

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



**ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS**

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
SCHOOL OF
BUSINESS**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE**

ΜΠΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΙΤΛΟΣ: ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΗΠΙΑ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΣΟΥΡΤΗ ΕΛΙΣΑΒΕΤ

Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
{Ιούλιος, 2017}

Εγκρίνουμε την εργασία της
[ΣΟΥΡΤΗ ΕΛΙΣΑΒΕΤ]

.....

[ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΔΕΛΕΔΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΣΠΥΡΟΥ ΣΠΥΡΟΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΣΟΥΡΤΗ ΕΛΙΣΑΒΕΤ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

.....

.....

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	2
1.1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	2
1.2. ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ.....	6
2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΓΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕΣΩ ΑΓΟΡΑΣ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	6
2.2 ΘΕΩΡΙΑ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΓΙΑ ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕΣΩ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	12
2.3 ΕΙΝΑΙ Η ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ Η ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΤΑ;.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	17
3.1 ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΘΕΜΑ	17
3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΕΣ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ.....	17
3.3 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ	24
3.4 ΔΕΙΓΜΑ	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΈΡΕΥΝΑΣ	29
4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	29
4.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	42
5.1 ΣΥΝΟΨΗ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ	42
5.2 ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ.....	46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	48

Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τη διανομή κεφαλαίου στους μετόχους τραπεζικών ιδρυμάτων υπό τη μορφή μετρητών μέσα από την πρακτική της επαναγοράς μετοχών. Η πρακτική αυτή έχει γίνει αρκετά δημοφιλής, ιδιαίτερα μετά την δεκαετία του 80 και εντάθηκε ακόμη περισσότερο την επόμενη δεκαετία, καθώς κρίνεται από τις εταιρίες ότι προσφέρει μια σειρά από φορολογικά και άλλα οφέλη σε σχέση με τη διανομή μερισμάτων η οποία θεωρείται ως υποκατάστατο διανομής μετρητών στους μετόχους.

Το ενδιαφέρον, πάντως, της παρούσας εργασίας εστιάστηκε στην συμπεριφορά των τραπεζών ως προς την εφαρμογή αυτής της πρακτικής και για αυτό διεξήχθη και σχετική εμπειρική έρευνα. Πιο συγκεκριμένα, η τρέχουσα εμπειρική έρευνα πραγματοποιήθηκε σε δείγμα 66 τραπεζών στις ΗΠΑ για το έτος 2015. Σκοπός της ήταν να προσδιορίσει ποια είναι τα κίνητρα επαναγοράς μετοχών στον τραπεζικό τομέα της οικονομίας της Αμερικής την περίοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης που έπληξε την παγκόσμια αγορά και σε τι βαθμό επηρεάζεται από τους παράγοντες αυτούς.

Η έρευνα αυτή βασίστηκε στο οικονομετρικό μοντέλο, το οποίο εφαρμόστηκε σε παρόμοια έρευνα στις ΗΠΑ από τους Banyí et al (2014), και αφορούσε στην εξέταση έξι ερευνητικών υποθέσεων (υποτιμημένης μετοχής, θετικής επίδρασης πλεονάζοντος κεφαλαίου, υποκατάστασης μερισματικής πολιτικής, θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας, θετικής επίδρασης των δικαιωμάτων προαίρεσης και θετικής επίδρασης του μεγέθους).

Η ανάλυση των δεδομένων έδειξε ότι το ποσοστό μετοχών που επαναγοράζονται αλλά και η πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε επαναγορά μετοχών δεν εξαρτώνται από κανένα από τα σχετικά κίνητρα σε πολύ μεγάλο βαθμό, μην επιβεβαιώνοντας, έτσι, καμία από τις σχετικές ερευνητικές υποθέσεις. Μια περαιτέρω διερεύνηση έδειξε, εντούτοις, κάποιες πολύ χαλαρές σχέσεις επιβεβαιώνοντας κάποιες από τις ερευνητικές υποθέσεις, σε ένα πολύ χαμηλό, ωστόσο, βαθμό. Αναλυτικότερη περιγραφή των κυριότερων δημοσιεύσεων γύρω από το θέμα, τη μεθοδολογία και τα γενικότερα συμπεράσματα γίνεται στα επόμενα κεφάλαια.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή – Στόχοι της έρευνας

Το κεφάλαιο αυτό αποτελεί μια εισαγωγή στην παρούσα εργασία. Στο πρώτο τμήμα παρουσιάζεται το θέμα και η προβληματική που εξετάζονται. Στο δεύτερο τμήμα αναφέρεται ο σκοπός και οι στόχοι της μελέτης αυτής. Τέλος, στο τρίτο τμήμα περιγράφεται η δομή και μια συνοπτική περιγραφή της προσέγγισης του θέματος. Λεπτομερής ανάλυση του θέματος καθώς και ολόκληρης της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε στη συγκεκριμένη διπλωματική εργασία θα γίνει σε επόμενο κεφάλαιο.

