπλέον λόγω του ότι οι παράγοντες που εξετάζονται είναι σχεδόν κοινοί σε όλες τις ανακοινώσεις, ο προσδιορισμός της σωρευτικής επίδρασής τους θα τείνει να είναι κοινός και άρα μετρήσιμος για το σύνολο σχεδόν του συνολικού δείγματος.



### 5.3.1 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ AARs ΚΑΙ CAARs ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Το καθαρό δείγμα όπως έχουμε ήδη αναφέρει αποτελείται από ανακοινώσεις εταιριών με μοναδικό θέμα ημερήσιας διάταξης την επαναγορά. Μέσα από την εξέταση του συγκεκριμένου δείγματος και την παρατήρηση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων που υπολογίσαμε (μέσων και σωρευτικών), καταλήξαμε σε παρεμφερή συμπεράσματα αναφορικά με τη θετική βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση για επαναγορά ιδίων μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται το γεγονός της επαναγοράς ως μια ένδειξη υποτίμησης της υφιστάμενης τιμής της μετοχής και την ενισχύουν επενδύοντας σε αυτή με την προσδοκία αποκόμισης κεφαλαιακών κερδών όταν η ανισορροπία της αγοράς αποκατασταθεί.

Το πλέον ουσιαστικό συμπέρασμα όμως που πηγάζει από τη μελέτη του εν λόγω δείγματος είναι ότι, η ανακοίνωση της επαναγοράς φαίνεται να είναι **περισσότερο αποδοτική επενδυτική στρατηγική** για τις εταιρίες που περιλαμβάνουν στην ίδια ανακοίνωση άλλα θέματα. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μια εντονότερη θετική αντίδραση της αγοράς στις εταιρίες που ανακοινώνουν επαναγορά ιδίων μετοχών ταυτόχρονα με άλλα θέματα. Στα πλαίσια της υπόθεσης της σηματοδότησης των πληροφοριών (signaling hypothesis) και των άλλων υποθέσεων που στηρίζουν την πρόθεση των εταιριών για επαναγορά, θα λέγαμε ότι η δυναμική του σήματος (signal) είναι μεγαλύτερη όταν υπάρχει σύνδεση με άλλα γεγονότα (παράγοντες).

Οι παρατηρούμενες μετοχικές έκτακτες αποδόσεις (μέσες και σωρευτικές) για το συγκεκριμένο δείγμα ακολουθούν παρόμοια πορεία με αυτές του συνολικού δείγματος με τη διαφορά ότι η διαμορφωθείσα τελική σωρευτική έκτακτη απόδοση εμφανίζεται μειωμένη. Το γεγονός αυτό σηματοδοτεί μια θετική επίδραση των παραγόντων που απομονώθηκαν στις μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών. Το event window (περίοδος παρατήρησης) το οποίο επιλέχθηκε από αυτά που εξετάστηκαν είναι το εξής: (-10 ημέρες, +5 ημέρες). Αυτό έγινε προκειμένου να καταστεί εφικτή η σύγκριση, στο ίδιο event window, της διαμορφωθείσας σωρευτικής έκτακτης απόδοσης πριν και μετά την απόληψη των παραγόντων που

δυναμικά επιδρούν παράλληλα με το γεγονός της επαναγοράς στις μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών.

**Περίοδος παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-10	-0,05%	-0,26814
-9	0,45%	2,33735
-8	0,13%	0,65591
-7	-0,34%	-1,74153
-6	-0,21%	-1,09570
-5	0,18%	0,94635
-4	-0,12%	-0,62953
-3	0,15%	0,79226
-2	0,38%	1,96466
-1	0,13%	0,69014
0	0,39%	1,99722
1	0,18%	0,92901
2	-0,13%	-0,68688
3	0,08%	0,41691
4	0,27%	1,38289
5	0,08%	0,43739
<b>AAAR</b>	<b>0,10%</b>	

Στο συγκεκριμένο event window παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι σε μεγαλύτερο ποσοστό θετικές ιδιαίτερα τις ημέρες γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης για επαναγορά (ημέρα 0) και φτάνουν το 0,10% κατά μέσο όρο. Η στατιστική σημαντικότητα των διαμορφούμενων μέσω έκτακτων αποδόσεων ωστόσο, εξασφαλίζεται για τις ημέρες (-9, -2 και 0) σε επίπεδα σημαντικότητας 1%, 5% και 5% αντίστοιχα. Τα συγκεκριμένα αποτελέσματα αποτυπώνουν τη θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της επαναγοράς (ημέρα 0) και τη διαρροή της πληροφορίας, απόρροια της αναποτελεσματικότητας της αγοράς αλλά και του ισχύοντος ελληνικού θεσμικού πλαισίου, τις ημέρες -9 και -2. Επίσης, παρατηρείται μια μικρή πτώση της μέσης έκτακτης απόδοσης για όλο το εξεταζόμενο διάστημα (0,10%) έναντι της αντίστοιχης απόδοσης για το ίδιο διάστημα του συνολικού

δείγματος (0,13%). Η πορεία των μέσων έκτακτων αποδόσεων για το event window που εξετάσαμε αποτυπώνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:



Προκειμένου να καταλήξουμε σε περισσότερα ασφαλή συμπεράσματα αναφορικά με τη σωρευτική επίδραση των παραγόντων που αποκλείσαμε αλλά και σχετικά με τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις για προγράμματα επαναγοράς μετοχών, εξετάζουμε τις σωρευτικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις για το ίδιο event window:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,05%	-0,26814
-9	0,40%	2,06924
-8	0,53%	2,72476
-7	0,19%	0,98383
-6	-0,02%	-0,11201
-5	0,16%	0,83434
-4	0,04%	0,20483
-3	0,19%	0,99706
-2	0,57%	2,96204
-1	0,70%	3,65135
0	1,09%	5,64938
1	1,27%	6,57933
2	1,14%	5,89347
3	1,22%	6,30750
4	1,48%	7,69254
5	<b>1,57%</b>	8,13183

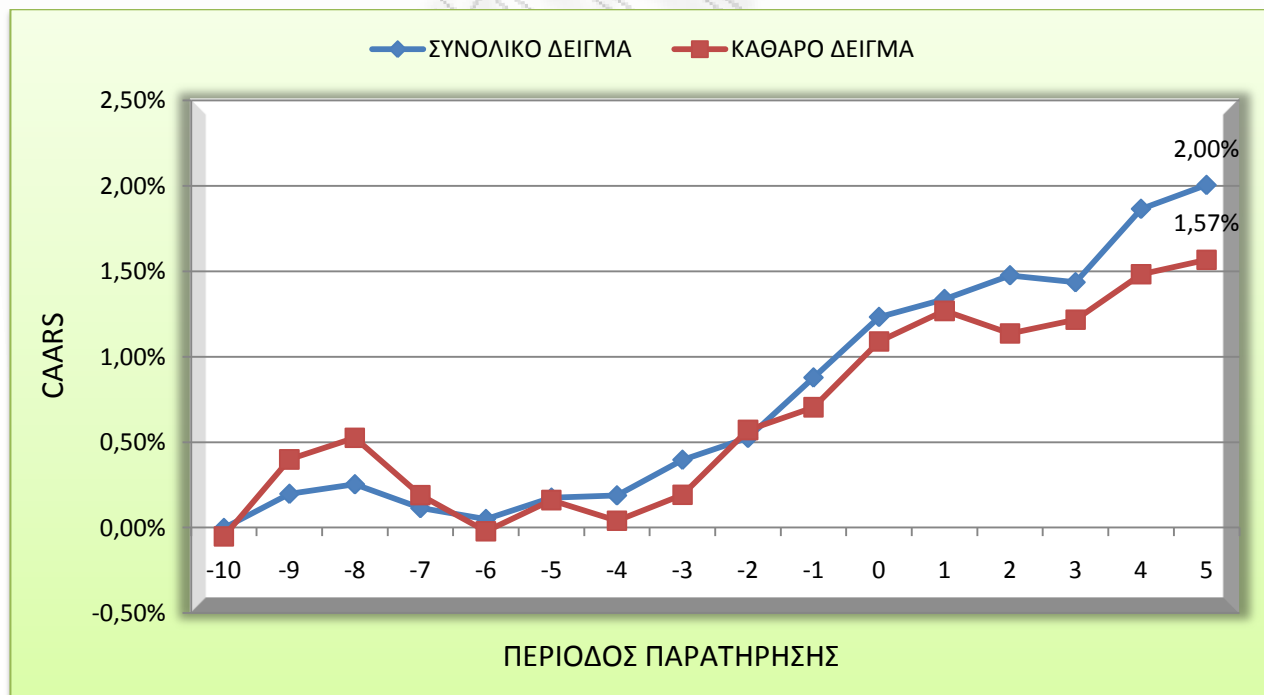
Η σωρευτική έκτακτη απόδοση εμφανίζεται σε γενικές γραμμές θετική και φτάνει στο ποσοστό 1,57% σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Παρατηρούμε επίσης ότι η στατιστική τεκμηρίωση επιτυγχάνεται για όλες τις ημέρες που έπονται της ανακοίνωσης της επαναγοράς. Η χαμηλότερη μέση σωρευτική έκτακτη απόδοση στο εξεταζόμενο διάστημα παρατήρησης (1,57%) εν συγκρίσει με την αντίστοιχη σωρευτική έκτακτη απόδοση του συνολικού δείγματος (2%) αποτυπώνει τη θετική επίδραση των παραγόντων που εξαλείφθηκαν.

Σε κάθε περίπτωση αυτό το οποίο διαπιστώνεται και το οποίο επικυρώνεται από το σύνολο των ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας η επισκόπηση της οποίας προηγήθηκε, είναι ότι η ανακοίνωση της επαναγοράς επιφέρει μια θετική αντίδραση της αγοράς η οποία συνεχίζεται για όλες τις ημέρες που έπονται της ημέρας της ανακοίνωσης. Αναφορικά με τις αιτίες οι οποίες υποκρύπτονται πίσω από τη συνεχιζόμενη θετική αντίδραση της αγοράς που ακολουθεί την ανακοίνωση και η οποία οφείλεται στο γεγονός της επαναγοράς, θα λέγαμε ότι ενδεχομένως, η υπερβάλλουσα απόδοση σηματοδοτεί μια μελλοντική άνοδο στην τιμή της μετοχής ή ότι οι διοικήσεις των εταιριών μειώνουν τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών (agency costs) ή ότι διανέμουν ταμειακές ροές στους μετόχους ή ότι οι εταιρίες αυξάνουν το βαθμό της εξωτερικής τους μόχλευσης προσανατολιζόμενες προς μια ιδανικότερη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Όσον αφορά στις παρατηρούμενες σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις τις ημέρες που προηγούνται της ανακοίνωσης της επαναγοράς και οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές, αυτές οφείλονται σε διαρροή πληροφόρησης κυρίως λόγω του γεγονότος της προηγηθείσας από την ανακοίνωση απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου η οποία στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δημοσιεύεται μετά από 8-10 ημέρες. Έτσι η προσδοκία της ανακοίνωσης του προγράμματος επαναγοράς συνήθως οδηγεί σε στασιμότητα αναφορικά με τον όγκο των συναλλαγών της μετοχής λόγω του ότι η διαρροή οδηγεί τους επενδυτές που κατέχουν τη μετοχή να τη διατηρήσουν και επομένως να μην πραγματοποιούνται συναλλαγές με πιθανούς αγοραστές καθώς και οι δύο προσδοκούν στην αποκόμιση υπερκερδών κατά την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης στο ευρύ επενδυτικό κοινό (ημέρα 0). Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν φυσικά ένδειξη αγοράς η οποία δεν είναι πλήρως αποτελεσματική.

### 5.3.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα που προέρχονται από το καθαρό δείγμα θα λέγαμε ότι οι ευρεθείσες έκτακτες μετοχικές σωρευτικές αποδόσεις οφείλονται κατά αποκλειστικότητα στην ανακοίνωση της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Αντίστοιχα, οι έκτακτες μετοχικές σωρευτικές αποδόσεις του συνολικού δείγματος οφείλονται στη συνδυασμένη επίδραση της ανακοίνωσης της επαναγοράς με την ταυτόχρονη ανακοίνωση άλλων θεμάτων όπως αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, διανομή μερίσματος, συγχωνεύσεις και εξαγορές ή προγράμματα δικαιώματος προαίρεσης. Μια σύγκριση των έκτακτων σωρευτικών μετοχικών αποδόσεων των δύο δειγμάτων θα μας βοηθήσει να καταλήξουμε στο αν η επαναγορά αποτελεί συμφέρουσα επενδυτική στρατηγική για τις εταιρίες που ανακοινώνουν ταυτόχρονα με την επαναγορά και τέτοια θέματα. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η πορεία των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων των δύο δειγμάτων.





Συγκρίνοντας τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις την ημέρα +5 (η σύγκριση με βάση τη συγκεκριμένη ημέρα έγινε λόγω του ότι την ημέρα αυτή, οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και για τα δύο δείγματα), παρατηρούμε μια θετική επίδραση των παραγόντων που αποκλείσαμε από το πρώτο δείγμα ποσοστού ύψους 0,43%. Για την ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα 0) η θετική επίδραση των εξεταζόμενων παραγόντων σε όρους ποσοστών είναι 0,14%. Αυτό σημαίνει ότι υπήρξε μια συνδυασμένη θετική επίδραση αυτών των παραγόντων στη διαμόρφωση των μετοχικών έκτακτων αποδόσεων των εταιριών που ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Οι παράγοντες αυτοί είναι σχεδόν κοινοί σε όλες τις εταιρίες οπότε η επίδραση αυτών τείνει να είναι αντιπροσωπευτική για όλο το δείγμα. Διευκρινίζεται ότι η μελέτη για κάθε ένα παράγοντα ξεχωριστά δεν ήταν εφικτή λόγω της έλλειψης θεωριών στη διεθνή βιβλιογραφία που να στηρίζουν την κατεύθυνση της μεμονωμένης επίδρασής τους.

Το πλέον ουσιαστικό συμπέρασμα το οποίο προκύπτει από την παρατήρηση του άνω διαγράμματος είναι ότι η ανακοίνωση της επαναγοράς φαίνεται να αποτελεί μια περισσότερο αποτελεσματική στρατηγική για τις εταιρίες οι οποίες περιλαμβάνουν στην ίδια ανακοίνωση και άλλα θέματα ημερήσιας διάταξης. Η έκτακτη σωρευτική μετοχική απόδοση των εταιριών που οφείλεται σε ανακοινώσεις επαναγοράς φτάνει το 1,48% εν συγκρίσει με τις εταιρίες που προβαίνουν σε ταυτόχρονη ανακοίνωση και άλλων θεμάτων που φτάνει το 1,86%. Τα ανωτέρω δείχνουν ότι οι εταιρίες οι οποίες προβαίνουν σε ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών ταυτόχρονα με άλλα θέματα, δύνανται να εκμεταλλευτούν πλήρως τα πλεονεκτήματα που το γεγονός της επαναγοράς προσφέρει στις διοικήσεις των εταιριών και τους μετόχους. Μια πιθανή εξήγηση για τη μειωμένη αντίδραση της αγοράς στη μεμονωμένη ανακοίνωση της επαναγοράς είναι ότι η ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς όταν δε συνοδεύεται από άλλες ανακοινώσεις, γίνεται με τη σύγκληση έκτακτης Γενικής Συνέλευσης (αυτό παρατηρήθηκε από την εξέταση των ημερήσιων δελτίων τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών) η οποία πιθανώς συνδέεται με μικρότερη διάχυση της πληροφόρησης και μειωμένες έκτακτες σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις.

## 5.4 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗ ΦΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΗΘΕΙΣΑΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ

Ο διαχωρισμός του δείγματος ανάλογα με τη φύση της Γενικής Συνέλευσης που συγκαλείται για την έγκριση ενός προγράμματος επαναγοράς θα μας βοηθήσει να διαχωρίσουμε την ξεχωριστή επίδραση των τακτικών και έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) των επαναγοραζουσών εταιριών. Αυτό που αναμένουμε είναι η εντονότερη θετική αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις επαναγοράς τακτικών Γενικών Συνελεύσεων λόγω του ότι παρέχεται καλύτερη πληροφόρηση στον κύριο όγκο των επενδυτών εφόσον οι συνελεύσεις αυτές είναι προγραμματισμένες. Αντίθετα οι έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις συνδέονται πιθανόν με μικρότερη διάχυση πληροφόρησης η οποία δημιουργεί δυνητικά χαμηλότερες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης για τις συγκεκριμένες εταιρίες.

### 5.4.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Η περίοδος παρατήρησης (event window) που επιλέχθηκε για αυτή την κατηγορία παραγόντων λόγω της ερμηνευτικής δυνατότητας και της εξαγωγής έγκυρων συμπερασμάτων είναι η (-10 ημέρες, +5 ημέρες). Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις που υπολογίστηκαν για τις επαναγοραζουσες εταιρίες που συγκαλούν έκτακτες γενικές συνελεύσεις παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

**Περίοδος παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες)**

<b>EVENT WINDOW</b>	<b>AAR</b>	<b>t-stat. (AAR)</b>
<b>-10</b>	0,02%	0,11271
<b>-9</b>	0,00%	-0,03752
<b>-8</b>	-0,15%	-0,67461
<b>-7</b>	-0,31%	-1,44090
<b>-6</b>	-0,14%	-0,66767
<b>-5</b>	-0,02%	-0,10601
<b>-4</b>	0,13%	0,60776
<b>-3</b>	0,14%	0,66163
<b>-2</b>	0,11%	0,52749
<b>-1</b>	0,37%	1,74151
<b>0</b>	0,70%	3,27091
<b>1</b>	0,42%	1,94556
<b>2</b>	-0,11%	-0,49636
<b>3</b>	0,16%	0,72954
<b>4</b>	0,47%	2,18603
<b>5</b>	0,10%	0,46275
<b>AAAR</b>	<b>0,12%</b>	

Παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι σε μεγαλύτερο ποσοστό οριακά θετικές και φτάνουν στο 0,12% κατά μέσο όρο. Την ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα 0) η μέση έκτακτη απόδοση διαμορφώνεται στο 0,70% και είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει μια έντονη θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της επαναγοράς με αποτέλεσμα την αύξηση του πλούτου των μετόχων. Η πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης για όλο το εξεταζόμενο διάστημα παρουσιάζεται στο ακόλουθο διάγραμμα:



Παρακάτω παρουσιάζουμε τον πίνακα των σφαιρικών έκτακτων αποδόσεων για το ίδιο event window μαζί με την τιμή της t-statistics:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,02%	0,11271
-9	0,02%	0,93196
-8	-0,12%	-0,56242
-7	-0,43%	-2,00336
-6	-0,57%	-2,67102
-5	-0,60%	-2,77707
-4	-0,47%	-2,16957
-3	-0,32%	-1,50771
-2	-0,21%	-0,97956
-1	0,16%	0,76164
0	0,87%	4,03263
1	1,29%	5,97768
2	1,18%	5,47958
3	1,34%	6,21172
4	1,81%	8,39696
5	<b>1,91%</b>	8,86252

Παρατηρούμε ότι οι έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις είναι θετικές και φτάνουν σε ποσοστό το 1,91%. Ταυτόχρονα είναι και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% από την ημερομηνία της ανακοίνωσης για επαναγορά και εντεύθεν. Η απουσία στατιστικά σημαντικής έκτακτης απόδοσης πριν την ανακοίνωση για επαναγορά, αποδεικνύει την έλλειψη διαρροής προς τους μετόχους της πληροφορίας για ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς λόγω της σύγκλισης έκτακτης Γενικής Συνέλευσης.

#### 5.4.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις που υπολογίστηκαν για το ίδιο event window για τις εταιρίες που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών μέσω τακτικών Γενικών Συνελεύσεων παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

##### Περίοδος παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-10	-0,03%	-0,14045
-9	0,39%	2,12997
-8	0,23%	1,27949
-7	0,01%	0,05684
-6	0,00%	0,03322
-5	0,25%	1,40255
-4	-0,09%	-0,49462
-3	0,27%	1,46916
-2	0,14%	0,77340
-1	0,33%	1,84492
0	0,05%	0,26062
1	-0,17%	-0,94021
2	0,35%	1,95285
3	-0,21%	-1,17983
4	0,39%	2,16827
5	0,18%	0,96375
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>	



Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για το συγκεκριμένο event window είναι σε γενικές γραμμές θετικές και φτάνουν το 0,13% κατά μέσο όρο. Παρατηρούμε επίσης ότι σημειώθηκε μια θετική υπερβάλλουσα μετοχική απόδοση ποσοστού ύψους 0,39% την ημέρα -9 η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου η οποία προηγείται της ανακοίνωσης για επαναγορά. Κατά συνέπεια υπάρχει μια διαρροή της πληροφορίας προς όφελος των μετόχων που έχουν εσωτερική πληροφόρηση. Η πορεία των μέσων έκτακτων αποδόσεων σε όλο το διάστημα παρατήρησης παρουσιάζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:



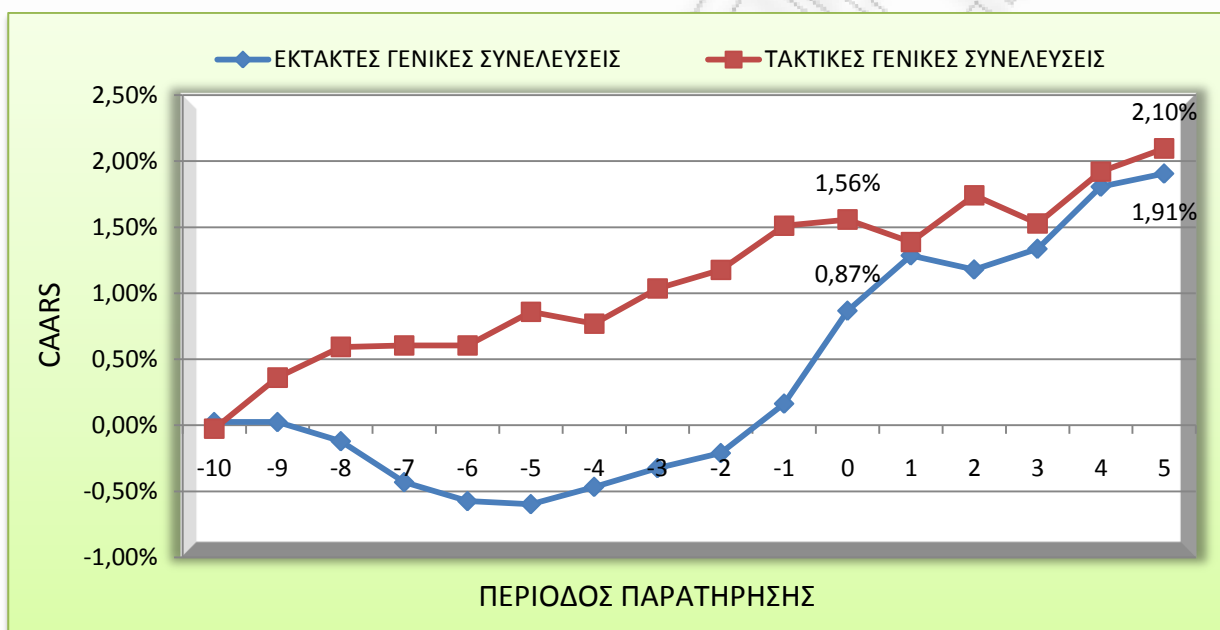
Παρακάτω παρουσιάζονται οι σφρευτικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών οι οποίες αποτελούν το μέτρο για την εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με τη συνδυαστική επίδραση της ανακοίνωσης της επαναγοράς και του παράγοντα «Τακτική Γενική Συνέλευση»:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,03%	-0,14045
-9	0,36%	1,98951
-8	0,59%	3,26896
-7	0,60%	3,33210
-6	0,60%	3,66121
-5	0,86%	4,72894
-4	0,77%	4,23365
-3	1,04%	5,70329
-2	1,18%	6,47655
-1	1,51%	8,32184
0	1,56%	8,58419
1	1,39%	7,64083
2	1,74%	9,59475
3	1,53%	8,41377
4	1,92%	10,58317
5	<b>2,10%</b>	11,54374

Για το εξεταζόμενο event window διαπιστώνουμε θετικές έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις οι οποίες φτάνουν το 2,10%. Οι εν λόγω έκτακτες σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό σημαίνει ότι το γεγονός της σύγκλισης τακτικής Γενικής Συνέλευσης των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών, επιδρά θετικά στη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων των εταιριών αυτών όμως παράλληλα φανερώνει την ύπαρξη έντονης ασυμμετρίας των πληροφοριών μεταξύ των μετόχων που έχουν εσωτερική πληροφόρηση και των κοινών επενδυτών που ενημερώνονται από τις ανακοινώσεις των διοικήσεων των εταιριών.

### 5.4.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΚΑΙ ΤΑΚΤΙΚΩΝ ΓΕΝΙΚΩΝ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Μέσα από την παράθεση ενός συγκριτικού διαγράμματος των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων έτσι όπως αυτές διαμορφώνονται από τη μεμονωμένη επίδραση των έκτακτων και τακτικών Γενικών Συνελεύσεων, θα μπορέσουμε να εντοπίσουμε τον παράγοντα με την εντονότερη επιρροή στις παρατηρούμενες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών.



Αυτό που συνάγεται από την ανάγνωση του άνω γραφήματος είναι ότι υπάρχει μια εντονότερη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επαναγοράς ιδίων μετοχών που προέρχονται από τακτικές γενικές συνελεύσεις όπως φαίνεται από την πορεία των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων. Οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις διαμορφώνονται στο 2,10% για τις τακτικές γενικές συνελεύσεις σε σύγκριση με τις αντίστοιχες αποδόσεις που οφείλονται στις έκτακτες γενικές συνελεύσεις οι οποίες φτάνουν το 1,91%. Επίσης την ημέρα της ανακοίνωσης η παρατηρούμενη έκτακτη σωρευτική απόδοση είναι 1,56% για τις τακτικές γενικές συνελεύσεις έναντι 0,87% για τις έκτακτες γενικές συνελεύσεις. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα είναι αναμενόμενο λόγω του ότι οι τακτικές γενικές συνελεύσεις είναι εκ των προτέρων

γνωστές αναφορικά με την ημερομηνία σύγκλισής τους από τον κύριο όγκο των επενδυτών.

## **5.5 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΝΟΥΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ**

Η παρουσίαση των αποτελεσμάτων αφορά συγκεκριμένους χρηματιστηριακούς δείκτες με βάση τους οποίους έγιναν επιπλέον διαχωρισμοί του δείγματός μας. Οι δείκτες αυτοί είναι ο δείκτης “P/BV” που αποτελεί μια προσέγγιση του Tobin’s q ratio ήτοι, ο λόγος της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας επαναγοράζουσας εταιρίας προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων αυτής και ο δείκτης “P/E” ήτοι, ο λόγος της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς το σύνολο των κερδών ανά μετοχή που έχουν πραγματοποιηθεί τους προηγούμενους 12 μήνες από τη στιγμή υπολογισμού του δείκτη. Οι συγκεκριμένοι διαχωρισμοί έχουν διενεργηθεί στα πλαίσια αντίστοιχων ερευνών που έχουν διεξαχθεί για λογαριασμό άλλων χρηματιστηριακών αγορών από ξένους ερευνητές και τα αποτελέσματά τους θα αντιπαρατεθούν με τα αποτελέσματα της έρευνάς μας.

