

Πετσέτη Α. Αγλαΐα

319

ΟΙ ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ



00141761



| | |
|-----------------------|------------------|
| ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | |
| ΑΡ. ΕΙΣ. | 41761 + Διατίετα |
| COMP. | 25288 |
| ΤΑΞΙΝ. | 332. 63 ΠΕΤ |
| ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ | |

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Χρηματοοικονομικής &
Τραπεζικής Διοικητικής
(2003)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής

(Μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών -Ακαδ. Έτη 2001-2003)

Θέμα Διπλωματικής Διατριβής: Οι Επαναγορές Ιδίων Μετοχών στην Ελλάδα

Φοιτήτρια: Πετσέτη Αγλαΐα (ΜΧΡΗ/0120)

Υπεύθυνος Καθηγητής: Ν. Τσαγκαράκης

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| Θεματικές Ενότητες | Σελ. |
|---|------|
| Εισαγωγή | 2 |
| 1. Επαναγορές Ιδίων Μετοχών | 6 |
| 1.1. Λόγοι για τη διενέργεια Επαναγορών Ιδίων Μετοχών | 7 |
| 2. Επισκόπηση Βιβλιογραφίας..... | 11 |
| 3. Το Θεσμικό Πλαίσιο Επαναγορών Ιδίων Μετοχών..... | 18 |
| 4. Μεθοδολογία..... | 29 |
| 4.1. Μεθοδολογία Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων | 29 |
| 4.2. Το Υπόδειγμα της Αγοράς | 33 |
| 4.3. Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας..... | 35 |
| 4.3.1. T-statistics | 35 |
| 4.3.2. Παραμετρικοί Έλεγχοι..... | 38 |
| 4.3.3. Μη Παραμετρικοί Έλεγχοι..... | 41 |
| 5. Το δείγμα | 43 |
| 5.1. Συγκέντρωση δεδομένων..... | 43 |
| 5.2. Διάσπαση του συνολικού δείγματος | 46 |
| 6. Αποτελέσματα..... | 48 |
| 6.1. Μελέτη των ανακοινώσεων για τα έτη 1995-2001 | 48 |
| 6.2. Μελέτη για τις ανακοινώσεις του έτους 2000 | 53 |
| 6.3. Μελέτη για τις ανακοινώσεις του έτους 2001 | 57 |
| 6.4. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001..... | 61 |
| 6.5. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για το έτος 2000 | 65 |
| 6.6. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για το έτος 2001 | 67 |
| 6.7. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001 με βάση την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ. | 70 |
| 7. Συμπεράσματα | 73 |
| Βιβλιογραφία και Αναφορές..... | 76 |

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Επαναγορά Ιδίων Μετοχών αποτελεί μια τακτική που ακολουθείται κατά κόρον από πλήθος επιχειρήσεων στις ΗΠΑ. Το ελαστικό αμερικανικό θεσμικό πλαίσιο και η ευελιξία που διακρίνει την μέθοδο των επαναγορών, στρέφει τους επιχειρηματίες που επιθυμούν να διανείμουν έκτακτα κέρδη στους μετόχους τους, να την προτιμήσουν έναντι της καταβολής μερίσματος. Επιπλέον, οι επαναγορές αποτελούν και ένα χρήσιμο εργαλείο στην περίπτωση που μια επιχείρηση θέλει να περάσει στην Αγορά το μήνυμα ότι οι τιμές των μετοχών της έχουν υποτιμηθεί.

Ειδικά στις ΗΠΑ, όπου το φαινόμενο παρουσιάζει ιδιαίτερη άνθιση, έχει διεξαχθεί μεγάλος αριθμός εμπειρικών μελετών για να καταγραφούν τα πιθανά κίνητρα για να αποφασιστεί μια επαναγορά. Οι περισσότερες από αυτές βέβαια επικεντρώνονται στην αντίδραση των τιμών των μετοχών όταν ανακοινώνεται η επαναγορά. Επαναγορές πραγματοποιούνται και από ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, λιγότερο μαζικά όμως, κυρίως εξαιτίας περιορισμών στα θεσμικά πλαίσια της κάθε χώρας.

Όσον αφορά τη χώρα μας, οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν είναι ιδιαίτερα εξοικειωμένες με τη διαδικασία. Όταν επιθυμούν να διανείμουν κέρδη, επιλέγουν την καταβολή μερίσματος, που τους είναι πιο προσιτή ως μέθοδος. Όπως είναι λογικό δεν έχει μέχρι τώρα πραγματοποιηθεί κάποια μελέτη που να αναφέρεται σε επαναγορές ιδίων μετοχών από ελληνικές επιχειρήσεις. Η σημασία της παρούσας εργασίας, έγκειται πρώτα από όλα στο ότι φιλοδοξεί να καλύψει αυτό το κενό της ανυπαρξίας εμπειρικών μελετών σχετικών με το θέμα των επαναγορών. Σκοπός της είναι να εξεταστεί αν μια δημόσια ανακοίνωση επικείμενης επαναγοράς ιδίων μετοχών, υπό του υπάρχοντος περιοριστικού θεσμικού πλαισίου, προσφέρει στατιστικά σημαντικές αποδόσεις,

δηλαδή αποδόσεις που δεν θα εμφανίζονταν αν δεν είχε γίνει η ανακοίνωση. Θα επιτραπεί επίσης η σύγκριση με τις ξένες αγορές όπου οι επαναγορές στην πλειοψηφία τους προσφέρουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων. Επιπλέον, τα εξαγόμενα αποτελέσματα θα προσφέρουν μια σφαιρική εικόνα για την επίδραση που έχουν οι επαναγορές στις μετοχές ώστε να βοηθηθεί τόσο ο επενδυτής όσο και ο επιχειρηματίας στη διαμόρφωση της στρατηγικής του.

Για την μελέτη που ακολουθεί, πραγματοποιούνται έλεγχοι υποθέσεων για την εύρεση στατιστικά σημαντικών υπερβαλλουσών αποδόσεων εξαιτίας του γεγονότος, που είναι η δημοσίευση της πρόσκλησης σε Γενική Συνέλευση με θέμα (κύριο ή όχι) την πρόθεση της επιχείρησης να προβεί σε επαναγορά μετοχών της. Η περίοδος εκτίμησης περιλαμβάνει 40 ημέρες πριν και 40 ημέρες μετά από την ημερομηνία της δημοσίευσης (ημέρα 0). Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων χρησιμοποιείται το Υπόδειγμα της Αγοράς και το υπό εξέταση δείγμα, αφορά δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε Γενική Συνέλευση κατά την επταετία 1995-2001, από εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες. Οι ανακοινώσεις που αφορούν έκτακτες Γ.Σ. έχουν καταγραφεί ξεχωριστά, εφόσον έχουν ως αποκλειστικό θέμα την πρόθεση της επιχείρησης να επαναγοράσει μετοχές της και μόνο. Ο λόγος για τον οποίο γίνεται αυτός ο διαχωρισμός συνίσταται στο ότι μια έκτακτη Γ.Σ. με αποκλειστικό θέμα την επαναγορά μετοχών, αναμένεται να λειτουργήσει διαφορετικά στους μετόχους εφόσον φαίνεται ότι η απόφαση της Διοίκησης της εταιρείας να προβεί στην επαναγορά έχει βαρύνουσα σημασία. Επιπλέον, με τον τρόπο αυτό απομονώνονται επιδράσεις που προέρχονται από άλλα γεγονότα (π.χ. μερίσματα, κέρδη ή ζημιές κλπ).

Το συνολικό δείγμα χωρίζεται σε υποδείγματα και μελετάται κάθε φορά ξεχωριστά. Αρχικά, εξετάζονται πιθανά στατιστικά αποτελέσματα στο συνολικό δείγμα

ανεξάρτητα από τον τύπο της Γ.Σ. στην οποία αναφέρεται η δημοσίευση, για όλα τα έτη και έπειτα για τα έτη 2000 και 2001 ξεχωριστά. Στη συνέχεια ελέγχεται μόνο η περίπτωση των έκτακτων Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001 και μετά για το έτος 2000 και 2001 ξεχωριστά. Τέλος, επειδή οι δημοσιεύσεις που αφορούν έκτακτες Γ.Σ. είναι οι σπουδαιότερες, γίνεται ένας ακόμη έλεγχος προσδιορίζοντας όμως ως ημέρα 0 την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Συνοψίζοντας, αναφέρεται ότι στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για το σύνολο των μετοχών που απαρτίζουν κάθε δείγμα δεν παρατηρήθηκαν σε καμία από τις ανωτέρω περιπτώσεις. Βέβαια, ορισμένες μετοχές μεμονωμένα εμφάνισαν κάποια κίνηση, αλλά δεν μπορούμε να ισχυριστούμε με βεβαιότητα ότι οι όποιες θετικές αποδόσεις οφείλονται στο «γεγονός».

Στο σημείο αυτό πρέπει να παρουσιαστεί το γενικό περίγραμμα της εργασίας η οποία είναι χωρισμένη σε πέντε ενότητες. Στην πρώτη ενότητα περιγράφεται η διαδικασία των επαναγορών ιδίων μετοχών και παρουσιάζονται οι κυριότεροι λόγοι για την υιοθέτηση της μεθόδου. Στη δεύτερη ενότητα, γίνεται επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας με αναφορά στις κυριότερες μελέτες που έχουν διεξαχθεί. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο τόσο της Ελλάδας αλλά και άλλων χωρών για τις οποίες έχουν διεξαχθεί μελέτες σχετικές με τη μέθοδο των επαναγορών. Στην τέταρτη ενότητα περιγράφεται η μεθοδολογία που ακολουθείται, η αλληλουχία των βημάτων μιας ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων, επεξηγείται ο τρόπος με τον οποίο εφαρμόζεται το Υπόδειγμα της Αγοράς και καταγράφονται και αναλύονται οι στατιστικοί έλεγχοι που θα διεξαχθούν. Η πέμπτη ενότητα είναι αφιερωμένη στον τρόπο συλλογής του στατιστικού δείγματος, στην περιγραφή των χαρακτηριστικών του και στον τρόπο με τον οποίο διασπάται για να πραγματοποιηθούν οι διάφοροι έλεγχοι.

Η έκτη ενότητα αναφέρεται στα αποτελέσματα που προκύπτουν από την εργασία που έχει προηγηθεί. Τέλος, η έβδομη ενότητα συνοψίζει τα συμπεράσματα που εξάγονται και τα αποτελέσματα που προκύπτουν.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1. ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Όπως προαναφέρθηκε, μια επιχείρηση που επιθυμεί να διανεμίει μετρητά στους μετόχους της, έχει τη δυνατότητα να το πετύχει μέσω της καταβολής μερίσματος. Ωστόσο, για την επίτευξη του ίδιου σκοπού, η εταιρεία μπορεί να επιλέξει την επαναγορά των μετοχών της, η οποία μάλιστα ως μέθοδος είναι περισσότερο ευέλικτη. Με τον όρο «Επαναγορά Ιδίων Μετοχών», εννοείται η διαδικασία κατά την οποία η επιχείρηση, αγοράζει πίσω μετοχές της που έχουν ήδη πουληθεί στους επενδυτές.

Μια επιχείρηση μπορεί να επαναγοράσει μετοχές της με διάφορους τρόπους. Ο συνηθέστερος είναι να απευθυνθεί στην Αγορά (open market), ανακοινώνοντας το ποσοστό επαναγοραζόμενων μετοχών και την τιμή διάθεσης τους. Ακόμη, η εταιρεία μπορεί να επαναγοράσει μετοχές της από κάποιο μεγαλομέτοχό της με απευθείας διαπραγμάτευση (direct negotiation). Τέλος, στην περίπτωση που αποτελεί στόχο εξαγοράς, έχει τη δυνατότητα να επαναγοράσει τις μετοχές της που έχουν αποκτηθεί από τον υποψήφιο αγοραστή της (greenmail transactions), προσδιορίζοντας μια υψηλή τιμή αγοράς, ώστε να προσελκύσει το ενδιαφέρον του τελευταίου.

Η ανακοίνωση της εκάστοτε εταιρείας να προβεί σε επαναγορά των μετοχών της δεν τη δεσμεύει σε καμία περίπτωση. Αν για κάποιο λόγο το πρόγραμμα επαναγοράς που αναγγέλλει δεν πετύχει, δεν επιβαρύνεται με νομικές ή άλλου είδους συνέπειες και δεν είναι υποχρεωμένη να ξεκινήσει ένα νέο πρόγραμμα επαναγοράς προς ολοκλήρωση του πρώτου.

Αντίθετα, όσον αφορά την διανομή μερίσματος, η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να καταβάλλει μέρισμα στους μετόχους. Αν μια χρονιά έχει υψηλά κέρδη, θα καταβάλλει και υψηλό μέρισμα. Αν το επόμενο έτος τα κέρδη της είναι περιορισμένα, θα

αναγκαστεί να μειώσει και το διανεμόμενο μέρισμα, γεγονός που προεξοφλείται αρνητικά από την Αγορά όσον αφορά την πορεία της επιχείρησης.

Επίσης, η χρήση της Επαναγοράς Ιδίων Μετοχών ως μέσο διανομής μετρητών, έχει και από φορολογικής άποψης πλεονεκτήματα συγκριτικά με τη διανομή μερίσματος. Ο μέτοχος φορολογείται άμεσα για τα μερίσματα που εισπράττει ενώ πωλώντας μετοχές, φορολογείται μόνο εφόσον προκύψουν κεφαλαιακά κέρδη.

1.1. Λόγοι για τη διενέργεια Επαναγορών Ιδίων Μετοχών

Οι διάφορες αναλύσεις και μελέτες που έχουν διεξαχθεί από ξένους ερευνητές, έχουν οδηγήσει σε σημαντικά συμπεράσματα για τους ουσιαστικούς λόγους για τους οποίους μια εταιρεία θα έσπευδε να επαναγοράσει μετοχές της.

Οι κυριότεροι λόγοι αναφέρονται ακολούθως.

- **Πλεόνασμα Μετρητών (Excess Capital Hypothesis)**

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επενδύσεις για να εξασφαλίσουν τη συνέχιση της δραστηριότητάς τους. Οι επενδύσεις όμως δεν είναι ανεξάντλητες, με αποτέλεσμα κάποιες επιχειρήσεις αν και έχουν οικονομική ευρωστία, να μην βρύνουν επενδυτικές ευκαιρίες για να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους. Στην περίπτωση αυτή ορθώς προτιμούν να μην δαπανήσουν τα κεφάλαια τους σε αμφιλεγόμενες επενδύσεις, που είναι πιθανότερο να τους προσφέρουν ζημιές παρά μελλοντικά κέρδη.

Τι συμβαίνει όμως με το πλεόνασμα των κεφαλαίων που συσσωρεύεται στα ταμεία τους; Εδώ έχουν να επιλέξουν μεταξύ της αποθεματοποίησης των κερδών τους και της διανομής αυτών στους μετόχους τους. Στην περίπτωση που καταλήξουν στη δεύτερη επιλογή, μπορούν να ακολουθήσουν δυο τακτικές. Η πρώτη είναι η καταβολή

μερίσματος. Η δεύτερη είναι η επαναγορά των μετοχών τους, η οποία εξυπηρετεί τον ίδιο στόχο, δηλαδή την διανομή κερδών στους μετόχους.

- *Υποτίμηση της Μετοχής (Undervaluation Hypothesis)*

Μεταξύ των μετόχων και των διοικούντων την εταιρεία, εμφανίζεται πολύ συχνά το φαινόμενο της ασυμμετρίας των πληροφοριών. Η ασυμμετρία αυτή μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένη αποτίμηση της τιμής της μετοχής. Στην περίπτωση που οι διοικούντες την επιχείρηση θεωρήσουν ότι η τιμή της μετοχής έχει υποτιμηθεί, θα προσπαθήσουν να περάσουν αυτό το μήνυμα στην αγορά, ανακοινώνοντας επαναγορά μετοχών. Η αγορά προεξοφλεί αυτή την τακτική ως μήνυμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη, εφόσον η ίδια η εταιρεία σκοπεύει να τοποθετηθεί στις δικές της μετοχές. Μέσα από αυτή τη διαδικασία, η εταιρεία πετυχαίνει τελικά διόρθωση της τιμής.

- *Ιδανική Μόχλευση (Optimal Leverage Ratio Hypothesis)*

Αν μια εταιρεία έχει στόχο να φτάσει το δείκτη μόχλευσης της σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο, τότε αυτό είναι δυνατό να επιτευχθεί μέσω της επαναγοράς ιδίων μετοχών. Όταν μια εταιρεία διανείμει τα κεφάλαια της, τότε μειώνει την καθαρή της θέση και κατά συνέπεια αυξάνει το δείκτη μόχλευσης της. Η επαναγορά ιδίων μετοχών, ως πολιτική διάθεσης κερδών επομένως μπορεί να αποτελέσει εργαλείο για την επιχείρηση που θέλει να μεταβάλει την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

- *Κάτοχοι Ομολογιών (Bondholder expropriation Hypothesis)*

Η επαναγορά μετοχών μειώνει το ενεργητικό της επιχείρησης και συνεπώς και την αξία των απαιτήσεων των κατόχων ομολογιών. Επομένως, η επαναγορά ιδίων μετοχών ευνοεί την μεταφορά πλούτου από τους ομολογιούχους στους μετόχους. Ωστόσο, η

εγκυρότητα αυτής της υπόθεσης εξαρτάται και από τους νομικούς περιορισμούς που επιβάλλει η κάθε χώρα στο θέμα των επαναγορών.

- *Κίνητρα στη Διοίκηση (Management Incentives Hypothesis)*

Οι εταιρείες που εντάσσουν στα πλαίσια της μισθοδοτικής τους πολιτικής προς τα στελέχη την διανομή δικαιωμάτων επί των μετοχών της εταιρείας, έχουν όφελος να προβαίνουν σε επαναγορές μετοχών. Όταν υπάρχει μεγάλος αριθμός δικαιωμάτων επί μετοχών συγκεντρωμένος στα χέρια των ανώτατων διοικητικών στελεχών, τότε η διάθεση κερδών μέσω της επαναγοράς μετοχών, διευκολύνει στο να μην αραιωθεί η ανά μετοχή αξία της εταιρείας.