1.1 Σκοπός της εργασίας

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τη διανομή του πλεονάζοντος κεφαλαίου που διαθέτουν οι εταιρείες σε μετρητά ή /και ταμειακές ροές. Μια εταιρεία λειτουργεί κατά κύριο λόγο προκειμένου να παράγει αξία για τους μετόχους της. Η αξία αυτή προκύπτει από τη διανομή μετρητών μελλοντικά με χρονικό ορίζοντα το άπειρο, δεδομένου ότι δεν υπάρχει εκ των προτέρων κάποιος σαφής πεπερασμένος χρονικός ορίζοντας ζωής των εταιρειών. Η διανομή μετρητών πραγματοποιείται είτε με τον συμβατικό και παραδοσιακό τρόπο της διανομής μερισμάτων, είτε με την πρακτική της επαναγοράς μετοχών, όπου η εταιρεία παρέχει μετρητά στους μετόχους (ή αλλιώς αγοράζει τις ίδιες της μετοχές της) και αυτοί σε αντάλλαγμα παραδίδουν μετοχές αντίστοιχης αξίας. Η μερισματική πολιτική ή η επαναγορά μετοχών αποτελούν μεθόδους που αναφέρονται στις αποφάσεις μια επιχείρησης σχετικά με τη διάθεση των κερδών της. Έτσι, τίθεται θέμα κατά πόσο αποφασίζεται να διανεμηθούν διαθέσιμα μετρητά με τον εάν ή τον άλλον τρόπο ή και με συνδυασμό αυτών.

Αρκετοί ερευνητές στο παρελθόν έχουν εξετάσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της διανομής εταιρικού κεφαλαίου σε μερίσματα και σε αγορά ιδίων μετοχών. Έχουν μελετηθεί, επίσης, οι μεταβολές που έχουν υπάρξει κατά καιρούς σε αυτούς τους προσδιοριστικούς παράγοντες που θεωρούνται ότι αποτελούν και κίνητρα για τη μία ή την άλλη πρακτική, ενώ έχει μελετηθεί, επίσης, και το κατά πόσο αυτές οι δύο πρακτικές αποτελούν υποκατάστατα η μία της άλλης ως εναλλακτικές στρατηγικές. Να τονιστεί ότι ενώ υπάρχει αρκετή βιβλιογραφία σχετικά με τις ανακοινώσεις επαναγορών μετοχών στις εταιρείες, η συγκεκριμένη εργασία έχει μελετήσει στοιχεία από τις δημοσιευμένες καταστάσεις των τραπεζών για να καταλήξει

σε συμπεράσματα. Αυτό ξεχωρίζει την παρούσα μελέτη καθώς τα δεδομένα βασίζονται σε πραγματοποιηθείσες επαναγορές μετοχών την χρονιά του 2015 και ιδιαίτερα του τραπεζικού κλάδου των ΗΠΑ που αποτελεί ένα δυνατό χειραγωγό της οικονομίας. Επίσης είναι πιο ολοκληρωμένο το δείγμα με δεδομένα από τις πραγματικές και δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις δεδομένου ότι οι Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκονται εκτός των χωρών εκείνων που υποχρεώνουν σε άμεση κοινοποίηση των αποφάσεων προς επαναγορά στο χρηματιστήριο. Αντίθετα σε ευρωπαϊκές χώρες οι επαναγορές καθορίζονται από διάφορους ρυθμιστικούς παράγοντες και υποχρεούνται σε δημόσια ανακοίνωση πριν την εκτέλεση εντολής επαναγοράς μετοχών.