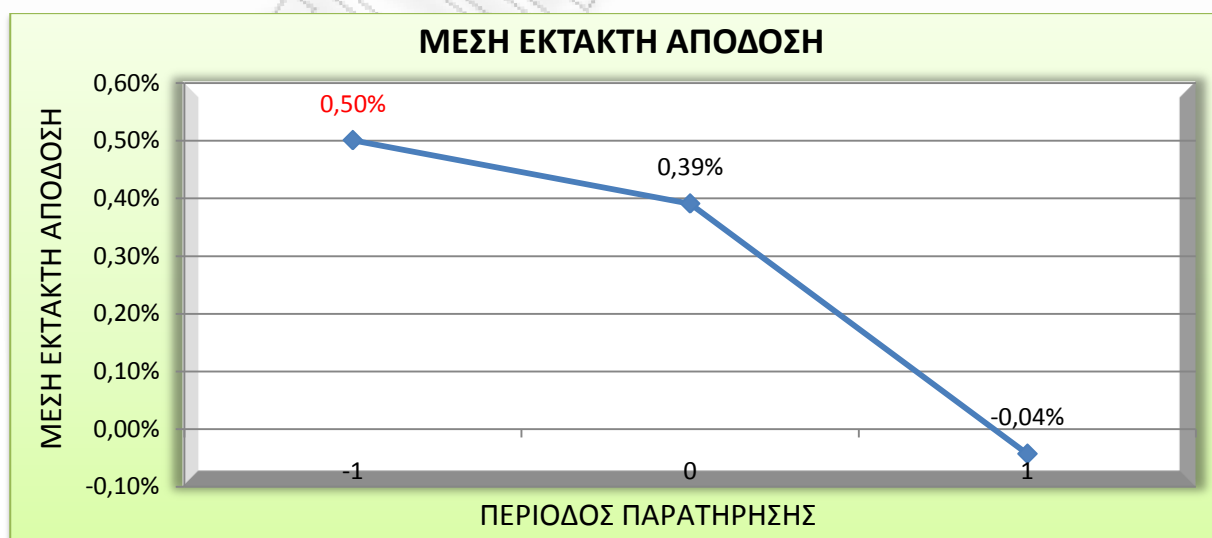
### **5.5.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ( $P/BV \leq 1$ )**

Το event window που επιλέχθηκε με βάση την ερμηνευτική δυνατότητα των αποτελεσμάτων αλλά και με βάση αυτό που συνήθως επιλέγεται στις μελέτες που αναλύθηκαν στην επισκόπηση της βιβλιογραφίας που προηγήθηκε, είναι (-1 ημέρα, +1 ημέρα). Υπενθυμίζεται ότι όλα τα αποτελέσματα από τα εξεταζόμενα event windows για όλα τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα έρευνα παρουσιάζονται στο παράρτημα που βρίσκεται στο τέλος της έρευνας. Για το δείγμα που εξετάζουμε σε αυτή την ενότητα έχουμε υπολογίσει τις μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις και ο πίνακας που παρουσιάζει τα εν λόγω αποτελέσματα για το event window (-1 ημέρα, +1 ημέρα) είναι ο εξής:

**Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,50%	1,79124
0	0,39%	1,39839
1	-0,04%	-0,15310
<b>AAAR</b>	<b>0,28%</b>	

Στο συγκεκριμένο event window παρατηρούμε μια θετική μέση έκτακτη μετοχική απόδοση που φτάνει κατά μέσο όρο το 0,28%. Η στατιστική τεκμηρίωση της μέσης έκτακτης μετοχικής απόδοσης ωστόσο, διαπιστώνεται την ημέρα -1. Την ημέρα αυτή η μέση έκτακτη απόδοση διαμορφώνεται στο 0,50% σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Η θετική αντίδραση της αγοράς στις τιμές των μετοχών των επαναγοραζουσών εταιριών με δείκτη  $P/BV \leq 1$  μια ημέρα πριν την ανακοίνωση οφείλεται σε διαρροή της πληροφόρησης, δείγμα ότι η αγορά δεν είναι πλήρως αποτελεσματική. Η πτώση της μέσης έκτακτης απόδοσης τις ημέρες 0 και +1 δεν τεκμηριώνεται στατιστικά και ως εκ τούτου δεν δύναται να αποδοθεί στο χαμηλό δείκτη  $P/BV$  αλλά σε εξωγενείς αιτίες. Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης για το εξεταζόμενο διάστημα παρατήρησης:





Στη συνέχεια ακολουθεί ο πίνακας με τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις ο οποίος και ενδείκνυται για την εξαγωγή των απαιτούμενων συμπερασμάτων αναφορικά με την επίδραση ενός χαμηλού χρηματιστηριακού δείκτη P/BV στη διαμόρφωσή τους.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,50%	1,79124
0	0,89%	3,18973
1	<b>0,85%</b>	3,03807

Η σωρευτική έκτακτη μετοχική απόδοση διαμορφώνεται στο 0,85% και σύμφωνα με την τιμή της t-statistics είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%. Η απόδοση αυτή αντιπροσωπεύει ουσιαστικά και το διάστημα διαπραγμάτευσης της μετοχής με ενσωματωμένη την πληροφορία της ανακοίνωσης για επαναγορά και το θετικό πρόσημο αυτής δεικνύει τη θετική επίδραση που έχει ο χαμηλός δείκτης P/BV στη διαμόρφωσή της.

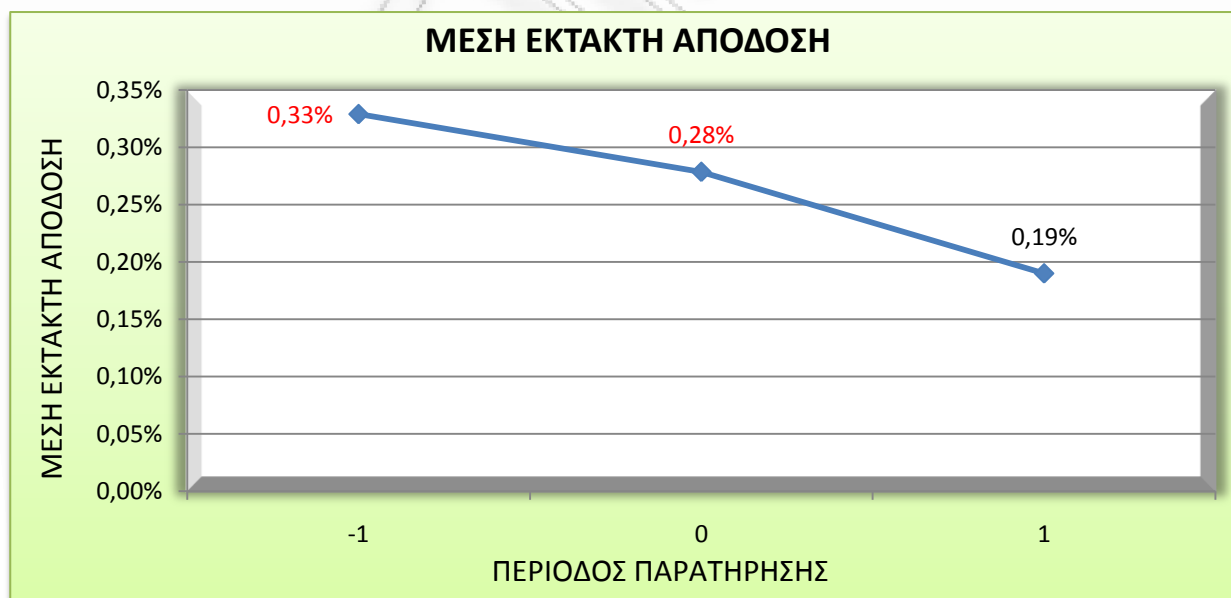
### 5.5.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/BV>1)

Παρακάτω παραθέτουμε τις υπολογισθείσες μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών με δείκτη P/BV μεγαλύτερο της μονάδας. Μέσα από την εξέταση του επόμενου πίνακα θα καταστεί εφικτός ο προσδιορισμός της επίδρασης ενός υψηλού δείκτη P/BV στη διαμόρφωση των μέσων έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών. Το event window που θα εξετασθεί είναι (-1 ημέρα, +1 ημέρα) κυρίως για λόγους συγκρισιμότητας των διαφορετικών τιμών του δείκτη P/BV μεταξύ των επαναγοραζουσών εταιριών ενώ η εξέταση των υπόλοιπων event windows η οποία παρατίθεται στο παράρτημα της παρούσας εργασίας καταλήγει σε ίδια συμπεράσματα.

**Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,33%	2,04224
0	0,28%	1,73037
1	0,19%	1,18078
<b>AAAR</b>	<b>0,27%</b>	

Από τον ανωτέρω πίνακα των μέσων έκτακτων μετοχικών αποδόσεων διαπιστώνουμε μια μείωση της συνολικής μέσης έκτακτης απόδοσης η οποία φτάνει το 0,27%. Επίσης, σε αντίθεση με τους αντίστοιχους υπολογισμούς στις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/BV, παρατηρούμε ότι την ημέρα 0 υπάρχει στατιστικά σημαντική μέση απόδοση ποσοστού ύψους 0,28% σε επίπεδο σημαντικότητας 10%, γεγονός που σημαίνει ότι η εν λόγω έκτακτη απόδοση δύναται να αποδοθεί στον παράγοντα «υψηλός δείκτης P/BV». Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η πορεία των μέσων έκτακτων αποδόσεων για το εξεταζόμενο event window:



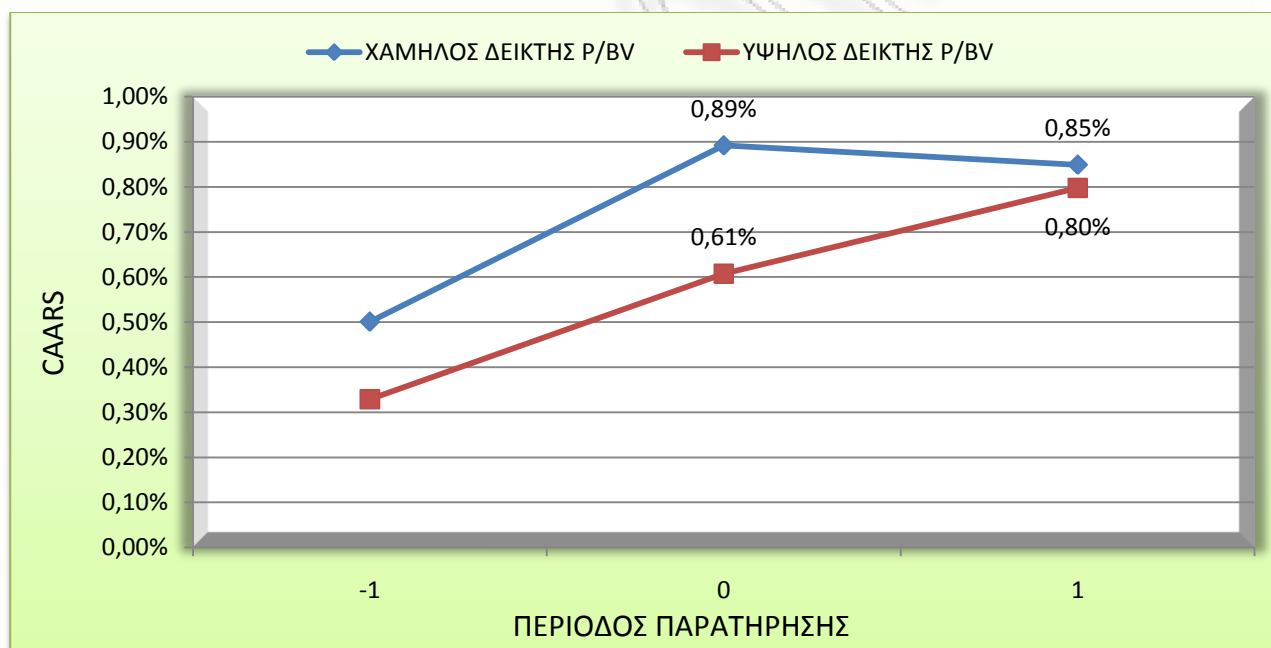
Στη συνέχεια γίνεται παράθεση του πίνακα των έκτακτων σωρευτικών μετοχικών αποδόσεων προκειμένου να καταλήξουμε σε περισσότερο έγκυρα συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση του υψηλού δείκτη P/BV στη διαμόρφωσή τους.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,33%	2,04224
0	0,61%	3,77315
1	<b>0,80%</b>	4,95419

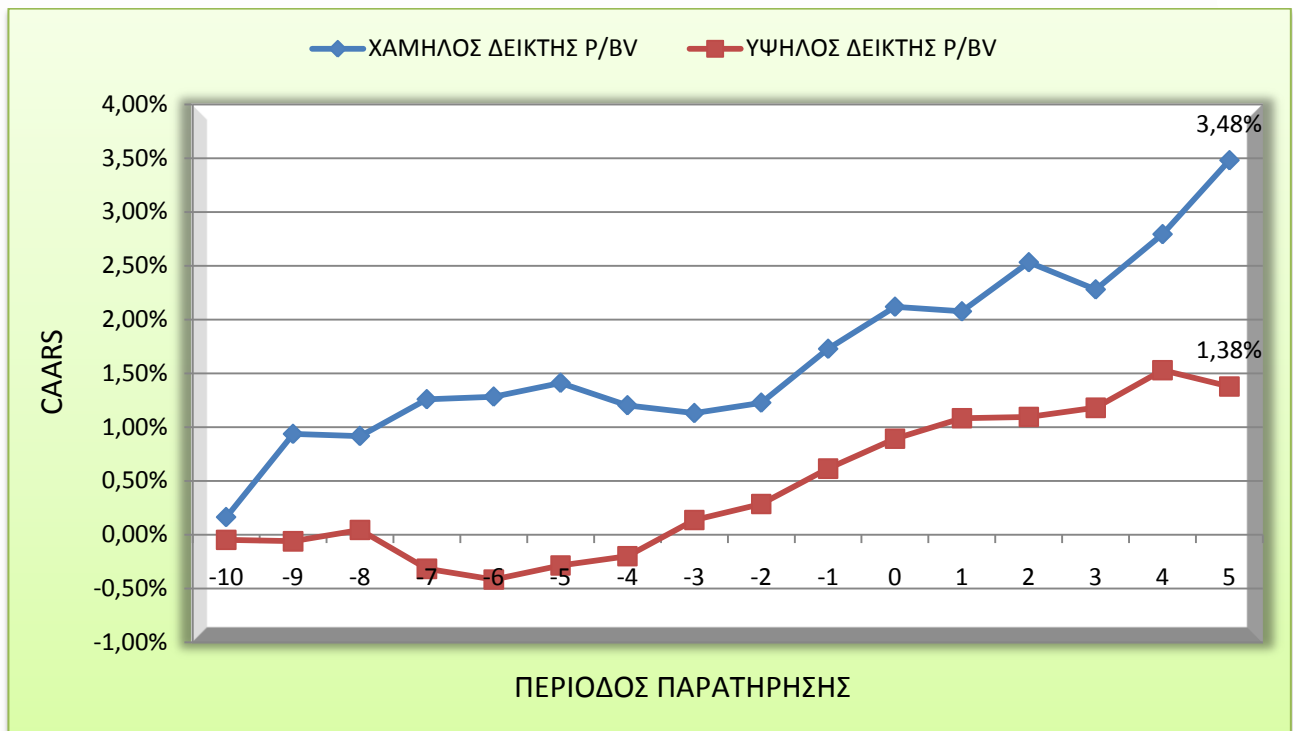
Από την παρατήρηση του ανωτέρω πίνακα διαπιστώνουμε θετικές σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα. Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% γεγονός το οποίο αποδεικνύει τη θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση για επαναγορά εταιριών με υψηλό δείκτη P/BV. Ωστόσο το ποσοστό 0,80% που διαμορφώνονται οι έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις των εταιριών με υψηλό δείκτη P/BV υπολείπεται του αντίστοιχου ποσοστού για τις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/BV κατά 0,05% γεγονός που αποδεικνύει την εντονότερη επίδραση ενός χαμηλού δείκτη P/BV στον προσδιορισμό των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Η επίδραση αυτή γίνεται εντονότερη όσο διευρύνεται η περίοδος παρατήρησης με βάση τα εξαγόμενα αποτελέσματα όπως αυτά παρουσιάζονται στο παράρτημα της παρούσας εργασίας. Έτσι για περίοδο παρατήρησης (-5 ημέρες, +5 ημέρες) οι έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις για τις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/BV φτάνουν το 2,20% έναντι 1,79% για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη. Επίσης, για περίοδο παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες) οι έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις για τις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/BV φτάνουν το 3,48% έναντι μόλις 1,38% για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη.

### 5.5.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΟΥ ΚΑΙ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/BV ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνονται οι ξεχωριστές επιδράσεις των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών με υψηλό και χαμηλό δείκτη P/BV στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων. Μέσα από τη σύγκριση των μεμονωμένων αυτών επιδράσεων των συγκεκριμένων παραγόντων, θα γίνει προσπάθεια να κατανοηθεί η παρατηρούμενη αντίδραση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.



Προκειμένου να καταδείξουμε τη διαφορά της επίδρασης των εταιριών με χαμηλό και υψηλό δείκτη P/BV παρουσιάζουμε τη σύγκριση των έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων για event window (-10 ημέρες, +5 ημέρες) στο ακόλουθο διάγραμμα. Όπως προκύπτει οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών και έχουν χαμηλό δείκτη P/BV κυμαίνονται σε υψηλότερα επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης.



Παρατηρούμε μια εντονότερη επίδραση του παράγοντα «χαμηλός δείκτης P/BV» στη θετική αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις για επαναγορά μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι οι επαναγοράζουσες εταιρίες με χαμηλό χρηματιστηριακό δείκτη P/BV καταφέρνουν και αυξάνουν σε μεγαλύτερο βαθμό τον πλούτο των μετόχων τους εν συγκρίσει με τις εταιρίες με υψηλό χρηματιστηριακό δείκτη P/BV. Οι επενδυτές φαίνεται να αξιολογούν τις μετοχές με χαμηλό P/BV ως επενδυτική ευκαιρία λόγω κυρίως της υποτίμησης από τη χρηματιστηριακή αγορά, που ένας χαμηλός δείκτης σηματοδοτεί. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξαν οι έρευνες των **Gullon and Ikenberry (2000)**, **Chan, Ikenberry and Lee (2004)**, **Skjeltorp (2004)**, **Gullon and Michaely (2004)**, **Hua Zhang (2005)** οι οποίες αναλύθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο.



### 5.5.4 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/E≤15)

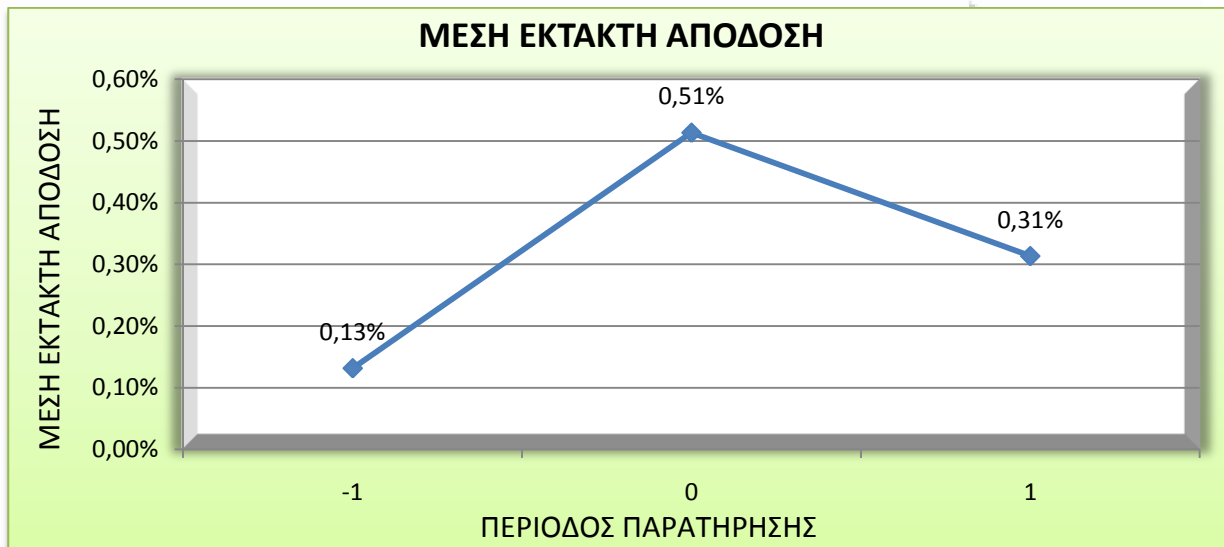
Ένας χαμηλός δείκτης P/E αποτελεί ένδειξη επικινδυνότητας που συνδέεται με τα μελλοντικά κέρδη μιας εταιρίας και ταυτόχρονα απόδειξη ότι η μετοχή της εταιρίας αυτής είναι έντονα υποτιμημένη από τη χρηματιστηριακή αγορά. Μέσω της παράθεσης των αποτελεσμάτων των έκτακτων αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) θα μελετηθεί η βραχυπρόθεσμη επίδραση του χαμηλού δείκτη P/E στις έκτακτες μετοχικές αποδόσεις εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Το event window που επιλέχθηκε είναι (-1 ημέρα, +1 ημέρα) και ο πίνακας που παρουσιάζει τις μέσες έκτακτες υπολογισθείσες μετοχικές αποδόσεις είναι ο εξής:

#### Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,13%	0,69371
0	0,51%	2,70831
1	0,31%	1,65248
<b>AAAR</b>	<b>0,32%</b>	

Παρατηρούμε μια θετική βραχυπρόθεσμη αντίδραση της ελληνικής αγοράς στο συγκεκριμένο δείγμα εταιριών η οποία, σε όρους έκτακτων μετοχικών αποδόσεων, διαμορφώνεται στο 0,32% κατά μέσο όρο. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα 0 ποσοστού ύψους 0,51% η οποία είναι και στατιστικά σημαντική, σύμφωνα με την τιμή της t-statistics, σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Φαίνεται ότι η ανακοίνωση της επαναγοράς σε συνδυασμό με το χαμηλό δείκτη P/E των εταιριών δημιουργεί θετικό κλίμα μεταξύ των επενδυτών οι οποίοι ενισχύουν τις τιμές των συγκεκριμένων μετοχών. Παράλληλα οι διοικήσεις των εν λόγω εταιριών πετυχαίνουν το στόχο τους που είναι η στήριξη των τιμών των μετοχών τους λόγω της υποτίμησης. Παρακάτω ακολουθεί ένα διάγραμμα το οποίο απεικονίζει τη θετική

πορεία των υπολογιζόμενων έκτακτων μέσων μετοχικών αποδόσεων για το εξεταζόμενο event window:



Στη συνέχεια γίνεται παράθεση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών με χαμηλό δείκτη P/E που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,13%	0,69371
0	0,65%	3,40173
1	<b>0,96%</b>	5,05394

Στο συγκεκριμένο event window παρατηρούμε θετικές έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις το διάστημα (0, +1) οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% όπως αποδεικνύει η τιμή της t-statistics. Το διάστημα αυτό το οποίο περιλαμβάνει την ημέρα ανακοίνωσης και την επόμενη αποτελεί ουσιαστικά και το διάστημα διαπραγμάτευσης της μετοχής με ενσωματωμένη την πληροφορία. Το θετικό ποσοστό της έκτακτης σωρευτικής απόδοσης, το οποίο φτάνει το 0,96% για το εξεταζόμενο διάστημα, δείχνει την πραγματική ενίσχυση των τιμών των εταιριών με χαμηλό P/E από τους μετόχους οι οποίοι αντιλαμβάνονται τις συγκεκριμένες μετοχές ως υποτιμημένες και άρα ως ευκαιρία επένδυσης.

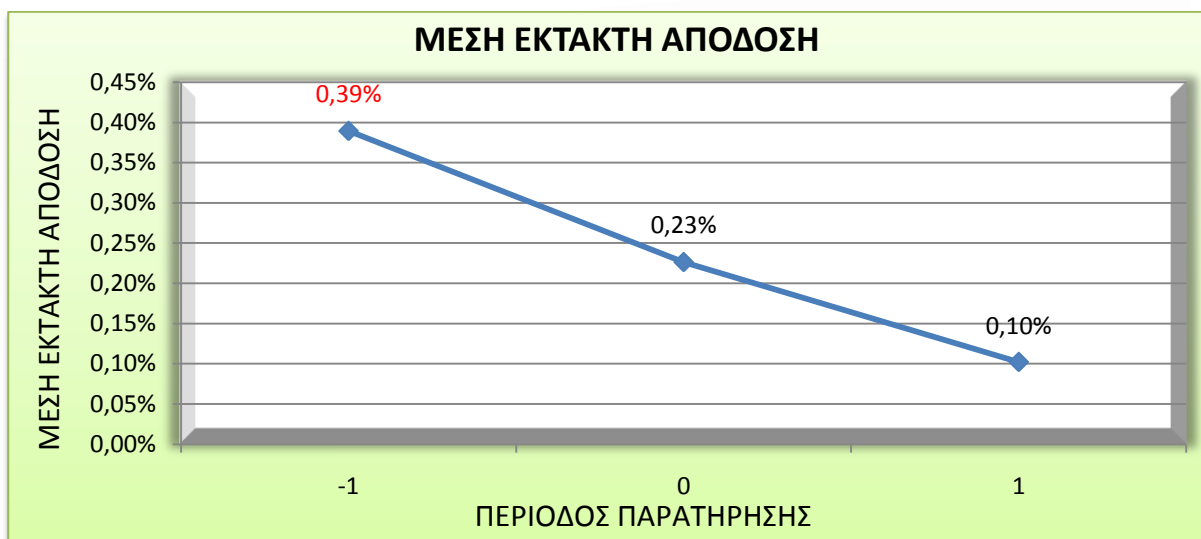
### 5.5.5 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (P/E>15)

Ένας υψηλός δείκτης P/E αποτελεί ένδειξη εταιρίας που χαρακτηρίζεται από υψηλό ρυθμό ανάπτυξης κερδών ενώ ταυτόχρονα σηματοδοτεί μια υφιστάμενη υπερτίμηση των μελλοντικών κερδών από την αγορά. Μέσα από την παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παρούσας εργασίας θα ελέγξουμε την αντίδραση της αγοράς στη «διασταλτική» αυτή ερμηνεία ενός υψηλού χρηματιστηριακού δείκτη P/E. Το event window που επιλέγουμε, χάριν συγκρισιμότητας των αποτελεσμάτων με αυτά που απορρέουν από την προηγηθείσα ανάλυση των εταιριών με χαμηλό δείκτη P/E, είναι (-1 ημέρα, +1 ημέρα). Οι μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις που υπολογίσαμε συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

#### Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,39%	2,08137
0	0,23%	1,20976
1	0,10%	0,54568
<b>AAAR</b>	<b>0,24%</b>	

Σύμφωνα με τον άνω πίνακα οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη P/E είναι θετικές για όλες τις ημέρες του event window και διαμορφώνονται στο 0,24% εν συγκρίσει με τις αντίστοιχες αποδόσεις των εταιριών με χαμηλό δείκτη P/E που διαμορφώθηκαν στο 0,32% κατά μέσο όρο. Επιπλέον παρατηρούμε ότι η θετική μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα μηδέν (0) ποσοστού ύψους 0,23%, δεν τεκμηριώνεται στατιστικά στο συγκεκριμένο δείγμα εταιριών γεγονός που σημαίνει ότι η θετική βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση της επαναγοράς αποδίδεται αποκλειστικά στις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/E. Παρακάτω παραθέτουμε ένα διάγραμμα το οποίο αποτυπώνει την πορεία των μέσων έκτακτων αποδόσεων για το εξεταζόμενο event window:



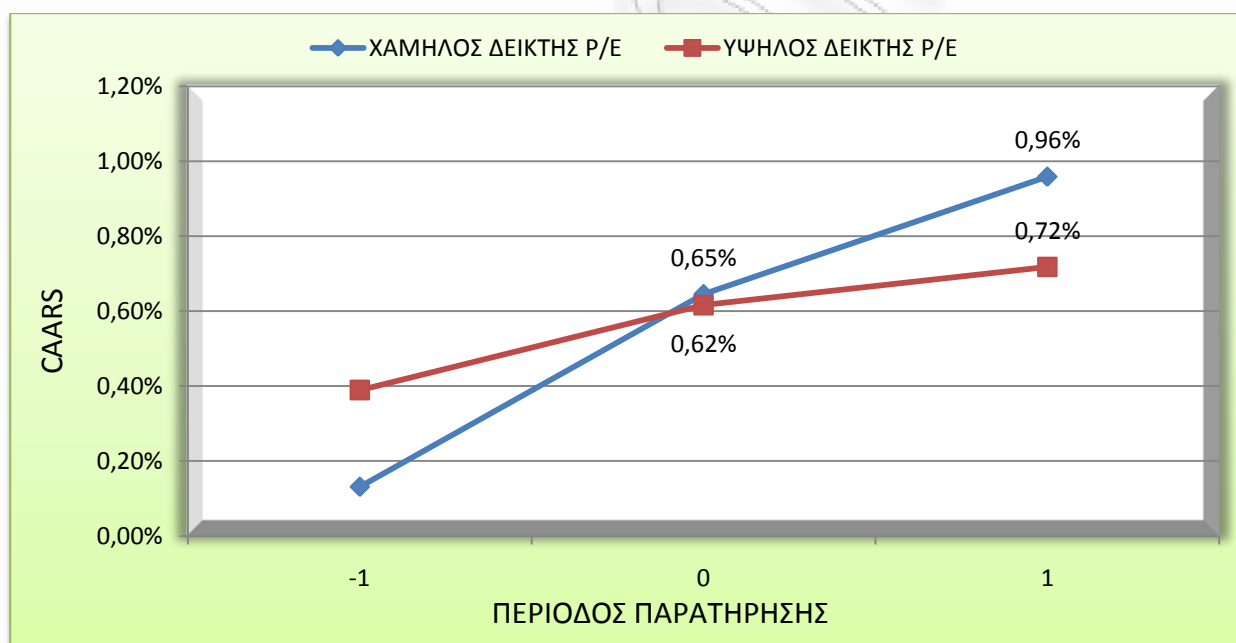
Στη συνέχεια παραθέτουμε τον πίνακα των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων ο οποίος θα μας βοηθήσει να καταλήξουμε σε περισσότερο ασφαλή και έγκυρα συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση του παράγοντα «υψηλός δείκτης P/E»:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,39%	2,08137
0	0,62%	3,29103
1	<b>0,72%</b>	3,83738

Παρατηρούμε θετικές σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις των εταιριών με υψηλό δείκτη P/E που φτάνουν σε ποσοστό το 0,72%. Οι αποδόσεις αυτές είναι στατιστικά σημαντικές, όπως αντανακλάται από τις τιμές της t-statistics για όλο το εξεταζόμενο διάστημα, γεγονός που πιστοποιεί τη θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών από εταιρίες με υψηλό δείκτη P/E. Παρόλα αυτά, η θετική ανταπόκριση των μετόχων στην ενίσχυση της τιμής των συγκεκριμένων εταιριών είναι μειωμένη σε σύγκριση με την ενίσχυση που παρατηρήθηκε στις τιμές των εταιριών με χαμηλό δείκτη P/E. Σε όρους έκτακτων σωρευτικών μετοχικών αποδόσεων, για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη P/E οι αποδόσεις είναι 0,62% και 0,72% για τις ημέρες 0 και +1 ενώ για τις εταιρίες με χαμηλό P/E οι έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις είναι 0,65% και 0,96% αντίστοιχα.