- *Μέγεθος Επιχείρησης (Size of the Company Hypothesis)*

Οι μεγάλες επιχειρήσεις υπόκεινται πολύ συχνά σε οικονομικές αναλύσεις. Επίσης, οι οικονομικές τους καταστάσεις δημοσιεύονται στον τύπο. Αυτή η δημοσιοποίηση έχει ως συνέπεια την πιο ομοιόμορφη πληροφόρηση των επενδυτών. Όταν δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφοριών μειώνεται και ο κίνδυνος λανθασμένης αποτίμησης της εταιρείας. Αντίθετα οι δραστηριότητες και τα οικονομικά στοιχεία των μικρών επιχειρήσεων δεν είναι τόσο χειροπιαστά για τους επενδυτές με συνέπεια η ασυμμετρία της πληροφόρησης να είναι μεγαλύτερη. Επομένως, οι μικρές επιχειρήσεις φαίνεται να κινδυνεύουν περισσότερο από μια λανθασμένη αποτίμηση της τιμής της μετοχής τους με αποτέλεσμα η επαναγορά των μετοχών τους να είναι η λύση που θα οδηγήσει στη διόρθωση.

- *Επιθετική Εξαγορά Επιχείρησης (Takeover Deterrence Hypothesis)*

Όταν μια εταιρεία γίνεται στόχος επιθετικής εξαγοράς, η επαναγορά των μετοχών της μπορεί να αποτελέσει ένα είδος αμυντικής συμπεριφοράς. Η επαναγορά ιδίων μετοχών

αυξάνει το κόστος της συγχώνευσης, αφού οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους, είναι εκείνοι που τις έχουν αποκτήσει στη χαμηλότερη τιμή. Έτσι, η επαναγορά λειτουργεί ως ένα όργανο που αυξάνει την χαμηλότερη τιμή στην οποία διατίθενται οι μετοχές.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Το φαινόμενο της επαναγοράς ιδίων μετοχών, έχει απασχολήσει κατά καιρούς μια πλειάδα συγγραφέων. Οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει αναφέρονται στην αντίδραση των τιμών των μετοχών των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

Κατά τη δεκαετία του 90, οι επαναγορές στις ΗΠΑ σημείωσαν σημαντική άνθιση, με αποτέλεσμα να παρέχεται ένα πολύ μεγάλο δείγμα για έρευνα και ανάλυση.

Μια πολύ σημαντική εμπειρική μελέτη διεξάχθηκε από τον **Vermaelen** (1981), όπου παρατηρήθηκε ότι η τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν επαναγορά, ανταποκρίθηκαν θετικά τόσο κατά την ημέρα της ανακοίνωσης, όσο και κατά τις δυο ημέρες γύρω από την ημερομηνία αυτή.

Για να εξηγήσει αυτό το αποτέλεσμα ο **Vermaelen** έλεγξε πολλές από τις υποθέσεις που αιτιολογούν την πραγματοποίηση μιας επαναγοράς. Η υπόθεση της υποτιμημένης τιμής της μετοχής φάνηκε να στηρίζει περισσότερο τα συμπεράσματα της έρευνας του.

Την υπόθεση της υποτιμημένης τιμής της μετοχής στηρίζουν και άλλες μελέτες όπως των **Comment και Jarrell (1991)**, **D'Mello και Shroff (2000)**, **Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995)**.

Οι **Baker, H. K., P. L. Gallagher και K. E. Morgan (1981)** επίσης εξηγούν την θετική αντίδραση της τιμής της μετοχής στην ανακοίνωση της επαναγοράς με την υπόθεση της υποτιμημένης μετοχής. Προχωρούν όμως ένα βήμα πιο πέρα, υποστηρίζοντας και αποδεικνύοντας ότι οι διοικούντες των επιχειρήσεων προβαίνουν σε επαναγορά των μετοχών τους επειδή η υποτίμηση μετατρέπει τις ίδιες μετοχές σε μια ελκυστική επενδυτική ευκαιρία.

Μελέτες σχετικά με τη συμπεριφορά των μετοχών επιχειρήσεων που προβαίνουν σε επαναγορές έχουν διεξαχθεί και για άλλες χώρες πλην των ΗΠΑ.

Ο **M. Ameziane LASFER** (2000) πραγματοποίησε μια εμπειρική μελέτη σχετικά με τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών των επιχειρήσεων που επαναγοράζουν μετοχές στο Ηνωμένο Βασίλειο και στην υπόλοιπη Ευρώπη.

Στην Αγγλία, οι επαναγορές μετοχών είναι συχνό φαινόμενο όπως και στις ΗΠΑ. Η έρευνα απέδειξε ότι η αγορά αντιδρά θετικά κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και οι τιμές των μετοχών συνεχίζουν την ανοδική τους πορεία ακόμη και έξη μήνες μετά από την ανακοίνωση της επαναγοράς.

Αντίθετα, από την ίδια μελέτη αποδεικνύεται ότι για την περίπτωση των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, οι τιμές των μετοχών κατά την ημέρα της ανακοίνωσης της επαναγοράς δεν εμφανίζουν κάποια ιδιαίτερα θετική αντίδραση και μάλιστα ακολουθούν πτωτική πορεία στο διάστημα μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της επαναγοράς.

Η διαφορά των αποτελεσμάτων στην περίπτωση της Αγγλίας και των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών, οφείλεται στη διαφορετικότητα των θεσμικών πλαισίων που ισχύουν για κάθε χώρα.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγορά. Η διοίκηση των επιχειρήσεων μοιράζεται σε πολλούς μετόχους, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης. Αντίθετα, η ρευστότητα στην Ευρωπαϊκή αγορά είναι χαμηλότερη και επικρατεί συγκεντρωτικό σύστημα στη διοίκηση των επιχειρήσεων. Η ύπαρξη λιγότερων μετόχων συνεπάγεται μικρότερη ασυμμετρία πληροφόρησης, άρα και μικρότερη πιθανότητα λανθασμένης αποτίμησης της τιμής της μετοχής. Επίσης, το

ίδιο το θεσμικό πλαίσιο περιορίζει σημαντικά τη δυνατότητα των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων να προβούν σε επαναγορές ιδίων μετοχών.

Μελέτη για τη συμπεριφορά των μετοχών στην ανακοίνωση μιας επαναγοράς, έκανε και ο **Hua Zhang** αναφορικά με τις ιαπωνικές επιχειρήσεις. Με την μελέτη αυτή αποδείχθηκε ότι οι μετοχές ανταποκρίθηκαν θετικά στην ανακοίνωση της επαναγοράς, αιτιολογώντας την συμπεριφορά αυτή ως αποτέλεσμα της υπόθεσης υποτίμησης της τιμής της μετοχής.

Οι **Isaac Otchere και Matthew Ross** (2002), διεξήγαγαν μια εμπειρική μελέτη που δεν σκόπευε μόνο στην εξέταση της επίδρασης μιας ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων μετοχών, στην τιμή της μετοχής της εταιρείας που κάνει την επαναγορά αλλά και στις ανταγωνιστικές της. Οι ερευνητές για την μελέτη τους παίρνουν ως δεδομένο ότι το κίνητρο της επαναγοράς είναι η υποτιμημένη τιμή της μετοχής.

Η μελέτη γίνεται βάσει του περιβάλλοντος της Αυστραλίας, όπου η ανακοίνωση μιας επαναγοράς προϋποθέτει και την ανακοίνωση του κινήτρου για το οποίο την αποφασίζει ο manager της επιχείρησης. Το κίνητρο της επαναγοράς δεν αποτελεί επομένως μια υπόθεση από την πλευρά του κάθε επενδυτή αλλά είναι δεδομένο. Αυτό το γεγονός προσφέρει μεγαλύτερη εγκυρότητα στα αποτελέσματα που εξάγονται από την μελέτη.

Οι **Isaac Otchere και Matthew Ross** καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε επαναγορά εξαιτίας της πεποίθησης τους ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη, είναι θετικές την ημέρα της ανακοίνωσης της επαναγοράς και τις πρώτες 3 ημέρες γύρω από αυτή. Επίσης, η τιμή ανταποκρίνεται θετικά, με μικρότερη βέβαια δυναμική, και στις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις. Από αυτό

συμπεραίνεται ότι η πληροφόρηση που προκύπτει από την ανακοίνωση της επαναγοράς από μια εταιρεία, διαχέεται σε ολόκληρο τον κλάδο.

Ο **Amy K. Dittmar** (2000), χρησιμοποίησε ένα μοντέλο παλινδρόμησης λαμβάνοντας ως εξηρητημένη μεταβλητή τον δολαριακό όγκο των επαναγορών στις ΗΠΑ διαφεμένο με το Market Value της καθαρής θέσης των επιχειρήσεων τη χρονιά πριν από την ανακοίνωση της επαναγοράς, και ως ανεξάρτητες τους παράγοντες που φαίνεται να επηρεάζουν μια επιχείρηση στην απόφαση της να προβεί ή όχι σε επαναγορά των μετοχών της.

Κατά τον Dittmar, οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν μετοχές τους κυρίως όταν πιθανολογείται ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη.

Ο Dittmar, επίσης απέδειξε ότι και οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να αποτιμηθούν λανθασμένα και να χρησιμοποιήσουν τις επαναγορές μετοχών ως μέσο για διόρθωση της τιμής τους. Συνεπώς, κατά τον Dittmar, το μέγεθος της επιχείρησης δεν σχετίζεται με την απόφαση της επιχείρησης να προβεί σε επαναγορά των μετοχών της.

Ο ερευνητής όμως δεν στάθηκε μόνο στην υπόθεση της υποτιμημένης τιμής της μετοχής, αλλά έλαβε υπόψιν του και τις υπόλοιπες μεταβλητές ταυτόχρονα, δικαιολογώντας ότι αυτές συσχετίζονται μεταξύ τους και η άγνοια κάποιας μεταβλητής ενδέχεται να διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στο αν μια επιχείρηση θα προβεί σε επαναγορά των μετοχών της ή όχι.

Οι **Grullon και Ikenberry** (2000), στηρίζουν την υπόθεση της υποτίμησης της μετοχής. Καταλήγουν μάλιστα στο συμπέρασμα ότι αν και η αγορά παίρνει το μήνυμα σχετικά με την υποτίμηση της μετοχής στην τρέχουσα περίοδο, η επιχείρηση

αποδεικνύεται αδύναμη να μεταφέρει στην αγορά και το μήνυμα για τις προοπτικές της και τα πιθανά μελλοντικά της κέρδη.

Οι **Ikenberry et al** (1995) ανάλυσαν ένα μεγάλο δείγμα αμερικανικών open market επαναγορών που ανακοινώθηκαν στη δεκαετία του 80 και εντόπισαν σημαντικές θετικές αποδόσεις στις τιμές των μετοχών στα τέσσερα χρόνια που επακολούθησαν μετά από την επαναγορά. Αυτό σημαίνει ότι οι αγορές αδυνατούν να αφομοιώσουν την πληροφόρηση στις τιμές των μετοχών γρήγορα. Η αγορά αντιδρά με σκεπτικισμό στην ανακοίνωση μιας επαναγοράς, με αποτέλεσμα να οδηγεί τις τιμές των μετοχών να προσαρμοστούν αργά.

Η **Kathleen M. Kahle** (2000), εισάγει έναν άλλον παράγοντα για να δικαιολογήσει την μεγάλη αύξηση των επαναγορών στην Αμερική τη δεκαετία του 90. Σύμφωνα με τη μελέτη της η έκρηξη των επαναγορών στις ΗΠΑ, δεν οφείλεται μόνο στην διανομή των υπερβαλλόντων κερδών και στην υποτίμηση της τιμής των μετοχών.

Μια εξήγηση όμως αποτελεί η αλλαγή στη μισθοδοτική πολιτική των επιχειρήσεων. Στην περίοδο αυτή, οι αμερικάνικες επιχειρήσεις αμείβουν τους εργαζόμενους και τα ανώτατα στελέχη με δικαιώματα επί των μετοχών τους.

Όταν οι εργαζόμενοι εξασκούν τα δικαιώματα τους, η εταιρεία πρέπει να τους δώσει μετοχές. Αυτό θα το κάνει είτε με την έκδοση νέων μετοχών είτε επαναγοράζοντας τις μετοχές της. Αν εκδώσει νέες μετοχές, ο αριθμός των υφιστάμενων μετοχών θα αυξηθεί με αποτέλεσμα να επέλθει μείωση των Κερδών ανά μετοχή (EPS). Με την επαναγορά μειώνεται ο αριθμός των υφιστάμενων ενώ το ποσό που διατέθηκε για την επαναγορά, μειώνει το κεφάλαιο της επιχείρησης αλλά δεν αφαιρείται από τα κέρδη της. Συνεπώς, τα κέρδη ανά μετοχή δεν μειώνονται.

Τα ανώτατα στελέχη που κατέχουν δικαιώματα έχουν όφελος από την επαναγορά ιδίων μετοχών και την προτιμούν από την καταβολή μερίσματος. Τα ποσά που καταβάλλονται για να επαναγοραστούν οι μετοχές της επιχείρησης ισοφαρίζονται από την μείωση του αριθμού των υφιστάμενων μετοχών. Κατά συνέπεια δεν επηρεάζεται η ανά μετοχή αξία της εταιρείας. Η αξία των δικαιωμάτων των στελεχών έχει αντίστροφη σχέση με τις μελλοντικές καταβολές μερισμάτων. Άρα, η αντικατάσταση των μερισμάτων από την επαναγορά ιδίων μετοχών μεγιστοποιεί την αξία των δικαιωμάτων των στελεχών.

Η μελέτη υποστηρίζεται ακόμη ότι εφόσον η επαναγορά των μετοχών αποφασιστεί, ο αριθμός των επαναγοραζόμενων μετοχών εξαρτάται αποκλειστικά από το σύνολο των εξασκούμενων δικαιωμάτων.

Τέλος, οι **Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, Michael S. Weisbach (2000)**, μελέτησαν τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιούνται οι επαναγορές ιδίων μετοχών και τα μερίσματα από τις αμερικάνικες επιχειρήσεις.

Η ερευνά τους κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι επαναγορές ιδίων μετοχών δεν αντικαθιστούν τα μερίσματα, αλλά διαδραματίζουν συμπληρωματικό ρόλο για τη διανομή βραχυπρόθεσμων και έκτακτων κερδών. Η διανομή έκτακτων και βραχυπρόθεσμων κερδών πραγματοποιείται συνήθως με τη μέθοδο της επαναγοράς ιδίων μετοχών ενώ τα μόνιμα και σταθερά κέρδη διανέμονται με τη μορφή μερίσματος.

Επιχειρήσεις με υψηλές λειτουργικές ροές είναι πιθανότερο να αυξήσουν τα μερίσματα τους σε αντίθεση με επιχειρήσεις που εμφανίζουν υψηλές μη λειτουργικές ροές. Οι τελευταίες αναμένεται να προβούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Επίσης, η ευμεταβλητότητα των χρηματοροών σχετίζεται θετικά με τις επαναγορές ιδίων

μετοχών. Όσο πιο μεγάλη είναι η τυπική απόκλιση των χρηματοροών τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα χρήσης της μεθόδου των επαναγορών.

Στο θέμα αυτό είχε τοποθετηθεί παλαιότερα και ο **Lintner** (1956). Σύμφωνα με τη δική του μελέτη, οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα είναι μεγαλύτερες από εκείνες που δεν διανείμουν κέρδη με τη μορφή μερισμάτων. Οι χρηματοροές τους είναι υψηλότερες και πιο σταθερές και η αύξηση του μερίσματος σχετίζεται με μόνιμες και όχι έκτακτες ροές. Οι μειώσεις στα μερίσματα συμβαίνουν σχετικά σπάνια και μόνο μόνο όταν η επιχείρηση είναι σε πραγματικά δεινή θέση.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

3. ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ουσιαστικό ρόλο στην απόφαση μιας επιχείρησης να προβεί σε επαναγορά μετοχών της, διαδραματίζει και το θεσμικό πλαίσιο του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο ανήκει. Οι επαναγορές ιδίων μετοχών όπως και κάθε άλλη επιχειρηματική απόφαση μπορεί να μην προσφέρει τα αναμενόμενα και επιθυμητά αποτελέσματα εξαιτίας περιορισμών ή κανονισμών που επιβάλλονται από το θεσμικό πλαίσιο. Για το λόγο αυτό η επισκόπηση του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου κρίνεται απαραίτητη.

Στο σημείο αυτό θα γίνει περιληπτική αναφορά στα θεσμικά πλαίσια που ισχύουν στις χώρες στις οποίες αναφέρονται οι μελέτες που έχουν γίνει για την Επαναγορά Ιδίων Μετοχών (μερικές από τις οποίες παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα). Επίσης, θα γίνει εκτενέστερη αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο για την διαδικασία επαναγοράς μετοχών όπως ισχύει στη χώρα μας.

➤ Η.Π.Α.

Στις ΗΠΑ, μια επιχείρηση μπορεί να επαναγοράσει μετοχές είτε με ιδιωτική διαπραγμάτευση (private purchase), είτε με προσφορά (tender offer), είτε στην αγορά (open market).