Εντούτοις, όπως επισημάνουν και οι Banyí et al (2014), λίγες από αυτές τις έρευνες έχουν συμπεριλάβει εταιρείες από τον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα. Αυτές οι εταιρείες (τράπεζες) χαρακτηρίζονται από στενή εποπτεία και λειτουργούν κάτω από ένα κανονιστικό πλαίσιο διαφορετικό από άλλες εταιρείες, με συνέπεια στο πλαίσιο των αποφάσεων τους για διανομή μερισμάτων ή / και για επαναγορά μετοχών να πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους όχι μόνο κλασικά κίνητρα, ως προσδιοριστικούς παράγοντες των σχετικών αποφάσεων τους, αλλά και το γεγονός ότι θα πρέπει να είναι σύμφωνες με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις που υπαγορεύει το αυστηρό θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο, κάτω από το οποίο λειτουργούν. Συνεπώς, για αυτό αξίζει να εξεταστεί ποια είναι τα κίνητρα για διανομή κεφαλαίου μέσω αγοράς ιδίων μετοχών στις εταιρείες αυτού του κλάδου.

Έτσι, η παρούσα εργασία εστιάζει, ειδικά στο εμπειρικό μέρος της, στην δραστηριότητα της επαναγοράς μετοχών από εταιρείες του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα και ειδικά αυτού των τραπεζών.

Ο βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετηθεί η συμπεριφορά των τραπεζών σε μια μεγάλη οικονομία, όπως αυτή των ΗΠΑ ως προς την δραστηριότητα της αγοράς ιδίων μετοχών και πιο συγκεκριμένα ως προς το ποια είναι τα πιο βασικά κίνητρα που λειτουργούν ως προσδιοριστικοί παράγοντες για τη λήψη μια τέτοιας απόφασης και ως προς το εάν υπάρχει επαναγορά αλλά και ως προς το ύψος της.

Εντούτοις, επιμέρους στόχοι της παρούσας εργασίας είναι να μελετηθούν και να παρουσιαστούν, σε θεωρητικό αλλά και εμπειρικό επίπεδο, τα βασικά κίνητρα που ωθούν τις διάφορες εταιρείες να προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών αλλά και σε διανομή μερίσματος το οικονομικό έτος 2015 λίγα χρόνια δηλαδή μετά την εμφάνιση της κρίσης σε όλους τους τομείς της οικονομίας, ενώ επιθυμείται να εξεταστεί και κατά πόσο οι δύο αυτές πρακτικές είναι μεταξύ τους υποκατάστατες.

Ένας ακόμη στόχος της παρούσας εργασίας είναι να επισημανθεί η ιδιαιτερότητα των εταιρειών του ευρύτερου τραπεζικού τομέα, που έγκειται στην υψηλή μόχλευση που εκ φύσεως λειτουργούν, αλλά, κυρίως στο αυστηρό κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο που υπόκειται και που προσδιορίζει εν πολλοίς αποφάσεις που αφορούν τη κεφαλαιακή διάρθρωση και, παράλληλα, την μερισματική πολιτική ή αποφάσεις για επαναγορά μετοχών.

Με την επισήμανση αυτής της ιδιαιτερότητας γίνεται πιο εύκολο να εξεταστεί κατά πόσο οι τράπεζες έχουν ομοιότητες ή διαφορές ως προς τα κίνητρα που προσδιορίζουν τις αποφάσεις επαναγοράς μετοχών. Ο στόχος αυτός εξετάζεται και σε εμπειρικό επίπεδο, όπου με νέα δεδομένα του 2015 από την τραπεζική αγορά των ΗΠΑ διερευνάται ποια είναι αυτά τα κίνητρα που ωθούν τις τράπεζες στην οικονομία αυτή να προβαίνουν σε αποφάσεις επαναγοράς μετοχών, αλλά και στο ύψος μιας τέτοιας δραστηριότητας και να γίνει η σχετική σύγκριση με την παρόμοια μελέτη των Banyí et al (2014) που είχε διεξαχθεί σε δείγμα πριν την κρίση του 2008.