### 5.5.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΟΥ ΚΑΙ ΥΨΗΛΟΥ ΔΕΙΚΤΗ P/E ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνονται οι ξεχωριστές επιδράσεις των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών με υψηλό και χαμηλό δείκτη P/E στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων. Μέσα από τη σύγκριση των μεμονωμένων αυτών επιδράσεων των συγκεκριμένων παραγόντων, θα γίνει προσπάθεια να κατανοηθεί η παρατηρούμενη αντίδραση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.



Από το διάγραμμα φαίνεται η εντονότερη θετική συνεισφορά των εταιριών με μικρό δείκτη P/E στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων. Οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ένα χαμηλό δείκτη P/E ως ένδειξη υποτίμησης της τιμής της μετοχής με αποτέλεσμα την ενίσχυσή της μέσω της αύξησης της ζήτησης. Πιο συγκεκριμένα την ημέρα μηδέν (0), η οποία ταυτίζεται με την ημέρα της ανακοίνωσης της επαναγοράς, η έκτακτη σωρευτική απόδοση των εταιριών με υψηλό δείκτη P/E διαμορφώνεται στο 0,62% έναντι 0,65% για τις εταιρίες με χαμηλό δείκτη.



Η διαφορά αυτή διευρύνεται την αμέσως επόμενη ημέρα (+1) με τη σωρευτική έκτακτη απόδοση να φτάνει για τις εταιρίες με χαμηλό δείκτη P/E στο 0,96% έναντι 0,72% για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη. Η απόκλιση που διαπιστώνεται την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα -1) μεταξύ των εταιριών με χαμηλό και υψηλό δείκτη P/E δεν αποτελεί ουσιαστικό γεγονός για την εξαγωγή έγκυρων συμπερασμάτων λόγω της έλλειψης στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων.

Στα ίδια συμπεράσματα με αυτά της έρευνάς μας, κατέληξαν και οι **Nohel and Tarhan (1998)** τα αποτελέσματα των οποίων έδειξαν υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις των εταιριών χαμηλής ανάπτυξης (χαμηλού δείκτη P/E). Επίσης, οι **Hjelmstad, Marshall and Walmsley (2006)** στην έρευνά τους εντόπισαν έντονη αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους της ανάπτυξης των εταιριών και της υπεραπόδοσης που αυτές παρουσιάζουν στο διάστημα που έπεται των ανακοινώσεων της επαναγοράς μετοχών.

## 5.6 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ 40 ΗΜΕΡΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARS ΚΑΙ CAARS ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ ΑΝΑΚΟΙΝΩΝΟΥΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ

Προκειμένου να διερευνηθεί η επίδραση των προηγούμενων της ημέρας της ανακοίνωσης των προγραμμάτων επαναγοράς, μέσω των μετοχικών αποδόσεων 40 ημερών στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών), δημιουργήθηκε ένας επιπλέον διαχωρισμός του δείγματος, όπως αυτός προτάθηκε από το **Vermaelen (2005)**, σε εταιρίες με υψηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις και χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις.

Οι χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις, όπως και το γεγονός της επαναγοράς, σχετίζονται άμεσα με την υπόθεση της υποτίμησης (undervaluation hypothesis) και αυτό που αναμένουμε, με βάση και τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, είναι η εντονότερη αυξητική επίδραση των εταιριών με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις στις διαμορφωθείσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις (μέσες και σωρευτικές) των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών.

### 5.6.1 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΧΑΜΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

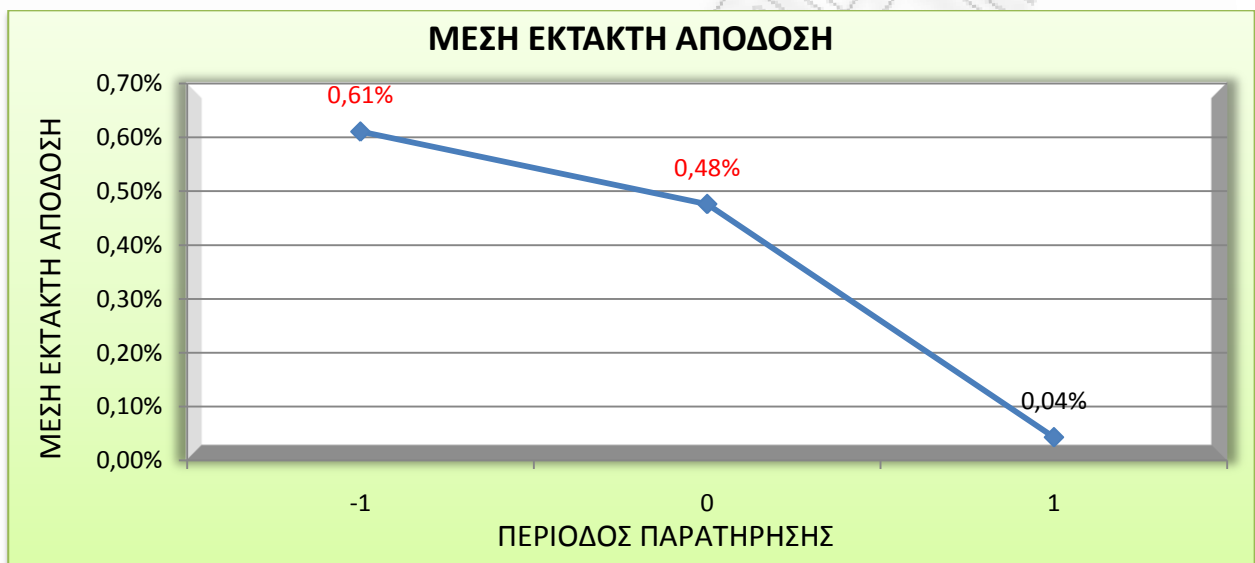
Μέσα από την παράθεση των αποτελεσμάτων που απορρέουν από την εξέταση του δείγματος των εταιριών που εμφάνισαν χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις το διάστημα πριν την ανακοίνωση της επαναγοράς, θα μπορέσουμε να διερευνήσουμε τη μεμονωμένη επίδραση των εταιριών αυτών στη διαμόρφωση των έκτακτων μέσων και σωρευτικών μετοχικών αποδόσεων. Οι χαμηλές προγενέστερες της ανακοίνωσης μέσες μετοχικές αποδόσεις σε συνδυασμό με το γεγονός της επαναγοράς σηματοδοτούν για το επενδυτικό κοινό μια υφιστάμενη υποτίμηση των μετοχών αυτών και επομένως, αυτό το οποίο αναμένουμε είναι μια έντονη αυξητική επίδραση των εταιριών αυτών στη διαμόρφωση των έκτακτων (μέσων και σωρευτικών) μετοχικών αποδόσεων. Σε αυτό το πρώτο συμπέρασμα συμπίπτουν και τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας όπως παρατέθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας έρευνας.

Παρακάτω παρουσιάζουμε ένα πίνακα με τις μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις των εταιριών με χαμηλές, προγενέστερες της ημερομηνίας της ανακοίνωσης, μέσες μετοχικές αποδόσεις για το event window (-1 ημέρα, +1 ημέρα) προκειμένου να εξετάσουμε τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς για αυτές τις επαναγοράζουσες εταιρίες.

#### Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,61%	2,55452
0	0,48%	1,99165
1	0,04%	0,17961
<b>AAAR</b>	<b>0,38%</b>	

Παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις είναι θετικές σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα ενώ, με βάση την τιμή της t-statistics, η στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων εξασφαλίζεται για τις ημέρες -1 και μηδέν (0) σε επίπεδα σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα. Η μέση έκτακτη απόδοση διαμορφώνεται στο 0,38% κατά μέσο όρο και αυτό που διαπιστώνεται είναι μια θετική βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στην ενίσχυση των μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών με χαμηλές μέσες αποδόσεις. Παρακάτω παρουσιάζουμε τη διαγραμματική απεικόνιση της πορείας των μέσων έκτακτων αποδόσεων για το επιλεγθέν event window:



Στη συνέχεια παραθέτουμε τον πίνακα των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών με χαμηλές, προγενέστερες της ανακοίνωσης, μέσες μετοχικές αποδόσεις μαζί με την τιμή της t-statistics για την εξαγωγή έγκυρων συμπερασμάτων:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,61%	2,55452
0	1,09%	4,54596
1	<b>1,13%</b>	4,72942

Η σωρευτική απόδοση είναι θετική για όλο το διάστημα παρατήρησης και φτάνει σε ποσοστό το 1,13%. Η απόδοση αυτή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% εφόσον η τιμή της t-statistics υπερβαίνει την υπολογισθείσα κριτική τιμή και επομένως απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση της μη αποδοχής του εξεταζόμενου παράγοντα. Κατά συνέπεια αυτό που διαπιστώνεται είναι μια έντονη ενίσχυση των μετοχών χαμηλών μέσων αποδόσεων, γύρω από την ημερομηνία της ανακοίνωσης, γεγονός που οφείλεται στην ένδειξη της υποτίμησης που υποκρύπτουν οι συγκεκριμένες μετοχές. Το μέγεθος της συνεισφοράς του παράγοντα «χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις» στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων για το εξεταζόμενο event window θα εντοπιστεί μέσα από τη σύγκριση της συνεισφοράς του παράγοντα «υψηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις» που θα ακολουθήσει.

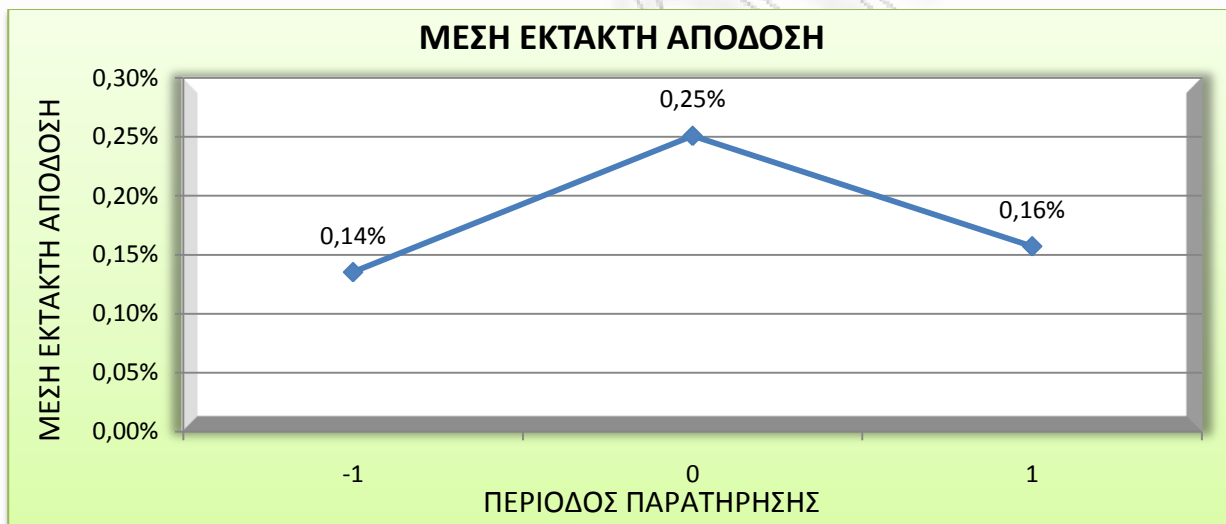
### 5.6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΥΨΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Στην ενότητα αυτή επιχειρείται η μελέτη της επίδρασης και της συνεισφοράς των εταιριών με υψηλές, προγενέστερες της ανακοίνωσης, μέσες μετοχικές αποδόσεις στη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών). Το event window από αυτά που συνολικά εξετάστηκαν, για λόγους συγκρισιμότητας της συνεισφοράς των δύο παραγόντων (χαμηλές-υψηλές μετοχικές αποδόσεις) είναι (-1 ημέρα, +1 ημέρα). Οι μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις για το συγκεκριμένο διάστημα παρατήρησης είναι ο εξής:

#### Περίοδος παρατήρησης (-1 ημέρα, +1 ημέρα)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-1	0,14%	0,67805
0	0,25%	1,25589
1	0,16%	0,78757
<b>AAAR</b>	<b>0,18%</b>	

Παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες μετοχικές αποδόσεις είναι θετικές, μη στατιστικά σημαντικές, σε όλο το εξεταζόμενο διάστημα και φτάνουν σε ποσοστό το 0,18% κατά μέσο όρο. Αναφορικά με τη διαμορφωθείσα μέση έκτακτη απόδοση την ημέρα μηδέν (0) ποσοστού ύψους 0,25%, αυτή δεν τεκμηριώνεται στατιστικά όπως αποδεικνύεται από τη χαμηλή τιμή της t-statistics και επομένως, η θετική επίδραση της αγοράς την ημέρα της ανακοίνωσης προγραμμάτων επαναγοράς οφείλεται στις εταιρίες με χαμηλές, προγενέστερα της ανακοίνωσης, μέσες μετοχικές αποδόσεις και καθόλου στις εταιρίες με υψηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις. Όσον αφορά την παρατηρούμενη ενίσχυση των τιμών των εταιριών υψηλών μετοχικών αποδόσεων την ημέρα της ανακοίνωσης, αυτή δύναται να αποδοθεί σε εξωγενείς παράγοντες και όχι στο γεγονός της επαναγοράς. Ακολουθεί ένα διάγραμμα που απεικονίζει την πορεία των μέσων έκτακτων αποδόσεων για αυτό το δείγμα εταιριών:



Για την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων υπολογίσαμε την έκτακτη σωρευτική απόδοση των εταιριών με υψηλές, προηγούμενα της ανακοίνωσης, μετοχικές αποδόσεις για το συγκεκριμένο event window:

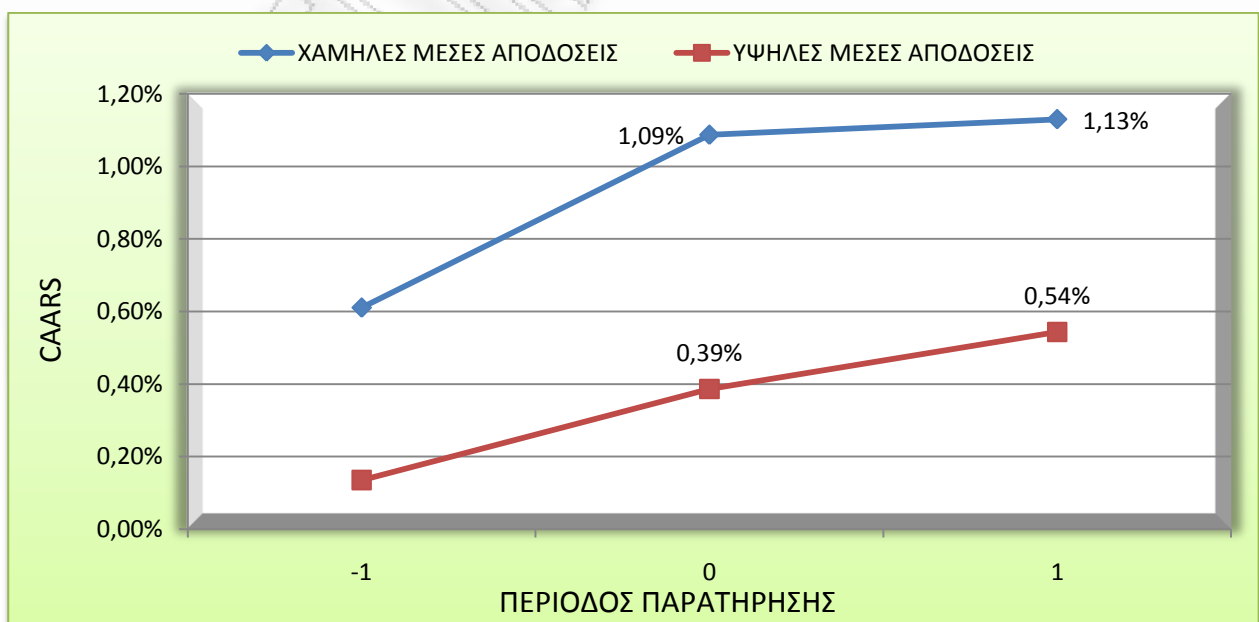
EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,14%	0,67805
0	0,39%	1,93364
1	<b>0,54%</b>	2,72171



Οι παρατηρούμενες έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις είναι θετικές και φτάνουν το 0,54% σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η έκτακτη σωρευτική απόδοση την ημέρα +1 για τις εταιρίες με υψηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις 40 ημερών που αποτελεί την απόδοση στην οποία έχει ενσωματωθεί η πληροφορία του γεγονότος της επαναγοράς, υπολείπεται της αντίστοιχης των εταιριών με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις 40 ημερών κατά 0,59% γεγονός το οποίο πιστοποιεί την αυξημένη συνεισφορά των εταιριών χαμηλών μέσων αποδόσεων στη διαμόρφωση των έκτακτων αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων επαναγοραζουσών εταιριών.

### 5.6.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΧΑΜΗΛΩΝ ΚΑΙ ΥΨΗΛΩΝ ΜΕΣΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ 40 ΗΜΕΡΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΩΝ AARs ΚΑΙ CAARs

Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνονται οι ξεχωριστές επιδράσεις των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών με χαμηλές και υψηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις 40 ημερών, στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων. Μέσα από την απεικόνιση των μεμονωμένων αυτών επιδράσεων των συγκεκριμένων παραγόντων, θα καταδειχθεί η αυξημένη αντίδραση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στις μετοχές εταιριών χαμηλών μέσων αποδόσεων.



Παρατηρούμε ότι οι εταιρίες με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις συνεισφέρουν σε μεγαλύτερο ποσοστό στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Οι επενδυτές εκλαμβάνουν το γεγονός των χαμηλών μέσων αποδόσεων των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς ως σημάδι υποτίμησης με άμεσο αποτέλεσμα την ενίσχυση της τιμής των μετοχών τους μέσω της αύξησης της ζήτησης. Πιο συγκεκριμένα την ημέρα μηδέν (0), η οποία ταυτίζεται με την ημέρα της ανακοίνωσης για επαναγορά, η έκτακτη σωρευτική απόδοση των εταιριών με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις διαμορφώνεται στο 1,09% έναντι μόλις 0,39% για τις εταιρίες υψηλών μέσων μετοχικών αποδόσεων. Η αυξημένη διαφορά διατηρείται και την ημέρα +1 ενώ η απόκλιση που διαπιστώνεται την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα -1) μεταξύ των εταιριών χαμηλών και υψηλών μέσων μετοχικών αποδόσεων δεν αποτελεί ουσιαστικό γεγονός για την εξαγωγή έγκυρων συμπερασμάτων λόγω της αδυναμίας στατιστικής τεκμηρίωσης των αποτελεσμάτων.

Τα αποτελέσματα της έρευνάς μας αναφορικά με την εντονότερη επίδραση των εταιριών με χαμηλές μέσες μετοχικές αποδόσεις στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (έκτακτων και σωρευτικών) επαληθεύονται από τις έρευνες των **Jagannathan, Stephens and Weisbach (1999)**, **Liao, Ke and Yu (2005)**, **Hua Zhang (2005)** τα ευρήματα των οποίων παρατέθηκαν στην επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας που προηγήθηκε.

## 5.7 ΜΕΛΕΤΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα επιχειρήσουμε να ελέγξουμε την ορθότητα των εξαγόμενων αποτελεσμάτων σχετικά με την επίδραση των παραγόντων στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων που υπολογίστηκαν παραπάνω. Αυτό θα γίνει με τη βοήθεια ενός οικονομετρικού υποδείγματος το οποίο θα ενσωματώνει όλους τους παράγοντες που εξετάστηκαν, υπό τη μορφή ανεξάρτητων μεταβλητών. Το οικονομετρικό αυτό υπόδειγμα θα ελεγχθεί ως προς τη στατιστική του σημαντικότητα ενώ ο συγκεκριμένος έλεγχος θα αφορά τόσο τον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης του μοντέλου συνολικά, όσο και τον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης των συγκεκριμένων ανεξαρτήτων μεταβλητών.

Τα κριτήρια τα οποία χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της ερμηνευτικής ικανότητας του οικονομετρικού υποδείγματος αλλά και των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών είναι: ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού  $R_{adj}^2$ , η F-στατιστική, η t-στατιστική και η τιμή του “Probability”. Παρακάτω αναφέρουμε συνοπτικά την έννοια αυτών των κριτηρίων.

Ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  προκύπτει από την σχέση  $R^2 = 1 - [\sum \varepsilon_i^2 / \sum (y_i - \bar{y})^2]$ , ενώ ισχύει ότι  $0 < R^2 < 1$ . Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του  $R^2$  δηλαδή όσο περισσότερο τείνει η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  στο 1 τόσο μεγαλύτερη είναι η επεξηγηματική δύναμη του οικονομετρικού μοντέλου, ήτοι η εξαρτημένη μεταβλητή ερμηνεύεται με πιο αποτελεσματικό τρόπο από τις επεξηγηματικές μεταβλητές τις οποίες έχουμε επιλέξει.

Από την εφαρμοσμένη οικονομετρία προκύπτει ότι ο συντελεστής προσδιορισμού  $R^2$  έχει ένα βασικό μειονέκτημα που αφορά την περίπτωση μικρών δειγμάτων. Ειδικότερα, εάν το δείγμα είναι μικρό έχει διαπιστωθεί ότι με την αύξηση του αριθμού των ανεξαρτήτων μεταβλητών, η τιμή του συντελεστή  $R^2$  τείνει προς τη μονάδα. Σε μικρά δείγματα με την αύξηση των ερμηνευτικών μεταβλητών χάνονται πολύτιμοι βαθμοί ελευθερίας με συνέπεια η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  να σημειώνει πλασματική άνοδο<sup>7</sup>. Για την αποφυγή του προβλήματος αυτού

<sup>7</sup> Γεώργιος Α. Βάμβουκας (2007), «Σύγχρονη Οικονομετρία Ανάλυση και Εφαρμογές», σελ. 100

χρησιμοποιείται ο **προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού  $R_{adj}^2$** , ο οποίος ισούται με  $R_{adj}^2 = 1 - (n-1)/n-k \times (1-R^2)$  όπου το  $n$  αντιπροσωπεύει το μέγεθος του δείγματος και  $k$  αντιπροσωπεύει τον αριθμό των επεξηγηματικών μεταβλητών.

Μέσω της **στατιστικής F** ελέγχεται αν το υπόδειγμα είναι στατιστικά σημαντικό στο σύνολό του, δηλαδή αν το οικονομετρικό μοντέλο ερμηνεύει ικανοποιητικά το φαινόμενο που εξετάζουμε. Η μηδενική υπόθεση  $H_0$  δηλώνει ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές τις οποίες έχουμε επιλέξει δεν έχουν καμιά επίδραση πάνω στην ανεξάρτητη μεταβλητή. Η απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης  $H_0$  θα έχει ως αποτέλεσμα την αποδοχή της εναλλακτικής υπόθεσης  $H_1$  σύμφωνα με την οποία οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν επίδραση πάνω στην διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής ήτοι το υπόδειγμα στο σύνολό του έχει στατιστική δύναμη.

Μέσω της **στατιστικής t** ελέγχεται το κατά πόσο οι ανεξάρτητες μεταβλητές που έχουμε ενσωματώσει στην ανάλυσή μας επεξηγούν σε ικανοποιητικό βαθμό την διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής. Συγκεκριμένα, η ελεγχόμενη μηδενική υπόθεση  $H_0$  δηλώνει ότι η ανεξάρτητη μεταβλητή δεν έχει καμιά επίδραση πάνω στην διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής. Κατά συνέπεια, στην περίπτωση που η μηδενική υπόθεση  $H_0$  απορριφθεί τότε γίνεται δεκτή η εναλλακτική υπόθεση  $H_1$ , σύμφωνα με την οποία η επεξηγηματική μεταβλητή επιδρά στην διαμόρφωση των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής.

Εναλλακτικός τρόπος ελέγχου της στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών, ο οποίος και χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη, είναι μέσω της τιμής του **“Probability”** έτσι όπως προκύπτει από την εκτίμηση του μοντέλου. Αν η τιμή του είναι μεγαλύτερη από 0,05 (prob. > 0,05) τότε γίνεται αποδεκτή η μηδενική υπόθεση  $H_0$  (η μεταβλητή δεν είναι στατιστικά σημαντική), ενώ αν η τιμή είναι μικρότερη από 0,05 (prob. < 0,05), τότε γίνεται αποδεκτή η εναλλακτική υπόθεση  $H_1$  (η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική).

Η υπόθεση που ελέγχεται στα πλαίσια της στατιστικής μας ανάλυσης είναι ότι οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (CARs) των επαναγοραζουσών εταιριών αποτελούν μια συνάρτηση των ανωτέρω παραγόντων και επομένως οι εν λόγω παράγοντες δύνανται να ερμηνεύσουν την κατεύθυνση των έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Έτσι η μηδενική υπόθεση  $H_0$  που εξετάζεται είναι ότι οι συγκεκριμένοι παράγοντες δεν επιδρούν στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων

ενώ η εναλλακτική υπόθεση  $H_1$  που εξετάζεται είναι ότι υπάρχει επίδραση των εν λόγω παραγόντων. Ο έλεγχος έγινε με τη βοήθεια του οικονομετρικού προγράμματος “e-views” ενώ η εκτίμηση του οικονομετρικού μας μοντέλου έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα εξετάστηκε για τυχόν ύπαρξη **πολυσυγγραμικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης** έτσι ώστε να καταλήξουμε σε όσο το δυνατόν ασφαλέστερα συμπεράσματα ως προς την επεξηγηματική ικανότητα του μοντέλου. Παρακάτω παρουσιάζουμε συνοπτικά τις έννοιες των τριών αυτών οικονομετρικών προβλημάτων, τα οποία προκαλούνται από την παραβίαση των υποθέσεων του γραμμικού υποδείγματος παλινδρόμησης, ενώ θα αναφέρουμε τους τρόπους αντιμετώπισής τους προκειμένου να εξασφαλιστεί η εγκυρότητα των αποτελεσμάτων που θα προέλθουν από την εκτίμηση του υποδείματός μας.

Το πρόβλημα της **πολυσυγγραμικότητας** παρουσιάζεται όταν υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ των ανεξάρτητων (επεξηγηματικών) μεταβλητών του οικονομετρικού υποδείγματος δηλαδή όταν οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν είναι μεταξύ τους γραμμικά ανεξάρτητες. Όταν υπάρχει πολυσυγγραμικότητα μεταξύ των επεξηγηματικών μεταβλητών, τότε παρατηρείται υψηλό  $R^2$  αλλά και υψηλό τυπικό σφάλμα για κάθε μεταβλητή που είναι στατιστικά σημαντική. Το τυπικό σφάλμα για κάθε συντελεστή αυξάνεται με αποτέλεσμα το t-statistic να μειώνεται και κάποιοι συντελεστές να μην μπορούν να ξεπεράσουν την κρίσιμη τιμή του t. Με αυτόν τον τρόπο παρουσιάζονται δυσκολίες όσον αφορά την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την ερμηνευτική ικανότητα του οικονομετρικού μοντέλου καθώς από την μια πλευρά παρατηρούνται υψηλές τιμές των τυπικών σφαλμάτων των εκτιμητών των συντελεστών του υποδείγματος (χαμηλή ερμηνευτική ικανότητα), ενώ από την άλλη παρατηρείται συγχρόνως υψηλό  $R^2$  (υψηλή ερμηνευτική ικανότητα). Στην έρευνά μας για τον εντοπισμό τυχόν υπάρχουσας πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών θα κάνουμε χρήση της **μήτρας συσχέτισης** (correlation matrix).