Στην περίπτωση της προσφοράς, που αποτελεί και την συνηθέστερη μέθοδο, η εταιρεία διατίθεται να αγοράσει ένα προκαθορισμένο αριθμό μετοχών της σε μια δεδομένη τιμή μέχρι μια προκαθορισμένη ημερομηνία που κυμαίνεται από τρεις εβδομάδες έως ένα μήνα από την ημερομηνία κατάθεσης της προσφοράς της. Η επιχείρηση διατηρεί το δικαίωμα να αγοράσει περισσότερες μετοχές από αυτές που έχουν οριστεί. Επίσης, μπορεί να θέσει ανώτατα και κατώτατα όρια στον αριθμό των μετοχών προς επαναγορά. Αν οι μετοχές που πρόκειται να επαναγοραστούν υπολείπονται του

κατώτατου ορίου που έχει θέσει η επιχείρηση, τότε μπορεί να ακυρώσει την επαναγορά. Επίσης, αν οι μετοχές που προσφέρονται από τους ήδη μετόχους υπολείπονται του ανώτατου ορίου, η εταιρεία μπορεί να αγοράσει όλες τις προσφερόμενες μετοχές. Οι προσφορές αυτές λαμβάνουν χώρα με βάση τις αγοραίες τιμές, για το λόγο αυτό μοιάζουν αρκετά με τις επαναγορές που γίνονται open market. Οι open market επαναγορά γίνεται με τον ίδιο τρόπο που αγοράζει μετοχές ένας απλός επενδυτής. Η εταιρεία αγοράζει μέσω χρηματιστηριακού εκπροσώπου τις μετοχές της από μέρα σε μέρα καταβάλλοντας την αντίστοιχη προμήθεια συναλλαγής. Επιπλέον, ο πωλητής των μετοχών δεν γνωρίζει ότι ο αγοραστής είναι η ίδια η επιχείρηση. Η επαναγορά με αυτή τη μέθοδο συνήθως διαρκεί αρκετά χρόνια και ο αριθμός μετοχών που τελικά επαναγοράζεται είναι μικρότερος από εκείνον που επιτυγχάνεται μέσω της προσφοράς.

Τέλος, η επαναγορά μετοχών γίνεται και στα πλαίσια ιδιωτικής διαπραγμάτευσης από την εταιρεία προς ένα μεγαλομέτοχο αυτής ή αντιστρόφως. Στην περίπτωση αυτή εντάσσεται η συναλλαγή greenmail, όπου η εταιρεία προσφέρεται να αγοράσει τις μετοχές που κατέχει ένας μέτοχος σε τιμή τέτοια ώστε να τον αποθαρρύνουν από οποιαδήποτε επιθυμία εξαγοράς της εταιρείας. Η τιμή που προτείνεται συνήθως είναι τόσο υψηλή, που δυσαρεστεί τους υπόλοιπους μετόχους της επιχείρησης.

Οι ΗΠΑ ανήκει στις χώρες εκείνες όπου οι επιχειρήσεις επιτρέπεται να κάνουν επαναγορές των μετοχών τους σε τιμές υψηλότερες από τις αγοραίες. Επίσης, οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επαναγορές ιδίων μετοχών, δεν είναι υποχρεωμένες να το ανακοινώσουν και ακόμη περισσότερο δεν είναι υποχρεωμένες να ανακοινώσουν το λόγο για τον οποίο επαναγοράζουν τις μετοχές τους.

➤ ΕΥΡΩΠΗ-ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

Στην Ευρώπη οι επαναγορές μετοχών δεν αποτελούν συχνό φαινόμενο, εξαιτίας θεσμικών περιορισμών.

Για παράδειγμα στην Αυστρία το σύστημα επιτρέπει επαναγορές ιδίων μετοχών μόνο εφόσον οι επιχειρήσεις πληρούν τις υποχρεώσεις τους έναντι του σχεδίου δικαιωμάτων επί μετοχών στους υπαλλήλους. Στη Σουηδία, οι επαναγορές πρέπει να εγκριθούν δικαστικά. Στη Δανία πρέπει να καταβληθεί 35% φόρος επί της διαφοράς μεταξύ της τιμής επαναγοράς και του μέσου καταβαλλόμενου κεφαλαίου ανα μετοχή. Στην Ευρώπη, οι επαναγοραζόμενες μετοχές μπορούν είτε να ακυρωθούν είτε να διατηρηθούν από την επιχείρηση.

Στην Αγγλία οι επαναγορές νομιμοποιήθηκαν το 1981, αλλά δεν αποτελούν συχνό φαινόμενο μέχρι και πρόσφατα εξαιτίας υψηλής φορολογίας και φόβου από πλευράς των επιχειρήσεων ότι η αγορά θα προεξοφλήσει μια επαναγορά ως κακό μήνυμα για την πορεία της επιχείρησης. Στην Αγγλία οι μετοχές που επαναγοράζονται πρέπει να ακυρωθούν.

➤ ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ

Στην Αυστραλία το θεσμικό πλαίσιο ορίζει ότι οι επαναγορές ιδίων μετοχών μπορούν να πραγματοποιηθούν με πέντε διαφορετικούς τρόπους.

Η μια μέθοδος είναι οι επιλεκτικές επαναγορές (selective buy backs) που γίνονται εκτός αγοράς και προϋποθέτουν την έγκριση των μετόχων. Αυτές οι επαναγορές πραγματοποιούνται σε συγκεκριμένη τιμή και όταν κατέχονται από συγκεκριμένους μετόχους. Ο δεύτερος τρόπος είναι το σχέδιο επαναγοράς μετοχών εργαζομένων (Employee share scheme buy backs). Η επαναγορά γίνεται πάλι σε πλαίσια εκτός

αγοράς. Ο τύπος αυτός αφορά μετόχους που εργάζονται στην εταιρεία και έχουν αποκτήσει μετοχές μέσω της μισθοδοτικής πολιτικής της. Τρίτη μέθοδος είναι τα Σχέδια ισότιμης πρόσβασης (Equal Access buyback schemes). Η εταιρεία καθορίζει μια συγκεκριμένη τιμή και κάνει προσφορά στους μετόχους να επαναγοράσουν εντός συγκεκριμένου και περιορισμένου χρονικού διαστήματος ποσοστό ίδιο με εκείνο που κατέχουν. Οι συναλλαγές γίνονται και σε αυτή την περίπτωση χωρίς τη συμμετοχή της χρηματιστηριακής αγοράς. Ο επόμενος τύπος επαναγοράς είναι οι Odd Lot buy backs. Πραγματοποιούνται επίσης σε έξω-χρηματιστηριακό περιβάλλον, χαρακτηριστικό τους είναι το χαμηλό διοικητικό κόστος και αφορούν μετοχές που βρίσκονται σε τιμή χαμηλότερη από τη διαπραγματεύσιμη. Τέλος, οι on market επαναγορές, γίνονται στην χρηματιστηριακή αγορά σε τιμή όχι μεγαλύτερη από το 5% κάτω από τη μέση τιμή της τελευταίας τιμής πώλησης που εμφανίστηκε για κάθε μια από τις 5 τελευταίες ημέρες διαπραγμάτευσης.

Το θεσμικό πλαίσιο της Αυστραλίας, επιβάλλει την ανακοίνωση του κινήτρου της επαναγοράς ιδίων μετοχών.

➤ ΕΛΛΑΔΑ

Το θεσμικό πλαίσιο των επαναγορών στην χώρα μας, καλύπτεται από το άρθρο 16 του Ν.2190/1920.

Σύμφωνα με τη νομοθεσία:

1. Απαγορεύεται στην ανώνυμη εταιρεία η απόκτηση δικών της μετοχών, είτε από αυτή την ίδια είτε από πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της.

2. Από την απαγόρευση της προηγούμενης παραγράφου εξαιρούνται:
- i. Οι αποκτήσεις με σκοπό τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίστηκε από τη γενική συνέλευση σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του καταστατικού.
 - ii. Οι αποκτήσεις μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας.
 - iii. Οι αποκτήσεις μετοχών, που έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς και προέρχονται από αναγκαστική εκτέλεση που έγινε για την πληρωμή απαιτήσεων της ίδιας της εταιρείας.
 - iv. Οι αποκτήσεις από ανώνυμες τραπεζικές εταιρείες μετοχών τους, αλλά κατ' εντολή τρίτων.
 - v. Οι αποκτήσεις από χαριστική αιτία εφόσον έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς.
 - vi. Οι αποκτήσεις με σκοπό τη διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό της εταιρείας που είναι συνδεδεμένη με αυτή. Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία δώδεκα (12) μηνών από την απόκτηση τους, μετά την πάροδο της οποίας η διάταξη της παρ. 3 ως προς τις περιπτώσεις iii και iv έχει εφαρμογή. Οι αποκτήσεις μετοχών αυτής της περίπτωσης γίνονται υπό τις εξής προϋποθέσεις:
 - ✓ εφ' όσον η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, μαζί με την ονομαστική αξία τυχόν μετοχών των προηγούμενων περιπτώσεων i-iv, δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του μετοχικού κεφαλαίου,
 - ✓ εφ' όσον δεν θα έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, όπως προσδιορίζονται στο υπόδειγμα ισολογισμού που προβλέπεται από το άρθρο 42γ, κάτω από το ποσό που προβλέπει η παράγραφος 1 του άρθρου 44α

✓ εφ' όσον πρόκειται για μετοχές πλήρως εξοφλημένες (Βλ. άρθρο 25 παρ. 2 του Ν 1682/1987 και άρθρο 18 του Ν 1731/1987).

3. Στις περιπτώσεις i και ii της προηγούμενης παραγράφου, οι μετοχές που αποκτούνται πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.

Στις περιπτώσεις iii και iv της ίδιας παραγράφου, οι μετοχές πρέπει να πωλούνται μέσα στο συντομότερο δυνατό χρονικό διάστημα, που δε μπορεί να υπερβαίνει το ένα έτος. Αν περάσει άπρακτη αυτή η προθεσμία, οι μετοχές πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.

4. Οι μετοχές της εταιρείας που ανήκουν στην ίδια υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, δεν έχουν όμως δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση.

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

6. Η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας για σύγκληση της γενικής συνέλευσης των μετόχων με σκοπό τη λήψη απόφασης για αγορά δικών της μετο-

χών προς στήριξη της τιμής τους, σύμφωνα με την παράγραφο 5 του παρόντος, καθώς και η απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων για αγορά των μετοχών, γνωστοποιούνται αμέσως, μετά τη λήψη τους, στο διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

7. Στην απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων ορίζονται κυρίως τα εξής:
- Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.
 - Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.
 - Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων. (Όπως οι παράγραφοι 5, 6 και 7 του άρθρου 16 προστέθηκαν με την παράγραφο 3 του άρθρου 6 του Ν. 2892/2001 και ισχύουν σύμφωνα με την περίπτωση β' του άρθρου 19 του ιδίου νόμου από 9/3/2001 και μετά)
8. Οι αγοραζόμενες μετοχές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Η κατά παράβαση των διατάξεων του παρόντος διενεργούμενη συναλλαγή είναι απολύτως άκυρη, η ακυρότητα δε αυτή διαπιστώνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επιφυλασσομένης της δικαιοδοσίας των δικαστηρίων προς τελική επίλυση της διαφοράς.
9. Η απόκτηση από την εταιρεία των δικών της μετοχών κατά τα ανωτέρω, δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού σε ποσό κατώτερο από εκείνο που ορίζεται στο άρθρο 15 παρ. 1α της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ.

10. Η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρ. 26 παρ. 2 (α) και (β), καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η ανακοίνωση πρέπει να περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, όπως ενδεικτικά τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν, την ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να επαναλαμβάνεται κάθε φορά για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρεία υποχρεούται το αργότερο τρεις (3) εργάσιμες μέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρείας να προβεί στην απόκτηση δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής που ορίζονται στο πρώτο εδάφιο και ιδίως θα εξειδικεύεται το επί μέρους χρονικό διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία θα πραγματοποιεί τις αγορές. Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επίσης, το αργότερο δύο (2) εργάσιμες ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να δημοσιεύει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, όπως αυτές προσδιορίζονται στο άρθρο 26 παρ. 2 (α) και(β). Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο. Η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η τήρηση των παραπάνω υποχρεώσεων δεν απαλλάσσει την εταιρεία από τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης που απορρέουν από άλλες διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας.

11. Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται να συγκεντρώνει στοιχεία και να καταρτίζει πλήρη κατάλογο μετόχων από τους οποίους προήλθαν οι αποκτηθείσες μετοχές. Ο κατάλογος αυτός ανακοινώνεται στους μετόχους στην πρώτη γενική συνέλευση που ακολουθεί την περίοδο των αγορών. (Όπως οι παράγραφοι 10 και 11 του άρθρου 16 προστέθηκαν με την παράγραφο 3 του άρθρου 6 του Ν. 2892/2001 και ισχύουν σύμφωνα με την περίπτωση β' του άρθρου 19 του ίδιου νόμου από 9/3/2001 και μετά.)
12. Αν οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως των μετοχών ή δεν διανεμηθούν εν όλω ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην εταιρεία, ακυρώνονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, ύστερα από πρόσκληση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Η απόφαση θα περιλαμβάνει τον αριθμό και στα στοιχεία των ακυρουμένων μετοχών και τους λόγους ακύρωσης τους. Η ακύρωση θα γίνεται με καταστροφή του σώματος αυτών και σε περίπτωση εναποθέσεως των μετοχών στην Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων με καταστροφή των αποθετηρίων εγγράφων και αντίστοιχων μετοχών αποδιδόμενων προς τούτο από την Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων στην εταιρεία.

Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην αρμόδια Διεύθυνση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η εταιρεία δύναται να ζητεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και 2 έτη για ειδικούς λόγους τους οποίους εξειδικεύει στην αίτηση της.

13. Η πώληση των μετοχών διενεργείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του όλου αριθμού των μελών του. Η απόφαση ορίζει κατώτερη τιμή πωλήσεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διαθέσεως αυτών στην αγορά. Η απόφαση γνωστοποιείται αμελλητί στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται σε δύο (2) τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες.
14. Σε περίπτωση που διενεργείται αγορά μετοχών κατά τις διατάξεις του παρόντος τηρούνται οι διατάξεις του άρθρου 30 του Ν 1806/1988. [Όπως το άρθρο 16 αντικαταστάθηκε με το άρθρο 20 του ΠΔ 409/1986 (προσαρμογή στο άρθρο 20 της Δεύτερης Οδηγίας ΕΟΚ). Οι παρ. 5-14, προστέθηκαν με το άρθρο 2 τον ΠΔ 14/1993]. Σχετικές διατάξεις: Άρθρο δεύτερο παρ. 22 Ν 2257/1994. Σε περίπτωση διάθεσης μετοχών εταιρειών που προβλέπονται στο άρθρου 14, παρ. 20 του Ν 2166/1993, που είναι εισηγμένες ή θα εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιτρέπεται οι ανάδοχοι να προβαίνουν στο εξωτερικό σε πράξεις αγοράς ή πώλησης μετοχών με σκοπό τη σταθεροποίηση της τιμής των μετοχών αυτών εφόσον:
- οι παραπάνω συναλλαγές ενεργούνται σύμφωνα με το δίκαιο και τους κανόνες που ισχύουν στη χώρα που ενεργούνται

- το ενημερωτικό δελτίο που κυκλοφόρησε στην Ελλάδα εμφανώς ανέφερε ότι οι μετοχές δύνανται να υπαχθούν σε διαδικασία σταθεροποίησης στο εξωτερικό, όπως επίσης και τους τρόπους της σταθεροποίησης. Στην περίπτωση αυτή, αυτός που ενεργεί πράξεις σταθεροποίησης μετοχών, καθώς και οι βοηθοί που συμπράττουν σε αυτές δεν έχουν καμία ευθύνη από τις πράξεις αυτές, ιδίως λόγω της επίδρασης που θα ασκήσουν αυτές στις τιμές των μετοχών στην Ελλάδα. (Άρθρο δεύτερο παρ. 24 Ν 2257/1994). Η δυνατότητα που παρέχεται στην εταιρία με βάση το άρθρο 16 παρ. 5 του κωδ. Ν 2190/1920 ανατίθεται στο Δ.Σ. με την απαρτία και πλειοψηφία του άρθρου 12 παράγραφοι 4 και 6 για διάστημα έξι μηνών από την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η δυνατότητα αυτή παρέχεται όταν η απόκτηση ιδίων μετοχών είναι αναγκαία για να αποφευχθεί επικείμενη σοβαρή ζημία στην εταιρία. Στην περίπτωση αυτήν η επόμενη Γ.Σ. πρέπει να ενημερωθεί από το Δ.Σ. για τους λόγους ή το σκοπό των αποκτήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί, τον αριθμό και την ονομαστική αξία, το τμήμα του καλυφθέντος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν, καθώς και την αξία των μετοχών αυτών. Κατά τα λοιπά εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του άρθρου 16 του κωδικοποιημένου. Νόμου 2190/1920.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να υπολογιστούν οι επιδράσεις στις τιμές των μετοχών από τις ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιρειών να προβούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Με άλλα λόγια, η πρόθεση μας είναι να εξετάσουμε την μεταβολή της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημοσίως γνωστή η απόφαση της εταιρείας να επαναγοράσει ποσοστό των μετοχών της.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε είναι η μέθοδος “Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων” (event study methodologies). Τα «εργαλεία» που θα χρησιμοποιηθούν για την ανάλυση είναι το Υπόδειγμα της Αγοράς και οι Έλεγχοι Υποθέσεων.

4.1. Μεθοδολογία Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων (Event Study Methodologies)

Με την ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων (Event Study Methodologies), όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner [1983 & 1985], εξετάζεται η μεταβολή της τιμής γύρω από την ημερομηνία που γίνεται δημόσια γνωστή η απόφαση της εταιρείας σε κάποιο ζήτημα. Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τυχόν επιδράσεις στην τιμή της μετοχής που προέρχονται από τις πληροφορίες σχετικά με το γεγονός, θα πρέπει να παρατηρηθούν κατά την ημέρα ανακοίνωσης και όχι μετά από αυτήν αφού μόνο την ημέρα της ανακοίνωσης μεταδίδονται νέες πληροφορίες. Συνεπώς, η έρευνα εξετάζει μόνο τις μεταβολές των τιμών των μετοχών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Ένα event study αποτελείται συνοπτικά από τα εξής βήματα:

- Καθορίζεται το γεγονός (event) και η χρονική περίοδος (event window)
- Επιλέγονται οι μετοχές που θα διαμορφώσουν το στατιστικό δείγμα

- Επιλέγεται το μοντέλο των κανονικών αποδόσεων και ορίζονται οι υπερβολικές αποδόσεις
- Γίνεται η εκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου
- Διεξάγονται οι έλεγχοι υποθέσεων

Αυτά τα βήματα θα ακολουθήσουμε στην εργασία μας ώστε να οδηγηθούμε σε συμπεράσματα σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μπροστά στο ενδεχόμενο επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις εισηγμένες επιχειρήσεις.