1.2 Δομή της Παρούσας Εργασίας

Η παρούσα εργασία δομείται στα παρακάτω κεφάλαια. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται μια βιβλιογραφική ανασκόπηση, όπου παρουσιάζεται η θεωρία κινήτρων που αφορά τις αποφάσεις για επαναγορά μετοχών και για διανομή μερίσματος, ενώ επισημαίνεται η τυχόν υποκατάσταση των δύο αυτών πρακτικών διανομής πλεονάζοντος κεφαλαίου. Στο πλαίσιο των σχετικών αναφορών επισημαίνεται η ιδιαιτερότητα των εταιρειών του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα και πως αυτή μπορεί να επηρεάζει την απόφαση για αγορά ιδίων μετοχών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε προκειμένου να εκπονηθεί το εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται το οικονομετρικό υπόδειγμα που θα εκτιμηθεί, όπου παράλληλα εξηγείται η κάθε μεταβλητή και το αναμενόμενο πρόσημο του κάθε συντελεστή με βάση τη θεωρία κινήτρων επαναγοράς μετοχών που παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Παρουσιάζεται, επίσης, και το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για την εμπειρική έρευνα της παρούσας εργασίας.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται τα στατιστικά αποτελέσματα. Πρώτα παρουσιάζονται κάποια βασικά περιγραφικά στοιχεία των τραπεζών του δείγματος και έπειτα αναφέρονται οι διάφορες εκτιμήσεις των οικονομετρικών υποδειγμάτων που συζητήθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, αφού έχουν γίνει πρώτα οι κατάλληλοι διαγνωστικοί έλεγχοι και οι απαιτούμενες διορθώσεις για να προκύψουν αξιόπιστα συμπεράσματα.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα τελικά συμπεράσματα της εμπειρικής έρευνας. Πρώτα καταγράφεται μια σύνοψη των συμπερασμάτων και έπειτα επιχειρείται μια σύγκριση των αποτελεσμάτων με αυτά της αντίστοιχης έρευνας των Banyı et al (2014), ενώ περιγράφεται η ερμηνεία των ευρημάτων και η σχετική επεξήγηση τους.

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η βιβλιογραφική ανασκόπηση που αφορά στη θεωρία κινήτρων για διανομή του πλεονάζοντος κεφαλαίου των εταιρειών που ανήκουν στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα και μη. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα παρουσιάζεται η θεωρία κινήτρων για διανομή πλεονάζοντος κεφαλαίου μέσω αποφάσεων για επαναγορά μετοχών. Στο δεύτερο τμήμα περιγράφεται η αντίστοιχη θεωρία κινήτρων για διανομή πλεονάζοντος κεφαλαίου μέσω διανομής μερισμάτων. Τέλος, στο τρίτο τμήμα αναλύεται η θεωρία που αναφέρει την περί υποκατάστασης ή μη των δύο αυτών πρακτικών διανομής πλεονάζοντος κεφαλαίου. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η θεωρία που παρατίθεται αφορά γενικά τις μη χρηματοοικονομικές εταιρείες, αλλά θα γίνεται και ειδική αναφορά στο τι συμβαίνει σε εταιρείες που ανήκουν στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα.

2.1 Θεωρία Κινήτρων για Διανομή Κεφαλαίου Μέσω Αγοράς Ιδίων Μετοχών

Οι Grullon & Ikenberry (2000) επεσήμαναν ότι η αγορά ιδίων μετοχών είναι μια πρακτική διανομής κεφαλαίου στους μετόχους η οποία άρχισε και γινόταν ιδιαίτερα δημοφιλής από τη δεκαετία του 80 και έπειτα, ενώ το 1998 στην αγορά των ΗΠΑ η αξία της επαναγοράς μετοχών είχε ξεπεράσει την αξία σε διανομή μερισμάτων. Έτσι, η μεγάλη δημοφιλία αυτής της πρακτικής διανομής μετρητών στους μετόχους, σε συνδυασμό με μικρή έως τότε σχετική έρευνα, ήταν που ώθησε τους ερευνητές να μελετήσουν ποια είναι εκείνα τα κίνητρα που κάνουν τις εταιρείες να προτιμούν αυτήν την πρακτική, σύμφωνα με τους Grullon & Ikenberry (2000).

Η επαναγορά μετοχών μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσα από τρεις εναλλακτικούς τρόπους, όπως αναφέρουν και οι Grullon & Ikenberry (2000), σχετικά: (1) επαναγορά σε προκαθορισμένη τιμή άσκησης (fixed-price tender offer), (2) επαναγορά μέσω δημοπρασίας (Dutch-auction tender offer) και (3) επαναγορά μέσω πράξεων ανοιχτής αγοράς (Open repurchase program).