Στην περίπτωση της **ετεροσκεδαστικότητας** αυτό το οποίο συμβαίνει είναι ότι η διακύμανση του διαταρακτικού όρου  $\varepsilon_i$  δεν είναι σταθερή, δηλαδή οι τιμές των  $\varepsilon_i$  δεν προέρχονται από μια κανονική κατανομή η οποία να έχει μέσο ίσο με το μηδέν και σταθερή διακύμανση. Ένα κριτήριο ελέγχου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε αυτή την περίπτωση και αυτό που χρησιμοποιούμε στην έρευνά μας, είναι το **κριτήριο του White**.

Όσον αφορά την **αυτοσυσχέτιση**, αυτή παρουσιάζεται στην περίπτωση εκείνη στην οποία η συνδιακύμανση μεταξύ των διαδοχικών τιμών του διαταρακτικού όρου  $\varepsilon_i$  δεν είναι μηδενική. Σε αυτή την περίπτωση το κριτήριο ελέγχου που χρησιμοποιείται συνήθως και αυτό το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε στα πλαίσια της παρούσας έρευνας, είναι αυτό των **Durbin – Watson**. Η εφαρμογή του στατιστικού ελέγχου DW (Durbin – Watson) προϋποθέτει ότι η συνάρτηση παλινδρόμησης περιλαμβάνει σταθερό όρο, ο διαταρακτικός όρος  $\varepsilon_i$  ακολουθεί αυτοσυσχέτιση πρώτου βαθμού και στις ανεξάρτητες μεταβλητές δεν περιλαμβάνονται μεταβλητές με χρονικές υστερήσεις της εξαρτημένης<sup>8</sup>. Το κριτήριο ελέγχου των Durbin - Watson έχει την μορφή  $d = \frac{\sum(\varepsilon_i - \varepsilon_{i-1})}{\sum \varepsilon_i^2}$  με  $0 < d < 4$ . Στην περίπτωση που το  $d$  ισούται με 0 τότε υπάρχει πλήρης θετική αυτοσυσχέτιση, ενώ αν το  $d$  ισούται με 4 τότε υπάρχει πλήρης αρνητική αυτοσυσχέτιση. Όταν η τιμή του  $d$  ισούται με 2 τότε δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση ενώ στην περίπτωση που  $0 < d < 2$  και  $2 < d < 4$  τότε βρισκόμαστε στις περιοχές της θετικής και αρνητικής αυτοσυσχέτισης αντίστοιχα.

Οι παράγοντες ήτοι οι ανεξάρτητες μεταβλητές τις οποίες έχουμε επιλέξει προς εξέταση είναι οι χρηματιστηριακοί δείκτες P/BV και P/E, οι προγενέστερες μετοχικές μέσες αποδόσεις 40 ημερών των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών και η φύση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που συγκαλείται για επικύρωση αυτών των προγραμμάτων. Για τη συμπερίληψη των συγκεκριμένων παραγόντων στο υπόδειγμά μας έγινε χρήση ποσοτικών μεταβλητών για τους τρεις πρώτους παράγοντες καθώς και ποιοτικών μεταβλητών (ψευδομεταβλητών) για την τελευταία κατηγορία παραγόντων.

<sup>8</sup> Γεώργιος Α. Βάμβουκας (2007), «Σύγχρονη Οικονομετρία Ανάλυση και Εφαρμογές», σελ. 202

Η γενική μορφή του οικονομετρικού μας υποδείγματος είναι η εξής:

$$(\mathbf{CAR})_t = \beta_0 + \beta_1(\mathbf{P/BV})_t + \beta_2(\mathbf{P/E})_t + \beta_3(\mathbf{GS})_t + \beta_4(\mathbf{STOCK})_t + u_t$$

Όπου:

**(CAR)** είναι η εξαρτημένη ποσοτική μεταβλητή του μοντέλου η οποία συμβολίζει τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών που απαρτίζουν το δείγμα μας.

**(P/BV)** είναι ανεξάρτητη ποσοτική μεταβλητή του μοντέλου η οποία συμβολίζει το λόγο της χρηματιστηριακής αξίας μιας επαναγοράζουσας εταιρίας προς τη λογιστική αξία αυτής.

**(P/E)** είναι ανεξάρτητη ποσοτική μεταβλητή του μοντέλου η οποία συμβολίζει το πηλίκο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας επαναγοράζουσας εταιρίας προς το σύνολο των κερδών της ανά μετοχή τα οποία έχουν πραγματοποιηθεί τους προηγούμενους 12 μήνες από τη στιγμή υπολογισμού του δείκτη.

**(GS)** είναι ανεξάρτητη ποιοτική μεταβλητή (ψευδομεταβλητή) του μοντέλου η οποία συμβολίζει τη φύση της Γενικής Συνέλευσης που συγκαλείται για την έγκριση των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών τα οποία ανακοινώνονται. Για τις ανάγκες εκχώρησης της συγκεκριμένης μεταβλητής στο οικονομετρικό πρόγραμμα “e-views” συμβολίσαμε τις τακτικές Γενικές Συνελεύσεις με «1» και τις έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις με «0».

**(STOCK)** είναι ανεξάρτητη ποσοτική μεταβλητή του μοντέλου η οποία συμβολίζει τις μέσες μετοχικές αποδόσεις 40 ημερών ανά εταιρία, πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης για επαναγορά μετοχών.

Προκειμένου να μπορέσουμε να εκτιμήσουμε το άνω υπόδειγμα με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) ελέγχουμε τυχόν ύπαρξη πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών του μοντέλου κάνοντας χρήση της μήτρας συσχέτισης (correlation matrix) η οποία υπολογίστηκε με τη βοήθεια του οικονομετρικού προγράμματος “e-views”. Έτσι έχουμε:

	CAR	GS	P_BV	P_E	STOCK
CAR	1,000000	0,765125	-0,136765	-0,388970	0,247830
GS	0,765125	1,000000	-0,049818	-0,032098	0,305815
P_BV	-0,136765	-0,049818	1,000000	0,042133	0,084448
P_E	-0,388970	-0,032098	0,042133	1,000000	-0,097380
STOCK	0,247830	0,305815	0,084448	-0,097380	1,000000

Με γνώμονα τη μήτρα συσχέτισης μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η πολυσυγγραμμικότητα δεν αποτελεί πρόβλημα. Το υπόδειγμα θα υπέφερε από πολυσυγγραμμικότητα εάν ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ δύο ανεξάρτητων μεταβλητών ήταν μεγαλύτερος από τον παρατηρούμενο βαθμό συσχέτισης μεταξύ της εξαρτημένης και των συγκεκριμένων ανεξαρτήτων μεταβλητών.

Στη συνέχεια εκτιμούμε το άνω υπόδειγμα κάνοντας χρήση του οικονομετρικού προγράμματος “e-views” με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Το αποτέλεσμα της εκτίμησης είναι το εξής:

Dependent Variable: CAR				
Method: Least Squares				
Date: 06/27/09 Time: 06:48				
Sample: 1 351				
Included observations: 351				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019346	0.021222	0.911613	0.3628
P_BV	-0.007873	0.003337	-2.359571	0.0190
P_E	-0.003198	0.000228	-14.01272	0.0000
GS	0.557691	0.025257	22.08058	0.0000
STOCK	-0.698206	2.234390	-0.312482	0.7549
R-squared	0.725511	Mean dependent var		0.195526
Adjusted R-squared	0.721489	S.D. dependent var		0.371171
S.E. of regression	0.195882	Akaike info criterion		-0.404782
Sum squared resid	10.47499	Schwarz criterion		-0.339537
Log likelihood	61.26471	F-statistic		180.3939
Durbin-Watson stat	1.979120	Prob(F-statistic)		0.000000

Παρατηρούμε ότι για το σύνολο των παρατηρήσεων το υπόδειγμά μας έχει αρκετά μεγάλη ερμηνευτική ικανότητα καθώς η τιμή του  $R^2$  ισούται με 0.7255 ενώ η τιμή του  $R_{adj}^2$  είναι ίση με 0.7214 που σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύουν ένα ικανοποιητικό ποσοστό της μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής. Παράλληλα η τιμή της DW-στατιστικής συγκλίνει στο 2 υποδεικνύοντας ότι στο εκτιμηθέν υπόδειγμα δεν υπάρχει το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης.

Αναφορικά με τη στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών παρατηρούμε ότι η μεταβλητή που συμβολίζει τις προγενέστερες μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών “STOCK” είναι στατιστικά ασήμαντη εξαιτίας της χαμηλής τιμής του t-statistic αλλά και του γεγονότος ότι  $Prob. = 0,7549 > 0,05$ . Αυτό σημαίνει ότι οι προγενέστερες μετοχικές αποδόσεις της ανακοίνωσης για επαναγορά αν και παρουσιάζουν αντίθετη κατεύθυνση ως προς τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις των εταιριών, όπως και προηγούμενα στην έρευνά μας, εντούτοις φαίνεται, με βάση την εκτίμηση του υποδείγματος, ότι δεν επιδρούν στη δημιουργία των σωρευτικών αυτών έκτακτων αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών.

Προκειμένου να καταλήξουμε στην τελική μορφή του μοντέλου απαλείφουμε την στατιστικά ασήμαντη μεταβλητή και προβαίνουμε στον απαραίτητο έλεγχο πολυσυγγραμικότητας για τυχόν ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των υπόλοιπων μεταβλητών. Η μήτρα συσχέτισης όπως προκύπτει από το οικονομετρικό πρόγραμμα “e-views” είναι η εξής:

	CAR	GS	P_BV	P_E
CAR	1,000000	0,765125	-0,136765	-0,388970
GS	0,765125	1,000000	-0,049818	-0,032098
P_BV	-0,136765	-0,049818	1,000000	0,042133
P_E	-0,388970	-0,032098	0,042133	1,000000

Παρατηρούμε ότι οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η πολυσυγγραμικότητα δεν αποτελεί πρόβλημα για το προς εκτίμηση νέο μοντέλο.

Στη συνέχεια προβαίνουμε σε εκτίμηση του τελικού μοντέλου παλινδρόμησης με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Τα αποτελέσματα από την εκτίμηση μέσω του οικονομετρικού προγράμματος “e-views”, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Dependent Variable: CAR				
Method: Least Squares				
Date: 06/27/09 Time: 08:22				
Sample: 1 351				
Included observations: 351				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021784	0.019024	1.145071	0.2532
P_BV	-0.007977	0.003265	-2.443225	0.0152
P_E	-0.003190	0.000227	-14.07073	0.0000
GS	0.555274	0.023422	23.70764	0.0000
R-squared	0.725411	Mean dependent var		0.195526
Adjusted R-squared	0.722405	S.D. dependent var		0.371171
S.E. of regression	0.195560	Akaike info criterion		-0.411613
Sum squared resid	10.47879	Schwarz criterion		-0.359418
Log likelihood	61.21428	F-statistic		241.2855
Durbin-Watson stat	1.976761	Prob(F-statistic)		0.000000

Παρατηρούμε ότι για το σύνολο των παρατηρήσεων το υπόδειγμά μας έχει αρκετά μεγάλη ερμηνευτική ικανότητα καθώς η τιμή του συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  ισούται με 0.7254 ενώ η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού  $Radj.^2$  είναι ίση με 0.7224 που σημαίνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές ερμηνεύουν ένα ικανοποιητικό ποσοστό της μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής. Παράλληλα η τιμή της DW-στατιστικής συγκλίνει στο 2, όπως και προηγούμενα, υποδεικνύοντας ότι στο υπόδειγμα που εκτιμήσαμε δεν υπάρχει το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης. Αυτό είναι φυσιολογικό λόγω του ότι τα στοιχεία μας είναι διαστρωματικά στοιχεία (cross-sectional data) και όχι στοιχεία χρονολογικών σειρών (time series data).

Με βάση τις τιμές της t-στατιστικής αλλά και τις χαμηλές τιμές του prob. για τις ανεξάρτητες μεταβλητές παρατηρούμε ότι εξασφαλίζεται στατιστική σημαντικότητα των χρησιμοποιηθέντων μεταβλητών. Όπως φαίνεται από τον πίνακα ο χρηματιστηριακός δείκτης P/BV (Prob. = 0.0152, t-statistic = -2.443225) καθώς και ο



δείκτης P/E (Prob. = 0.0000, t-statistic = -14.07073) είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές και σχετίζονται αρνητικά με τις έκτακτες σωρευτικές μετοχικές αποδόσεις των επαναγοραζουσών εταιριών ( $\text{Coefficient}_{P\_BV} = -0.007977$  και  $\text{Coefficient}_{P\_E} = -0.003190$ ). Αναφορικά με την επιρροή της φύσης της Γενικής Συνέλευσης η οποία συγκαλείται για την έγκριση του ανακοινωθέντος προγράμματος επαναγοράς (Prob. = 0.0000, t-statistic = 0.555274) παρατηρούμε ότι οι τακτικές Γενικές Συνελεύσεις σχετίζονται θετικά και επιδρούν πιο έντονα στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών εν συγκρίσει με τις έκτακτες Γενικές Συνελεύσεις ( $\text{Coefficient}_{GS} = 0.555274$ ). Η τελική μορφή του υποδείγματος μετά την εξασφάλιση της στατιστικής σημαντικότητας των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών και του μοντέλου στο σύνολό του με βάση τα στατιστικά κριτήρια που θέσαμε είναι η εξής:

$$\text{CAR} = 0.021784 - 0.007977P/BV - 0.003190P/E + 0.555274GS$$

Τα αποτελέσματα που απορρέουν από την εκτίμηση του υποδείγματος που χρησιμοποιήσαμε για την εξακρίβωση των αντίστοιχων αποτελεσμάτων που βρήκαμε μέσα από τη διαδικασία των διαχωρισμών του δείγματος και απομόνωσης των παραγόντων για την ξεχωριστή εκτίμηση ανά δείγμα, είναι παρεμφερή και ταυτίζονται μεταξύ τους. Υπάρχει έντονη επίδραση των επαναγοραζουσών εταιριών με χαμηλούς τους δείκτες P/BV και P/E στη δημιουργία θετικών έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων ενώ σχετικά με τη φύση της Γενικής Συνέλευσης παρατηρείται εντονότερη επίδραση των τακτικών Γενικών Συνελεύσεων έναντι των έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων στη διαμόρφωση των σωρευτικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των ελληνικών εισηγμένων εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Αναφορικά με την επίδραση των προγενέστερων της ανακοίνωσης για επαναγορά μέσω μετοχικών αποδόσεων, η εκτίμηση με το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης έδειξε ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση με τις σωρευτικές έκτακτες μετοχικές αποδόσεις ωστόσο η σχέση αυτή δεν αποδίδεται στο γεγονός της επαναγοράς αλλά σε εξωγενείς αιτίες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

### ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 6.1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το φαινόμενο της επαναγοράς ιδίων μετοχών, ως ένας εναλλακτικός τρόπος διανομής της υπερβάλλουσας ρευστότητας των επιχειρήσεων αλλά και στήριξης της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, παρουσιάστηκε στην αμερικάνικη αγορά τις τελευταίες δεκαετίες ενώ σταδιακά, τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών υιοθετήθηκαν από το σύνολο σχεδόν των υπόλοιπων επιχειρήσεων σε διεθνές επίπεδο. Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η επαναγορά ιδίων μετοχών γνώρισε μεγάλη άνθιση τα τελευταία 8 χρόνια (2000 - 2008) και πλέον εφαρμόζεται όλο και πιο συχνά από τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις. Στη διεύρυνση αυτή βοήθησε και η πρόσφατη αναθεώρηση του ελληνικού νομοθετικού πλαισίου το οποίο αναπροσαρμόστηκε με βάση τις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς.

Η μοναδική μέθοδος επαναγοράς η οποία εφαρμόζεται στην Ελλάδα και η περισσότερο διαδεδομένη παγκοσμίως, είναι η επαναγορά μετοχών ανοικτής αγοράς (open market repurchase). Κύριο χαρακτηριστικό της συγκεκριμένης μεθόδου που τη διαφοροποιεί από τις υπόλοιπες, αποτελεί η μη δέσμευση των επιχειρήσεων που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς αναφορικά με την υλοποίησή τους.

Η παρούσα έρευνα διενεργήθηκε με σκοπό την κάλυψη σχετικού κενού που υπάρχει στην ελληνική βιβλιογραφία αναφορικά με την εξέταση των παραγόντων οι οποίοι επιδρούν στη δημιουργία έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των εταιριών που ανακοινώνουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών. Στα πλαίσια της εξέτασης αυτών των παραγόντων χρησιμοποιήθηκε δείγμα 351 ανακοινώσεων από 179 εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για τη χρονική περίοδο 2000 – 2008.

Η εκτίμηση του συνολικού δείγματος έγινε με τη μέθοδο επιχειρηματικών γεγονότων (event study) ενώ για τον προσδιορισμό της επίδρασης των ζητούμενων παραγόντων χρειάστηκε να δημιουργήσουμε ξεχωριστά δείγματα τα οποία προήλθαν από το διαχωρισμό του συνολικού δείγματος. Αυτό έγινε προκειμένου να καταστεί εφικτή η μελέτη της επίδρασης του κάθε παράγοντα ξεχωριστά. Διευκρινίζεται ότι η συγκεκριμένη μεθοδολογική προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε από το σύνολο των ερευνών που εξετάστηκαν στην επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας του δεύτερου κεφαλαίου και επομένως κρίνεται αναγκαία η υιοθέτησή της από την έρευνά μας προκειμένου στο τέλος αυτής να διενεργηθούν οι απαραίτητες συγκρίσεις.

Συνολικά έγιναν 5 διαχωρισμοί και εξετάστηκαν συνολικά 10 επιμέρους δείγματα μαζί με το συνολικό. Ο υπολογισμός των αναμενόμενων αποδόσεων έγινε με τη χρήση 3 μοντέλων (market model, market adjusted return model, mean adjusted return model) ενώ στα πλαίσια της εξέτασης και ερμηνείας της βραχυπρόθεσμης αντίδρασης της αγοράς εξετάστηκαν συνολικά 4 περίοδοι παρατήρησης (event windows) προκειμένου να ληφθεί υπόψη η ιδιαιτερότητα του ελληνικού θεσμικού πλαισίου.

Οι παράγοντες οι οποίοι συμπεριλήφθηκαν και μελετήθηκαν για την επίδραση τους στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) των επαναγοραζουσών εταιριών, διαχωρίστηκαν σε 4 επιμέρους κατηγορίες. Έτσι ελέγχθηκαν παράγοντες που σχετίζονται με τη φύση της ανακοίνωσης, τη φύση της Γενικής Συνέλευσης η οποία συγκαλείται για την επικύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς, το μέγεθος συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών οι οποίοι χρησιμοποιούνται από την πλειοψηφία των επενδυτών για την αξιολόγηση μιας μετοχής καθώς και το ύψος των μέσων, προγενέστερων της ανακοίνωσης, μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών.

Τα συμπεράσματα που απορρέουν από την εξέταση των δύο τελευταίων κατηγοριών παραγόντων καθώς και από την εκτίμηση του συνολικού δείγματος είναι συμβατά με τα αντίστοιχα συμπεράσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας τα οποία αναφέρθηκαν και αναλύθηκαν εκτενώς πριν τη διεξαγωγή της παρούσας εμπειρικής μελέτης. Παρόλα αυτά κατά τη διεξαγωγή της έρευνας κρίθηκε σκόπιμο, λόγω της αναγκαιότητας της προσαρμογής στην ελληνική πραγματικότητα, να

συμπεριληφθούν επιπλέον παράγοντες οι οποίοι απαντώνται στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Παρακάτω αναλύονται συνοπτικά τα κύρια συμπεράσματα που απορρέουν από την εξέταση του συνολικού δείγματος καθώς και από τη διερεύνηση όλων των παραγόντων που αναφέρθηκαν.

Η μελέτη του συνολικού δείγματος έδειξε ότι υπάρχει μια θετική αντίδραση της αγοράς στο γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς με αποτέλεσμα την αύξηση του πλούτου των μετόχων και τη στήριξη της τιμής των επαναγοραζουσών εταιριών. Στο συμπέρασμα αυτό συγκλίνουν όλες οι έρευνες που αναλύθηκαν στην παρούσα έρευνα. Αυτό που παρατηρήθηκε επιπλέον είναι η ύπαρξη θετικών, στατιστικά σημαντικών, σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων 8 ημέρες πριν την ημερομηνία της ανακοίνωσης γεγονός που υποδηλώνει την έντονη ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ του κύριου όγκου των επενδυτών και των στελεχών που έχουν εσωτερική πληροφόρηση. Επισημαίνεται ότι η προγενέστερη αυτή ημέρα εμφάνισης θετικών έκτακτων αποδόσεων ταυτίζεται πολλές φορές με την ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιριών για επαναγορά η οποία, σύμφωνα με το ισχύον ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, προηγείται της ημερομηνίας της ανακοίνωσης. Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν ένδειξη ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι πλήρως αποτελεσματική.

Αναφορικά με την εξέταση των παραγόντων που σχετίζονται με τη φύση της ανακοίνωσης και οι οποίοι θεωρείται ότι επιδρούν παράλληλα με το γεγονός της επαναγοράς στη διακύμανση των τιμών των μετοχών, τα αποτελέσματα έδειξαν μια αυξητική επίδραση αυτών των παραγόντων στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών. Επιπλέον το συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών φαίνεται να είναι περισσότερο αποδοτική επενδυτική στρατηγική για τις εταιρίες που δεν ανακοινώνουν μεμονωμένα προγράμματα επαναγοράς μετοχών αλλά περιλαμβάνουν στην ανακοίνωσή τους και άλλα θέματα ημερήσιας διάταξης. Με άλλα λόγια οι διοικήσεις των εταιριών δεν αξιοποιούν στο μέγιστο βαθμό τα οφέλη που προκύπτουν από τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών όταν ανακοινώνουν αυτά ξεχωριστά, δηλαδή μέσω έκτακτων Γενικών Συνελεύσεων.

Η μελέτη των παραγόντων που σχετίζονται με τη φύση της Γενικής Συνέλευσης που συγκαλείται για την επικύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς, έδειξε ότι η



επίδραση των εταιριών στη διαμόρφωση των έκτακτων μετοχικών αποδόσεων (μέσων και σωρευτικών) που συγκαλούν τακτική Γενική Συνέλευση είναι εντονότερη από την αντίστοιχη επίδραση των εταιριών που συγκαλούν έκτακτη Γενική Συνέλευση. Σε αυτό το συμπέρασμα συγκλίνουν και τα εξαγόμενα αποτελέσματα με βάση το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε. Αν και η διαφορά που προκύπτει από τη σύγκριση των έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων των ξεχωριστών δειγμάτων που δημιουργήθηκαν για τη μελέτη αυτής της επίδρασης δεν είναι μεγάλη, εντούτοις φαίνεται ότι η ύπαρξη επαρκούς πληροφόρησης για το επενδυτικό κοινό που επέρχεται μέσα από τη σύγκληση τακτικής Γενικής Συνέλευσης, συνεπάγεται εντονότερη θετική αντίδραση της αγοράς στο γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς ιδίων μετοχών σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο.

Σχετικά με τη μελέτη της επίδρασης των χρηματιστηριακών δεικτών P/BV και P/E που προήλθε από τη σύγκριση των έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων μέσω επιμέρους διαχωρισμών του δείγματος και την επικύρωση από το χρησιμοποιούμενο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης, φαίνεται ότι οι επαναγοράζουσες εταιρίες με χαμηλούς τους συγκεκριμένους δείκτες συνεισφέρουν σε μεγαλύτερο βαθμό στην εμφάνιση θετικών έκτακτων σωρευτικών αποδόσεων. Η μεγαλύτερη συνεισφορά των εταιριών με χαμηλούς χρηματιστηριακούς δείκτες P/BV και P/E στην εμφάνιση θετικών έκτακτων μετοχικών αποδόσεων, δείχνει την τάση των επενδυτών για επένδυση σε “value stocks” έναντι των “growth stocks” ενώ η υποτίμηση της αξίας των μετοχών που συνεπάγονται οι χαμηλές τιμές των εξεταζόμενων δεικτών φαίνεται να αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την αξιολόγηση των μετοχών αυτών ως επενδυτικές ευκαιρίες.

Τέλος υπάρχουν ενδείξεις ότι οι χαμηλές, προγενέστερα της ανακοίνωσης για επαναγορά, μέσες μετοχικές αποδόσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιριών επιδρούν σε μεγαλύτερο βαθμό στη διαμόρφωση θετικών έκτακτων αποδόσεων από τις υψηλές μέσες αποδόσεις. Η αρνητική αυτή σχέση που συνδέει τις μέσες μετοχικές αποδόσεις με τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις επιβεβαιώνεται και από τα αποτελέσματα του υποδείγματος παλινδρόμησης που χρησιμοποιήσαμε στην έρευνά μας στα πλαίσια της εξακρίβωσης των αποτελεσμάτων, ωστόσο λόγω της μη δυνατότητας στατιστικής τεκμηρίωσης (η στατιστική τεκμηρίωση μέσω των διαχωρισμών του δείγματος ήταν



προηγούμενα εφικτή) θα λέγαμε ότι η αρνητική αυτή σχέση δε δύναται να αποδοθεί στο γεγονός της ανακοίνωσης για επαναγορά.

Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι η βραχυπρόθεσμη εμφάνιση έκτακτων μετοχικών αποδόσεων των επαναγοραζουσών εταιριών, ανεξάρτητα από τον παράγοντα που επέδρασε στη δημιουργία τους, σηματοδοτεί έντονα το γεγονός της ασυμμετρίας των πληροφοριών που υφίσταται μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης των εν λόγω εταιριών. Επίσης αποδεικνύεται ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών, αποτελεί μια αναμφισβήτητα αποτελεσματική στρατηγική στήριξης της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής και χρηματοδότησης του επενδυτικού κοινού λόγω κυρίως των θετικών σημάτων που εκπέμπει στην αγορά ωστόσο, η μη ορθολογική εφαρμογή της ή ακόμα και η μη υλοποίησή της μετά τη σχετική ανακοίνωση, δυνητικά επιφέρει τα αντίθετα αποτελέσματα για τις επαναγοράζουσες εταιρίες.

## ΕΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Amy K. Dittmar and Stephen M. Ross (2000), “**Why Do Firms Repurchase Stock?**”, *The Journal of Business*, Vol. 73, Issue 3, p. 331-355
2. Armitage, S., (1995), “**Event study methods and evidence on their performance**”, *The Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, p. 25-51
3. Bagwel, Shoven, (1991), “**Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications**”, *American Economic Review*, Vol. 81, p. 218- 221
4. Bagwell, L. S. and J. B. Shoven (1989), “**Cash Distributions to Shareholders**”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, Issue 3, p. 129-140
5. Bartov, E. (1991), “**Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes**”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, p. 275-294
6. Best, R. W., R. J. Best and C W. Hodges (1998), “**The Effect of Self-Tender Offers on Earnings Expectations**”, *The Journal of Financial Research*, Vol. 21, No. 2, p. 123-139
7. Bhattacharya, Sudipto (1979), “**Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy**”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, p. 259–270
8. Billett, Matthew T., and Hui Xue (2007), “**The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases**”, *Journal of Finance*, Vol. 62, Issue 4, p. 1827–1850
9. Bray, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely (2005), “**Payout policy in the 21st century**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, p. 483-527
10. Brown, S., and Warner, J. (1980), “**Measuring security price performance**”, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 8, p. 205-258
11. Brown, K., Lockwood, C. and Lummer, S. (1985), “**An examination of event study dependency and structural change in security pricing models**”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, p. 315-334
12. Cook Douglas O, Krigman Laurie, Leach Chris J. (2005), “**On the Timing and Execution of Open Market Repurchases**”, *The Review of Financial Studies*, Vol.17, No. 2, p. 463-498
13. Dann, Larry Y. (1981), “**Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, p. 113-138

14. Dann, Larry Y., and Harry DeAngelo (1988), “**Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, Issue 1, p. 87-127
15. David Ikenberry, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen (2000), “**Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading**”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, Issue 5, p. 2373-2397
16. Dyckman, T., Philbrick, D., and Stephan J. (1984), “**A comparison of event study methodologies using daily stock returns: a simulating approach**”, *The Journal of Accounting Research*, Vol. 22, p.1-30
17. Edith Ginglinger and Jacques Hamon (2009), “**Share repurchase regulations: Do firms play by the rules?**”, *International Review of Law and Economics* Vol. 29, Issue 2, p. 81-96
18. Erik Lie and Heidi J. Lie (1999), “**The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends**”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 34, p.533-552
19. Fama and French (2001), “**Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, p. 3- 43
20. Fenn, G., Liang, N. (2001), “**Corporate payout policy and managerial stock incentives**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, p. 45–72
21. George W. Fenn and Nellie Liang (1998), “**Good News and Bad News about Share Repurchases**”, *FEDS Paper* No. 98-4
22. Grullon, Ikenberry (2000), “**What Do We Know About Stock Repurchases?**”, Morgan Stanley, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 1 p. 31- 51
23. Grullon, Gustavo, and Roni Michaely (2004), “**The Information Content of Share Repurchase Programs**”, *Journal of Finance*, Vol. 59, Issue 2, p. 651–680
24. Guay Wayne and Jarrad Harford (2000), “**The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases Versus Repurchases**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, p. 385-415
25. Gustavo Grullon and Roni Michaely (2002), “**Dividends Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis**”, *Journal of Finance*, Vol. 57, p. 1649-1684

26. Henk von Eije, William L. Megginson (2008), “**Dividends and share repurchases in the European Union**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 p. 347–374
27. Hua Zhang (2005), “**Share price performance following actual share repurchases**”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, Issue 7, p. 1887-1901
28. Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen (1995), “**Market underreaction to openmarket share repurchases**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, p. 181-208
29. Jagannathan M., C. Stephens and M. S. Weisbach (2000), “**Financial flexibility and the choice between dividends and share repurchases**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, p. 355-384
30. Jann C.Howell, Janet D.Payne (2004), “**Mixed Messages: Open-Market Repurchases Following Stock Acquisitions**”, *The Financial Review*, Vol. 39, p. 367-387
31. John K., J. Williams (1985), “**Dividend, dilution and taxes: a signaling equilibrium**”, *The Journal of Finance*, Vol.40, No.4, p.1053-1070
32. John C. Persons (1997), “**Heterogeneous shareholders and signaling with share repurchases**”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, issue 3, p. 221 – 249
33. Josef Lakonishok and Theo Vermaelen (1990), “**Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers**”, *The Journal of Finance*, vol. 45, issue 2, p. 455-477
34. Kahle, K.M. (2002), “**When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, p. 235–261
35. Kent H. Baker, Robert W. Kolb, (2009), “**Dividends and Dividend Policy**”, Series - Wiley Finance, p. 241-380
36. Konan Chan, David Ikenberry and Inmoo Lee (2004), “**Economic Sources of Gain in Stock Repurchases**”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, p.1-28
37. Laurie Simon Bagwell (1991), “**Share Repurchase and Takeover Deterrence**”, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 22, No. 1, p. 72-88
38. Lie, Erik. (2005), “**Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements**”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, Issue 4, p. 411–436

39. Lee, B. S. and O. M. Rui (2007), “**Time-series behavior of share repurchases and dividends**”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, p. 119-142
40. Lamba, A. I. and I. Ramsay (2005), “**Comparing share buybacks in highly regulated and less regulated market environments**”, *Australian Journal of Corporate Law*, Vol. 17, p. 261-280
41. Magnus Hjelmstad, Andrew Marshall, Thomas Walmsley (2006), “**Open market share repurchases in the UK: evidence on the agency theory of free cash flow**”, *Applied Financial Economics Letters*, 1744-6554, Volume 2, Issue 6, p. 383 – 387
42. Masulis, R. W. (1980), “**Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes**”, *The Journal of Finance*, Vol. 35, p. 305-319
43. McNally, William J. (1999), “**Open Market Stock Repurchase Signaling**”, *Financial Management*, Vol. 28, Issue 2, p. 1-33
44. Michaely, Grullon, Swaminathan (2002), “**Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?**”, *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 3, p. 387-424
45. Mikkelson, Wayne H., and Richard S. Ruback (1991), “**Targeted Repurchases and Common Stock Returns**”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22, Issue 4, p. 544-561
46. Miller, Merton H., and Franco Modigliani (1961), “**Dividend policy, growth and the valuation of shares**”, *Journal of Business*, Vol. 34, p. 411–433
47. Miller, Merton H., and Kevin Rock (1985), “**Dividend policy under asymmetric information**”, *Journal of Finance*, Vol. 40, p. 1031–1051
48. Monica L. Banyl, Edward A. Dyl, Kathleen M. Kahle (2008), “**Errors in estimating share repurchases**”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, p. 460-474
49. Mullins, D. W. (1982), “**Signaling with Dividends and Stock Repurchases**” *Financial Management*, Vol. 15, No. 3, p. 27-44
50. Nohel, Tom, and Vefa Tarhan (1998), “**Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, Issue 1, p. 187–222



51. Ofer, Aharon and Anjan V. Thakor (1987), “**A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends**”, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 2, p.365-389
52. Otchere, M. Ross (2002), “**Do share buyback announcements convey firm-specific or industry-wide information? A test of the undervaluation hypothesis**”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, p.511 - 531
53. Paul Brockman and Dennis Y. Chung. (2003), “**Investor Protection and Firm Liquidity**”, *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, p. 921-937
54. Paul Brockman, John S. Howe, Sandra Mortal (2008), “**Stock market liquidity and the decision to repurchase**”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, p. 446–459
55. Rees, W. (1996), “**The impact of open market repurchases on UK equity prices**”, *European Journal of Finance*, Vol. 2, p. 353-370
56. Skinner, Douglas J. (2008), “**The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases**”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, p. 582–609.
57. Skjeltorp, Johannes Alte (2004), “**Market Impact of Open Market Share Repurchases in Norway**” (Research Department, Central Bank of Norway)
58. Stephens, Clifford and Michael Weisbach (1998), “**Actual Share Reacquisitions in Open Market Repurchases Programs**”, *Journal of Finance*, Vol. 53, Issue 1, p. 313-333
59. Stephens, C. and Jagannathan, M. (2003), “**Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs**”, *Financial Management*, Vol. 32, Issue 2, p. 71-91
60. Strong, N. (1992), “**Modeling abnormal returns: a review article**”, *The Journal of Business Finance and Accounting*, Volume 19 Issue 4, p. 533-552
61. Talmor, E., Titman, S. (1990), “**Taxes and dividend policy**”, *Financial Management*, Vol. 19, p. 32-35
62. Theo Vermaelen and Raghavendra Rau (2002), “**Regulation, Taxes and Share Repurchases in the United Kingdom**”, *Journal of Business*, Vol. 75, No. 2, p. 245-282
63. Theo Vermaelen, (2005), “**Share Repurchases**”, *Now Publishers Inc*, p. 67-70

64. Tung Liang Liao, Mei-Chu Ke, Hsiang-Tai Yu. (2005), "Anomalous price behaviour around stock repurchases on the Taiwan stock exchange", *Applied Economics Letters*, 1466-4291, Vol. 12, Issue 1, p. 29 – 39
65. Vermaelen, T. (1981), "Common stock repurchases and market signaling: an empirical study", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, p. 139-183
66. Vermaelen, Theo (1984), "Repurchase tender offers, signaling and managerial incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, p. 163–181
67. William F. Maxwell and Clifford P. Stephens (2003), "The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders", *The Journal of Finance*, vol. 58, No. 2, p. 895-919
68. Zhang, H. (2002), "Share repurchases under the Commercial Law 212-2 in Japan: market reaction and actual implementation", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, p. 287-305

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αληφαντής Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως», Εκδόσεις Πάμισος (2008)
2. Βάμβουκας Α. Γεώργιος, «Σύγχρονη Οικονομετρία Ανάλυση και Εφαρμογές», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (2007)
3. Κυριαζής Αθ. Δημήτριος, «Συγχωνεύσεις & Εξαγορές», Εκδόσεις Κ. Σμπίλια, Αθήνα 2007

## ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- |                                                                  |                                                                    |
|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| ➤ <a href="http://www.ase.gr">www.ase.gr</a>                     | ➤ <a href="http://www.investopedia.com">www.investopedia.com</a>   |
| ➤ <a href="http://www.imerisia.gr">www.imerisia.gr</a>           | ➤ <a href="http://www.hcmc.gr">www.hcmc.gr</a>                     |
| ➤ <a href="http://www.euro2day.gr">www.euro2day.gr</a>           | ➤ <a href="http://www.sciencedirect.com">www.sciencedirect.com</a> |
| ➤ <a href="http://www.capital.gr">www.capital.gr</a>             | ➤ <a href="http://www.jstor.org">www.jstor.org</a>                 |
| ➤ <a href="http://www.naftemporiki.gr">www.naftemporiki.gr</a>   | ➤ <a href="http://www.et.gr">www.et.gr</a>                         |
| ➤ <a href="http://www.enet.gr">www.enet.gr</a>                   | ➤ <a href="http://www.ssrn.com">www.ssrn.com</a>                   |
| ➤ <a href="http://www.pressreleases.gr">www.pressreleases.gr</a> |                                                                    |

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1:** Συνολικό δείγμα εταιριών που χρησιμοποιήθηκε. Στην πρώτη και δεύτερη στήλη αναφέρονται οι αύξοντες αριθμοί και οι επαναγοράζουσες εταιρίες αντίστοιχα. Στην τρίτη στήλη αναγράφονται οι ημερομηνίες ανακοίνωσης του Διοικητικού Συμβουλίου για τη σύγκληση Γενικής Συνέλευσης με ένα εκ των θεμάτων ημερήσιας διάταξης την επαναγορά ιδίων μετοχών. Οι ημερομηνίες αυτές χρησιμοποιήθηκαν στα πλαίσια της στατιστικής ανάλυσης. Στην τέταρτη στήλη παρουσιάζονται τα κύρια θέματα της ημερήσιας διάταξης τα οποία δυνητικά επηρεάζουν τις μετοχικές αποδόσεις των εταιριών παράλληλα με το γεγονός της επαναγοράς. Διευκρινίζεται ότι στις γραμμές που η επαναγορά εμφανίζεται ως το ουσιαστικότερο θέμα της ημερήσιας διάταξης, δεν περιλαμβάνονται παράγοντες που ενδεχόμενα **δεν** επηρεάζουν τις μετοχικές αποδόσεις όπως είναι για παράδειγμα η έγκριση των οικονομικών καταστάσεων, η εκλογή ορκωτών ελεγκτών, η ονομαστικοποίηση των ανώνυμων μετοχών της εταιρίας και η τροποποίηση κάποιου άρθρου του καταστατικού της που αφορά σκοπούς ή την επωνυμία της. Επίσης, οι γραμμές όπου η επαναγορά εμφανίζεται ως μοναδικό θέμα ημερήσιας διάταξης απαρτίζουν το «καθαρό» δείγμα. Στην πέμπτη στήλη διευκρινίζεται η φύση της Γενικής Συνέλευσης. Τέλος, στην έκτη στήλη παραθέτεται η ημερομηνία απόφασης της Γενικής Συνέλευσης ,για εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγοράς, η οποία έπεται της ανακοίνωσης των επαναγοραζουσών εταιριών.

A/A	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ	ΘΕΜΑΤΑ ΗΜΕΡΗΣΙΑΣ ΔΙΑΤΑΞΗΣ	ΦΥΣΗ Γ. Σ.	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ Γ.Σ
1	ΜΑΧΙΜ Κ.Μ. ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	2/6/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/6/2000
2	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.	9/6/2000	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/6/2000
3	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε	6/7/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/7/2000
4	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	18/9/2000	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/9/2000
5	ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	10/10/2000	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/10/2000
6	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	8/11/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/11/2000
7	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ ΑΤΕΕ	20/11/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/11/2000
8	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	24/11/2000	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	13/12/2000
9	ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΑΥΠΗΓΕΙΩΝ ΣΥΡΟΥ	1/12/2000	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	13/12/2000
10	Α. ΚΑΜΠΑΣ Α.Ο.Β.Ε.Κ.Τ.Ε.	7/12/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/12/2000
11	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	13/12/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/12/2000
12	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	13/12/2000	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	21/12/2000

13	EVEREST Α.Ε.	19/12/2000	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/12/2000
14	INFO QUEST ΑΕΒΕ	20/12/2000	ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟΥ - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	29/12/2000
15	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	11/12/2000	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/12/2000
16	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	29/1/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	13/2/2001
17	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	31/1/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	16/2/2001
18	Κ.Ι. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ Η ΠΑΝΑΓΙΑ Α.Ε.	7/2/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	22/2/2001
19	ΡΑΡΕΡΡΑΚΚ ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.	7/2/2001	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/2/2001
20	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	13/2/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/2/2001
21	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	13/2/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	27/2/2001
22	VETERIN Α.Β.Ε.Ε.	14/2/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/2/2001
23	ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	16/2/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	28/2/2001
24	ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε.	20/2/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/3/2001
25	RIDENCO Α.Ε.	21/2/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/3/2001
26	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	6/3/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	16/3/2001
27	ΑΓ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	12/3/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/4/2001
28	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	26/3/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/4/2001
29	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	28/3/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/4/2001
30	ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	3/4/2001	ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΕ ΑΥΞΗΣΕΙΣ Μ.Κ. ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	10/4/2001
31	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	4/4/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	11/4/2001
32	INTERINVEST Δ.Ε.Α.Ε.Ε.Χ.	6/4/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/4/2001
33	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.	6/4/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/4/2001
34	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΗΡΙΑ Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	10/4/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	20/4/2001
35	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	17/4/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/4/2001

36	FANCO A.E.	20/4/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/4/2001
37	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	23/4/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/4/2001
38	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	24/4/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/5/2001
39	DATAMEDIA A.E.	7/5/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/5/2001
40	ΑΝΕ ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	14/5/2001	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK ΟΡΤΙΟΝ PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/5/2001
41	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	18/5/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	28/5/2001
42	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	18/5/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/5/2001
43	ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	25/5/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	1/6/2001
44	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	29/5/2001	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK ΟΡΤΙΟΝ PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	5/6/2001
45	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε	1/6/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	15/6/2001
46	ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	28/6/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/7/2001
47	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ.	13/7/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/8/2001
48	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	17/7/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/7/2001
49	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	18/7/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/7/2001
50	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	19/7/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	26/7/2001
51	Ο.Τ.Ε. Α.Ε	28/8/2001	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK ΟΡΤΙΟΝ PLAN) - ΑΠΟΣΧΙΣΕΙΣ ΑΥΤΟΤΕΛΩΝ ΚΛΑΔΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/9/2001
52	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.	4/9/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	12/9/2001
53	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	5/9/2001	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/9/2001
54	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΕΕΧ	11/9/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/9/2001
55	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	8/10/2001	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK ΟΡΤΙΟΝ PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/10/2001
56	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.	22/10/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/11/2001



57	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	22/10/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/11/2001
58	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε	25/10/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	27/11/2001
59	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ	30/10/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	8/11/2001
60	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε	6/11/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/11/2001
61	ΙΚΤΙΝΟΣ - ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	19/11/2001	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/11/2001
62	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε.	26/11/2001	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/12/2001
63	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	26/11/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/12/2001
64	CPI Α.Ε.	10/12/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΓΚΡΙΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	20/12/2001
65	DOMUS Α.Ε.Ε.Χ.	21/12/2001	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/1/2002
66	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	17/1/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/1/2002
67	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	5/2/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	22/2/2002
68	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	4/3/2002	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/3/2002
69	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	4/3/2002	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/3/2002
70	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε	7/3/2002	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	22/3/2002
71	ΛΑΝΙΡΗΑΡΜ Α.Ε.	5/4/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	22/4/2002
72	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	10/4/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/4/2002
73	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	26/4/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	15/5/2002
74	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	9/5/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	20/5/2002
75	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	14/5/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	24/5/2002
76	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	17/5/2002	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/5/2002
77	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	21/5/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	6/6/2002
78	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.	21/5/2002	ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	6/6/2002
79	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	22/5/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΡΟΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/6/2002
80	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε	27/5/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	10/6/2002

81	LOGICDIS A.E.	5/7/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	11/7/2002
82	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	24/7/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/7/2002
83	QUALITY AND RELIABILITY A.E	21/8/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/9/2002
84	ASPIS BANK A.T.E	21/8/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/9/2002
85	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS A.E.	21/8/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/9/2002
86	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε	24/9/2002	ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/10/2002
87	ΟΤΕ Α.Ε	8/10/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	17/10/2002
88	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε	11/10/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/10/2002
89	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.	17/10/2002	ΑΠΟΦΑΣΗ ΓΙΑ ΛΥΣΗ Ή ΣΥΝΕΧΙΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/11/2002
90	ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε	21/10/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/11/2002
91	INFORMER A.E	21/10/2002	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2002
92	N. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε. SPIDER	21/10/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2002
93	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	22/10/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2002
94	ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	22/10/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2002
95	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε	23/10/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2002
96	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	25/10/2002	ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΙΔΡΥΣΗ ΟΥΓΑΤΡΙΚΗΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	15/11/2002
97	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε	5/11/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/11/2002
98	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε	21/11/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/12/2002
99	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε	11/12/2002	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/1/2003
100	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	13/12/2002	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/12/2002
101	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε	9/1/2003	REVERSE SPLIT ΜΕΤΟΧΗΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/1/2003
102	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	10/1/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/1/2003
103	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.	15/1/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/2/2003
104	ΜΠΑΛΑΦΑΣ Α.Ε.	16/1/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/2/2003

105	EUROMEDICA A.E.	17/1/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/2/2003
106	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	17/1/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/2/2003
107	Φ.Η.Λ. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	17/1/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/2/2003
108	CPH A.E	21/1/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	13/2/2003
109	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	23/1/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/2/2003
110	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε	3/2/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	17/2/2003
111	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	3/2/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/2/2003
112	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	26/2/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/3/2003
113	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	26/2/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/3/2003
114	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	26/2/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/3/2003
115	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	7/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	17/3/2003
116	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	7/3/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	17/3/2003
117	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΑΕΕ	14/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	28/3/2003
118	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	14/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	31/3/2003
119	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	14/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/3/2003
120	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	14/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/3/2003
121	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε	17/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	2/4/2003
122	VETERIN Α.Β.Ε.Ε	18/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/4/2003
123	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε	18/3/2003	ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΛΛΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/4/2003
124	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	19/3/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/4/2003
125	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	26/3/2003	ΣΥΝΑΨΗ ΔΑΝΕΙΟΥ ΜΕΙΩΜΕΝΗΣ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗΣ - ΠΩΛΗΣΗ ΠΑΚΕΤΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΛΛΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/4/2003
126	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.	7/4/2003	ΕΞΑΓΟΡΑ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/4/2003
127	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	16/4/2003	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/5/2003

128	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ	16/4/2003	ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/5/2003
129	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	30/4/2003	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	15/5/2003
130	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	5/5/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/5/2003
131	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ Α.Ε	8/5/2003	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/5/2003
132	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Τ.Ε.Ε.	12/5/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/5/2003
133	INFO - QUEST Α.Ε.Β.Ε	21/5/2003	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΪΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/5/2003
134	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ	26/5/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/6/2003
135	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	27/6/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/7/2003
136	MARFIN FINANCIAL GROUP AE	1/12/2003	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/12/2003
137	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	4/12/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/12/2003
138	ΡΛΙΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	8/12/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/12/2003
139	QUALITY & RELIABILITY Α.Ε.	12/12/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	29/12/2003
140	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	17/12/2003	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/1/2004
141	ΑΛΦΑ TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	17/12/2003	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	8/1/2004
142	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε	19/2/2004	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/3/2004
143	ΑΛΦΑ BANK Α.Ε.	15/3/2004	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/3/2004
144	ΥΑΛCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	17/3/2004	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	31/3/2004
145	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROΒANK ERΓASIAS Α.Ε.	19/3/2004	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	5/4/2004
146	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	19/3/2004	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/4/2004
147	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	24/3/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/4/2004
148	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	24/3/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/4/2004
149	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	24/3/2004	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/4/2004
150	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	5/4/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/4/2004

151	INTRALOT Α.Ε.	15/4/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/4/2004
152	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	20/4/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/4/2004
153	ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	26/4/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/4/2004
154	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	5/5/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/5/2004
155	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	5/5/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/5/2004
156	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	7/5/2004	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	18/5/2004
157	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.	7/5/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/5/2004
158	ΑΝΕΚ Α.Ε.	10/5/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/5/2004
159	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	10/5/2004	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	24/5/2004
160	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	12/5/2004	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	26/5/2004
161	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	19/5/2004	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΓΚΡΙΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	1/6/2004
162	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	20/5/2004	ΜΕΙΩΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/6/2004
163	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	20/5/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/6/2004
164	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	25/5/2004	ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/6/2004
165	CHIRITA INTERNATIONAL Α.Ε.	27/5/2004	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	9/6/2004
166	ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε.	8/6/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2004
167	PROFILE Α.Ε.Β.Ε.	9/7/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/7/2004
168	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΗΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	13/7/2004	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	22/7/2004
169	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	28/7/2004	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	6/8/2004
170	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	5/8/2004	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/8/2004
171	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	11/8/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/8/2004
172	ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	19/8/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	1/9/2004
173	ΟΛΠ Α.Ε.	30/9/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	27/10/2004



174	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	20/10/2004	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2004
175	Κ.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	21/10/2004	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/11/2004
176	Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	2/11/2004	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	30/11/2004
177	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	8/12/2004	ΜΕΙΩΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	20/12/2004
178	MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε.	3/1/2005	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	26/1/2005
179	F.G. EUROPE Α.Ε.	7/1/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	8/2/2005
180	ARROW Α.Ε.Ε.Χ	24/1/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/2/2005
181	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	3/2/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/3/2005
182	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	10/2/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	4/3/2005
183	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	16/3/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	31/3/2005
184	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε	16/3/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	5/4/2005
185	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	16/3/2005	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	7/4/2005
186	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε	16/3/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	13/4/2005
187	ΑΝΕΚ Α.Ε.	29/3/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/4/2005
188	ALPHA BANK Α.Ε.	17/3/2005	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/4/2005
189	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	30/3/2005	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	20/4/2005
190	AS COMPANY Α.Ε.	5/4/2005	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	27/4/2005
191	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	11/7/2005	ΣΥΝΑΨΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/7/2005
192	QUALITY & RELIABILITY Α.Ε.	12/7/2005	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	20/7/2005
193	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	14/7/2005	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	28/7/2005
194	CPI Α.Ε.	30/8/2005	ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/9/2005
195	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	6/10/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/11/2005
196	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	29/11/2005	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/12/2005
197	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	26/1/2006	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	20/2/2006
198	ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	7/2/2006	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	1/3/2006

199	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	13/3/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/4/2006
200	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	20/3/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	11/4/2006
201	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	21/3/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	12/4/2006
202	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	4/4/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2006
203	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	6/4/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/4/2006
204	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	13/4/2006	ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΚΑΙ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	4/5/2006
205	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH Α.Ε.	18/4/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	8/5/2006
206	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	19/4/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	11/5/2006
207	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε	20/4/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/5/2006
208	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	28/4/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/5/2006
209	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	2/5/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/5/2006
210	F.G. EUROPE Α.Ε.	4/5/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/5/2006
211	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	9/5/2006	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	31/5/2006
212	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	11/5/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	1/6/2006
213	ΠΕΡΣΕΥΣ Α.Β.Ε.Ε.	12/5/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/6/2006
214	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	19/5/2006	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/6/2006
215	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.	22/5/2006	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	14/6/2006
216	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	22/5/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/6/2006
217	Logismos Α.Ε.	23/5/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/6/2006
218	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.	30/5/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/6/2006
219	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	1/6/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/6/2006
220	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	7/6/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2006

221	ΕΔΡΑΣΗ Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	7/6/2006	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2006
222	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	8/6/2006	ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2006
223	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	8/6/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2006
224	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	8/6/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2006
225	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	9/6/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
226	EUROMEDICA Α.Ε.	9/6/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
227	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	9/6/2006	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
228	FORTHNET Α.Ε.	9/6/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
229	UNIBRAIN Α.Ε	15/6/2006	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
230	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	9/6/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
231	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	13/6/2006	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/7/2006
232	Ι.ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	14/6/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2006
233	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	4/7/2006	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/7/2006
234	ΕΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.	15/9/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - SPLIT ΜΕΤΟΧΗΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/10/2006
235	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	20/9/2006	ΜΕΙΩΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	11/10/2006
236	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	19/9/2006	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/10/2006
237	PROFILE Α.Ε.	2/10/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/10/2006
238	ΠΡΟΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	3/11/2006	ΣΥΝΑΨΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/11/2006
239	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Β.Ε.Ε.	15/11/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/12/2006
240	VIVARTIA Α.Β.Ε.Ε.	28/11/2006	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	19/12/2006
241	EVEREST Α.Ε.	29/11/2006	ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/12/2006

242	CPI A.E.	6/12/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/12/2006
243	INFORMER A.E.	21/12/2006	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/1/2007
244	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	12/1/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/2/2007
245	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	2/2/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/2/2007
246	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	13/3/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/4/2007
247	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROΒANK ΕRGΑΣΙΑΣ Α.Ε.	13/3/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/4/2007
248	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	28/3/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	18/4/2007
249	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ Α.Ε.	12/4/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΜΕ ΑΠΟΡΡΟΦΗΣΗ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/5/2007
250	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	17/4/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	10/5/2007
251	ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	18/4/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	9/5/2007
252	Logismos A.E.	18/4/2007	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	9/5/2007
253	ASPIS BANK Α.Τ.Ε.	19/4/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	10/5/2007
254	GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.	20/4/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	11/5/2007
255	UNIBRAIN Α.Ε.	30/4/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/5/2007
256	FASHION ΒΟΧ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	2/5/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/5/2007
257	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	2/5/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΑΠΟΣΧΙΣΗ ΚΛΑΔΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/5/2007
258	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	2/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	24/5/2007
259	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	4/5/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/5/2007
260	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	11/5/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
261	ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	21/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	11/6/2007
262	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε.	22/5/2007	ΕΞΑΓΟΡΑ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2007

263	ΚΡΙ - ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	23/5/2007	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	21/6/2007
264	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	25/5/2007	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	26/6/2007
265	ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	29/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	20/6/2007
266	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	29/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/6/2007
267	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	30/5/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/6/2007
268	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	30/5/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2007
269	FORTHNET Α.Ε.	31/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/6/2007
270	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	31/5/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
271	ΚΕΚΡΩΨ Α.Ε.	1/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/6/2007
272	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	1/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2007
273	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	4/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2007
274	M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	4/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
275	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.	6/6/2007	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/6/2007
276	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	7/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
277	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	8/6/2007	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
278	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	8/6/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/6/2007
279	MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	2/7/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	25/7/2007
280	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	16/7/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	8/8/2007
281	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	18/7/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	10/8/2007
282	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	21/9/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	12/10/2007
283	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	30/10/2007	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	21/11/2007
284	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	15/11/2007	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	7/12/2007
285	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Β.Ε.Ε.	15/11/2007	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	8/12/2007



286	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.	16/11/2007	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	10/12/2007
287	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	14/1/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	4/2/2008
288	SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	15/1/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/2/2008
289	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	25/1/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/2/2008
290	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ Α.Τ.Ε.Ε.	25/1/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	15/2/2008
291	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	3/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/4/2008
292	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	12/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	3/4/2008
293	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	17/3/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/4/2008
294	ΤΡ. EFG EURO BANK ERGASIAS AE.	18/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	8/4/2008
295	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.	20/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/4/2008
296	Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	26/3/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/4/2008
297	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	26/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/4/2008
298	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	26/3/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	17/4/2008
299	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH Α.Ε.	1/4/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	23/4/2008
300	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	3/4/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/5/2008
301	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.	11/4/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/5/2008
302	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	15/4/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	6/5/2008
303	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	15/4/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/5/2008
304	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	16/4/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	14/5/2008
305	ΤΙΤΑΝ Α.Ε.Τ.	22/4/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	20/5/2008

306	LAMDA DEVELOPMENT A.E.	30/4/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/5/2008
307	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	5/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	29/5/2008
308	ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	6/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	28/5/2008
309	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.	8/5/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	2/6/2008
310	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	8/5/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	2/6/2008
311	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.	9/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/5/2008
312	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	15/5/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	5/6/2008
313	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	15/5/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/5/2008
314	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.	21/5/2008	ΜΕΙΩΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	12/6/2008
315	Forthnet Α.Ε.	23/5/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	13/6/2008
316	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	26/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
317	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε.	27/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	26/6/2008
318	ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	28/5/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
319	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	30/5/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/6/2008
320	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	2/6/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	23/6/2008
321	ΓΕΚ Α.Ε.	2/6/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	25/6/2007
322	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.	2/6/2008	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
323	ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	3/6/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	26/6/2008
324	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	3/6/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΛΛΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008