Το πρώτο και σημαντικότερο βήμα είναι ο καθορισμός του γεγονότος και της χρονικής περιόδου γύρω από αυτό.

Στην προκειμένη περίπτωση το ερευνητικό ενδιαφέρον εντοπίζεται στην ανακοίνωση της ημερομηνίας δημοσίευσης στον ημερήσιο τύπο της πρόσκλησης σε Γ.Σ. των μετόχων και στην οποία αναφέρεται σαν θέμα η πρόθεση της εταιρείας να προβεί σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Η ημερομηνία αυτή αποτελεί το σημείο 0 του event window που θα δημιουργηθεί γύρω από αυτή και είναι ημερολογιακά διαφορετική για κάθε επιχείρηση που έχει συμπεριληφθεί στο δείγμα.

Ο σκοπός της δημιουργίας ενός event window γύρω από το γεγονός είναι να συγκεντρωθούν όλες οι επιδράσεις που προκαλεί το γεγονός αυτό στην τιμή της μετοχής.

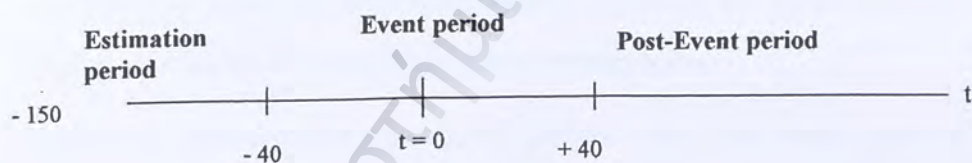
Οι περισσότερες μελέτες επιλέγουν μια περίοδο μεταξύ -40 και $+40$ ημερών γύρω από την ημερομηνία 0 του γεγονότος. Όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος γύρω από το γεγονός, αυξάνονται αφενός οι πιθανότητες σφαλμάτων αφετέρου όμως και οι πιθανότητες να περιληφθούν στο διάστημα όλες οι επιδράσεις στις αποδόσεις των μετοχών.

Εκτός από την περίοδο του γεγονότος, πρέπει να οριστεί και ένα διάστημα που να μην συμπίπτει με την περίοδο του γεγονότος. Το διάστημα αυτό καλείται “καθαρή περίοδος” (clean period), ή “περίοδος προσδιορισμού” ή περίοδος εκτίμησης (estimation period).

Στην περίοδο αυτή περιλαμβάνονται ημερομηνίες όπου δεν υπάρχουν πληροφορίες που να σχετίζονται με το γεγονός. Στην περίοδο αυτή εκτιμώνται οι μέσες αποδόσεις των μετοχών, οι συντελεστές a και b και το R^2 .

Στα πλαίσια της εργασίας μας, η περίοδος αυτή εκτείνεται στις 110 ημέρες (110 ημέρες πάνω από την ημέρα -40), δηλαδή 150 ημέρες πριν από την ημερομηνία 0.

Σχηματικά, η χρονική κατανομή γύρω από το γεγονός ($t=0$), είναι η εξής:



Οι ημερομηνίες και τα διαστήματα που επιλέγονται διαδραματίζουν καταλυτικό ρόλο και στον τρόπο επιλογής των μετοχών του δείγματος. Ανάλογα με το εύρος των διαστημάτων, κάποιες μετοχές που θα έπρεπε να εισαχθούν στο δείγμα αποκλείονται αναγκαστικά για πρακτικούς λόγους όταν δεν έχουν επαρκή αριθμό παρατηρήσεων για να γίνουν οι υπολογισμοί. Οι παρατηρήσεις είναι οι προσαρμοσμένες τιμές των μετοχών όπως έχουν εκτιμηθεί από το πρόγραμμα Datastream.

Σχετικά με τον ορισμό του δείγματος γίνεται αναφορά στην άλλη ενότητα. Εδώ σημειώνουμε εν τάχει ότι το δείγμα αντιστοιχεί σε 73 ημερομηνίες δημοσίευσης

πρόσκλησης σε Γ.Σ. εκ των οποίων οι 24 αφορούν έκτακτες Γ.Σ. Οι ημερομηνίες αυτές καλύπτουν χρονικά την επταετία 1995-2001.

Στο σημείο αυτό πρέπει να καθοριστεί το μοντέλο κανονικών αποδόσεων που θα χρησιμοποιηθεί και να γίνουν οι απαιτούμενες διευκρινήσεις για τον τρόπο υπολογισμού των υπερβαλλουσών αποδόσεων.

Η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης την ημέρα που θα γίνει η ανακοίνωση (εν προκειμένω η ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς ιδίων μετοχών), δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε αυτή την ανακοίνωση διότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από άλλες πληροφορίες που ενδεχομένως να περιέχονται σε αυτή.

Αν επιδιώκεται να υπολογιστεί η επίδραση που προέρχεται μόνο από την ανακοίνωση του γεγονότος, επιβάλλεται να εξουδετερωθούν οι μεταβολές που προκαλούνται από γεγονότα που δεν σχετίζονται με τη συγκεκριμένη ανακοίνωση.

Έστω R , η παρατηρούμενη απόδοση της μετοχής. Τότε, $E(R)$ είναι η μέση ή αναμενόμενη απόδοση της μετοχής, δηλαδή η απόδοση που θα παρατηρούνταν για τη μετοχή αν απουσίαζε η ανακοίνωση του γεγονότος.

Συνεπώς, η διαφορά μεταξύ παρατηρηθείσας πραγματικής απόδοσης και αναμενόμενης απόδοσης, είναι η έκτακτη ή μη αναμενόμενη απόδοση e και εκφράζει την μεταβολή που επήλθε στην τιμή της μετοχής εξαιτίας της ανακοίνωσης του γεγονότος.

Δηλαδή, $e = R - E(R)$.

Το $E(R)$ προσδιορίζεται με διάφορα υποδείγματα. Συνήθως χρησιμοποιούνται το υπόδειγμα της αγοράς, το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης και το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης.

Ωστόσο, πολλές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί, συνηγορούν στο ότι η μέθοδος του υποδείγματος της αγοράς (market model), προσφέρει τα περισσότερα αξιόπιστα αποτελέσματα.

Κατόπιν τούτου, αυτό το μοντέλο θα χρησιμοποιηθεί και στην παρούσα εργασία.

4.2. Το Υπόδειγμα της Αγοράς

Σύμφωνα με το μοντέλο της αγοράς, οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την εξής διαδικασία:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

Δηλαδή, η πραγματική απόδοση μιας μετοχής εξαρτάται τόσο από την αγορά όσο και από την ίδια την εταιρεία.

Λύνοντας την (1) ως προς αναμενόμενες τιμές, καταλήγουμε στην σχέση:

$$\begin{aligned} E(R_{it}) &= E(a_i + b_i R_{mt} + e_{it}) \Leftrightarrow E(R_{it}) = a_i + b_i E(R_{mt}) + E(e_{it}) \Leftrightarrow \\ E(R_{it}) &= a_i + b_i E(R_{mt}) \end{aligned} \quad (2)$$

όπου:

$i = 1, \dots, N$ (μετοχές)

$t = 1, \dots, T$ (ημέρες)

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

$E(R_{it})$ = η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

R_{mt} = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t . Ως χαρτοφυλάκιο της αγοράς λαμβάνεται υπόψη ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α.

$E(R_{mt})$ = η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t

b_i = ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου για κάθε εταιρεία, ο οποίος δεν εξαλείφεται με διαφοροποίηση του δείγματος, εκφράζει το βαθμό ευαισθησίας της επιχείρησης στις

διακυμάνσεις της αγοράς και δίνεται από τον τύπο : $b_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$

a_i = ο συντελεστής μη συστηματικού κινδύνου για κάθε εταιρεία, ο οποίος εξαλείφεται με την διαφοροποίηση στο δείγμα, εκφράζει τον κίνδυνο που προέρχεται αποκλειστικά

από την ίδια την επιχείρηση και δίνεται από τον τύπο: $a_i = E(R_{it}) - b_i E(R_{mt})$

e_{it} = το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t που είναι τυχαία μεταβλητή η οποία ακολουθεί κανονική κατανομή και έχει τις εξής ιδιότητες:

(a) $E(e_{it})=0$ (b) $V(e_{it})=\sigma^2$ (C) $COV(e_{it}, e_{jt})=0$ για κάθε $i \neq j$

Με τη βοήθεια των σχέσεων (1) και (2), υπολογίζεται η έκτακτη απόδοση ως εξής:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \Leftrightarrow e_{it} = R_{it} - (a_i + b_i E(R_{mt})) \Leftrightarrow e_{it} = R_{it} - a_i - b_i E(R_{mt})$$

Ερμηνεύοντας την παραπάνω σχέση, η ποσότητα $(a_i + b_i E(R_{mt}))$ αντιπροσωπεύει την κανονική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t .

Έχοντας ολοκληρώσει την εκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου μας, συνεχίζουμε με τον υπολογισμό του διαστρωματικού μέσου όρου για κάθε μέρα (average residual) στο σύνολο των N μετοχών του δείγματος.

$$AR_t = \frac{\sum e_{it}}{N}$$

Ο λόγος για τον οποίο υπολογίζεται η μέση σωρευτική υπερβολική απόδοση για όλες τις μετοχές, είναι επειδή υπάρχουν μεταβολές στις τιμές που προέρχονται από γεγονότα

που δε σχετίζονται με την συγκεκριμένη ανακοίνωση. Με τον τρόπο αυτό οι μεταβολές που αναφέρονται στην επιχείρηση και όχι σε αυτό κάθε αυτό το γεγονός, εξουδετερώνονται.

Κατόπιν, υπολογίζεται ο αθροιστικός μέσος των έκτακτων αποδόσεων (cumulative average residual) για τις N μετοχές του δείγματος.

$$CAR = \sum AR_i$$

4.3. Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστούν οι έλεγχοι και τα στατιστικά που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση που θα ακολουθήσει.

4.3.1. t-statistics

Χρησιμοποιώντας τις μέσες έκτακτες αποδόσεις, ελέγχεται η στατιστική σπουδαιότητα τους.

Ένας τρόπος για να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με το αν οι μέσες και οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι ίσες με μηδέν, είναι να χρησιμοποιηθούν οι συντελεστές t-statistics. Ανάλογα με το αν τα t-statistics, υπερβαίνουν μια κριτική τιμή, καταλήγουμε στην απόρριψη ή στην αποδοχή της μηδενικής υπόθεσης έναντι της εναλλακτικής σε κάποιο επίπεδο σημαντικότητας.

Ο έλεγχος μας (μηδενική / εναλλακτική υπόθεση) είναι:

H_0 : Το γεγονός δεν οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις

H_1 : Το γεγονός οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις

Σύμφωνα με αυτό τον έλεγχο, όταν οι βαθμοί ελευθερίας υπερβαίνουν τους 30, το t-statistic ακολουθεί προσεγγιστικά την τυπική κανονική κατανομή και η κριτική τιμή σε επίπεδο σημαντικότητας 5% είναι το 1,96.

Όταν τα t-statistics υπερβαίνουν την κριτική τιμή 1,96, τότε απορρίπτεται η H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Οι συντελεστές (t-statistics) είναι:

$$t(AR) = \frac{\overline{AR}_t}{S(\overline{AR}_t)} \quad (1) \quad \text{και} \quad t = \frac{\overline{CAR}_t}{\sqrt{T} * S(\overline{AR}_t)} \quad (2)$$

όπου:

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{t=-40}^{40} R_t}{N}$$

$$CAR = \sum_{t=-40}^{40} \overline{AR}_t$$

$$S(\overline{AR}_t) = \left[\frac{1}{109} \sum_{t=-150}^{-41} (\overline{AR}_t - \overline{AR})^2 \right]^{1/2}$$

$$S(\overline{AR}_t) = \left[\frac{1}{109} \sum_{t=-150}^{-41} (\overline{AR}_t - \overline{AR})^2 \right]^{1/2}$$

Ως $S(\overline{AR}_t)$ ορίζεται η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού και όχι την περίοδο του γεγονότος.

Ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης κατά την περίοδο του γεγονότος θα μας έδινε εσφαλμένα αποτελέσματα, γιατί στη διάρκεια αυτής της περιόδου οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται από τις ανακοινώσεις.

Τα παραπάνω στατιστικά τεστ θα μας οδηγήσουν στο να απορρίψουμε ή να αποδεχθούμε την μηδενική υπόθεση.

Όσον αφορά τη σχέση (1), υπολογίζεται ο διαστρωματικός μέσος όρος των υπερβαλλουσών αποδόσεων (AR_i), δηλαδή η μέση υπερβάλλουσα απόδοση για όλες τις εταιρείες που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα για κάθε μέρα.

Όταν το t κάποιας ημέρας είναι μεγαλύτερο του 1,96, τότε η υπερβάλλουσα απόδοση για την ημέρα αυτή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, οπότε απορρίπτουμε την υπόθεση H_0 , έναντι της εναλλακτικής.

Ο συντελεστής T που εμφανίζεται στον παρονομαστή της σχέσης (2), προκύπτει ως εξής:

$$T = t_2 - t_1 + 1$$

με t_1 να είναι η πρώτη μέρα της περιόδου υπολογισμού του CAR και t_2 η τελευταία.

Με το στατιστικό αυτό, υπολογίζουμε τον αθροιστικό μέσο όρο των υπερβαλλουσών αποδόσεων, δηλαδή την αθροιστική μέση υπερβάλλουσα απόδοση (CAR_i) για όλες τις εταιρείες και για όλες τις ημέρες που συμπεριλαμβάνονται στην περίοδο του γεγονότος.

Αν το t που θα προκύψει υπερβαίνει την τιμή 1,96, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, οπότε και απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση.

4.3.2. Παραμετρικοί Έλεγχοι

Οι παραμετρικοί έλεγχοι που μας ενδιαφέρουν είναι οι: J_0 , J_1 και J_2 . Οι παραμετρικοί έλεγχοι βασίζονται σε μια υπόθεση σχετικά με την κατανομή των αποδόσεων.

• Παραμετρικός Έλεγχος J_0

Η ποσότητα J_0 , δίνεται από τη σχέση:

$$J_0 = \frac{CAR}{\sigma \sqrt{L_2}} \sim N(0,1) \quad \text{όπου}$$

σ : τυπική απόκλιση των αποδόσεων της κάθε μετοχής

L_2 : Ο αριθμός των παρατηρήσεων στο event window (εδώ 110)

Η τυπική απόκλιση των αποδόσεων υπολογίζεται σύμφωνα με τη συνάρτηση STDEV(e)

Ο έλεγχος πραγματοποιείται με βάση την κριτική τιμή $Z_{\alpha/2} = 1,96$ με επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όταν για την ποσότητα J_0 ισχύει $|J_0| > 1,96$, τότε απορρίπτω την υπόθεση. (Για μονόπλευρο έλεγχο, και $H_0 \leq \eta \geq 0$, η κριτική τιμή γίνεται $Z_{\alpha} = \pm 1,645$)

H_0 : Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς δεν οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις έναντι της εναλλακτικής

H_1 : Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις

Για μονόπλευρο έλεγχο οι υποθέσεις είναι οι εξής:

$H_0: \leq 0$: Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς δεν οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, έναντι της εναλλακτικής

$H_1: > 0$: Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις και:

$H_0: \geq 0$: Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς δεν οδήγησε σε αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, έναντι της εναλλακτικής

$H_1: < 0$: Η απόφαση / ανακοίνωση της επαναγοράς οδήγησε σε αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

Η στατιστική J_0 , ελέγχει την μηδενική υπόθεση για ένα event και για κάθε μετοχή ξεχωριστά.

• Παραμετρικός Έλεγχος J_1

Η ποσότητα J_1 , δίνεται από τη σχέση:

$$J_1 = \frac{\overline{CAR}}{\sigma} \sim N(0,1) \quad \text{όπου} \quad \overline{CAR} = \sum \bar{e} \sim N(0, \sigma^2)$$

είναι η μέση σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών,

$\bar{e} = \frac{1}{N} \sum e$, είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση των μετοχών και

$$\sigma^2 = \frac{1}{N-2} \sum_{i=1}^N (CAR - \overline{CAR})^2 \Rightarrow \sigma = \sqrt{\frac{1}{N-2} \sum_{i=1}^N (CAR - \overline{CAR})^2},$$

είναι η μέση τυπική απόκλιση των μετοχών και N αριθμός των μετοχών

Ο έλεγχος πραγματοποιείται με βάση την κριτική τιμή $Z_{\alpha/2} = 1,96$ με επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όταν για την ποσότητα J_1 ισχύει $|J_1| > 1,96$, τότε απορρίπτω την υπόθεση

$H_0: \overline{CAR} = 0$ έναντι της εναλλακτικής $H_1: \overline{CAR} > 0$

Η στατιστική J_1 , ελέγχει την υπόθεση ότι ένα παρόμοιο event για όλες τις μετοχές, δεν επηρεάζει την απόδοση καμίας μετοχής.

- Παραμετρικός Έλεγχος J_2

Εναλλακτικά με την προηγούμενη στατιστική, όταν έχω παρόμοια γεγονότα που επηρεάζουν πολλές μετοχές και θέλω να ελέγξω την υπόθεση ότι τα γεγονότα αυτά δεν επηρεάζουν την απόδοση καμίας μετοχής, μπορώ να χρησιμοποιήσω τον παραμετρικό έλεγχο J_2 .