Οι δύο πρώτες μέθοδοι επαναγοράς έχουν να κάνουν με μια σταθερή τιμή η οποία ισχύει για πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Στην πρώτη μέθοδο η τιμή αυτή ανακοινώνεται στους μετόχους απευθείας από τη διοίκηση, ενώ στη δεύτερη προκύπτει μέσα από μια δημοπρασία που διεξάγεται μεταξύ των μετόχων και ουσιαστικά η τιμή επαναγοράς καθορίζεται, στο τέλος της δημοπρασίας από αυτούς. Η επιλογή των μεθόδων αυτών γίνεται όταν η εταιρεία επιθυμεί να ολοκληρώσει την επαναγορά ενός μεγάλου, σχετικά, όγκου μετοχών σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Σύμφωνα με τους Grullon & Ikenberry (2000) η πρώτη μέθοδος αφήνει αρκετά περιθώρια για να έχει η αγορά σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης ή με την τρέχουσα υποτίμηση της μετοχής.

Αντίθετα, η δεύτερη μέθοδος δεν αφήνει αντίστοιχα επίπεδα πληροφοριακού περιεχομένου, ενώ χρησιμοποιείται όταν επιθυμείται η επαναγορά μετοχών να πραγματοποιηθεί χωρίς πολύ υψηλό πριμ, σε σχέση με την πρώτη μέθοδο η οποία χαρακτηρίζεται από υψηλότερο. Πάντως, όπως σημειώνουν και οι Grullon & Ikenberry (2000), οι μέθοδοι αυτές δεν προτιμώνται και ιδιαίτερα συχνά, τη στιγμή που σαφώς προτιμάται ο εναλλακτικός τρόπος των πράξεων ανοιχτής αγοράς, όπου οι εταιρείες αγοράζουν τις ίδιες τις μετοχές τους μέσα απευθείας από την δευτερογενή αγορά του χρηματιστηρίου.

Σε έρευνα του ο Vermaelen (2005) βρήκε, πάντως, ότι άσχετα από τον τρόπο που διεξάγεται η αγορά ιδίων μετοχών, προκύπτει ισχυρή τάση για αύξηση στην τιμή της μετοχής. Συνεπώς, φαίνεται και εμπειρικά ότι η πρακτική αυτή διανομής μετρητών προσφέρει κάποια αξία για τους μετόχους, κάτι που αποτελεί ένα πολύ βασικό κίνητρο για να πραγματοποιείται.

Εντούτοις, η σχετική θεωρία περί αγοράς ιδίων μετοχών αναφέρει μια σειρά από βασικούς λόγους που ωθούν τις εταιρείες να προβαίνουν σε τέτοιες αποφάσεις, όπως αναφέρουν και οι Grullon & Ikenberry (2000). Θα πρέπει να σημειωθεί, βέβαια, ότι αυτή η θεωρία αναφέρεται γενικά σε μια τυπική εταιρεία και δεν λαμβάνει υπόψη της τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που διέπουν τις εταιρείες στον τραπεζικό κλάδο, όπου είναι και το αντικείμενο μελέτης της συγκεκριμένης εργασίας, όπως έχουν επισημάνει και οι Banyj et al (2014).

Ίσως το πιο ισχυρό κίνητρο για αγορά ιδίων μετοχών βρίσκεται στο πλαίσιο της θεωρίας της σηματοδότησης και της υποτίμησης της τιμής των μετοχών. Το κίνητρο αυτό το αναφέρουν μια σειρά από συγγραφείς, ανάμεσα τους και οι Vermaelen (1984), Miller & Rock (1985), Ikenberry et al (1995), Grullon & Ikenberry (2000) και Ben-Repahel et al (2013). Στο πλαίσιο αυτό όταν μια μετοχή που διαπραγματεύεται σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κριθεί ότι είναι υποτιμημένη δίνει σαφές κίνητρο να αγοραστεί. Καθώς, μια υποτίμηση μπορεί να γίνει αντιληπτή πολλές φορές πρώτα από την ίδια την τράπεζα, η οποία άλλωστε γνωρίζει καλύτερα από όλους τις μελλοντικές προοπτικές της, άρα και την πραγματική της σημερινή αξία, τότε είναι λογικό να δημιουργείται κίνητρο να αγοραστεί η μετοχή από την ίδια, στο πλαίσιο αγοράς ιδίων μετοχών.