325	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	3/6/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
326	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	4/6/2008	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	19/6/2008
327	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΪΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	4/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
328	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	5/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
329	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	5/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
330	M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	5/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
331	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	5/6/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	26/6/2008
332	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	6/6/2008	ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	27/6/2008
333	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	6/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
334	CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ Α.Ε.	6/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
335	EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	6/6/2008	ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (STOCK OPTION PLAN) - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
336	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	9/6/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	22/7/2008
337	ΙΜΠΕΡΙΟ - ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε.	9/6/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	30/6/2008
338	Info - Quest Α.Ε.Β.Ε.	1/8/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/9/2008
339	FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.	13/8/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	5/9/2008
340	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	26/8/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	18/9/2008
341	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	9/9/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	6/10/2008
342	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ ΑΒΕΕ	11/9/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	1/11/2008
343	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	13/10/2008	ΜΟΝΑΔΙΚΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	3/11/2008
344	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.	27/10/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	17/11/2008
345	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	31/10/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	24/11/2008
346	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	5/11/2008	ΜΕΙΩΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	27/11/2008

347	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	7/11/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	9/12/2008
348	CPH Α.Ε.	17/11/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	15/12/2008
349	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	20/11/2008	ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΟΤΕΡΟ ΘΕΜΑ Η ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	16/12/2008
350	HELLAS ONLINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	21/11/2008	ΑΥΞΗΣΗ Μ.Κ. - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ Γ.Σ.	12/12/2008
351	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	28/11/2008	ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ - ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ	ΤΑΚΤΙΚΗ Γ.Σ.	9/12/2008

## ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,00%	-0,01601	0,00%	-0,01601
-9	0,20%	1,44702	0,20%	1,43081
-8	0,06%	0,39955	0,25%	1,81557
-7	-0,14%	-0,99856	0,11%	0,81776
-6	-0,06%	-0,45794	0,05%	0,36019
-5	0,12%	0,89427	0,18%	1,25412
-4	0,01%	0,09547	0,19%	1,35282
-3	0,21%	1,49331	0,40%	2,84309
-2	0,13%	0,91519	0,52%	3,75784
-1	0,35%	2,53119	0,88%	6,28866
0	0,35%	2,53642	1,23%	8,82563
1	0,10%	0,75073	1,34%	9,57940
2	0,14%	0,99394	1,48%	10,56995
3	-0,04%	-0,29100	1,44%	10,28878
4	0,43%	3,07516	1,86%	13,35526
5	0,14%	-0,18981	2,00%	12,72353
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,12%	0,89427	0,12%	0,89427
-4	0,01%	0,09547	0,14%	0,99204
-3	0,21%	1,49331	0,35%	2,48312
-2	0,13%	0,91519	0,47%	3,39793
-1	0,35%	2,53119	0,83%	5,92878
0	0,35%	2,53642	1,18%	8,46572
1	0,10%	0,75073	1,29%	9,21937
2	0,14%	0,99394	1,43%	10,21004
3	-0,04%	-0,29100	1,39%	9,92854
4	0,43%	3,07516	1,81%	12,99532
5	0,14%	-0,18981	1,95%	-2,65525
<b>AAAR</b>	<b>0,18%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,35%	2,53119	0,35%	2,53119
0	0,35%	2,53642	0,71%	5,06783
1	0,10%	0,75073	0,81%	5,82031
<b>AAAR</b>	<b>0,27%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,35%</b>	2,53642		



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**

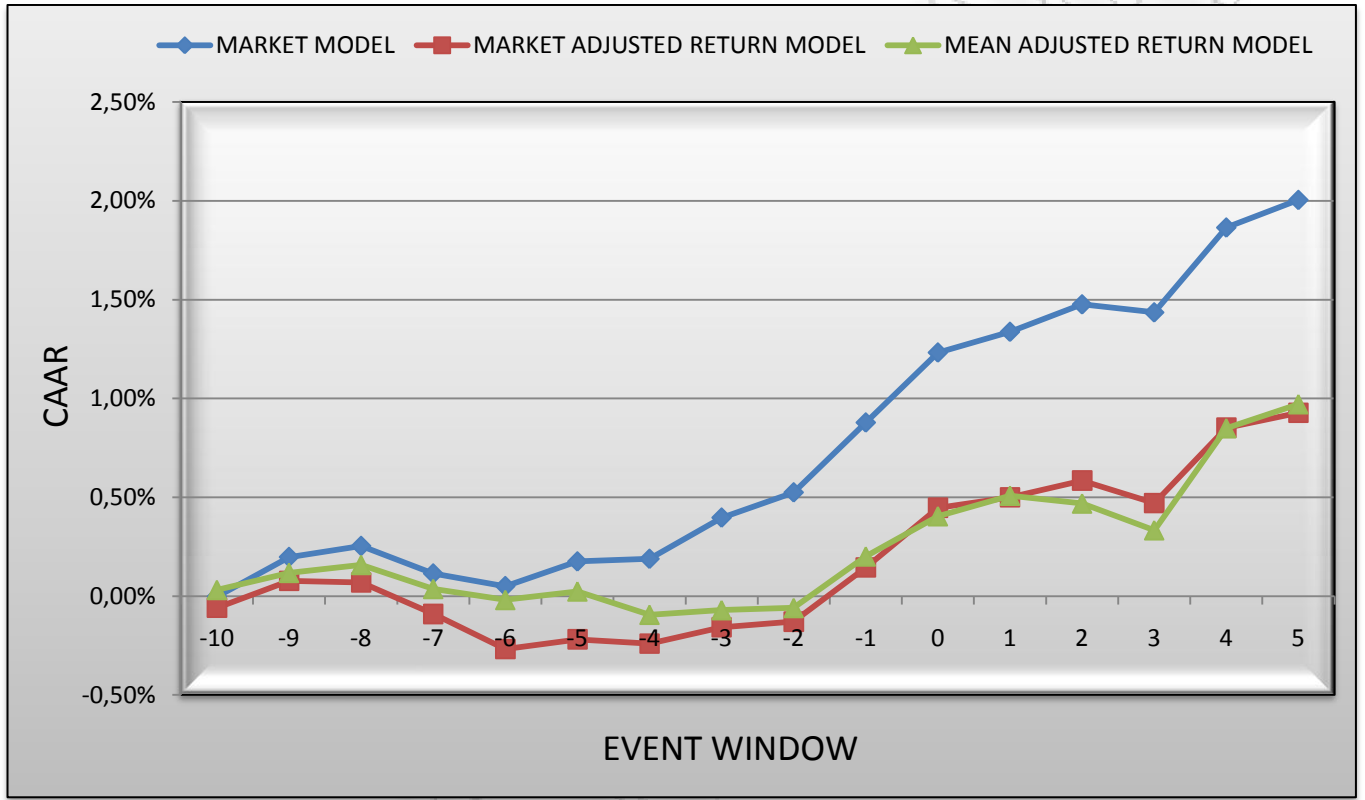
MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,06%	-0,40981	-0,06%	-0,40981
-9	0,14%	0,95203	0,08%	0,54212
-8	-0,01%	-0,05770	0,07%	0,48436
-7	-0,16%	-1,11609	-0,09%	-0,63182
-6	-0,18%	-1,23982	-0,27%	-1,87162
-5	0,05%	0,34306	-0,22%	-1,52698
-4	-0,02%	-0,15327	-0,24%	-1,68280
-3	0,08%	0,57502	-0,16%	-1,10702
-2	0,03%	0,20367	-0,13%	-0,90392
-1	0,27%	1,92134	0,15%	1,01803
0	0,30%	2,10950	0,45%	3,12753
1	0,05%	0,36744	0,50%	3,49701
2	0,09%	0,59612	0,58%	4,09205
3	-0,11%	-0,79930	0,47%	3,29057
4	0,38%	2,66748	0,85%	5,95847
5	0,08%	0,52529	0,93%	6,48426
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,05%	0,34306	0,05%	0,34306
-4	-0,02%	-0,15327	0,03%	0,19036
-3	0,08%	0,57502	0,11%	0,76530
-2	0,03%	0,20367	0,14%	0,96936
-1	0,27%	1,92134	0,41%	2,89006
0	0,30%	2,10950	0,71%	4,99956
1	0,05%	0,36744	0,77%	5,37027
2	0,09%	0,59612	0,85%	5,96473
3	-0,11%	-0,79930	0,74%	5,16225
4	0,38%	2,66748	1,12%	7,83040
5	0,08%	0,52529	1,19%	8,35635
<b>AAAR</b>	<b>0,11%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,27%	1,92134	0,27%	1,92134
0	0,30%	2,10950	0,58%	4,03085
1	0,05%	0,36744	0,63%	4,40092
<b>AAAR</b>	<b>0,21%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,30%</b>	2,10950		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,03%	0,18803	0,03%	0,18803
-9	0,09%	0,51457	0,12%	0,70255
-8	0,04%	0,23780	0,16%	0,93991
-7	-0,12%	-0,72158	0,04%	0,21814
-6	-0,06%	-0,33126	-0,02%	-0,11300
-5	0,04%	0,25621	0,02%	0,14326
-4	-0,12%	-0,70104	-0,09%	-0,55774
-3	0,02%	0,13799	-0,07%	-0,41993
-2	0,01%	0,06462	-0,06%	-0,35393
-1	0,26%	1,55115	0,20%	1,19621
0	0,20%	1,20915	0,40%	2,40523
1	0,10%	0,61727	0,51%	3,02333
2	-0,04%	-0,23528	0,47%	2,78537
3	-0,14%	-0,80445	0,33%	1,98287
4	0,52%	3,06944	0,85%	5,05250
5	0,12%	0,72148	0,97%	5,77543
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,04%	0,25621	0,04%	0,25621
-4	-0,12%	-0,70104	-0,07%	-0,44477
-3	0,02%	0,13799	-0,05%	-0,30692
-2	0,01%	0,06462	-0,04%	-0,24129
-1	0,26%	1,55115	0,22%	1,30918
0	0,20%	1,20915	0,42%	2,51818
1	0,10%	0,61727	0,53%	3,13632
2	-0,04%	-0,23528	0,49%	2,89826
3	-0,14%	-0,80445	0,35%	2,09584
4	0,52%	3,06944	0,87%	5,16548
5	0,12%	0,72148	0,99%	5,88844
<b>AAAR</b>	<b>0,09%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,26%	1,55115	0,26%	1,55115
0	0,20%	1,20915	0,46%	2,76013
1	0,10%	0,61727	0,57%	3,37836
<b>AAAR</b>	<b>0,19%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,20%	1,20915		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 1**



## ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,05%	-0,26814	-0,05%	-0,26814
-9	0,45%	2,33735	0,40%	2,06924
-8	0,13%	0,65591	0,53%	2,72476
-7	-0,34%	-1,74153	0,19%	0,98383
-6	-0,21%	-1,09570	-0,02%	-0,11201
-5	0,18%	0,94635	0,16%	0,83434
-4	-0,12%	-0,62953	0,04%	0,20483
-3	0,15%	0,79226	0,19%	0,99706
-2	0,38%	1,96466	0,57%	2,96204
-1	0,13%	0,69014	0,70%	3,65135
0	0,39%	1,99722	1,09%	5,64938
1	0,18%	0,92901	1,27%	6,57933
2	-0,13%	-0,68688	1,14%	5,89347
3	0,08%	0,41691	1,22%	6,30750
4	0,27%	1,38289	1,48%	7,69254
5	0,08%	0,43739	1,57%	8,13183
<b>AAAR</b>	<b>0,10%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,18%	0,94635	0,18%	0,94635
-4	-0,12%	-0,62953	0,06%	0,31684
-3	0,15%	0,79226	0,21%	1,10906
-2	0,38%	1,96466	0,59%	3,07407
-1	0,13%	0,69014	0,73%	3,76335
0	0,39%	1,99722	1,11%	5,76140
1	0,18%	0,92901	1,29%	6,69138
2	-0,13%	-0,68688	1,16%	6,00553
3	0,08%	0,41691	1,24%	6,41951
4	0,27%	1,38289	1,50%	7,80458
5	0,08%	0,43739	1,59%	8,24390
<b>AAAR</b>	<b>0,14%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,13%	0,69014	0,13%	0,69014
0	0,39%	1,99722	0,52%	2,68751
1	0,18%	0,92901	0,70%	3,61697
<b>AAAR</b>	<b>0,23%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,39%	1,99722		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6**

MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,11%	-0,53291	-0,11%	-0,53291
-9	0,33%	1,65836	0,22%	1,12519
-8	0,06%	0,29706	0,28%	1,42146
-7	-0,33%	-1,67094	-0,05%	-0,24848
-6	-0,31%	-1,56579	-0,36%	-1,81427
-5	0,09%	0,42853	-0,28%	-1,38569
-4	-0,17%	-0,85975	-0,45%	-2,24571
-3	0,02%	0,12274	-0,42%	-2,12273
-2	0,24%	1,18838	-0,19%	-0,93391
-1	0,03%	0,13511	-0,16%	-0,79759
0	0,34%	1,72285	0,18%	0,92405
1	0,10%	0,52297	0,29%	1,44672
2	-0,20%	-1,02254	0,08%	0,42451
3	0,02%	0,10849	0,11%	0,53239
4	0,22%	1,08756	0,32%	1,62078
5	0,00%	0,01051	0,32%	3,63989
<b>AAAR</b>	<b>0,02%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,09%	0,42853	0,09%	0,42853
-4	-0,17%	-0,85975	-0,09%	-0,43113
-3	0,02%	0,12274	-0,06%	-0,30835
-2	0,24%	1,18838	0,18%	0,88009
-1	0,03%	0,13511	0,20%	1,01406
0	0,34%	1,72285	0,54%	2,73846
1	0,10%	0,52297	0,65%	3,26054
2	-0,20%	-1,02254	0,45%	2,23873
3	0,02%	0,10849	0,47%	2,34402
4	0,22%	1,08756	0,68%	3,43523
5	0,00%	0,01051	0,68%	7,76564
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,03%	0,13511	0,03%	0,13511
0	0,34%	1,72285	0,37%	1,85817
1	0,10%	0,52297	0,47%	2,38053
<b>AAAR</b>	<b>0,16%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,34%	1,72285		

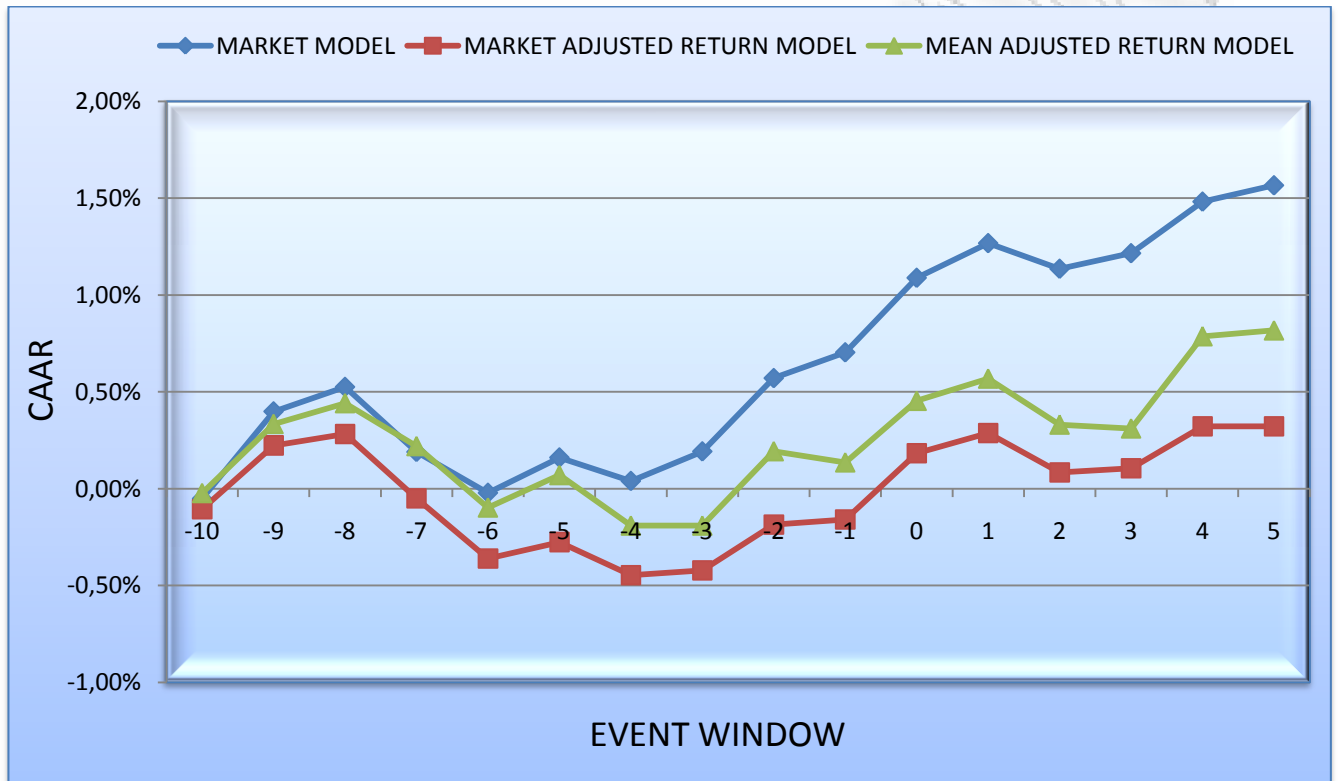


**ΠΙΝΑΚΑΣ 7**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,02%	-0,10099	-0,02%	-0,10099
-9	0,36%	1,59531	0,33%	1,49435
-8	0,11%	0,47899	0,44%	1,97358
-7	-0,22%	-0,99102	0,22%	0,98253
-6	-0,32%	-1,41687	-0,10%	-0,43462
-5	0,17%	0,74781	0,07%	0,31315
-4	-0,26%	-1,16446	-0,19%	-0,85135
-3	0,00%	0,02460	-0,19%	-4,83234
-2	0,38%	1,71657	0,19%	0,86503
-1	-0,06%	-0,25758	0,14%	0,60672
0	0,32%	1,41967	0,45%	2,02681
1	0,12%	0,51369	0,57%	2,54035
2	-0,24%	-1,06143	0,33%	1,47917
3	-0,02%	-0,08889	0,31%	1,39008
4	0,48%	2,12739	0,79%	3,51770
5	0,03%	0,13482	0,82%	3,64990
<b>AAAR</b>	<b>0,05%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,17%	0,74781	0,17%	0,74781
-4	-0,26%	-1,16446	-0,09%	-0,41674
-3	0,00%	0,02460	-0,09%	-2,48407
-2	0,38%	1,71657	0,29%	1,29976
-1	-0,06%	-0,25758	0,23%	1,04108
0	0,32%	1,41967	0,55%	2,46146
1	0,12%	0,51369	0,67%	2,97497
2	-0,24%	-1,06143	0,43%	1,91384
3	-0,02%	-0,08889	0,41%	1,82468
4	0,48%	2,12739	0,88%	3,95238
5	0,03%	0,13482	0,91%	4,08426
<b>AAAR</b>	<b>0,08%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	-0,06%	-0,25758	-0,06%	-0,25758
0	0,32%	1,41967	0,26%	1,16191
1	0,12%	0,51369	0,38%	1,67552
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,32%	1,41967		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ**  
**ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 2**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΓΕΝΙΚΕΣ  
ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,02%	0,11271	0,02%	0,11271
-9	0,00%	-0,03752	0,02%	0,93196
-8	-0,15%	-0,67461	-0,12%	-0,56242
-7	-0,31%	-1,44090	-0,43%	-2,00336
-6	-0,14%	-0,66767	-0,57%	-2,67102
-5	-0,02%	-0,10601	-0,60%	-2,77707
-4	0,13%	0,60776	-0,47%	-2,16957
-3	0,14%	0,66163	-0,32%	-1,50771
-2	0,11%	0,52749	-0,21%	-0,97956
-1	0,37%	1,74151	0,16%	0,76164
0	0,70%	3,27091	0,87%	4,03263
1	0,42%	1,94556	1,29%	5,97768
2	-0,11%	-0,49636	1,18%	5,47958
3	0,16%	0,72954	1,34%	6,21172
4	0,47%	2,18603	1,81%	8,39696
5	0,10%	0,46275	1,91%	8,86252
<b>AAAR</b>	<b>0,12%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,02%	-0,10601	-0,02%	-0,10601
-4	0,13%	0,60776	0,11%	0,50174
-3	0,14%	0,66163	0,25%	1,16332
-2	0,11%	0,52749	0,36%	1,69030
-1	0,37%	1,74151	0,74%	3,43234
0	0,70%	3,27091	1,44%	6,70362
1	0,42%	1,94556	1,86%	8,64832
2	-0,11%	-0,49636	1,75%	8,14944
3	0,16%	0,72954	1,91%	8,88285
4	0,47%	2,18603	2,38%	11,06776
5	0,10%	0,46275	2,48%	11,53421
<b>AAAR</b>	<b>0,23%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,37%	1,74151	0,37%	1,74151
0	0,70%	3,27091	1,08%	5,01260
1	0,42%	1,94556	1,50%	6,95752
<b>AAAR</b>	<b>0,50%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,70%	3,27091		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9**

MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,09%	-0,40511	-0,09%	-0,40511
-9	-0,16%	-0,72224	-0,25%	-1,12721
-8	-0,26%	-1,17510	-0,51%	-2,30272
-7	-0,31%	-1,38896	-0,82%	-3,69168
-6	-0,28%	-1,25068	-1,09%	-4,94256
-5	-0,12%	-0,53507	-1,21%	-5,47500
-4	0,10%	0,43365	-1,12%	-5,04465
-3	-0,01%	-0,05076	-1,13%	-5,10702
-2	-0,01%	-0,04906	-1,14%	-5,12049
-1	0,28%	1,25677	-0,86%	-3,88650
0	0,61%	2,74043	-0,25%	-1,14599
1	0,34%	1,54088	0,09%	0,39471
2	-0,20%	-0,91223	-0,11%	-0,51759
3	0,09%	0,39424	-0,03%	-0,12343
4	0,38%	1,73939	0,36%	1,61599
5	0,00%	0,01983	0,36%	7,78900
<b>AAAR</b>	<b>0,02%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,12%	-0,53507	-0,12%	-0,53507
-4	0,10%	0,43365	-0,02%	-0,10174
-3	-0,01%	-0,05076	-0,03%	-0,15274
-2	-0,01%	-0,04906	-0,04%	-0,20073
-1	0,28%	1,25677	0,23%	1,05515
0	0,61%	2,74043	0,84%	3,79555
1	0,34%	1,54088	1,18%	5,33701
2	-0,20%	-0,91223	0,98%	4,42372
3	0,09%	0,39424	1,07%	4,81855
4	0,38%	1,73939	1,45%	6,55708
5	0,00%	0,01983	1,45%	7,63536
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,28%	1,25677	0,28%	1,25677
0	0,61%	2,74043	0,88%	3,99717
1	0,34%	1,54088	1,23%	5,53866
<b>AAAR</b>	<b>0,41%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,61%	2,74043		

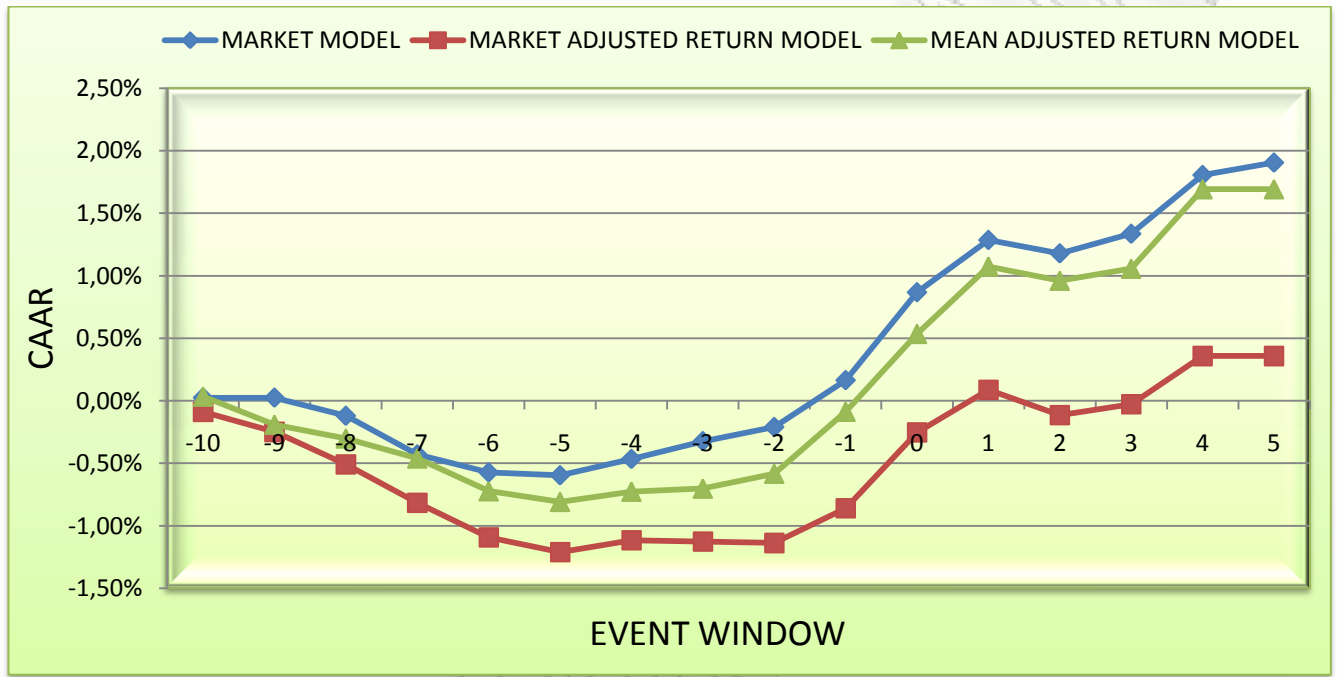
**ΠΙΝΑΚΑΣ 10**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,03%	0,12449	0,03%	0,12449
-9	-0,22%	-0,83275	-0,19%	-0,70817
-8	-0,11%	-0,40787	-0,30%	-1,11608
-7	-0,16%	-0,59405	-0,46%	-1,71020
-6	-0,26%	-0,97175	-0,72%	-2,68231
-5	-0,09%	-0,31604	-0,81%	-2,99867
-4	0,08%	0,30291	-0,73%	-2,69430
-3	0,02%	0,09119	-0,70%	-2,60248
-2	0,12%	0,44190	-0,58%	-2,16094
-1	0,50%	1,83712	-0,09%	-0,32448
0	0,62%	2,30876	0,54%	1,98429
1	0,54%	1,99808	1,07%	3,98244
2	-0,11%	-0,41853	0,96%	3,56252
3	0,10%	0,35459	1,06%	3,91898
4	0,64%	2,35649	1,69%	6,27445
5	0,00%	0,01318	1,69%	4,98305
<b>AAAR</b>	<b>0,11%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,09%	-0,31604	-0,09%	-0,31604
-4	0,08%	0,30291	0,00%	-0,01298
-3	0,02%	0,09119	0,02%	0,07821
-2	0,12%	0,44190	0,14%	0,52012
-1	0,50%	1,83712	0,64%	2,35741
0	0,62%	2,30876	1,26%	4,66610
1	0,54%	1,99808	1,80%	6,66435
2	-0,11%	-0,41853	1,68%	6,24349
3	0,10%	0,35459	1,78%	6,60136
4	0,64%	2,35649	2,42%	8,95614
5	0,00%	0,01318	2,42%	9,58965
<b>AAAR</b>	<b>0,22%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,50%	1,83712	0,50%	1,83712
0	0,62%	2,30876	1,12%	4,14583
1	0,54%	1,99808	1,66%	6,14406
<b>AAAR</b>	<b>0,55%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,62%	2,30876		



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΓΕΝΙΚΕΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 3**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΓΕΝΙΚΕΣ  
ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 11**