Για να το κάνω αυτό, υπολογίζω τη μέση σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση \overline{CAR} για όλες τις μετοχές, έπειτα υπολογίζω ένα μέσο \overline{SCAR} και δημιουργώ τη στατιστική

$$J_2 = \sqrt{\frac{N(L_1 - 4)}{L_1 - 2}} \overline{SCAR} \sim N(0, 1)$$

$$\text{όπου } \overline{SCAR} = \frac{1}{N} \sum \overline{SCAR}$$

$$\overline{SCAR} \sim N\left(0, \frac{L_1 - 2}{N(L_1 - 4)}\right)$$

Ο έλεγχος πραγματοποιείται με βάση την κριτική τιμή $Z_{\alpha/2} = 1,96$ με επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όταν για την ποσότητα J_2 ισχύει $|J_2| > 1,96$, τότε απορρίπτω την υπόθεση $H_0: \overline{SCAR} = 0$ έναντι της εναλλακτικής $H_1: \overline{SCAR} > 0$

4.3.3. Μη παραμετρικοί Έλεγχοι

Ένα μη παραμετρικό τεστ είναι το προσημικό (sign test).

Αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0, τότε 50% των παρατηρήσεων θα είναι θετικές και 50% αρνητικές.

Η υπόθεση μας είναι:

$$H_0: p \leq 0,5$$

έναντι της εναλλακτικής

$$H_1: p > 0,5$$

Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται όταν $J_3 > 1,96$

Ο έλεγχος διεξάγεται για όλες τις μετοχές κατά μέσο όρο και για κάθε μετοχή ξεχωριστά.

Για όλες τις μετοχές η ποσότητα J_3 υπολογίζεται ως εξής:

$$J_3 = \left(\frac{N^+}{N} - 0,5 \right) \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0, 1)$$

με N^+ : ο αριθμό των θετικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων ($CAR > 0$) και N : ο αριθμός των μετοχών και

$H_0 : p(N^+ \geq 0) \leq 0$ (Τα events δεν οδήγησαν σε θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το σύνολο των μετοχών)

έναντι

$H_1 : p(N^+ \geq 0) > 0$ (Τα events οδήγησαν σε θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το σύνολο των μετοχών)

Για κάθε μια μετοχή έχουμε:

$$J_3 = \left(\frac{L_2^+}{L_2} - 0,5 \right) \frac{\sqrt{L_2}}{0,5} \sim N(0, 1)$$

με L_2 : αριθμός παρατηρήσεων και L_2^+ : αριθμός των υπερβάλλουσών αποδόσεων κάθε μετοχής και

$H_0 : p(L_2^+ \geq 0) \leq 0,5$ (Το event δεν οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις)

έναντι της

$H_1 : p(L_2^+ \geq 0) > 0,5$ (Το event οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις)

5. ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

Στο σημείο αυτό θα γίνει αναφορά στο δείγμα που κατέστη δυνατό να συγκεντρωθεί αλλά και στο σπάσιμο του συνολικού δείγματος σε υπό-δείγματα για την διεξαγωγή των Event Studies.

5.1. Συγκέντρωση Δεδομένων

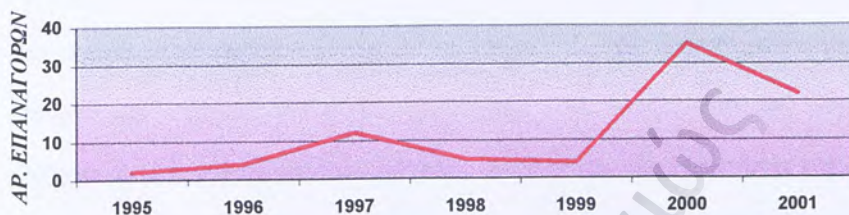
Η κρίσιμη ημερομηνία για την ανάλυση μας είναι η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. των εισηγμένων ελληνικών επιχειρήσεων που προτίθενται να προβούν σε επαναγορά ιδίων μετοχών.

Κατέστη δυνατό να καταγραφούν 84 ημερομηνίες δημοσίευσης πρόσκλησης σε Γ.Σ. μεταξύ των ετών 1995 και 2001.

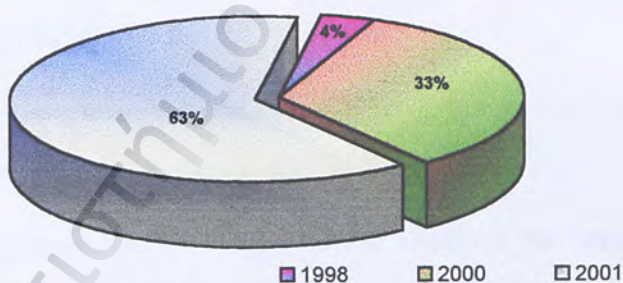
Από αυτές οι 27 ημερομηνίες είναι «καθαρές», δηλαδή αφορούν έκτακτες Γ.Σ., όπου ο μοναδικός λόγος πραγματοποίησης τους είναι η πρόθεση της εκάστοτε εταιρείας να επαναγοράσει μετοχές της. Για τις υπόλοιπες, δεν έχουμε ακριβή γνώση για το είδος των Γ.Σ., αν πρόκειται δηλαδή για τακτικές ή έκτακτες και για να αποφύγουμε οποιαδήποτε παρερμηνεία τις λαμβάνουμε υπόψη ως ενιαίο δείγμα.

Το 1995 εντοπίστηκαν δυο δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε Γ.Σ, το 1996 τέσσερις, το 1997 δώδεκα, το 1998 πέντε εκ των οποίων η μια ήταν καθαρή, το 1999 τέσσερις, το 2000 τριανταπέντε εκ των οποίων οι εννιά ήταν καθαρές και το 2001 είκοσι δύο από τις οποίες οι δεκαεπτά, δηλαδή πλέον των μισών ήταν καθαρές.

Στα διαγράμματα 1 και 2 που ακολουθούν, παρουσιάζεται η εξέλιξη των ανακοινώσεων προσκλήσεων σε Γ.Σ. και η ποσοστιαία κατανομή τους κατά έτος.



Διάγραμμα 1. Εξέλιξη Ανακοινώσεων Επαναγοράς 1995-2001



Διάγραμμα 2. % Κατανομή Ανακοινώσεων 1995-2001

Το γεγονός ότι ο αριθμός δημοσιεύσεων που αφορούσε σε Γ.Σ. όπου θέμα υπήρξε η επαναγορά ιδίων μετοχών, παρουσιάζει έξαρση τα έτη 2000 και 2001, σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές δικαιολογείται από την χρηματιστηριακή ύφεση που ακολούθησε μετά από το έτος 1999. Οι εταιρείες αυτή την περίοδο εμφανίζονται πιο πρόθυμες να προβούν ή τουλάχιστον να ανακοινώσουν την πρόθεσή τους να επαναγοράσουν μετοχές τους προφανώς σε μια προσπάθεια στήριξης των τιμών.

Τα πρώτα έτη ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών είναι πιο περιορισμένος και η αγορά εμφάνιζε σταθερότητα και μικρές διακυμάνσεις, γεγονός που δεν θα δικαιολογούσε την επαναγορά ιδίων μετοχών ως μέθοδο στήριξης των τιμών των μετοχών.

Στο σημείο αυτό αναφέρουμε ότι οι εταιρείες που ανακοίνωσαν επαναγορά ιδίων μετοχών και συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα μας, προέρχονται από όλους τους κλάδους και το ποσοστό επαναγοραζόμενων μετοχών για την πλειοψηφία των μετοχών προσεγγίζει το 10%, δηλαδή το ανώτατο ποσοστό που ορίζει το θεσμικό πλαίσιο.

Από το αρχικό δείγμα των 84 δημοσιεύσεων, αποκλείονται τρεις εκ των οποίων οι δυο αφορούν έκτακτη Γ.Σ. επειδή κατέστη αδύνατο να βρεθούν οι τιμές μετοχών για τις εταιρείες που έκαναν τη δημοσίευση (ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ, ΤΕΛΕΣΙΣ, ΔΑΝΙΗΛΙΔΗΣ, ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ).

Επίσης, εντοπίστηκαν εταιρείες που ανακοίνωσαν πρόθεση επαναγοράς, πολύ σύντομα με την ημερομηνία εισαγωγής των μετοχών τους στο ΧΑΑ.

Πρόκειται για επτά στον αριθμό εταιρείες από τις οποίες οι δυο δημοσίευσαν πρόσκληση έκτακτης Γ.Σ. (ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ, ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, ΕΥΔΑΠ, ΙΑΣΩ, INFORMATICS, PAPERPACK-ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ, ΑΤΛΑΝΤΙΚ).

Έχοντας αποκλείσει αυτές τις περιπτώσεις, το δείγμα μας αναδιαμορφώνεται. Ο τελικός συνολικός αριθμός ημερομηνιών δημοσίευσης πρόσκλησης σε Γ.Σ. είναι 73, από τις οποίες οι 24 αφορούν έκτακτες Γ.Σ.

Στον πίνακα 1, παρουσιάζεται ο αρχικός αριθμός των δημοσιεύσεων προσκλήσεων σε Γ.Σ. για κάθε ένα από τα εξεταζόμενα έτη και ο αριθμός των δημοσιεύσεων που συμπεριλήφθηκε τελικά στο χρησιμοποιούμενο δείγμα.

Πίνακας 1. Αριθμός Δημοσιεύσεων Προσκλήσεων σε Γ.Σ. 1995-2001

| Έτη | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | Σύνολα |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Αρχικός Αριθμός | 2 | 4 | 12 | 5 | 4 | 35 | 22 | 84 |
| Τελικός Αριθμός | 2 | 4 | 12 | 4 | 3 | 29 | 19 | 73 |

5.2. Διάσπαση του Συνολικού Δείγματος

Το δείγμα που έχουμε καταγράψει θα μελετηθεί υπό το πρίσμα ελέγχων υποθέσεων, ώστε να συμπεράνουμε αν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Η μεθοδολογία που περιγράφηκε, θα εφαρμοστεί όχι μόνο επί του συνολικού δείγματος. Αντιθέτως, το αρχικό δείγμα θα χωριστεί σε υποδείγματα με βάση τα κριτήρια που θέτονται κάθε φορά και θα διεξαχθούν ξεχωριστοί έλεγχοι.

Σύντομα αναφέρεται ότι οι έλεγχοι που θα διεξαχθούν θα αφορούν τα εξής δείγματα:

1. Το σύνολο των δημοσιεύσεων της πρόσκλησης σε Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001, ανεξάρτητα από τον αναφερόμενο τύπο Γ.Σ.
2. Οι δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε Γ.Σ. ανεξαρτήτου τύπου για το έτος 2000
3. Οι δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε Γ.Σ. ανεξαρτήτου τύπου για το έτος 2001
4. Οι δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε έκτακτες Γ.Σ. κατά τα έτη 1995-2001
5. Οι δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε έκτακτες Γ.Σ. που εντοπίζονται κατά στο έτος 2000
6. Οι δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε έκτακτες Γ.Σ. που εντοπίζονται κατά στο έτος 2001
7. Οι ημερομηνίες των έκτακτων Γ.Σ. που πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου 1995-2001

Για τη μελέτη των έξι πρώτων δειγμάτων, ως γεγονός ορίζεται η ημερομηνία δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. Η ημερομηνία αυτή δηλαδή είναι και η ημερομηνία 0. Μόνο για το 7^ο δείγμα, λαμβάνεται υπόψη ως γεγονός η ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Για κάθε μια από τις ανωτέρω περιπτώσεις, υπολογίζεται το t-statistic για το σύνολο των μετοχών που απαρτίζουν το δείγμα για κάθε μια μέρα. Οι τιμές τους μαζί με τις μέσες υπερβάλλουσες και μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις απεικονίζονται σε πίνακες για χρονικό διάστημα 10 ημερών. Επίσης, στους πίνακες αυτούς αναφέρεται και ο αριθμός και το ποσοστό των μετοχών με θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις από το συνολικό κάθε φορά δείγμα.

Επίσης, υπολογίζεται για όλες τις μετοχές του δείγματος, το t-statistic στα διαστήματα $\{-1,0\}$, $\{-5,0\}$ και $\{-10,0\}$, χρησιμοποιώντας τη μέση αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση για τα διαστήματα αυτά. Η κίνηση της μέσης και μέσης σωρευτικής υπερβάλλουσας απόδοσης στο δεκαήμερο εμφανίζεται διαγραμματικά. Τέλος, διεξάγονται παραμετρικοί και μη παραμετρικοί έλεγχοι υποθέσεων και αναλύονται τα αποτελέσματά τους.

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα εξαγόμενα αποτελέσματα για κάθε μια από τις προαναφερθείσες περιπτώσεις

6.1. Μελέτη των ανακοινώσεων για τα έτη 1995-2001

Πρώτη προσέγγιση είναι η διερεύνηση ύπαρξης στατιστικά σημαντικών υπερβαλλουσών αποδόσεων, για το συνολικό δείγμα.

Αρχικά μας ενδιαφέρει να έχουμε μια πρώτη εικόνα για το πώς συμπεριφέρονται οι τιμές των μετοχών όταν ανακοινώνεται η πρόθεση επαναγοράς ιδίων μετοχών, ανεξαρτήτως χρόνου και ανεξάρτητα από το αν η δημοσίευση της ανακοίνωσης για επαναγορά ιδίων μετοχών, αναφέρεται σε τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση.

Με το πρώτο event study που θα διεξαχθεί θα ληφθεί υπόψιν ολόκληρο το δείγμα των 73 δημοσιεύσεων μεταξύ των ετών 1995-2001 και ως καθοριστική ημερομηνία του γεγονότος ορίζεται η ημερομηνία της κάθε δημοσίευσης.

Το διαμορφούμενο χαρτοφυλάκιο είναι επιθετικό αφού ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου υπερβαίνει τη μονάδα. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψιν το μέσο R^2 , το 35% περίπου των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών που έχουν δημοσιεύσει πρόσκληση σε Γ.Σ., εξηγείται από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Στο συνολικό δείγμα πάντως έχει επιτευχθεί καλή διαφοροποίηση, εφόσον ο μέσος ειδικός κίνδυνος δεν είναι υψηλός.

Η αναζήτηση στατιστικά σημαντικών υπερβαλλουσών αποδόσεων ξεκινά με τον έλεγχο των t-statistics.

Ο πίνακας 2, συνοψίζει τις μέσες και μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, καθώς και τα t-statistics για τις 10 ημέρες που καλύπτουν την ημερομηνία της ανακοίνωσης (παρουσιάζονται επίσης ο αριθμός των μετοχών με θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις σε απόλυτα νούμερα και ποσοστά).

Πίνακας 2

N=73

Ετη:1995-2001

Ημερήσιες Μέσες & Αθροιστικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|---------------------|---------|-------|---------|-----------------|----------|
| -10 | -0,014% | 43 | 58,90% | -0,016 | -0,014% |
| -9 | -0,437% | 32 | 43,84% | -0,493 | -0,451% |
| -8 | -0,171% | 31 | 42,47% | -0,192 | -0,621% |
| -7 | -0,257% | 30 | 41,10% | -0,290 | -0,878% |
| -6 | -0,281% | 29 | 39,73% | -0,317 | -1,159% |
| -5 | 0,625% | 43 | 58,90% | 0,705 | -0,534% |
| -4 | 1,028% | 39 | 53,42% | 1,160 | 0,494% |
| -3 | 0,597% | 36 | 49,32% | 0,674 | 1,091% |
| -2 | 0,485% | 38 | 52,05% | 0,548 | 1,577% |
| -1 | 0,763% | 44 | 60,27% | 0,861 | 2,340% |
| 0 | -0,284% | 34 | 46,58% | -0,320 | 2,056% |
| 1 | 0,691% | 37 | 50,68% | 0,780 | 2,747% |
| 2 | 0,828% | 45 | 61,64% | 0,934 | 3,576% |
| 3 | 0,254% | 38 | 52,05% | 0,287 | 3,830% |
| 4 | -0,019% | 44 | 60,27% | -0,021 | 3,811% |
| 5 | -0,236% | 35 | 47,95% | -0,267 | 3,575% |
| 6 | -0,444% | 38 | 52,05% | -0,501 | 3,130% |
| 7 | 0,465% | 40 | 54,79% | 0,524 | 3,595% |
| 8 | 0,468% | 40 | 54,79% | 0,527 | 4,063% |
| 9 | 0,522% | 50 | 68,49% | 0,589 | 4,585% |
| 10 | 0,023% | 33 | 45,21% | 0,026 | 4,608% |
| CAAR(-1,0)=0,479% | | | | t(-1,0)=0,382 | |
| CAAR(-5,0)=3,215% | | | | t(-5,0)=1,481 | |
| CAAR(-10,0)=-0,171% | | | | t(-10,0)=-0,058 | |

Θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις εντοπίζονται μετά την ημέρα -5, αλλά την ημέρα 0 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση γίνεται αρνητική. Το δείγμα στο διάστημα $\{-10,+10\}$ έχει κερδίσει μια σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της τάξης του

4,608%. Ωστόσο, τα t-statistics για κάθε μέρα υπολείπονται της κριτικής τιμής 1,96 και κατά συνέπεια δεν μας επιτρέπουν να ισχυριστούμε ότι υπάρχουν στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε και με βάση τα t-statistics για τα διαστήματα $\{-1,0\}$, $\{-5,0\}$ και $\{-10,0\}$. Η όποια θετική υπερβάλλουσα απόδοση δεν οφείλεται στο γεγονός αλλά είναι η συνήθης που θα επιτυγχάνονταν και χωρίς την ύπαρξη του, εφόσον σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι το γεγονός δεν οδήγησε σε υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Το διάγραμμα 3 αποτυπώνει την τάση της μέσης και αθροιστικής μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης κατά τις ημέρες $\{-10,+10\}$.