Επιπλέον, δε, με το να προβεί σε αγορά ιδίων μετοχών μια εταιρεία, δίνει ένα σαφές σήμα στην αγορά ότι η τιμή της μετοχής είναι κάτω από την πραγματική της αξία, κάτι που θα τονώσει τη ζήτηση για αυτή και θα δώσει μια ώθηση στην τιμή της. Είναι σύνηθες η πρακτική της αγοράς ιδίων μετοχών να γίνεται για να τονωθεί η τιμή μιας μετοχής και να διακόψει μια συνεχή πτωτική πορεία. Επιπλέον, δε, μια υποτιμημένη μετοχή, σημαίνει, στο πλαίσιο της θεωρίας περί αντίστροφης σχέσης τιμής και απόδοσης, ότι η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων είναι υψηλή σχετικά, κάτι που ισοδυναμεί με ένα ακριβό κόστος κεφαλαίου. Συνεπώς, αυτό δίνει κίνητρο για επαναγορά μετοχών με σκοπό όχι μόνο την άνοδο της τιμής της μετοχής, αλλά και την πτώση του ακριβού σχετικού κεφαλαιακού κόστους.

Ένα, επίσης, ισχυρό κίνητρο για επαναγορά μετοχών είναι, σύμφωνα με τον Jensen (1986) και τους Grullon & Ikenberry (2000), τα υψηλά κόστη παρακολούθησης των αδέσμευτων ταμειακών ροών. Στο πλαίσιο αυτό, πολλές φορές τα συμφέροντα των ιδιοκτητών (μετόχων) μιας εταιρείας έρχονται σε σύγκρουση με αυτά των διευθυντών της, οι οποίοι είναι αυτοί που διαχειρίζονται, έστω και σε τακτικό επίπεδο, τις αδέσμευτες ταμειακές ροές, αλλά όχι με τρόπο αποτελεσματικό και προς συμφέρον των πραγματικών ιδιοκτητών τους, των μετόχων δηλαδή.

Έτσι, ανακύπτουν θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, ελέγχου και παρακολούθησης των διευθυντών ως προς τις αποφάσεις που λαμβάνουν και κατά πόσο εξυπηρετούν τα συμφέροντα των μετόχων. Εντούτοις, έτσι προκύπτουν και κάποια ανάλογα κόστη τα οποία τα επωμίζονται, προφανώς, οι μέτοχοι. Για να

μετριαστούν έως και να αποφευχθούν τέτοια κόστη, προτιμάται πολλές φορές οι αδέσμευτες ταμειακές ροές απλά να επιστρέφουν στους πραγματικούς ιδιοκτήτες τους, τους μετόχους, όπου μια επιλογή για αυτό είναι η επαναγορά μετοχών.

Στο ίδιο πλαίσιο, των αδέσμευτων ταμειακών ροών, οι Grullon & Ikenberry (2000) έχουν επισημάνει ότι η επαναγορά μετοχών, δίνει σήμα στην αγορά ότι θα υπάρχουν ικανές διαθέσιμες αδέσμευτες ταμειακές ροές στο μέλλον για να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες της εταιρείας και για αυτό τώρα έχει τη δυνατότητα να μοιράσει μετρητά στους μετόχους μέσα από αγορά ιδίων μετοχών.

Ένα ακόμα αρκετά ισχυρό κίνητρο για επαναγορά μετοχών είναι η μεταβολή της κεφαλαιακής δομής. Το κίνητρο αυτό αναφέρεται σε μια σειρά από μελέτες, μεταξύ άλλων και των Bagwell & Shoven (1988), Dittmar (2000), Grullon & Ikenberry (2000) και Hovakimian et al (2001). Το κίνητρο αυτό συνδέεται πολύ στενά, βέβαια, με το κίνητρο της υποτιμημένης μετοχής. Πιο αναλυτικά αυτό περιγράφεται από το ότι μια υποτιμημένη μετοχή που σημαίνει, ταυτόχρονα, υψηλό κόστος μετοχικού κεφαλαίου, δίνει κίνητρο για αγορά ιδίων μετοχών η χρηματοδότηση της οποίας δεν γίνεται, όμως, από πλεονάζον κεφάλαιο που είναι διαθέσιμο να διανεμηθεί στους μετόχους, αλλά από έκδοση νέου χρέους προκειμένου να μεταβληθεί η κεφαλαιακή δομή μιας εταιρείας και να εμπεριέχει περισσότερα ξένα κεφάλαια τα οποία υποτίθεται μπορούν να αντληθούν με ένα σχετικά πιο ελκυστικό κόστος σε σύγκριση με τα μετοχικά κεφάλαια. Βέβαια, ένα τέτοιο κίνητρο θα πρέπει να συνδυάζεται και με το γεγονός ότι η εταιρεία που προβαίνει σε μια τέτοια απόφαση έχει τη δυνατότητα να αντλήσει χρέος σε ένα λογικό έως και ελκυστικό κόστος, όντας σε ικανοποιητικό επίπεδο φερεγγυότητας. Επίσης θα πρέπει οι επενδύσεις της να μην χαρακτηρίζονται από υπέρμετρο επιχειρηματικό κίνδυνο και άρα να υπάρχουν τα περιθώρια να αυξήσει τους κινδύνους που αναλαμβάνει, μέσω του χρηματοοικονομικού κινδύνου, ο οποίος αυξάνεται, προφανώς, με την επιπλέον χρηματοοικονομική μόχλευση.