<b>MARKET MODEL</b>				
<b>EVENT WINDOW</b>	<b>AAR</b>	<b>t-stat. (AAR)</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat. (CAAR)</b>
-10	-0,03%	-0,14045	-0,03%	-0,14045
-9	0,39%	2,12997	0,36%	1,98951
-8	0,23%	1,27949	0,59%	3,26896
-7	0,01%	0,05684	0,60%	3,33210
-6	0,00%	0,03322	0,60%	3,66121
-5	0,25%	1,40255	0,86%	4,72894
-4	-0,09%	-0,49462	0,77%	4,23365
-3	0,27%	1,46916	1,04%	5,70329
-2	0,14%	0,77340	1,18%	6,47655
-1	0,33%	1,84492	1,51%	8,32184
0	0,05%	0,26062	1,56%	8,58419
1	-0,17%	-0,94021	1,39%	7,64083
2	0,35%	1,95285	1,74%	9,59475
3	-0,21%	-1,17983	1,53%	8,41377
4	0,39%	2,16827	1,92%	10,58317
5	0,18%	0,96375	2,10%	11,54374
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
<b>EVENT WINDOW</b>	<b>AAR</b>	<b>t-stat. (AAR)</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat. (CAAR)</b>
-5	0,25%	1,40255	0,25%	1,40255
-4	-0,09%	-0,49462	0,16%	0,90773
-3	0,27%	1,46916	0,43%	2,37699
-2	0,14%	0,77340	0,57%	3,15033
-1	0,33%	1,84492	0,91%	4,99543
0	0,05%	0,26062	0,95%	5,25709
1	-0,17%	-0,94021	0,78%	4,31495
2	0,35%	1,95285	1,14%	6,26840
3	-0,21%	-1,17983	0,92%	5,08782
4	0,39%	2,16827	1,32%	7,25677
5	0,18%	0,96375	1,49%	8,21834
<b>AAAR</b>	<b>0,14%</b>			
<b>EVENT WINDOW</b>	<b>AAR</b>	<b>t-stat. (AAR)</b>	<b>CAAR</b>	<b>t-stat. (CAAR)</b>
-1	0,33%	1,84492	0,33%	1,84492
0	0,05%	0,26062	0,38%	2,10592
1	-0,17%	-0,94021	0,21%	1,16494
<b>AAAR</b>	<b>0,07%</b>			
<b>EVENT WINDOW</b>	<b>AAR</b>	<b>t-stat. (AAR)</b>		
<b>0</b>	<b>0,05%</b>	0,26062		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 12**

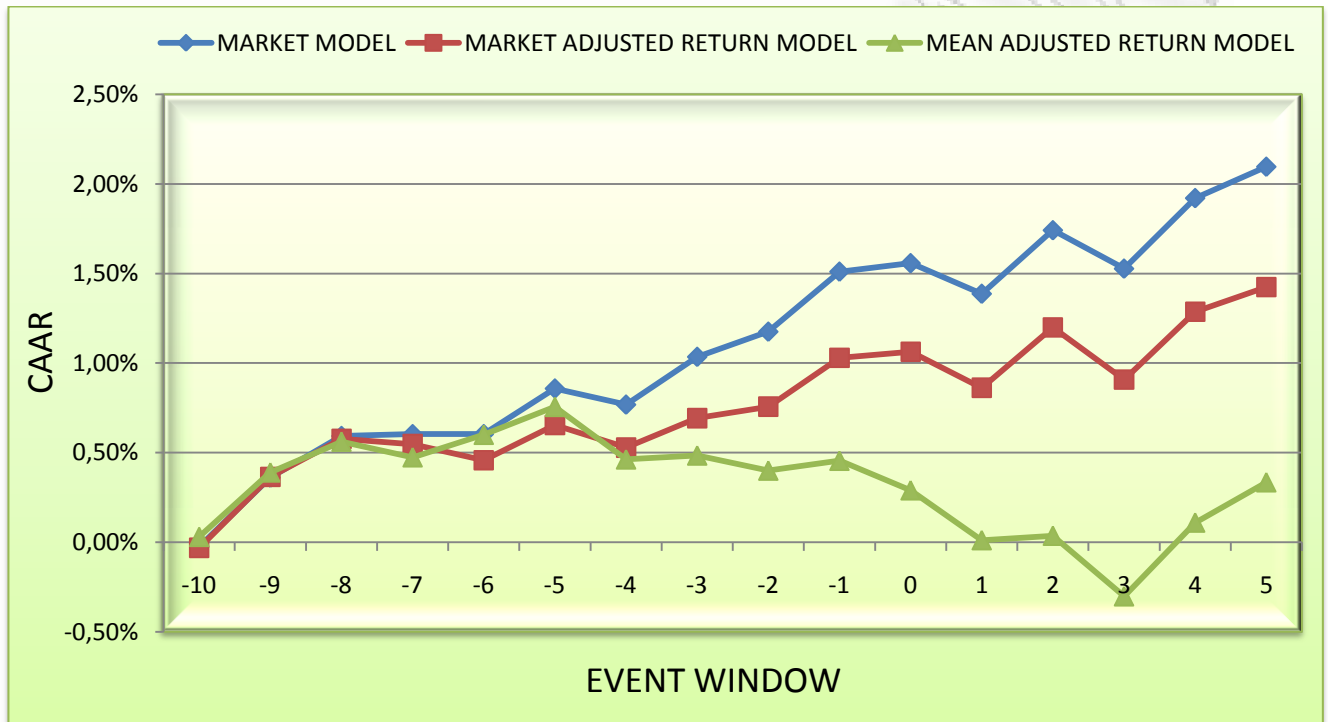
MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,03%	-0,16956	-0,03%	-0,16956
-9	0,40%	2,14163	0,36%	1,97185
-8	0,21%	1,15091	0,58%	3,12334
-7	-0,03%	-0,16160	0,55%	2,95959
-6	-0,09%	-0,48661	0,46%	2,47416
-5	0,20%	1,06048	0,65%	3,53510
-4	-0,13%	-0,67826	0,53%	2,85746
-3	0,16%	0,88851	0,69%	3,74547
-2	0,06%	0,34736	0,76%	4,09472
-1	0,27%	1,47006	1,03%	5,56180
0	0,03%	0,18441	1,06%	5,74763
1	-0,20%	-1,08537	0,86%	4,66217
2	0,34%	1,82433	1,20%	6,48571
3	-0,29%	-1,57516	0,91%	4,91095
4	0,38%	2,04666	1,29%	6,95757
5	0,14%	0,74210	1,42%	7,70174
<b>AAAR</b>	<b>0,09%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,20%	1,06048	0,20%	1,06048
-4	-0,13%	-0,67826	0,07%	0,38240
-3	0,16%	0,88851	0,24%	1,27084
-2	0,06%	0,34736	0,30%	1,61884
-1	0,27%	1,47006	0,57%	3,08773
0	0,03%	0,18441	0,61%	3,27293
1	-0,20%	-1,08537	0,40%	2,18750
2	0,34%	1,82433	0,74%	4,01146
3	-0,29%	-1,57516	0,45%	2,43655
4	0,38%	2,04666	0,83%	4,48319
5	0,14%	0,74210	0,97%	5,22663
<b>AAAR</b>	<b>0,09%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,27%	1,47006	0,27%	1,47006
0	0,03%	0,18441	0,31%	1,65485
1	-0,20%	-1,08537	0,11%	0,56945
<b>AAAR</b>	<b>0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,03%</b>	0,18441		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 13**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,03%	0,14779	0,03%	0,14779
-9	0,36%	1,77777	0,39%	1,92550
-8	0,17%	0,84852	0,56%	2,77437
-7	-0,09%	-0,43101	0,47%	2,34389
-6	0,13%	0,62026	0,60%	2,96389
-5	0,16%	0,76978	0,76%	3,73281
-4	-0,29%	-1,44873	0,46%	2,28426
-3	0,02%	0,10867	0,48%	2,39211
-2	-0,08%	-0,41632	0,40%	1,97542
-1	0,05%	0,27100	0,45%	2,24551
0	-0,16%	-0,81479	0,29%	1,43293
1	-0,28%	-1,37501	0,01%	0,05781
2	0,02%	0,12259	0,04%	0,18043
3	-0,34%	-1,67060	-0,30%	-1,49025
4	0,41%	2,03295	0,11%	0,54294
5	0,22%	1,11069	0,33%	1,65369
<b>AAAR</b>	<b>0,02%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,16%	0,76978	0,16%	0,76978
-4	-0,29%	-1,44873	-0,14%	-0,67891
-3	0,02%	0,10867	-0,12%	-0,57000
-2	-0,08%	-0,41632	-0,20%	-0,98623
-1	0,05%	0,27100	-0,14%	-0,71477
0	-0,16%	-0,81479	-0,31%	-1,53027
1	-0,28%	-1,37501	-0,59%	-2,90516
2	0,02%	0,12259	-0,56%	-2,78407
3	-0,34%	-1,67060	-0,90%	-4,45345
4	0,41%	2,03295	-0,49%	-2,41978
5	0,22%	1,11069	-0,27%	-1,30931
<b>AAAR</b>	<b>-0,02%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,05%	0,27100	0,05%	0,27100
0	-0,16%	-0,81479	-0,11%	-0,54352
1	-0,28%	-1,37501	-0,39%	-1,91849
<b>AAAR</b>	<b>-0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	-0,16%	-0,81479		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΤΑΚΤΙΚΕΣ ΓΕΝΙΚΕΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΕΙΣ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 4**





**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ TOBIN'S Q RATIO<=1**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 14**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,16%	0,58346	0,16%	0,58346
-9	0,77%	2,76619	0,94%	3,34968
-8	-0,02%	-0,06945	0,92%	3,28451
-7	0,34%	1,22159	1,26%	4,50169
-6	0,02%	0,08692	1,28%	4,59118
-5	0,13%	0,45802	1,41%	5,04711
-4	-0,21%	-0,74597	1,20%	4,29957
-3	-0,07%	-0,25773	1,13%	4,04213
-2	0,10%	0,34470	1,23%	4,38808
-1	0,50%	1,79124	1,73%	6,17888
0	0,39%	1,39839	2,12%	7,57762
1	-0,04%	-0,15310	2,08%	7,42795
2	0,46%	1,63240	2,53%	9,05612
3	-0,25%	-0,90308	2,28%	8,15313
4	0,51%	1,83673	2,79%	9,98907
5	0,69%	2,45763	3,48%	12,44797
<b>AAAR</b>	<b>0,22%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,13%	0,45802	0,13%	0,45802
-4	-0,21%	-0,74597	-0,08%	-0,28809
-3	-0,07%	-0,25773	-0,15%	-0,54584
-2	0,10%	0,34470	-0,06%	-0,20131
-1	0,50%	1,79124	0,44%	1,58995
0	0,39%	1,39839	0,84%	2,98843
1	-0,04%	-0,15310	0,79%	2,83668
2	0,46%	1,63240	1,25%	4,46746
3	-0,25%	-0,90308	1,00%	3,56442
4	0,51%	1,83673	1,51%	5,40081
5	0,69%	2,45763	2,20%	7,85913
<b>AAAR</b>	<b>0,20%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,50%	1,79124	0,50%	1,79124
0	0,39%	1,39839	0,89%	3,18973
1	-0,04%	-0,15310	0,85%	3,03807
<b>AAAR</b>	<b>0,28%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,39%	1,39839		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 15**

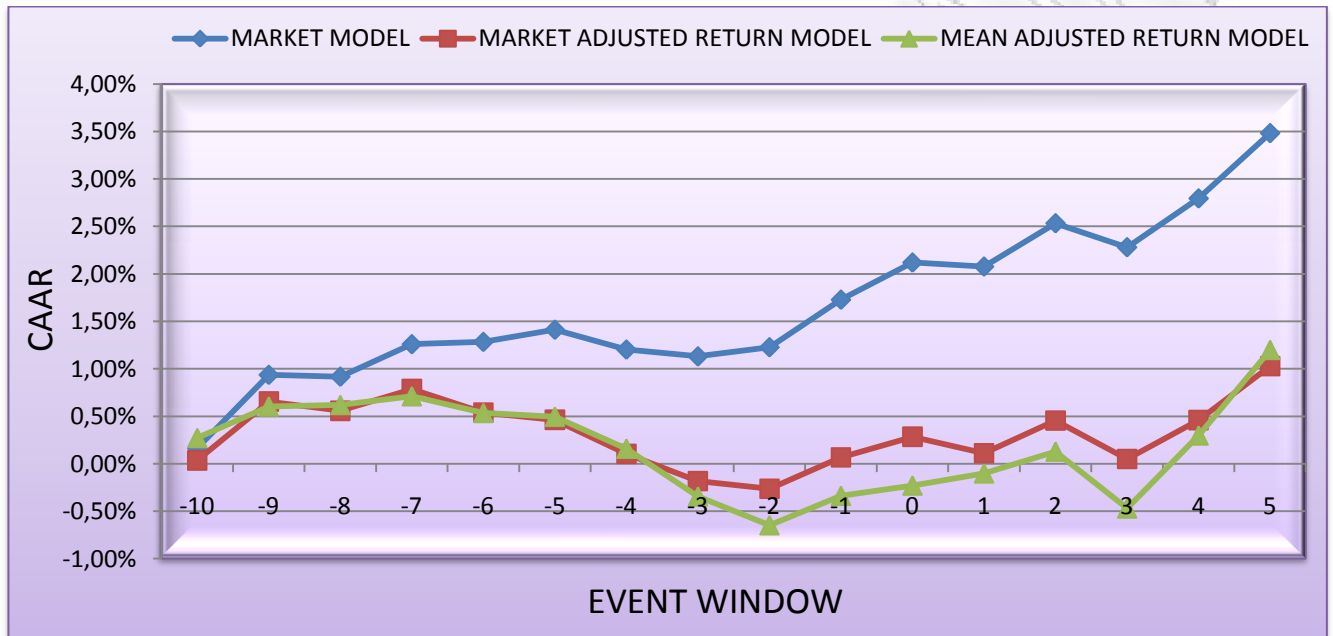
MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,04%	0,12612	0,04%	0,12612
-9	0,62%	2,23113	0,65%	2,35713
-8	-0,10%	-0,34911	0,56%	2,00757
-7	0,23%	0,82395	0,79%	2,83179
-6	-0,25%	-0,89171	0,54%	1,94039
-5	-0,08%	-0,27483	0,46%	1,66409
-4	-0,36%	-1,29251	0,10%	0,37253
-3	-0,29%	-1,03283	-0,18%	-0,66023
-2	-0,08%	-0,29215	-0,26%	-0,95201
-1	0,33%	1,18993	0,07%	0,23755
0	0,22%	0,78497	0,28%	1,02251
1	-0,17%	-0,62681	0,11%	0,39603
2	0,34%	1,23790	0,45%	1,63386
3	-0,40%	-1,45557	0,05%	0,17817
4	0,41%	1,47498	0,46%	1,65314
5	0,57%	2,04865	1,03%	3,70205
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,08%	-0,27483	-0,08%	-0,27483
-4	-0,36%	-1,29251	-0,44%	-1,56750
-3	-0,29%	-1,03283	-0,72%	-2,60061
-2	-0,08%	-0,29215	-0,80%	-2,89128
-1	0,33%	1,18993	-0,47%	-1,70247
0	0,22%	0,78497	-0,25%	-0,91742
1	-0,17%	-0,62681	-0,43%	-1,54452
2	0,34%	1,23790	-0,09%	-0,30633
3	-0,40%	-1,45557	-0,49%	-1,76188
4	0,41%	1,47498	-0,08%	-0,28686
5	0,57%	2,04865	0,49%	1,76175
<b>AAAR</b>	<b>0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,33%	1,18993	0,33%	1,18993
0	0,22%	0,78497	0,55%	1,97484
1	-0,17%	-0,62681	0,37%	1,34867
<b>AAAR</b>	<b>0,12%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,22%	0,78497		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 16**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,27%	0,86018	0,27%	0,86018
-9	0,33%	1,05088	0,60%	1,91087
-8	0,02%	0,05031	0,62%	1,95707
-7	0,09%	0,29280	0,71%	2,25487
-6	-0,18%	-0,55961	0,53%	1,69404
-5	-0,04%	-0,12377	0,50%	1,57184
-4	-0,34%	-1,06733	0,16%	0,50322
-3	-0,50%	-1,59464	-0,34%	-1,09132
-2	-0,30%	-0,95953	-0,65%	-2,05066
-1	0,31%	0,98112	-0,34%	-1,06960
0	0,11%	0,34344	-0,23%	-0,72620
1	0,13%	0,40512	-0,10%	-0,32137
2	0,23%	0,72626	0,13%	0,40499
3	-0,60%	-1,89731	-0,47%	-1,49235
4	0,77%	2,43656	0,30%	0,94412
5	0,90%	2,85428	1,20%	3,79841
<b>AAAR</b>	<b>0,07%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,04%	-0,12377	-0,04%	-0,12377
-4	-0,34%	-1,06733	-0,38%	-1,19099
-3	-0,50%	-1,59464	-0,88%	-2,78587
-2	-0,30%	-0,95953	-1,18%	-3,74491
-1	0,31%	0,98112	-0,87%	-2,76389
0	0,11%	0,34344	-0,76%	-2,42056
1	0,13%	0,40512	-0,64%	-2,01641
2	0,23%	0,72626	-0,41%	-1,28950
3	-0,60%	-1,89731	-1,00%	-3,18671
4	0,77%	2,43656	-0,24%	-0,75035
5	0,90%	2,85428	0,66%	2,10392
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,31%	0,98112	0,31%	0,98112
0	0,11%	0,34344	0,42%	1,32460
1	0,13%	0,40512	0,55%	1,73025
<b>AAAR</b>	<b>0,18%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,11%	0,34344		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ ΤΟΒΙΝ'S Q RATIO<=1**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ TOBIN'S Q RATIO>1**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 17**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,05%	-0,29802	-0,05%	-0,29802
-9	-0,01%	-0,08073	-0,06%	-0,37879
-8	0,10%	0,65132	0,04%	0,27257
-7	-0,36%	-2,24011	-0,32%	-1,96747
-6	-0,10%	-0,61854	-0,42%	-2,58596
-5	0,13%	0,81608	-0,29%	-1,77004
-4	0,09%	0,53253	-0,20%	-1,23636
-3	0,34%	2,09094	0,14%	0,85389
-2	0,15%	0,92101	0,29%	1,77495
-1	0,33%	2,04224	0,61%	3,81686
0	0,28%	1,73037	0,89%	5,54823
1	0,19%	1,18078	1,08%	6,72940
2	0,01%	0,07091	1,09%	6,80946
3	0,09%	0,53047	1,18%	7,33096
4	0,35%	2,16442	1,53%	9,49424
5	-0,15%	-0,93922	1,38%	8,55673
<b>AAAR</b>	<b>0,09%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,13%	0,81608	0,13%	0,81608
-4	0,09%	0,53253	0,22%	1,34808
-3	0,34%	2,09094	0,55%	3,43977
-2	0,15%	0,92101	0,70%	4,36097
-1	0,33%	2,04224	1,03%	6,40241
0	0,28%	1,73037	1,31%	8,13447
1	0,19%	1,18078	1,50%	9,31582
2	0,01%	0,07091	1,51%	9,39940
3	0,09%	0,53047	1,60%	9,91748
4	0,35%	2,16442	1,95%	12,08035
5	-0,15%	-0,93922	1,79%	11,14332
<b>AAAR</b>	<b>0,16%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,33%	2,04224	0,33%	2,04224
0	0,28%	1,73037	0,61%	3,77315
1	0,19%	1,18078	0,80%	4,95419
<b>AAAR</b>	<b>0,27%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,28%	1,73037		



**ΠΙΝΑΚΑΣ 18**

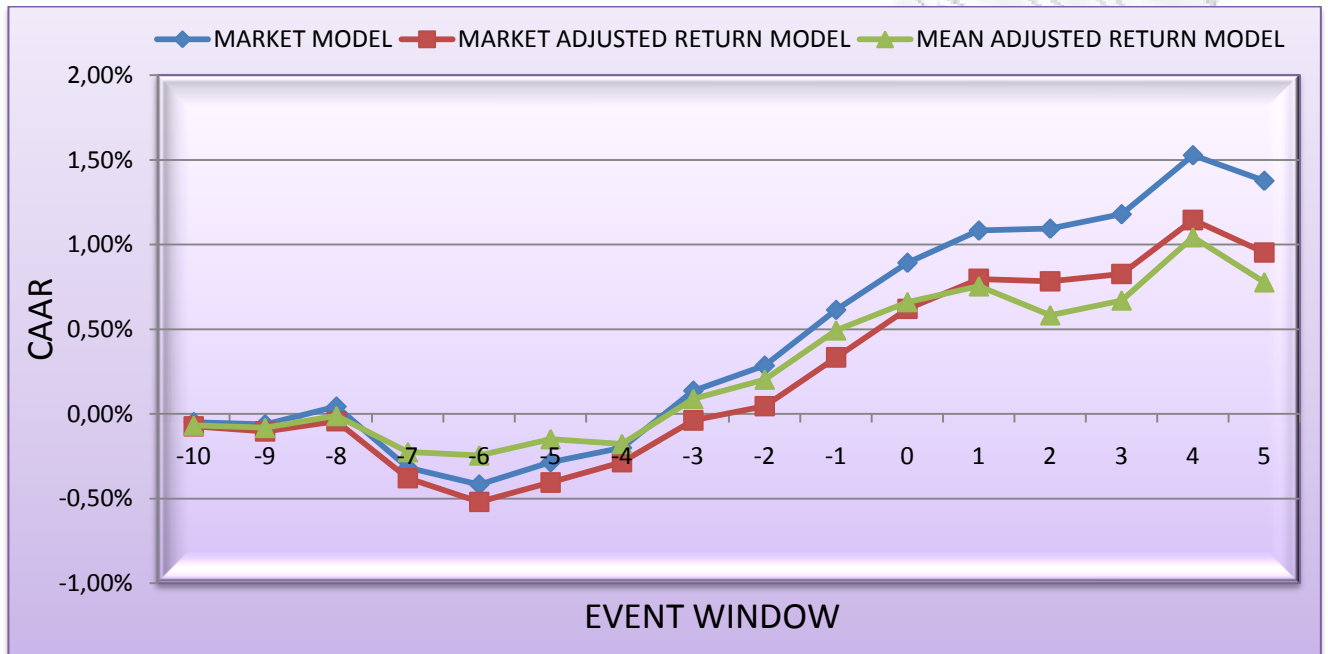
MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,07%	-0,44147	-0,07%	-0,44147
-9	-0,03%	-0,17318	-0,10%	-0,61422
-8	0,06%	0,35861	-0,04%	-0,25606
-7	-0,34%	-2,01590	-0,38%	-2,27193
-6	-0,14%	-0,84434	-0,52%	-3,11649
-5	0,12%	0,68945	-0,40%	-2,42625
-4	0,12%	0,71634	-0,29%	-1,70962
-3	0,25%	1,48296	-0,04%	-0,22727
-2	0,08%	0,50114	0,05%	0,27395
-1	0,29%	1,73036	0,33%	2,00446
0	0,29%	1,72168	0,62%	3,72580
1	0,18%	1,05484	0,80%	4,78066
2	-0,01%	-0,08131	0,78%	4,68460
3	0,04%	0,26175	0,83%	4,96608
4	0,32%	1,90917	1,15%	6,86916
5	-0,19%	-1,14946	0,95%	5,71971
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,12%	0,68945	0,12%	0,68945
-4	0,12%	0,71634	0,23%	1,40570
-3	0,25%	1,48296	0,48%	2,88916
-2	0,08%	0,50114	0,57%	3,38927
-1	0,29%	1,73036	0,85%	5,12150
0	0,29%	1,72168	1,14%	6,84232
1	0,18%	1,05484	1,32%	7,89720
2	-0,01%	-0,08131	1,30%	7,79153
3	0,04%	0,26175	1,35%	8,08610
4	0,32%	1,90917	1,67%	9,98535
5	-0,19%	-1,14946	1,47%	8,83590
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,29%	1,73036	0,29%	1,73036
0	0,29%	1,72168	0,58%	3,45175
1	0,18%	1,05484	0,75%	4,50660
<b>AAAR</b>	<b>0,25%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,29%	1,72168		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 19**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,07%	-0,33809	-0,07%	-0,33809
-9	-0,01%	-0,06780	-0,08%	-0,40628
-8	0,07%	0,34768	-0,01%	-0,05828
-7	-0,21%	-1,06083	-0,22%	-1,11913
-6	-0,02%	-0,09832	-0,24%	-1,21928
-5	0,10%	0,48052	-0,15%	-0,73722
-4	-0,03%	-0,14363	-0,18%	-0,88120
-3	0,27%	1,32290	0,09%	0,44246
-2	0,11%	0,57124	0,20%	1,01349
-1	0,29%	1,44734	0,49%	2,46123
0	0,17%	0,83243	0,66%	3,29334
1	0,09%	0,46452	0,75%	3,75955
2	-0,17%	-0,85154	0,58%	2,90689
3	0,09%	0,43426	0,67%	3,33962
4	0,37%	1,86020	1,04%	5,20097
5	-0,27%	-1,32515	0,78%	3,87583
<b>AAAR</b>	<b>0,05%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,10%	0,48052	0,10%	0,48052
-4	-0,03%	-0,14363	0,07%	0,33712
-3	0,27%	1,32290	0,33%	1,65973
-2	0,11%	0,57124	0,45%	2,23018
-1	0,29%	1,44734	0,74%	3,67839
0	0,17%	0,83243	0,91%	4,51034
1	0,09%	0,46452	1,00%	4,97719
2	-0,17%	-0,85154	0,83%	4,12415
3	0,09%	0,43426	0,91%	4,55624
4	0,37%	1,86020	1,29%	6,41802
5	-0,27%	-1,32515	1,02%	5,09288
<b>AAAR</b>	<b>0,09%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,29%	1,44734	0,29%	1,44734
0	0,17%	0,83243	0,46%	2,27958
1	0,09%	0,46452	0,55%	2,74528
<b>AAAR</b>	<b>0,18%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,17%	0,83243		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ TOBIN'S Q RATIO>1**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 6**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ Ρ/Ε<=15**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 20**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,16%	-0,86814	-0,16%	-0,86814
-9	0,17%	0,87954	0,00%	0,01160
-8	-0,45%	-2,38796	-0,45%	-2,37635
-7	-0,30%	-1,58358	-0,75%	-3,95975
-6	-0,25%	-1,30444	-1,00%	-5,26361
-5	-0,08%	-0,40050	-1,07%	-5,66817
-4	-0,02%	-0,08611	-1,09%	-5,76092
-3	0,03%	0,15979	-1,06%	-5,59114
-2	0,01%	0,06403	-1,05%	-5,54627
-1	0,13%	0,69371	-0,92%	-4,83538
0	0,51%	2,70831	-0,40%	-2,12509
1	0,31%	1,65248	-0,09%	-0,47244
2	0,21%	1,12006	0,12%	0,64756
3	0,04%	0,19644	0,16%	0,84489
4	0,38%	2,02885	0,54%	2,87267
5	0,24%	1,25083	0,78%	4,12319
<b>AAAR</b>	<b>0,05%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,08%	-0,40050	-0,08%	-0,40050
-4	-0,02%	-0,08611	-0,09%	-0,48708
-3	0,03%	0,15979	-0,06%	-0,32644
-2	0,01%	0,06403	-0,05%	-0,26353
-1	0,13%	0,69371	0,08%	0,43100
0	0,51%	2,70831	0,60%	3,13913
1	0,31%	1,65248	0,91%	4,79136
2	0,21%	1,12006	1,12%	5,91193
3	0,04%	0,19644	1,16%	6,11651
4	0,38%	2,02885	1,54%	8,13756
5	0,24%	1,25083	1,78%	9,38752
<b>AAAR</b>	<b>0,16%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,13%	0,69371	0,13%	0,69371
0	0,51%	2,70831	0,65%	3,40173
1	0,31%	1,65248	0,96%	5,05394
<b>AAAR</b>	<b>0,32%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,51%	2,70831		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 21**

MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,22%	-1,13683	-0,22%	-1,13683
-9	0,02%	0,12381	-0,20%	-1,01112
-8	-0,54%	-2,76710	-0,73%	-3,78008
-7	-0,32%	-1,62846	-1,05%	-5,40839
-6	-0,42%	-2,15471	-1,46%	-7,56345
-5	-0,18%	-0,93581	-1,64%	-8,49772
-4	-0,11%	-0,58196	-1,76%	-9,08140
-3	-0,15%	-0,75469	-1,90%	-9,83731
-2	-0,10%	-0,50381	-2,00%	-10,33760
-1	0,05%	0,28378	-1,95%	-10,05732
0	0,47%	2,42085	-1,48%	-7,63519
1	0,23%	1,20579	-1,24%	-6,42949
2	0,14%	0,69903	-1,11%	-5,73287
3	-0,04%	-0,20147	-1,15%	-5,92933
4	0,29%	1,50105	-0,86%	-4,43183
5	0,14%	0,72411	-0,72%	-3,70738
<b>AAAR</b>	<b>-0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,18%	-0,93581	-0,18%	-0,93581
-4	-0,11%	-0,58196	-0,29%	-1,51796
-3	-0,15%	-0,75469	-0,44%	-2,27285
-2	-0,10%	-0,50381	-0,54%	-2,77585
-1	0,05%	0,28378	-0,48%	-2,49301
0	0,47%	2,42085	-0,01%	-0,07184
1	0,23%	1,20579	0,22%	1,13395
2	0,14%	0,69903	0,35%	1,83340
3	-0,04%	-0,20147	0,32%	1,63033
4	0,29%	1,50105	0,61%	3,13236
5	0,14%	0,72411	0,75%	3,85623
<b>AAAR</b>	<b>0,07%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,05%	0,28378	0,05%	0,28378
0	0,47%	2,42085	0,52%	2,70459
1	0,23%	1,20579	0,76%	3,91041
<b>AAAR</b>	<b>0,25%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,47%</b>	2,42085		