Διάγραμμα 3. Μέσες (AAR) και Αθροιστικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (CAAR)

Συνεχίζοντας με τους παραμετρικούς και μη παραμετρικούς ελέγχους, στον πίνακα 3, παρουσιάζονται συνοπτικά τα σχετικά αποτελέσματα.

| | |
|---------------------------|------|
| <i>N</i> | 73 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 26% |
| J_1 | 0,97 |
| J_2 | 2,58 |
| J_3 | 1,05 |
| $J_3 > 1,96$ | 13 |
| Μέσο <i>a</i> | 0,00 |
| Μέσο <i>b</i> | 1,16 |
| Μέσο R^2 | 0,35 |

Εξετάζοντας τον έλεγχο J_0 βάσει του οποίου ελέγχεται η επίδραση του ίδιου γεγονότος σε κάθε στοιχείο του δείγματος ξεχωριστά, προκύπτει ότι στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις παρατηρήθηκαν σε 19 μετοχές, δηλαδή σε ποσοστό 26% περίπου επί του συνόλου των 73 μετοχών του δείγματος.

Οι 19 αυτές μετοχές έχουν μέσο beta (1,69) υψηλότερο από το μέσο beta του συνολικού δείγματος (1,16), γεγονός που σημαίνει ότι στην πλειοψηφία τους είναι επιθετικές μετοχές, δηλαδή επηρεάζονται σημαντικά από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Επίσης, το μέσο R^2 για τις μετοχές αυτές κινείται στα ίδια επίπεδα με το συνολικό μέσο R^2 .

Επιπλέον, από τις 19 μετοχές που εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις βάσει του ελέγχου J_0 , οι 4 αφορούν τα έτη μέχρι το 1999, οι πέντε αφορούν έκτακτες γενικές συνελεύσεις μετά το 1999 και οι υπόλοιπες καλύπτουν την περίοδο μετά το 1999, χωρίς όμως να γνωρίζουμε το είδος της Γενικής Συνέλευσης που αφορά η δημοσίευση.

Με βάση τον έλεγχο J_1 , παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή του είναι μικρότερη από την κριτική τιμή, συνεπώς καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και ότι οι μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τείνουν στο 0.

Συνεχίζοντας με τον έλεγχο J_2 , η τιμή του υπερβαίνει ελαφρά την κριτική τιμή. Ο έλεγχος αυτός ελέγχει την υπόθεση ότι το γεγονός δεν επηρεάζει την απόδοση καμίας μετοχής. Άρα, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η υπόθεση αυτή απορρίπτεται και από το γεγονός επηρεάζονται οι αποδόσεις κάποιων μετοχών.

Το test J_3 , όταν διεξάγεται για κάθε μια μετοχή ξεχωριστά μας δίνει 13 στον αριθμό μετοχές, σχεδόν 18% επί του συνόλου, που εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Για τις μετοχές αυτές απορρίπτω την μηδενική υπόθεση ότι δηλαδή για κάθε μία από αυτές, οι μισές παρατηρήσεις να είναι μικρότερες από 0, αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0. Δηλαδή, υποστηρίζεται περισσότερο η υπόθεση ότι περισσότερες από τις μισές παρατηρήσεις εμφανίζουν θετική υπερβάλλουσα απόδοση.

Χαρακτηριστικό είναι ότι από τις 13 μετοχές 4 μόνο αφορούν τα έτη μέχρι το 1999. Οι υπόλοιπες περιλαμβάνονται στην περίοδο μετά το 1999 και από αυτές οι 5 αφορούν έκτακτες γενικές συνελεύσεις.

Ο ίδιος έλεγχος όταν διεξάγεται για το σύνολο των μετοχών, μας δίνει τιμή μικρότερη της κριτικής και δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ότι το γεγονός δεν οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Κατά συνέπεια, το γεγονός δεν οδήγησε σε θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις το σύνολο των μετοχών.

Γενικό Συμπέρασμα: Ο πρώτος έλεγχος βασίστηκε στο συνολικό δείγμα, χωρίς να έχουν τεθεί χρονικά κριτήρια ή να έχει ληφθεί υπόψιν ο τύπος της Γ.Σ. στην οποία αναφέρεται η δημοσίευση. Στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα για τις αποδόσεις των μετοχών δεν προέκυψαν με τη χρήση των t-statistics που αφορούν το δείγμα ως σύνολο. Ωστόσο, μετοχές που παρουσίασαν μεμονωμένα κάποια στατιστική σημαντικότητα στις αποδόσεις τους υπήρξαν σε αυτό το δείγμα, σύμφωνα με τους παραμετρικούς και μη παραμετρικούς ελέγχους. Πρέπει όμως να σκεφτεί κανείς ότι το αρχικό δείγμα είναι ποικιλόμορφο. Περιλαμβάνει πολλές μετοχές και τα σχετικά δημοσιεύματα αφορούν διαφορετικές χρονικές περιόδους που είναι τελείως διαφορετικές μεταξύ τους.

6.2. Μελέτη για τις ανακοινώσεις του έτους 2000

Τόσο τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα όσο και η κατάσταση των εταιρειών του δείγματος δεν παραμένουν σταθερές για όλα τα έτη. Δεν είναι επομένως δυνατό και οι αποδόσεις των μετοχών να συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο κάθε χρονιά στην ανακοίνωση μιας είδησης.

Θέτοντας ως κριτήριο το έτος δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. θα γίνει ένας πρώτος έλεγχος για τις μετοχές που η δημοσίευση εντοπίζεται τη χρονιά 2000, ανεξάρτητα όμως από τον τύπο της Γ.Σ. Πρόκειται για ένα δείγμα 29 δημοσιεύσεων πρόσκλησης σε Γ.Σ. μέσα στο 2000.

Αναφερόμαστε πάλι σε ένα καλά διαφοροποιημένο δείγμα, με μέσο ειδικό κίνδυνο που έχει πρακτικά μηδενιστεί. Ωστόσο, το μέσο R^2 , είναι αρκετά υψηλό (47%) και εκφράζει ότι οι αποδόσεις εξηγούνται σχεδόν κατά το ήμισυ από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Το δείγμα συνθέτει ένα σχετικά επιθετικό χαρτοφυλάκιο με μέσο συστηματικό κίνδυνο 1,31.

Η αναζήτηση στατιστικά σημαντικών υπερβαλλουσών αποδόσεων ξεκινά με τον έλεγχο των t-statistics. Ο πίνακας 4, παρουσιάζει τις μέσες και σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, αλλά και τα t-statistics για τις 10 ημέρες γύρω από τη δημοσίευση.

Πίνακας 4

N=29

Έτη:2000

Ημερήσιες Μέσες & Αθροιστικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|---------------------|---------|-------|---------|-----------------|----------|
| -10 | 0,405% | 18 | 62,07% | 0,556 | 0,405% |
| -9 | -0,178% | 13 | 44,83% | -0,244 | 0,227% |
| -8 | -0,330% | 10 | 34,48% | -0,452 | -0,102% |
| -7 | -0,922% | 11 | 37,93% | -1,266 | -1,025% |
| -6 | -0,792% | 9 | 31,03% | -1,087 | -1,817% |
| -5 | 0,803% | 19 | 65,52% | 1,102 | -1,014% |
| -4 | 0,523% | 16 | 55,17% | 0,717 | -0,491% |
| -3 | -0,182% | 12 | 41,38% | -0,249 | -0,673% |
| -2 | -0,550% | 11 | 37,93% | -0,755 | -1,223% |
| -1 | 0,582% | 18 | 62,07% | 0,799 | -0,641% |
| 0 | 0,015% | 12 | 41,38% | 0,021 | -0,625% |
| 1 | 0,440% | 14 | 48,28% | 0,603 | -0,186% |
| 2 | 0,160% | 15 | 51,72% | 0,219 | -0,026% |
| 3 | 0,012% | 17 | 58,62% | 0,016 | -0,014% |
| 4 | 0,166% | 18 | 62,07% | 0,228 | 0,152% |
| 5 | -0,162% | 16 | 55,17% | -0,223 | -0,011% |
| 6 | -0,104% | 16 | 55,17% | -0,143 | -0,115% |
| 7 | -0,841% | 11 | 37,93% | -1,154 | -0,956% |
| 8 | 0,323% | 15 | 51,72% | 0,443 | -0,633% |
| 9 | -0,164% | 16 | 55,17% | -0,225 | -0,797% |
| 10 | 0,175% | 15 | 51,72% | 0,240 | -0,622% |
| CAAR(-1,0)=0,598% | | | | t(-1,0)=0,580 | |
| CAAR(-5,0)=1,191% | | | | t(-5,0)=0,667 | |
| CAAR(-10,0)=-0,330% | | | | t(-10,0)=-0,136 | |

Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση βελτιώνεται από την ημέρα -1 και διατηρείται αύξουσα μέχρι και την ημέρα 4. Από εκεί και έπειτα φθίνει. Η μέση αθροιστική απόδοση που κερδίζει το δείγμα για το δεκαήμερο είναι αρνητική. Τα t-statistics

βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα από την κριτική τιμή και το ίδιο ισχύει και για τα διαστήματα $\{-1,0\}$, $\{-5,0\}$ και $\{-10,0\}$. Στο δείγμα των 29 δημοσιεύσεων προσκλήσεων που πραγματοποιούνται το 2000, δεν εντοπίζονται στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Το διάγραμμα 4 παρουσιάζει για το διάστημα $\{-10,+10\}$, τις μέσες υπερβάλλουσες και αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις.



Διάγραμμα 4. Μέσες (AAR) και Αθροιστικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις (CAAR)

Στον πίνακα 5, παρουσιάζονται αποτελέσματα που αφορούν τους παραμετρικούς και μη παραμετρικούς ελέγχους.

| | |
|---------------------------|-------|
| N | 29 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 38% |
| J_1 | 0,30 |
| J_2 | 0,74 |
| J_3 | -0,29 |
| $J_3 > 1,96$ | 14% |
| Μέσο a | 0,00 |
| Μέσο b | 1,31 |
| Μέσο R^2 | 0,47 |

Προχωρώντας στους παραμετρικούς ελέγχους, το στατιστικό J_0 μας δίνει τιμές μεγαλύτερες από την κριτική τιμή 1,96 για 11 μετοχές. Δηλαδή, το 38% των μετοχών του δείγματος εμφανίζει στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για τις μετοχές αυτές μόνο για μια γνωρίζουμε με βεβαιότητα ότι η δημοσίευση της πρόσκλησης αφορά έκτακτη γενική συνέλευση.

Οι μετοχές αυτές έχουν μέσο beta (1,43) υψηλότερο από το μέσο beta του συνολικού δείγματος (1,31), γεγονός που σημαίνει ότι στην πλειοψηφία τους είναι επιθετικές μετοχές, δηλαδή επηρεάζονται σημαντικά από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Επίσης, το μέσο R^2 για τις μετοχές αυτές κινείται στα ίδια επίπεδα με το συνολικό μέσο R^2 .

Με βάση τον έλεγχο J_1 , παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή του είναι μικρότερη από την κριτική τιμή, συνεπώς καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και ότι οι μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τείνουν στο 0.

Συνεχίζοντας με τον έλεγχο J_2 , η τιμή του υπολείπεται της κριτικής τιμής. Επομένως, δεν απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5% η υπόθεση ότι η μέση στατιστική J_0 για όλες τις μετοχές είναι 0.

Το test J_3 , όταν διεξάγεται για κάθε μια μετοχή ξεχωριστά μας δίνει 4 (14%) στον αριθμό μετοχές που εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Για τις μετοχές αυτές απορρίπτω την μηδενική υπόθεση οι μισές παρατηρήσεις να είναι μικρότερες από 0, αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0.

Ο ίδιος έλεγχος όταν διεξάγεται για το σύνολο των μετοχών, μας δίνει τιμή αρνητική (-0,29) και μικρότερη της κριτικής, συνεπώς δεν μπορούμε να απορρίψουμε την

μηδενική υπόθεση ότι το γεγονός δεν οδήγησε σε θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις το σύνολο των μετοχών.

Γενικό Συμπέρασμα: Για να απομονωθούν οι χρονικές παράμετροι, το συνολικό δείγμα εξετάστηκε και κατά έτος. Με βάση τα t-statistics αναφορικά με το δείγμα στο οποίο βασικό κριτήριο για τη διαμόρφωση του είναι το έτος της δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. (2000), δεν εντοπίζονται στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι παραμετρικοί και μη παραμετρικοί έλεγχοι εντόπισαν κάποιες μετοχές που έδειξαν κάποια αντίδραση, το ποσοστό αυτό όμως βρίσκεται σε επίπεδα χαμηλά. Ειδικά για το 2000, η σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση που επιτυγχάνεται στις ημέρες που επικεντρώνεται το ενδιαφέρον (το δεκαήμερο $-10,+10$) είναι αρνητική.

6.3. Μελέτη για τις ανακοινώσεις του έτους 2001

Με τον ίδιο τρόπο θα εργαστούμε και για τις εταιρείες που δημοσίευσαν πρόσκληση σε Γ.Σ. (ανεξαρτήτου είδους) κατά το έτος 2001, οπότε και εντοπίζεται εξίσου μεγάλος αριθμός ανακοινώσεων, οι οποίες μάλιστα αφορούν στην πλειοψηφία τους έκτακτες Γ.Σ.

Το δείγμα περιλαμβάνει 19 στον αριθμό ανακοινώσεις με μια καλή διαφοροποίηση, εφόσον ο μέσος ειδικός κίνδυνος μηδενίζεται. Το 41% των αποδόσεων εξηγείται από τις διακυμάνσεις της αγοράς (μέσο $R^2 = 41\%$), και το δείγμα που συνθέτουν οι 19 μετοχές έχει μέσο συστηματικό κίνδυνο σημαντικά υψηλότερο από τη μονάδα, διαμορφώνοντας ένα επιθετικό χαρτοφυλάκιο.

Ο πίνακας 6, παρουσιάζει τις μέσες και αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις αλλά και τα t-statistics για το διάστημα $\{-10,+10\}$ του event window.

Πίνακας 6

N=19

Έτη:2001

Ημερήσιες Μέσες & Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|---------------------|---------|-------|---------|-----------------|----------|
| -10 | -1,257% | 8 | 42,11% | -0,434 | -1,257% |
| -9 | -1,373% | 6 | 31,58% | -0,474 | -2,631% |
| -8 | -0,606% | 7 | 36,84% | -0,209 | -3,237% |
| -7 | 0,012% | 8 | 42,11% | 0,004 | -3,225% |
| -6 | -1,123% | 7 | 36,84% | -0,387 | -4,348% |
| -5 | 0,468% | 10 | 52,63% | 0,161 | -3,880% |
| -4 | 3,144% | 12 | 63,16% | 1,085 | -0,736% |
| -3 | 2,272% | 13 | 68,42% | 0,784 | 1,536% |
| -2 | 1,176% | 12 | 63,16% | 0,406 | 2,712% |
| -1 | 0,620% | 10 | 52,63% | 0,214 | 3,332% |
| 0 | -0,844% | 12 | 63,16% | -0,291 | 2,488% |
| 1 | 1,418% | 10 | 52,63% | 0,489 | 3,906% |
| 2 | 1,407% | 12 | 63,16% | 0,486 | 5,313% |
| 3 | -0,195% | 9 | 47,37% | -0,067 | 5,118% |
| 4 | -0,183% | 13 | 68,42% | -0,063 | 4,935% |
| 5 | -0,527% | 9 | 47,37% | -0,182 | 4,407% |
| 6 | -1,026% | 8 | 42,11% | -0,354 | 3,382% |
| 7 | 2,993% | 15 | 78,95% | 1,033 | 6,375% |
| 8 | 1,562% | 13 | 68,42% | 0,539 | 7,937% |
| 9 | 1,557% | 16 | 84,21% | 0,537 | 9,494% |
| 10 | 0,032% | 12 | 63,16% | 0,011 | 9,526% |
| CAAR(-1,0)=-0,224% | | | | t(-1,0)=-0,055 | |
| CAAR(-5,0)=6,836% | | | | t(-5,0)=0,963 | |
| CAAR(-10,0)=-0,606% | | | | t(-10,0)=-0,063 | |

Την ημέρα 0, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι αρνητική, πράγμα που αναστρέφεται την επόμενη. Το δείγμα κερδίζει σημαντικές σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις στο διάστημα $\{-10,+10\}$ της τάξεως του 9.5% περίπου.

Ωστόσο, τα t-statistics για κάθε μια από αυτές τις ημέρες όπως και για τα υποδιαστήματα που μας ενδιαφέρουν δεν δίνουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.

Στο διάγραμμα 5, αποτυπώνονται οι διακυμάνσεις στις αποδόσεις.



Ο πίνακας 7, μας δίνει τα αποτελέσματα παραμετρικών και μη παραμετρικών ελέγχων.

Πίνακας 7
Παραμετρικοί & Μη Παραμετρικοί Έλεγχοι

| | |
|---------------------------|------|
| N | 19 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 21% |
| J_1 | 0,08 |
| J_2 | 2,73 |
| J_3 | 1,61 |
| $J_3 > 1,96$ | 26% |
| Μέσο a | 0,00 |
| Μέσο b | 1,65 |
| Μέσο R^2 | 0,41 |

Αναλύοντας τα στοιχεία του πίνακα, ο έλεγχος J_0 δίνει μόλις 4 μετοχές με απόλυτη τιμή να υπερβαίνει την κριτική. Αυτές αντιπροσωπεύουν το 21% του δείγματος. Χαρακτηριστικό είναι ότι και οι τέσσερις εταιρείες δημοσιεύουν πρόσκληση σε έκτακτη Γ.Σ., και διακρίνονται από υψηλό συστηματικό κίνδυνο.

Η τιμή του J_1 , είναι αρκετά χαμηλή, κατά συνέπεια η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και οι μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τείνουν στο 0.