Επιπρόσθετα ένα ακόμη κίνητρο για αγορά ιδίων μετοχών αποτελεί η φορολογική μεταχείριση και η ύπαρξη δικαιωμάτων προαίρεσης στα στελέχη, όπως επισημαίνουν σχετικά οι Fenn & Liang (2001) και ο Kahle (2002). Αυτό το κίνητρο εξηγείται από το ότι η διανομή μερίσματος μπορεί να υπόκειται σε λιγότερο ελκυστικό φορολογικό καθεστώς σε σχέση με την διανομή κεφαλαίου, μέσω επαναγοράς μετοχών, με συνέπεια να δίνονται κίνητρα στις εταιρείες να επαναγοράζουν τις μετοχές

τους αντί να διανέμουν μέρισμα. Ως προς τα δικαιώματα προαίρεσης, αυτά, όταν υπάρχουν, δίνουν κίνητρο στα στελέχη να εργάζονται με τέτοιο τρόπο, ώστε να αυξάνεται η τιμή της μετοχής, διότι μόνο όταν η τιμή της μετοχής φτάσει πάνω από κάποιο προκαθορισμένο επίπεδο, τότε εξασκούνται και δίνουν χρηματικά κέρδη στους κατόχους τους. Όμως, όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω η πρακτική της επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται πολλές φορές για να δοθεί ώθηση στην τιμή μιας μετοχής.

Τέλος, ένα ακόμη κίνητρο για επαναγορά μετοχών που αναφέρεται στη σχετική βιβλιογραφία, είναι η διαχείριση ή αλλιώς η χειραγώγηση εταιρικών κερδών, όπως αναφέρουν σχετικώς και οι Bens et al (2003) και οι Hibar et al (2006). Στο πλαίσιο αυτό, το κίνητρο αυτό συνδέεται στενά, κατά κάποιο τρόπο, με αυτό της κεφαλαιακής δομής. Εάν δηλαδή μια εταιρεία είναι σε κάποια δεδομένη στιγμή φερέγγυα και μπορεί να αντλήσει σε ένα λογικό κόστος δανειακά κεφάλαια, τότε υπάρχει το κίνητρο της φορολογικής ελάφρυνσης από τόκους για προβεί σε μια τέτοια απόφαση. Και αυτό είναι αποτέλεσμα του ότι το επιπλέον χρέος που θα αντληθεί για να χρηματοδοτήσει μια αγορά ιδίων μετοχών θα έχει ως αποτέλεσμα πληρωμή τόκων, άρα λιγότερα κέρδη προ φόρων και, μοιραία, λιγότερους φόρους.

Επιπλέον, δε, λόγω του μικρότερου αριθμού μετοχών η διάχυση των κερδών προς μετόχους θα είναι μικρότερη, με συνέπεια υψηλότερα κέρδη ανά μετοχή για τους υπόλοιπους μετόχους. Στο ίδιο πλαίσιο, περί χειραγώγησης κερδών, οι Grullon & Ikenberry (2000) αναφέρουν ότι ένα κίνητρο επαναγοράς μετοχών είναι για να διαχέονται τα κέρδη σε λιγότερο αριθμό μετοχών, έτσι ώστε να αυξηθεί ο λόγος κέρδη ανά μετοχή, που αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα που εξετάζουν αναλυτές και επενδυτές όταν αξιολογούν μια μετοχή. Έτσι, όταν τα κέρδη μιας εταιρείας μειωθούν, αλλά μειωθεί πιο πολύ ο αριθμός των μετοχών, τότε τα κέρδη ανά μετοχή θα εμφανίζονται αυξημένα, έτσι ώστε να σταματήσουν καθοδικές πιέσεις στην τιμή της μετοχής.