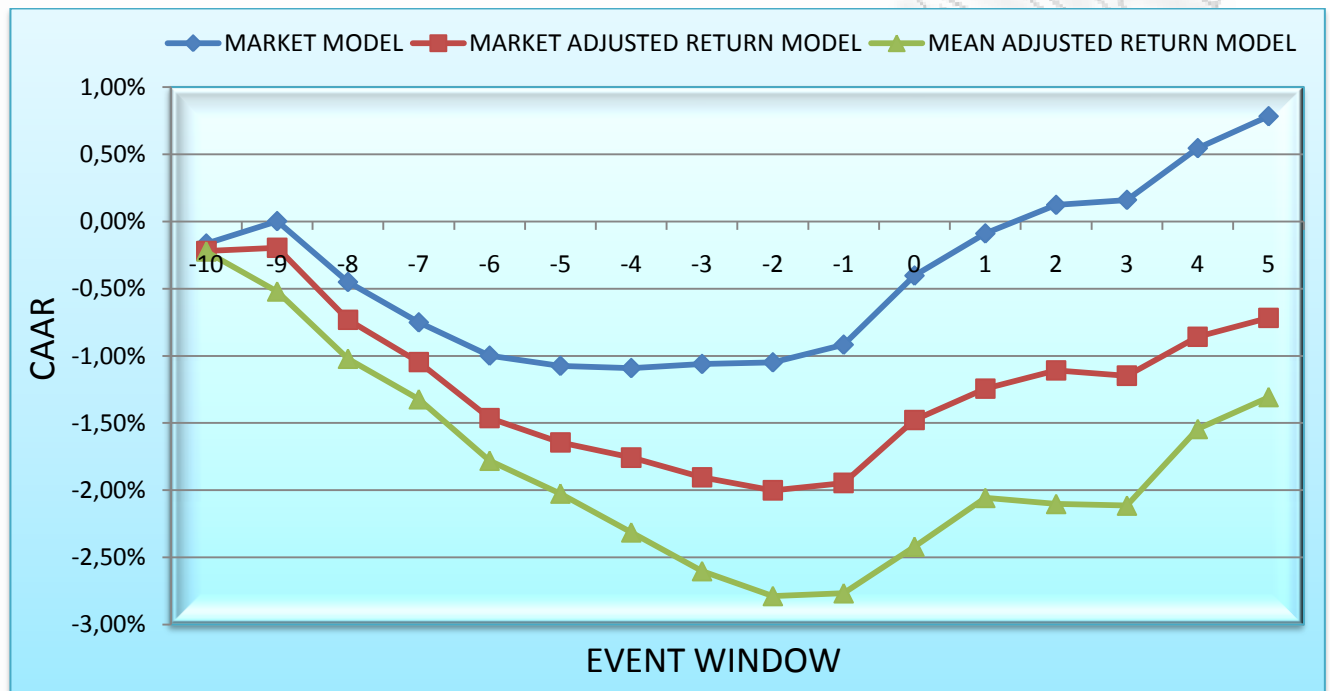


**ΠΙΝΑΚΑΣ 22**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,22%	-1,01796	-0,22%	-1,01796
-9	-0,30%	-1,35883	-0,52%	-2,37682
-8	-0,50%	-2,28021	-1,02%	-4,65702
-7	-0,30%	-1,37407	-1,32%	-6,03178
-6	-0,46%	-2,08348	-1,78%	-8,11471
-5	-0,24%	-1,11267	-2,02%	-9,22620
-4	-0,29%	-1,31628	-2,31%	-10,54530
-3	-0,29%	-1,31410	-2,60%	-11,85654
-2	-0,19%	-0,84331	-2,79%	-12,69838
-1	0,02%	0,09387	-2,77%	-12,60683
0	0,35%	1,57770	-2,42%	-11,03020
1	0,36%	1,65450	-2,06%	-9,37426
2	-0,05%	-0,20547	-2,10%	-9,57823
3	-0,01%	-0,05525	-2,11%	-9,65558
4	0,57%	2,59634	-1,54%	-7,04023
5	0,24%	1,08291	-1,31%	-5,95781
<b>AAAR</b>	<b>-0,08%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,24%	-1,11267	-0,24%	-1,11267
-4	-0,29%	-1,31628	-0,53%	-2,42929
-3	-0,29%	-1,31410	-0,82%	-3,74273
-2	-0,19%	-0,84331	-1,01%	-4,58558
-1	0,02%	0,09387	-0,99%	-4,49255
0	0,35%	1,57770	-0,64%	-2,91523
1	0,36%	1,65450	-0,28%	-1,26035
2	-0,05%	-0,20547	-0,32%	-1,46562
3	-0,01%	-0,05525	-0,33%	-1,52425
4	0,57%	2,59634	0,24%	1,07508
5	0,24%	1,08291	0,47%	2,15806
<b>AAAR</b>	<b>0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,02%	0,09387	0,02%	0,09387
0	0,35%	1,57770	0,37%	1,67157
1	0,36%	1,65450	0,73%	3,32585
<b>AAAR</b>	<b>0,24%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,35%	1,57770		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ Ρ/Ε<=15**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 7**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ P/E>15**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 23**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,15%	0,80966	0,15%	0,80966
-9	0,05%	0,26848	0,20%	1,07871
-8	0,36%	1,89879	0,56%	2,97671
-7	-0,05%	-0,26035	0,51%	2,71733
-6	0,10%	0,50797	0,60%	3,22301
-5	-0,03%	-0,14117	0,58%	3,08551
-4	0,21%	1,12091	0,79%	4,20367
-3	0,31%	1,65015	1,10%	5,85461
-2	0,14%	0,75052	1,24%	6,60296
-1	0,39%	2,08137	1,63%	8,68672
0	0,23%	1,20976	1,85%	9,89605
1	0,10%	0,54568	1,95%	10,44376
2	0,15%	0,78013	2,10%	11,22157
3	0,04%	0,20912	2,14%	11,44089
4	0,56%	3,00855	2,70%	14,43996
5	0,02%	0,11202	2,72%	14,52568
<b>AAAR</b>	<b>0,17%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,03%	-0,14117	-0,03%	-0,14117
-4	0,21%	1,12091	0,18%	0,97986
-3	0,31%	1,65015	0,49%	2,63019
-2	0,14%	0,75052	0,63%	3,37974
-1	0,39%	2,08137	1,02%	5,46233
0	0,23%	1,20976	1,25%	6,67182
1	0,10%	0,54568	1,35%	7,21886
2	0,15%	0,78013	1,50%	7,99739
3	0,04%	0,20912	1,54%	8,21378
4	0,56%	3,00855	2,10%	11,21552
5	0,02%	0,11202	2,12%	11,30711
<b>AAAR</b>	<b>0,19%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,39%	2,08137	0,39%	2,08137
0	0,23%	1,20976	0,62%	3,29103
1	0,10%	0,54568	0,72%	3,83738
<b>AAAR</b>	<b>0,24%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,23%</b>	1,20976		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 24**

MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,10%	0,53447	0,10%	0,53447
-9	0,02%	0,08856	0,12%	0,62303
-8	0,35%	1,79351	0,47%	2,41655
-7	-0,05%	-0,23691	0,42%	2,18194
-6	0,06%	0,33037	0,48%	2,50990
-5	-0,11%	-0,55953	0,38%	1,95161
-4	0,22%	1,12429	0,59%	3,07509
-3	0,23%	1,19987	0,83%	4,27488
-2	0,02%	0,09896	0,84%	4,37613
-1	0,31%	1,60547	1,15%	5,97959
0	0,19%	0,97076	1,34%	6,95174
1	0,07%	0,36181	1,41%	7,30813
2	0,07%	0,37271	1,48%	7,68147
3	0,02%	0,12921	1,51%	7,82934
4	0,54%	2,78369	2,05%	10,59770
5	-0,02%	-0,12797	2,02%	10,47344
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,11%	-0,55953	-0,11%	-0,55953
-4	0,22%	1,12429	0,11%	0,56499
-3	0,23%	1,19987	0,34%	1,76485
-2	0,02%	0,09896	0,36%	1,86475
-1	0,31%	1,60547	0,67%	3,46936
0	0,19%	0,97076	0,86%	4,44093
1	0,07%	0,36181	0,93%	4,79927
2	0,07%	0,37271	1,00%	5,17240
3	0,02%	0,12921	1,02%	5,31417
4	0,54%	2,78369	1,56%	8,08746
5	-0,02%	-0,12797	1,54%	7,96232
<b>AAAR</b>	<b>0,14%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,31%	1,60547	0,31%	1,60547
0	0,19%	0,97076	0,50%	2,57660
1	0,07%	0,36181	0,57%	2,93640
<b>AAAR</b>	<b>0,19%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,19%	0,97076		

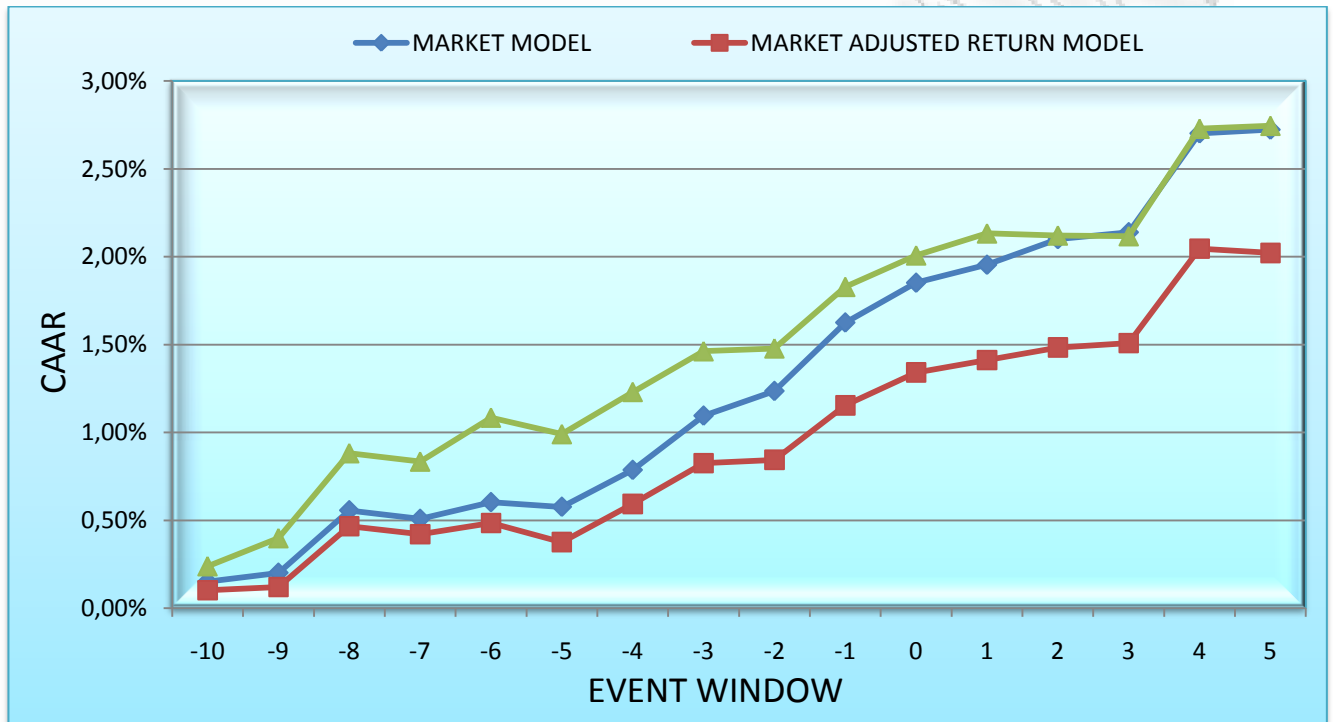
**ΠΙΝΑΚΑΣ 25**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,24%	1,02779	0,24%	1,02779
-9	0,16%	0,68488	0,40%	1,71242
-8	0,48%	2,07600	0,88%	3,78868
-7	-0,05%	-0,20430	0,83%	3,58212
-6	0,25%	1,07304	1,08%	4,65672
-5	-0,09%	-0,40244	0,99%	4,25549
-4	0,24%	1,03058	1,23%	5,28513
-3	0,23%	0,99449	1,46%	6,27957
-2	0,02%	0,06909	1,48%	6,34442
-1	0,35%	1,50262	1,83%	7,85195
0	0,18%	0,76979	2,01%	8,62404
1	0,13%	0,53671	2,13%	9,15665
2	-0,01%	-0,04967	2,12%	9,08263
3	0,00%	-0,02028	2,12%	10,73372
4	0,61%	2,62537	2,73%	11,71733
5	0,02%	0,07115	2,74%	11,76487
<b>AAAR</b>	<b>0,17%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,09%	-0,40244	-0,09%	-0,40244
-4	0,24%	1,03058	0,15%	0,62822
-3	0,23%	0,99449	0,38%	1,62271
-2	0,02%	0,06909	0,39%	1,69070
-1	0,35%	1,50262	0,74%	3,19463
0	0,18%	0,76979	0,92%	3,96536
1	0,13%	0,53671	1,05%	4,50018
2	-0,01%	-0,04967	1,04%	4,43854
3	0,00%	-0,02028	1,03%	5,23503
4	0,61%	2,62537	1,64%	7,05969
5	0,02%	0,07115	1,66%	7,11661
<b>AAAR</b>	<b>0,15%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,35%	1,50262	0,35%	1,50262
0	0,18%	0,76979	0,53%	2,27285
1	0,13%	0,53671	0,65%	2,80848
<b>AAAR</b>	<b>0,22%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,18%	0,76979		



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ P/E>15**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 8**



**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ ΧΑΜΗΛΕΣ ΜΕΣΕΣ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ  
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 40 ΗΜΕΡΩΝ**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 26**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,26%	-1,08250	-0,26%	-1,08250
-9	-0,19%	-0,79599	-0,45%	-1,87849
-8	-0,40%	-1,66084	-0,85%	-3,53965
-7	-0,17%	-0,71150	-1,02%	-4,25061
-6	-0,35%	-1,44994	-1,36%	-5,70103
-5	-0,23%	-0,98020	-1,60%	-6,68151
-4	0,05%	0,21137	-1,55%	-6,47324
-3	0,08%	0,31796	-1,47%	-6,15247
-2	0,02%	0,09212	-1,45%	-6,06535
-1	0,61%	2,55452	-0,84%	-3,50587
0	0,48%	1,99165	-0,36%	-1,51392
1	0,04%	0,17961	-0,32%	-1,33559
2	0,04%	0,18764	-0,27%	-1,14546
3	0,15%	0,64502	-0,12%	-0,50154
4	0,55%	2,28742	0,43%	1,78584
5	0,28%	1,17433	0,71%	2,96030
<b>AAAR</b>	<b>0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,23%	-0,98020	-0,23%	-0,98020
-4	0,05%	0,21137	-0,18%	-0,76929
-3	0,08%	0,31796	-0,11%	-0,45100
-2	0,02%	0,09212	-0,09%	-0,35925
-1	0,61%	2,55452	0,52%	2,19556
0	0,48%	1,99165	1,00%	4,18703
1	0,04%	0,17961	1,04%	4,37019
2	0,04%	0,18764	1,09%	4,54965
3	0,15%	0,64502	1,24%	5,19905
4	0,55%	2,28742	1,79%	7,48682
5	0,28%	1,17433	2,07%	8,66168
<b>AAAR</b>	<b>0,19%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,61%	2,55452	0,61%	2,55452
0	0,48%	1,99165	1,09%	4,54596
1	0,04%	0,17961	1,13%	4,72942
<b>AAAR</b>	<b>0,38%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,48%	1,99165		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 27**

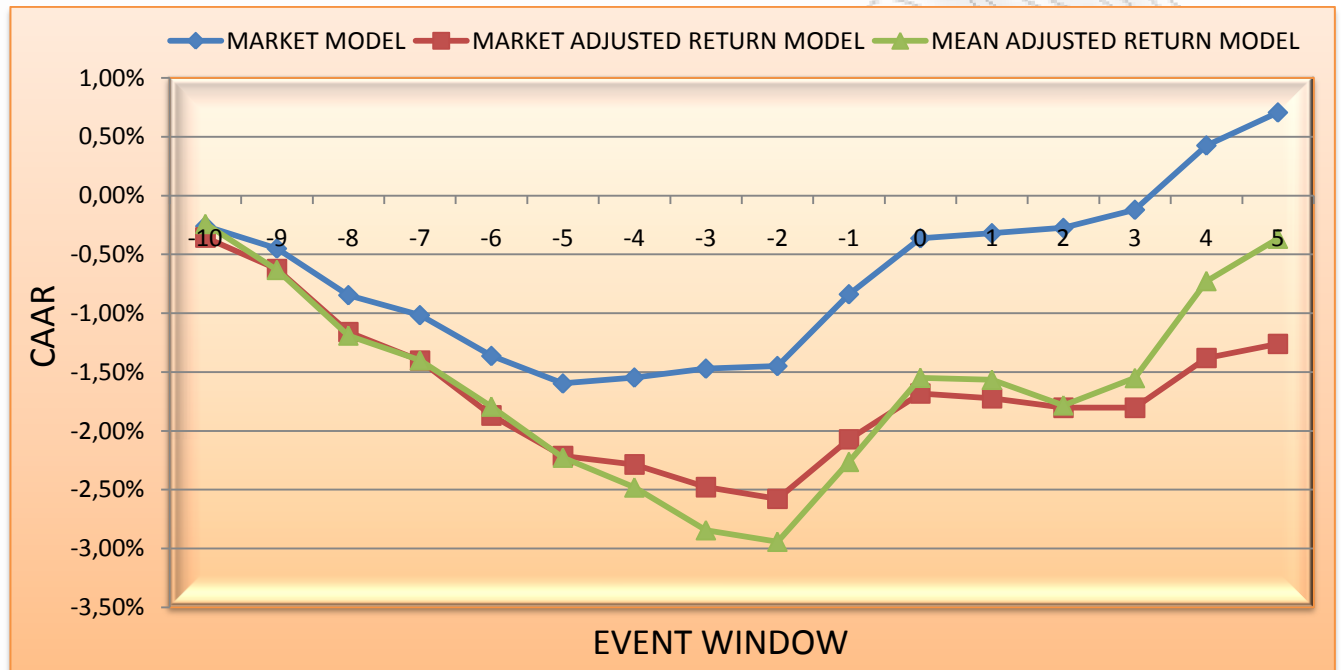
MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,36%	-1,47812	-0,36%	-1,47812
-9	-0,27%	-1,10987	-0,62%	-2,58804
-8	-0,54%	-2,23009	-1,16%	-4,81760
-7	-0,24%	-1,00382	-1,40%	-5,82159
-6	-0,47%	-1,93862	-1,87%	-7,75988
-5	-0,35%	-1,43231	-2,21%	-9,19293
-4	-0,07%	-0,29667	-2,29%	-9,48415
-3	-0,19%	-0,80097	-2,48%	-10,29221
-2	-0,10%	-0,41725	-2,58%	-10,70822
-1	0,51%	2,10292	-2,07%	-8,60558
0	0,39%	1,62120	-1,68%	-6,98381
1	-0,04%	-0,17198	-1,72%	-7,16002
2	-0,08%	-0,33200	-1,80%	-7,48483
3	0,00%	-0,00620	-1,80%	-7,33640
4	0,42%	1,75851	-1,38%	-5,72890
5	0,12%	0,49570	-1,26%	-5,23348
<b>AAAR</b>	<b>-0,08%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,35%	-1,43231	-0,35%	-1,43231
-4	-0,07%	-0,29667	-0,42%	-1,72813
-3	-0,19%	-0,80097	-0,61%	-2,53039
-2	-0,10%	-0,41725	-0,71%	-2,94734
-1	0,51%	2,10292	-0,20%	-0,84449
0	0,39%	1,62120	0,19%	0,77676
1	-0,04%	-0,17198	0,15%	0,60525
2	-0,08%	-0,33200	0,07%	0,27265
3	0,00%	-0,00620	0,07%	4,69496
4	0,42%	1,75851	0,49%	2,03121
5	0,12%	0,49570	0,61%	2,52701
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,51%	2,10292	0,51%	2,10292
0	0,39%	1,62120	0,90%	3,72398
1	-0,04%	-0,17198	0,86%	3,55425
<b>AAAR</b>	<b>0,29%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,39%	1,62120		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 28**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	-0,24%	-0,78660	-0,24%	-0,78660
-9	-0,39%	-1,27546	-0,63%	-2,06197
-8	-0,56%	-1,82222	-1,19%	-3,88417
-7	-0,21%	-0,68914	-1,40%	-4,57316
-6	-0,39%	-1,28387	-1,79%	-5,85692
-5	-0,43%	-1,41772	-2,23%	-7,27442
-4	-0,25%	-0,82780	-2,48%	-8,10134
-3	-0,36%	-1,18726	-2,84%	-9,29034
-2	-0,10%	-0,31958	-2,94%	-9,60464
-1	0,68%	2,21707	-2,26%	-7,39296
0	0,72%	2,33609	-1,55%	-5,05624
1	-0,02%	-0,05644	-1,57%	-5,10751
2	-0,22%	-0,70934	-1,78%	-5,82202
3	0,23%	0,75752	-1,55%	-5,06582
4	0,82%	2,69307	-0,73%	-2,37170
5	0,36%	1,17649	-0,37%	-1,19543
<b>AAAR</b>	<b>-0,02%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,43%	-1,41772	-0,43%	-1,41772
-4	-0,25%	-0,82780	-0,69%	-2,24535
-3	-0,36%	-1,18726	-1,05%	-3,43309
-2	-0,10%	-0,31958	-1,15%	-3,75072
-1	0,68%	2,21707	-0,47%	-1,53575
0	0,72%	2,33609	0,25%	0,80047
1	-0,02%	-0,05644	0,23%	0,74321
2	-0,22%	-0,70934	0,01%	0,03462
3	0,23%	0,75752	0,24%	0,79215
4	0,82%	2,69307	1,07%	3,48505
5	0,36%	1,17649	1,43%	4,66185
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,68%	2,21707	0,68%	2,21707
0	0,72%	2,33609	1,39%	4,55297
1	-0,02%	-0,05644	1,38%	4,49187
<b>AAAR</b>	<b>0,46%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,72%	2,33609		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ  
ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ ΧΑΜΗΛΕΣ ΜΕΣΕΣ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ  
ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 40 ΗΜΕΡΩΝ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 9**





**ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ  
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ ΥΨΗΛΕΣ ΜΕΣΕΣ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ  
40 ΗΜΕΡΩΝ**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 29**

MARKET MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,22%	1,07761	0,22%	1,07761
-9	0,53%	2,67688	0,75%	3,75424
-8	0,44%	2,20122	1,19%	5,95535
-7	-0,11%	-0,56807	1,08%	5,38592
-6	0,18%	0,87952	1,25%	6,26626
-5	0,43%	2,14973	1,68%	8,41670
-4	-0,02%	-0,09112	1,66%	8,32578
-3	0,32%	1,60649	1,98%	9,93180
-2	0,22%	1,08879	2,20%	11,02010
-1	0,14%	0,67805	2,34%	11,70214
0	0,25%	1,25589	2,59%	12,95281
1	0,16%	0,78757	2,75%	13,74372
2	0,22%	1,09361	2,96%	14,83887
3	-0,21%	-1,03036	2,76%	13,80616
4	0,33%	1,65176	3,09%	15,45864
5	0,02%	0,10072	3,11%	15,57201
<b>AAAR</b>	<b>0,19%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,43%	2,14973	0,43%	2,14973
-4	-0,02%	-0,09112	0,41%	2,05867
-3	0,32%	1,60649	0,73%	3,66504
-2	0,22%	1,08879	0,95%	4,75365
-1	0,14%	0,67805	1,09%	5,43342
0	0,25%	1,25589	1,34%	6,68688
1	0,16%	0,78757	1,49%	7,47619
2	0,22%	1,09361	1,71%	8,57063
3	-0,21%	-1,03036	1,51%	7,53891
4	0,33%	1,65176	1,84%	9,19107
5	0,02%	0,10072	1,86%	9,29931
<b>AAAR</b>	<b>0,17%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,14%	0,67805	0,14%	0,67805
0	0,25%	1,25589	0,39%	1,93364
1	0,16%	0,78757	0,54%	2,72171
<b>AAAR</b>	<b>0,18%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,25%	1,25589		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 30**

MARKET ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,19%	0,94827	0,19%	0,94827
-9	0,48%	2,34241	0,67%	3,29074
-8	0,44%	2,15621	1,11%	5,44685
-7	-0,09%	-0,44029	1,02%	5,00573
-6	0,07%	0,33470	1,09%	5,34350
-5	0,38%	1,87681	1,47%	7,21731
-4	0,02%	0,09841	1,49%	7,31296
-3	0,32%	1,54547	1,81%	8,86230
-2	0,14%	0,68100	1,95%	9,54474
-1	0,08%	0,38298	2,03%	9,92418
0	0,23%	1,10839	2,25%	11,03346
1	0,13%	0,64760	2,38%	11,68269
2	0,23%	1,10363	2,61%	12,78608
3	-0,21%	-1,02828	2,40%	11,75886
4	0,35%	1,69319	2,75%	13,44953
5	0,04%	0,18397	2,78%	13,61965
<b>AAAR</b>	<b>0,17%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,38%	1,87681	0,38%	1,87681
-4	0,02%	0,09841	0,40%	1,97450
-3	0,32%	1,54547	0,72%	3,52102
-2	0,14%	0,68100	0,86%	4,20258
-1	0,08%	0,38298	0,94%	4,58401
0	0,23%	1,10839	1,16%	5,69281
1	0,13%	0,64760	1,29%	6,34125
2	0,23%	1,10363	1,52%	7,44475
3	-0,21%	-1,02828	1,31%	6,41709
4	0,35%	1,69319	1,66%	8,10890
5	0,04%	0,18397	1,69%	8,28452
<b>AAAR</b>	<b>0,15%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	0,08%	0,38298	0,08%	0,38298
0	0,23%	1,10839	0,30%	1,49141
1	0,13%	0,64760	0,44%	2,13922
<b>AAAR</b>	<b>0,15%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	<b>0,23%</b>	1,10839		

**ΠΙΝΑΚΑΣ 31**

MEAN ADJUSTED RETURN MODEL				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,26%	1,12432	0,26%	1,12432
-9	0,49%	2,10201	0,75%	3,22622
-8	0,55%	2,34141	1,30%	5,56776
-7	-0,05%	-0,19413	1,26%	5,37907
-6	0,23%	0,98607	1,49%	6,36045
-5	0,45%	1,91639	1,93%	8,27509
-4	0,00%	-0,01272	1,93%	5,30495
-3	0,35%	1,50300	2,28%	9,77838
-2	0,10%	0,44112	2,39%	10,22388
-1	-0,09%	-0,40021	2,29%	9,81783
0	-0,23%	-0,98746	2,06%	8,83037
1	0,21%	0,88394	2,27%	9,71492
2	0,11%	0,47528	2,38%	10,19294
3	-0,45%	-1,91207	1,93%	8,27991
4	0,25%	1,09073	2,19%	9,36937
5	-0,08%	-0,34758	2,11%	9,02142
<b>AAAR</b>	<b>0,13%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,45%	1,91639	0,45%	1,91639
-4	0,00%	-0,01272	0,45%	1,34716
-3	0,35%	1,50300	0,80%	3,41922
-2	0,10%	0,44112	0,90%	3,86187
-1	-0,09%	-0,40021	0,81%	3,45946
0	-0,23%	-0,98746	0,58%	2,47200
1	0,21%	0,88394	0,78%	3,35611
2	0,11%	0,47528	0,90%	3,83233
3	-0,45%	-1,91207	0,45%	1,91990
4	0,25%	1,09073	0,70%	3,01034
5	-0,08%	-0,34758	0,62%	2,66264
<b>AAAR</b>	<b>0,06%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-1	-0,09%	-0,40021	-0,09%	-0,40021
0	-0,23%	-0,98746	-0,32%	-1,38767
1	0,21%	0,88394	-0,12%	-0,50382
<b>AAAR</b>	<b>-0,04%</b>			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	-0,23%	-0,98746		

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΓΙΑ**  
**ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΖΟΥΣΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΜΕ ΥΨΗΛΕΣ ΜΕΣΕΣ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΕΣ**  
**ΜΕΤΟΧΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 40 ΗΜΕΡΩΝ**

**ΓΡΑΦΗΜΑ 10**