Συνεχίζοντας με τον έλεγχο J_2 , η τιμή του υπερβαίνει την κριτική τιμή, πράγμα που σημαίνει ότι η μέση τιμή του J_0 είναι μεγαλύτερη του 0.

Το test J_3 , όταν διεξάγεται για κάθε μια μετοχή ξεχωριστά μας δίνει 5 στον αριθμό μετοχές που εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις, για τις οποίες μάλιστα η δημοσίευση αφορά έκτακτη Γ.Σ..

Ο έλεγχος J_3 όταν διεξάγεται για το σύνολο των μετοχών, μας δίνει τιμή μικρότερη της κριτικής, συνεπώς δεν μπορούμε να απορρίψουμε σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, την μηδενική υπόθεση ότι το γεγονός δεν οδήγησε σε θετικές αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις το σύνολο των μετοχών.

Γενικό Συμπέρασμα: Σε δείγμα 19 δημοσιεύσεων με βασικό κριτήριο το έτος της δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. (2001), δεν εντοπίζονται στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το σύνολο των μετοχών σε καμία από τις ημέρες εντός του event window και το ίδιο ισχύει και για τις μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις όλων των μετοχών οι οποίες ωστόσο είναι εξαιρετικά υψηλές. Το χαρακτηριστικό του έτους αυτού είναι ότι η πλειοψηφία των δημοσιεύσεων προσκλήσεων αφορά έκτακτες Γ.Σ., δηλαδή Γ.Σ. που συγκαλούνται με μοναδικό σκοπό να συζητηθεί η πρόθεση για επαναγορά ιδίων μετοχών. Εντούτοις, αυτή η απόδοση δεν δείχνει κάποια στατιστική σημαντικότητα.

6.4. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001

Οι παραπάνω έλεγχοι και τα αποτελέσματα που προέκυψαν, καθιστούν απαραίτητη και την εξέταση του δείγματος του συνόλου των επιχειρήσεων που δημοσίευσαν πρόσκληση σε έκτακτη Γ.Σ. κατά την περίοδο 1995-2001.

Το είδος της Γ.Σ. (τακτική ή έκτακτη) που αφορά η δημοσίευση της πρόσκλησης είναι ένα πολύ σημαντικό κριτήριο για την διεξαγωγή των ελέγχων.

Μια Γ.Σ. που πραγματοποιείται εκτάκτως έχοντας ως αποκλειστικό θέμα την πρόθεση της επιχείρησης να επαναγοράσει μετοχές της, πιθανών να επηρεάσει την Αγορά με διαφορετικό τρόπο από μια ανακοίνωση τακτικής Γ.Σ. κατά την οποία στα θέματα της ημερήσιας διάταξης θα είναι μεταξύ των άλλων και η πρόθεση επαναγοράς. Αυτό γιατί μια Γ.Σ. που έχει ως αποκλειστικό ένα και μόνο θέμα (εδώ το ενδεχόμενο επαναγοράς), έχει άλλη αξία για τους επενδυτές, επειδή καθιστά το θέμα αυτό βαρύνουσας σημασίας. Επίσης, δεν υπάρχει επίδραση από άλλους παράγοντες παρά μόνο από την ανακοίνωση της επαναγοράς.

Επομένως, ο έλεγχος των δημοσιεύσεων προσκλήσεων σε έκτακτες Γ.Σ. καθίσταται απαραίτητος, λαμβάνοντας πάλι υπόψη το σύνολο των ετών.

Αρχικά παρατηρείται ότι το δείγμα έχει διαφοροποιηθεί ικανοποιητικά ώστε ο μέσος ειδικός κίνδυνος να είναι μηδενικός. Το 40% των αποδόσεων εξηγείται από τις διακυμάνσεις της αγοράς και το δημιουργούμενο χαρτοφυλάκιο είναι επιθετικό με συστηματικό κίνδυνο 1,56.

Ο πίνακας 8 δίνει τα εξής χρήσιμα στοιχεία για τις 10 ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία 0:

Πίνακας 8

N= 24

Έτη: 1995-2001

Ημερήσιες Μέσες & Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|----------------------------|---------|-------|---------|-------------------------|----------|
| -10 | -1,468% | 10 | 41,67% | -0,617 | -1,468% |
| -9 | -1,513% | 7 | 29,17% | -0,636 | -2,981% |
| -8 | -0,808% | 8 | 33,33% | -0,340 | -3,789% |
| -7 | -0,191% | 11 | 45,83% | -0,080 | -3,980% |
| -6 | -0,432% | 10 | 41,67% | -0,182 | -4,412% |
| -5 | 0,899% | 15 | 62,50% | 0,378 | -3,513% |
| -4 | 3,107% | 16 | 66,67% | 1,306 | -0,406% |
| -3 | 1,613% | 16 | 66,67% | 0,678 | 1,207% |
| -2 | 1,270% | 15 | 62,50% | 0,534 | 2,477% |
| -1 | 0,382% | 13 | 54,17% | 0,160 | 2,859% |
| 0 | -1,634% | 12 | 50,00% | -0,687 | 1,225% |
| 1 | 1,302% | 15 | 62,50% | 0,547 | 2,527% |
| 2 | 0,981% | 16 | 66,67% | 0,412 | 3,508% |
| 3 | -0,374% | 14 | 58,33% | -0,157 | 3,133% |
| 4 | -0,202% | 16 | 66,67% | -0,085 | 2,932% |
| 5 | 0,643% | 15 | 62,50% | 0,270 | 3,575% |
| 6 | -1,198% | 9 | 37,50% | -0,504 | 2,377% |
| 7 | 1,696% | 15 | 62,50% | 0,713 | 4,073% |
| 8 | 1,250% | 17 | 70,83% | 0,525 | 5,322% |
| 9 | 1,049% | 18 | 75,00% | 0,441 | 6,372% |
| 10 | 0,205% | 14 | 58,33% | 0,086 | 6,577% |
| <i>CAAR(-1,0)=-1,252%</i> | | | | <i>t (-1,0)=-0,372</i> | |
| <i>CAAR(-5,0)=5,637%</i> | | | | <i>t (-5,0)=0,967</i> | |
| <i>CAAR(-10,0)=-0,808%</i> | | | | <i>t (-10,0)=-0,102</i> | |

Κατά την ημερομηνία 0, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση μειώνεται, ενώ τις δυο επόμενες ημέρες ανακάμπτει. Μείωση παρατηρείται κατά τις ημέρες 3 και 4, ενώ από την 5^η ημέρα και μετά επέρχεται βελτίωση. Η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση που κερδίζει το δείγμα των 24 μετοχών για το διάστημα $\{-10,+10\}$ είναι της τάξεως του

6,5% περίπου. Ωστόσο, στατιστικά σημαντικές αποδόσεις δεν υπάρχουν ούτε για κάθε ημέρα ξεχωριστά ούτε στα διαστήματα $\{-1,0\}$, $\{-5,0\}$, $\{-10,0\}$.

Το διάγραμμα 6, δείχνει πως κινείται η μέση και σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση.



Για την ανάλυση των λοιπών ελέγχων, ο πίνακας 9 συνοψίζει τα κύρια αποτελέσματα.

| | |
|---------------------------|-------|
| N | 24 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 21% |
| J_1 | -0,29 |
| J_2 | 1,21 |
| J_3 | 0,82 |
| $J_3 > 1,96$ | 21% |
| Μέσο a | 0,00 |
| Μέσο b | 1,56 |
| Μέσο R^2 | 0,40 |

Εξετάζοντας τον έλεγχο J_0 , προκύπτει ότι στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις παρατηρήθηκαν σε 5 μετοχές, δηλαδή σε ποσοστό 21% περίπου επί του συνόλου των 24 μετοχών του δείγματος. Η δημοσίευση της πρόσκλησης σε Γ.Σ. έγινε για τις εταιρείες αυτές το 2001.

Με βάση τον έλεγχο J_1 , παρατηρούμε ότι η απόλυτη τιμή του είναι μικρότερη από την κριτική τιμή, συνεπώς καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και ότι οι μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τείνουν στο 0.

Συνεχίζοντας με τον έλεγχο J_2 , η τιμή του υπολείπεται της κριτικής. Επομένως, δεν απορρίπτεται σε επίπεδο σημαντικότητας 5% η υπόθεση ότι η μέση στατιστική J_0 για όλες τις μετοχές είναι 0.

Το test J_3 , όταν διεξάγεται για κάθε μια μετοχή ξεχωριστά μας δίνει 5 στον αριθμό μετοχές που εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις. Για τις μετοχές αυτές απορρίπτω την μηδενική υπόθεση οι μισές παρατηρήσεις να είναι μικρότερες από 0, αν η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι 0.

Ο ίδιος έλεγχος όταν διεξάγεται για το σύνολο των μετοχών, μας δίνει τιμή μικρότερη της κριτικής, συνεπώς δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ότι το γεγονός δεν οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Γενικό Συμπέρασμα: Σε δείγμα 24 εταιρειών που δημοσιεύουν πρόσκληση σε έκτακτη Γ.Σ. κατά τα έτη 1995-2001, δεν εντοπίζονται στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για το σύνολο των μετοχών σε καμία από τις ημέρες εντός του event window και το ίδιο ισχύει και για τις μέσες αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις όλων των μετοχών. Αν και το δείγμα κερδίζει σημαντικές σωρευτικές αποδόσεις, ο στατιστικός έλεγχος δεν οδηγεί σε συμπεράσματα στατιστικής σημασίας. Οι όποιες μετοχές δείχνουν κάποια αντίδραση με βάση τους λοιπούς έλεγχους πέρα των t-statistics, είναι περιορισμένες σε μικρό ποσοστό από το δείγμα.

6.5. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για το έτος 2000

Για τις δημοσιεύσεις που αφορούν έκτακτες Γ.Σ. λαμβάνουμε υπόψιν και το έτος δημοσίευσης. Εν προκειμένω, για το 2000, έχουμε 8 περιπτώσεις δημοσιεύσεων πρόσκλησης σε έκτακτη Γ.Σ. Το δείγμα είναι επίσης καλά διαφοροποιημένο, ο συστηματικός κίνδυνος προιδεάζει για ένα επιθετικό χαρτοφυλάκιο και οι αποδόσεις που εξηγούνται από την συμπεριφορά της αγοράς αγγίζουν το 48%.

Στον πίνακα 10, εμφανίζονται οι μέσες και αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις καθώς και τα t-statistics.

Πίνακας 10

N= 8

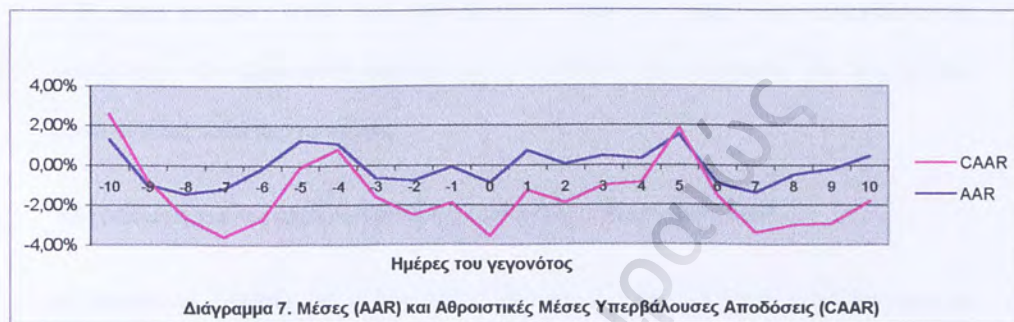
Έτη: 200

Ημερήσιες Μέσες & Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|---------------------|---------|-------|---------|-----------------|----------|
| -10 | 1,284% | 5 | 62,50% | 1,014 | 1,284% |
| -9 | -1,005% | 2 | 25,00% | -0,793 | 0,280% |
| -8 | -1,470% | 1 | 12,50% | -1,161 | -1,190% |
| -7 | -1,208% | 3 | 37,50% | -0,954 | -2,398% |
| -6 | -0,191% | 4 | 50,00% | -0,151 | -2,589% |
| -5 | 1,243% | 6 | 75,00% | 0,981 | -1,347% |
| -4 | 1,074% | 5 | 62,50% | 0,848 | -0,273% |
| -3 | -0,669% | 4 | 50,00% | -0,528 | -0,942% |
| -2 | -0,788% | 3 | 37,50% | -0,622 | -1,730% |
| -1 | -0,092% | 5 | 62,50% | -0,073 | -1,822% |
| 0 | -0,882% | 2 | 25,00% | -0,697 | -2,704% |
| 1 | 0,706% | 5 | 62,50% | 0,558 | -1,998% |
| 2 | 0,048% | 4 | 50,00% | 0,038 | -1,950% |
| 3 | 0,454% | 6 | 75,00% | 0,359 | -1,495% |
| 4 | 0,303% | 6 | 75,00% | 0,239 | -1,193% |
| 5 | 1,523% | 5 | 62,50% | 1,202 | 0,330% |
| 6 | -0,935% | 1 | 12,50% | -0,738 | -0,605% |
| 7 | -1,411% | 2 | 25,00% | -1,114 | -2,016% |
| 8 | -0,515% | 4 | 50,00% | -0,407 | -2,531% |
| 9 | -0,223% | 4 | 50,00% | -0,176 | -2,754% |
| 10 | 0,464% | 4 | 50,00% | 0,366 | -2,290% |
| CAAR(-1,0)=-0,974% | | | | t(-1,0)=-0,544 | |
| CAAR(-5,0)=-0,115% | | | | t(-5,0)=-0,037 | |
| CAAR(-10,0)=-1,470% | | | | T(-10,0)=-0,350 | |

Την ημέρα 0, παρατηρείται αρνητική μέση υπερβάλλουσα απόδοση. Το δείγμα έχει απώλειες στο διάστημα $\{-10,+10\}$ της τάξεως του 2,29%. Επίσης, δεν μπορούμε να υποστηρίξουμε καμία στατιστική σημαντικότητα για τις υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Την κίνηση της υπερβάλλουσας απόδοσης παρατηρούμε στο διάγραμμα 7.



Ο πίνακας 11, παρουσιάζει τα αποτελέσματα παραμετρικών-μη παραμετρικών ελέγχων.

| | |
|---------------------------|-------|
| <i>N</i> | 8 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 12,5% |
| J_1 | -1,03 |
| J_2 | -1,56 |
| J_3 | -0,70 |
| $J_3 > 1,96$ | 0% |
| Μέσο <i>a</i> | 0,00 |
| Μέσο <i>b</i> | 1,32 |
| Μέσο R^2 | 0,48 |

Ένα ποσοστό της τάξης του 12,5% παρουσιάζει στατιστικά σημαντικές αποδόσεις βάσει του ελέγχου J_0 . Όσον αφορά τους ελέγχους J_1 , J_2 και J_3 , οι τιμές που προκύπτουν υπολείπονται της κριτικής τιμής 1,96. Άρα, δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές

υπερβάλλουσες αποδόσεις και δεν είναι δυνατό να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Γενικό Συμπέρασμα: Σε δείγμα 8 εταιρειών που δημοσιεύουν πρόσκληση σε έκτακτη Γ.Σ. κατά το έτος 2000, δεν εντοπίζονται στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι αθροιστικές αποδόσεις για το 2000 είναι αρνητικές. Το δείγμα αυτό είναι πάντως πολύ περιορισμένο.

6.6. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για το έτος 2001

Η παραπάνω εργασία θα ακολουθηθεί και για τις δημοσιεύσεις προσκλήσεων σε έκτακτη Γ.Σ. που πραγματοποιήθηκαν κατά το έτος 2001. Το δείγμα αυτή τη φορά αποτελείται από 15 μετοχές που συνθέτουν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, σημαντικά επιθετικό και με R^2 κοντά στο 37%

Ο πίνακας 12, εμφανίζει για το δεκαήμερο τις μέσες και αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις αλλά και τα t-statistics.

Πίνακας 12

N= 15

Ετη: 2001

Ημερήσιες Μέσες & Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|----------------------------|---------|-------|---------|------------------------|----------|
| -10 | -2,695% | 5 | 33,33% | -0,730 | -2,695% |
| -9 | -1,482% | 5 | 33,33% | -0,401 | -4,176% |
| -8 | -1,099% | 5 | 33,33% | -0,298 | -5,275% |
| -7 | 0,083% | 7 | 46,67% | 0,023 | -5,192% |
| -6 | -0,856% | 6 | 40,00% | -0,232 | -6,048% |
| -5 | 0,590% | 9 | 60,00% | 0,160 | -5,459% |
| -4 | 3,620% | 9 | 60,00% | 0,980 | -1,839% |
| -3 | 2,891% | 11 | 73,33% | 0,783 | 1,052% |
| -2 | 1,962% | 10 | 66,67% | 0,531 | 3,014% |
| -1 | 0,356% | 8 | 53,33% | 0,096 | 3,370% |
| 0 | -1,557% | 10 | 66,67% | -0,422 | 1,813% |
| 1 | 1,619% | 9 | 60,00% | 0,439 | 3,433% |
| 2 | 1,174% | 10 | 66,67% | 0,318 | 4,606% |
| 3 | -0,725% | 7 | 46,67% | -0,196 | 3,881% |
| 4 | -0,688% | 9 | 60,00% | -0,186 | 3,193% |
| 5 | -0,265% | 8 | 53,33% | -0,072 | 2,928% |
| 6 | -1,283% | 7 | 46,67% | -0,347 | 1,646% |
| 7 | 3,610% | 13 | 86,67% | 0,978 | 5,256% |
| 8 | 2,093% | 12 | 80,00% | 0,567 | 7,349% |
| 9 | 1,711% | 13 | 86,67% | 0,463 | 9,060% |
| 10 | -0,449% | 9 | 60,00% | -0,121 | 8,611% |
| <i>CAAR(-1,0)=-1,201%</i> | | | | <i>t(-1,0)=-0,230</i> | |
| <i>CAAR(-5,0)=7,861%</i> | | | | <i>t(-5,0)=0,869</i> | |
| <i>CAAR(-10,0)=-1,099%</i> | | | | <i>t(-10,0)=-0,090</i> | |

Αν και κατά την ημέρα 0, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι αρνητική, ωστόσο το δείγμα κερδίζει αποδόσεις που υπερβαίνουν το 8,6%. Παρόλα αυτά όμως στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν εντοπίζονται εφόσον τα t-statistics υπολείπονται όλα της κριτικής τιμής.

Το διάγραμμα 8, δείχνει πως κινείται η μέση και σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση.



Ο πίνακας 13, εμφανίζει τα αποτελέσματα παραμετρικών και μη παραμετρικών ελέγχων.

Πίνακας 13
Παραμετρικοί & Μη Παραμετρικοί Έλεγχοι

| | |
|---------------------------|-------|
| <i>N</i> | 15 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 27% |
| J_1 | -0,26 |
| J_2 | 2,10 |
| J_3 | 1,29 |
| $J_3 > 1,96$ | 5 |
| Μέσο <i>a</i> | 0,003 |
| Μέσο <i>b</i> | 1,763 |
| Μέσο R^2 | 0,372 |

Ένα ποσοστό ίσο με 27% περίπου, δηλαδή 4 μετοχές, εμφανίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις με βάση τον έλεγχο J_0 , ενώ για 5 μετοχές έχουμε στατιστικά σημαντικές αποδόσεις με τον έλεγχο J_3 . Το στατιστικό J_1 υπολείπεται της κριτικής τιμής γεγονός που δεν επιτρέπει την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Στατιστικά σημαντικές αποδόσεις παρουσιάζονται με τον έλεγχο J_2 , όποτε και σε επίπεδο σημαντικότητας 5% απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση.

Συμπέρασμα: Στατιστικά σημαντικές αποδόσεις δεν εμφανίζει ούτε το δείγμα που αφορά το έτος 2001. Οι παραμετρικοί και μη παραμετρικοί έλεγχοι ωστόσο εντοπίζουν

κάποιες μετοχές που φαίνονται να έχουν στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, είναι όμως λίγες στο συνολικό δείγμα.

6.7. Μελέτη για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για τα έτη 1995-2001 με βάση την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Μόνο για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. για όλα τα έτη, θα οριστεί και ως γεγονός η ημερομηνία πραγματοποίησης των Γ.Σ. Είναι πιθανό μία Γ.Σ. που πραγματοποιείται με αποκλειστικό θέμα την επαναγορά ιδίων μετοχών και οι αποφάσεις που λαμβάνονται τελικά σε αυτή να επηρεάσουν τους μετόχους και αυτό να εκφραστεί και στις αποδόσεις των μετοχών.

Μια ανακοίνωση για έκτακτη Γ.Σ. με θέμα την πρόθεση της εταιρείας να επαναγοράσει μετοχές της, περνάει σοβαρά μηνύματα στην αγορά για την κατάσταση στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση και εκφράζει τη σπουδαιότητα που έχει η απόφαση αυτή για την εταιρεία εφόσον καλεί εκτάκτως τους μετόχους της να επληφθούν του ζητήματος.

Επίσης, επειδή μια έκτακτη Γ.Σ. έχει συγκεκριμένο θέμα, οι αποφάσεις που λαμβάνονται διαδραματίζουν σημαίνοντα ρόλο στην πορεία που θα ακολουθήσει η μετοχή.

Συνεπώς, θα διεξαχθεί και ένας ακόμα έλεγχος για τις ανακοινώσεις έκτακτων Γ.Σ. λαμβάνοντας όμως ως γεγονός την ημερομηνία της Γ.Σ. Οι 24 μετοχές του δείγματος έχουν καλή διαφοροποίηση, είναι στην πλειοψηφία τους επιθετικές και οι αποδόσεις τους επηρεάζονται από την συμπεριφορά της Αγοράς σε ποσοστό 39% περίπου.

Στον πίνακα 14, παρουσιάζονται οι μέσες και αθροιστικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις μαζί με τα t-statistics.

Πίνακας 14

N= 24

Έτη: 1995-2001

Ημερήσιες Μέσες & Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και t-statistics

| Ημέρα | AAR (%) | AAR>0 | % AAR>0 | t-statistics | CAAR (%) |
|--------------------|---------|-------|---------|----------------|----------|
| -10 | -0,038% | 12 | 50,00% | -0,002 | -0,038% |
| -9 | 0,700% | 14 | 58,33% | 0,043 | 0,661% |
| -8 | 2,185% | 17 | 70,83% | 0,133 | 2,846% |
| -7 | 0,323% | 14 | 58,33% | 0,020 | 3,169% |
| -6 | 0,796% | 18 | 75,00% | 0,048 | 3,965% |
| -5 | 0,608% | 11 | 45,83% | 0,037 | 4,573% |
| -4 | 2,276% | 16 | 66,67% | 0,139 | 6,849% |
| -3 | 1,770% | 17 | 70,83% | 0,108 | 8,618% |
| -2 | -0,239% | 11 | 45,83% | -0,015 | 8,380% |
| -1 | 1,119% | 12 | 50,00% | 0,068 | 9,499% |
| 0 | 1,063% | 16 | 66,67% | 0,065 | 10,563% |
| 1 | 0,908% | 12 | 50,00% | 0,055 | 11,471% |
| 2 | -1,247% | 8 | 33,33% | -0,076 | 10,224% |
| 3 | -0,383% | 10 | 41,67% | -0,023 | 9,840% |
| 4 | -0,144% | 14 | 58,33% | -0,009 | 9,696% |
| 5 | 0,044% | 13 | 54,17% | 0,003 | 9,741% |
| 6 | -0,695% | 8 | 33,33% | -0,042 | 9,046% |
| 7 | -0,344% | 13 | 54,17% | -0,021 | 8,702% |
| 8 | 0,688% | 12 | 50,00% | 0,042 | 9,391% |
| 9 | 0,565% | 17 | 70,83% | 0,034 | 9,955% |
| 10 | 0,019% | 10 | 41,67% | 0,001 | 9,975% |
| CAAR(-1,0)=2,183% | | | | t(-1,0)= 0,418 | |
| CAAR(-5,0)=6,597% | | | | t(-5,0)=0,729 | |
| CAAR(-10,0)=2,185% | | | | t(-10,0)=0,178 | |

Οι αποδόσεις που πετυχαίνει το δείγμα είναι σημαντικές και αγγίζουν το 10% περίπου.

Ωστόσο, δεν είναι στατιστικά σημαντικές εφόσον τα t-statistics υπολείπονται της κριτικής τιμής σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Η κίνηση των μέσων και σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων, εμφανίζεται στο διάγραμμα 9.



Ο πίνακας 15 δίνει τα αποτελέσματα των λοιπών ελέγχων.

Πίνακας 15
Παραμετρικοί & Μη Παραμετρικοί Έλεγχοι

| | |
|---------------------------|-------|
| <i>N</i> | 24 |
| Απόλυτη τιμή $J_0 > 1,96$ | 21% |
| J_1 | 1,61 |
| J_2 | 3,34 |
| J_3 | 2,45 |
| $J_3 > 1,96$ | 33% |
| Μέσο <i>a</i> | 0,00 |
| Μέσο <i>b</i> | 1,256 |
| Μέσο R^2 | 0,392 |

Στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα παρατηρούνται για το 21% του δείγματος με βάση τον έλεγχο J_0 , ενώ κάτι παρόμοιο δείχνουν και οι έλεγχοι J_2 και J_3 , εφόσον οι τιμές τους υπερβαίνουν την κριτική τιμή 1,96. Ο έλεγχος J_3 για το σύνολο των μετοχών δίνει στατιστικά σημαντικές αποδόσεις για 2 μετοχές δηλαδή ένα 8% του συνόλου.

Συμπέρασμα: Αν και οι παραμετρικοί-μη παραμετρικοί έλεγχοι δείχνουν κάποια κινητικότητα στατιστικά σημαντική, εντούτοις για το σύνολο του δείγματος τα αποτελέσματα είναι στατιστικά ασήμαντα σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%.

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με την παρούσα εργασία προσπαθήσαμε να διερευνήσουμε αν μια δημοσίευση σχετική με την πρόθεση των ελληνικών επιχειρήσεων να προβούν σε επαναγορά μετοχών τους προσφέρει υπερβάλλουσες αποδόσεις που δεν θα εμφανίζονταν εν τη απουσία αυτής της δημοσίευσης.

Για το σκοπό αυτό, συγκεντρώθηκε ένα δείγμα δημοσιεύσεων προσκλήσεων σε Γενική Συνέλευση με θέμα (αποκλειστικό ή μεταξύ άλλων) την σκέψη της εκάστοτε επιχείρησης να επαναγοράσει μετοχές της. Το δείγμα αυτό καλύπτει χρονικά την επταετία 1995-2001 και περιλαμβάνει δημοσιεύματα που αφορούν έκτακτες και μη έκτακτες Γ.Σ.

Η ημερομηνία της δημοσίευσης της πρόσκλησης σε Γ.Σ. αποτέλεσε και την ημερομηνία του γεγονότος (ημερομηνία 0). Για να ελεγχθούν όλες οι περιπτώσεις, το αρχικό δείγμα χωρίστηκε σε μικρότερα δείγματα με διαφορετικά κάθε φορά κριτήρια. Ο πρώτος έλεγχος βασίστηκε στο συνολικό δείγμα, χωρίς να έχουν τεθεί χρονικά κριτήρια ή να έχει ληφθεί υπόψιν ο τύπος της Γ.Σ. στην οποία αναφέρεται η δημοσίευση. Για να απομονωθούν οι χρονικές παράμετροι, το συνολικό δείγμα εξετάστηκε και κατά έτος και συγκεκριμένα για τα έτη 2000 και 2001, όπου εντοπίζεται και ο μεγαλύτερος όγκος δημοσιεύσεων. Σύμφωνα με την υπόθεση της υποτίμησης της μετοχής και το γεγονός ότι οι επαναγορές λειτουργούν ως μέτρο στήριξης των τιμών, αντιλαμβάνεται κανείς το λόγο ύπαρξης τόσων δημοσιεύσεων τα δυο αυτά έτη. Μετά από την μεγάλη χρηματιστηριακή κάμψη, οι επιχειρήσεις ενδεχομένως προσπαθούν να στηρίξουν με κάθε δυνατό τρόπο τις μετοχές τους.

Έπειτα, απομονώνονται οι δημοσιεύσεις που αφορούν έκτακτες Γ.Σ. ώστε να ελεγχθεί και αυτή η περίπτωση η οποία είναι και η σημαντικότερη. Αυτό γιατί μια Γ.Σ. που έχει ως αποκλειστικό ένα και μόνο θέμα (εδώ το ενδεχόμενο επαναγοράς), έχει άλλη αξία για τους επενδυτές, επειδή καθιστά το θέμα αυτό βαρύνουσας σημασίας. Επίσης, εξαλείφονται επιδράσεις από ταυτόχρονα επιχειρηματικά γεγονότα.

Έχοντας απομονώσει τις περιπτώσεις εκτάκτων Γ.Σ. η μελέτη προχωρεί και στην ταυτόχρονη εξάλειψη χρονικών διαφορών. Το δείγμα των δημοσιεύσεων εκτάκτων Γ.Σ. υποδιαιρείται σε ένα που αφορά το έτος 2000 και σε ένα που αναφέρεται στο 2001. Τέλος για την περίπτωση των εκτάκτων Γ.Σ. για όλα τα έτη, προχωράμε ένα βήμα παραπάνω και λαμβάνουμε υπόψη ως ημερομηνία 0, την ημερομηνία πραγματοποίησης της Γ.Σ.

Όλοι οι παραπάνω έλεγχοι δεν έδειξαν κάποια στατιστική σημαντικότητα. Η ανακοίνωση της επαναγοράς δεν φάνηκε να επηρεάζει την τιμή των μετοχών διαφορετικά από την περίπτωση που δεν θα είχε γίνει μια τέτοια ανακοίνωση. Καταλήγουμε δηλαδή στο συμπέρασμα ότι σε αντίθεση με μελέτες που διεξήχθησαν σε ξένες αγορές, στη χώρα μας οι επαναγορές δεν προσδίδουν καμία σημαντική απόδοση στις τιμές των μετοχών. Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο είναι πολύ περιοριστικό. Οι επαναγορές στην Ελλάδα γίνονται open market, δηλαδή απευθείας στο χρηματιστήριο και ο σκοπός τους είναι η στήριξη της μετοχής. Αυτό όμως επί της ουσίας δεν εξασφαλίζει διαφάνεια από την πλευρά των επιχειρήσεων. Με την πρόφαση κάποιου μηνύματος υποτίμησης της μετοχής μπορούν να εξυπηρετούν οποιοδήποτε άλλο σκοπό παρασκηνακά. Από την άλλη, οι δυνατότητες των μελών του Δ.Σ. των εταιρειών είναι περιορισμένες. Δεν νομιμοποιούνται να πραγματοποιήσουν τις γρήγορες κινήσεις που απαιτούνται σε όλες τις επιχειρηματικές αποφάσεις. Το κυρίαρχο όργανο για τέτοιου

είδους αποφάσεις είναι η Γ.Σ. Ωστόσο, υπεισέρχεται τέτοια γραφειοκρατία και είναι τόσο μεγάλο το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την ημερομηνία δημοσίευσης μιας ανακοίνωσης μέχρι και την ημέρα πραγματοποίησης της Γ.Σ. και τελικά την έγκριση μιας απόφασης, ώστε να έχει εξασθενήσει η επίδραση της πληροφόρησης για την επαναγορά και να εξανεμίζονται όποια πιθανά οφέλη μιας σύντομης διαδικασίας. Οι επαναγορές ιδίων μετοχών πρέπει να αποτελούν προληπτικό μέτρο κατά της μείωσης της τιμής της μετοχής. Αν μεσολαβήσουν τέτοια χρονικά διαστήματα, η τιμή έχει συμπαρασυρθεί τόσο πολύ με αποτέλεσμα οποιαδήποτε προσπάθεια στήριξης να καθίσταται άκαρπη.

Κατά συνέπεια, οι περιορισμοί του θεσμικού πλαισίου μετατρέπουν την επαναγορά ιδίων μετοχών σε ένα ανενεργό εργαλείο στα χέρια των επιχειρηματιών οι οποίοι έχουν ελάχιστα κίνητρα να το χρησιμοποιήσουν εφόσον δεν επιτυγχάνουν τίποτα το ιδιαίτερο ενώ από την άλλη οι επενδυτές δεν φαίνεται να έχουν ιδιαίτερους λόγους να πωλήσουν τις μετοχές τους στην επιχείρηση που προωθεί ένα πρόγραμμα επαναγορών εφόσον σημαντικά οφέλη δεν προβλέπονται.

Βιβλιογραφία & Αναφορές

1. Theo Vermaelen, University of British Columbia, Vancouver, BC, Canada V6T 2 W5 Received January 1980, final version received January 1981 *Journal of Financial Economics* 9 (1981) 139-183. North-Holland Publishing Company
Common Stock Repurchases and Market Signalling -An Empirical Study
2. Isaac Otchere, Matthew Ross
Do Share buy back announcements convey firm-specific or industry-wide information? A test of the undervaluation hypothesis
International Review of Financial Analysis: 11 (2002) 511-531
3. Amy K. Dittmar, Indiana University
Why do firms repurchase stock?
Journal of Business, 2000, vol. 73, no. 3
4. Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, Michael S. Weisbach
Financial Flexibility and the choice between Dividends and Stock Repurchases
Journal of Financial Economics 57 (2000) 355-384
5. Kathleen M. Kahle* Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, Pittsburgh, PA 15260, USA (Received 20 September 2000; accepted 6 June 2001)
When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options
Journal of Financial Economics 00 (2002) 000-000
6. M. Ameziane LASFER
The Market Valuation of Share Repurchases in Europe
City University Business School, London, UK.
7. Hua Zhang
Share Repurchases in Japan: Market Reaction and Actual Implementation
Department of Finance
The Chinese University of Hong Kong
Shatin, N.T., Hong Kong

8. Comment R. and G. A. Jarrell, 1991, *The relative signaling power of Dutch-Auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*, Journal of Finance 46, 243-1271.
9. D'Mello, R., and P. Shroff, 2000, *Equity undervaluation and decisions to repurchase tender offers: An empirical investigation*. Journal of Finance.55, 2399-2424
10. Ikenberry D. L., J. Lakonishok, and T. Vermaelen, 1995, *Market underreaction to open share repurchases*. Journal of Financial Economics 39, 181-208.
11. Baker, H. K., P. L. Gallagher and K. E. Morgan, 1981, *Management's view of stock repurchase programs*. Journal of Financial Research 4, 233-247.
12. Lintner, J., 1956. *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*. American Economic Review 46, 97-113.
13. Grullon, G. and D. Ikenberry, 2000, *What do we know about stock repurchases?* Journal of Applied Corporate Finance 13, 31-51.
14. Lie, E (2000), *Excess Funds and Agency Problems: An empirical Study of Incremental Cash Disbursements*, Review of Financial Studies, Vo.13,pp.219-248.
15. Rau, P. and T. Vermaelen (2002), *Boom Time for Buybacks*, Accountancy, Vol.130 (October),pp.52-53.
16. Bagwell, L. (1991), *Share Repurchases and Takeover Deterrence*, RAND.Journal of Economics, Vol.22,pp. 72-88
17. Barth, M. and R. Kasznik (1999), *Share Repurchases and Intangible Assets*, Journal of Accounting and Economics, Vol.28, pp. 211-241.
18. Brealey Myers, *Principles of Corporate Finance* (6th Edition)
19. Judge, Hill, Griffiths, Lutkepohl, Lee, *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*
20. Weston, Brigham, *Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*
21. Τ. Παπαιωάννου, *Θεωρία Πιθανοτήτων και Στατιστικής*
22. Πηγές Συλλογής Δεδομένων: Ημερήσιος τύπος & Πρόγραμμα Datastream.