Αξίζει να αναφερθεί ότι ένας ακόμα λόγος για επαναγορά μετοχών είναι η φυσική ροή του ανοίγματος και του κλεισίματος διαφόρων εταιρειών. Δηλαδή, όπως αναφέρουν και οι Grullon & Ikenberry (2000), όταν μια εταιρεία φτάσει σε ένα τόσο ώριμο στάδιο που δεν μπορεί να αναπτυχθεί άλλο και επέρχεται ο κορεσμός και η παρακμή, τότε μοιραία προβαίνει σε προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών προκειμένου να έχει ένα «φυσικό» και «ομαλό» τέλος, διανέμοντας μετρητά στους μετόχους και

έτσι ώστε να τοποθετηθούν τα διαθέσιμα αυτά κεφάλαια σε άλλες επενδύσεις πιο παραγωγικές και με περισσότερες προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης.

Θα πρέπει να σημειωθεί, επίσης, ότι σπουδαίο ρόλο στη διαμόρφωση των κινήτρων για επαναγορά μετοχών παίζει και το ρυθμιστικό και κανονιστικό περιβάλλον που λειτουργούν οι επιχειρήσεις και ιδιαίτερα το φορολογικό καθεστώς, όπως επισημαίνει σχετικά και ο Vermaelen (2005).

Για τις εταιρείες του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα, που αποτελεί και το κύριο αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας, η απόδοση του πλεονάζοντος κεφαλαίου για τους μετόχους, μπορεί να μειώσει την τάση για αποφάσεις ανάληψης δραστηριοτήτων υψηλότερου κινδύνου όπως η χορήγηση δανείων και επενδύσεων σε αξιόγραφα, επισημαίνουν οι Banyı et al (2014).

Σε μια σχετική έρευνα σε εταιρείες του χρηματοοικονομικού τομέα, η Hirtle (2004) βρήκε ένδειξη ότι η διανομή του πλεονάζοντος κεφαλαίου είναι ένα θέμα για τις μεγαλύτερου μεγέθους τράπεζες, υπονοώντας ότι όσο αυξάνει το μέγεθος, τόσο αυξάνει και η τάση για αυξανόμενη δραστηριότητα επαναγοράς μετοχών.

Στην ίδια έρευνα, η Hirtle (2004) βρήκε, επίσης, ότι η σχέση ανάμεσα στο επίπεδο επαναγοράς μετοχών και στο επίπεδο μόχλευσης ήταν κάπως πολύπλοκη. Η πολυπλοκότητα αυτή έχει να κάνει με το ότι από τη φύση τους τα τραπεζικά ιδρύματα χρησιμοποιούν πολύ περισσότερη μόχλευση σε σχέση με τις εταιρείες που δεν ανήκουν στον ευρύτερο χρηματοοικονομικό τομέα, όπου μάλιστα η μόχλευση αυτή εξαρτάται σε πολύ υψηλό βαθμό από βραχυπρόθεσμες πηγές, κυρίως από τις γνωστές τραπεζικές καταθέσεις ταμιευτηρίου και άλλα παρόμοια προϊόντα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, όπως επισημάνεται από την Hirtle (2004), ότι μια δραστηριότητα επαναγοράς μετοχών έχει πολύ διαφορετική επίδραση σε μια εταιρεία του ευρύτερου χρηματοοικονομικού τομέα από ότι σε μια εταιρεία που δεν ανήκει σε αυτόν τον τομέα.

Χαμηλότερα αποθεματικά ιδίων κεφαλαίων συνήθως παρέχουν αυξημένη δυνατότητα για υψηλότερη κερδοφορία. Εντούτοις, ταυτόχρονα αυξάνεται και το επίπεδο κινδύνου που είναι εκτεθειμένη μια τέτοια εταιρεία, διότι σε περίπτωση οικονομίας σε ύφεση, τότε υπάρχει υψηλότερη πιθανότητα για εμφάνιση χρηματοοικονομικών δυσχερειών, έως και πτώχευση. Αυτό συμβαίνει, βέβαια, σε όλες τις εταιρείες. Όμως, για τις εταιρείες του χρηματοοικονομικού τομέα υπάρχουν και

περιορισμοί όσον αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις. Έτσι, για μια απόφαση για επαναγορά μετοχών για μια εταιρεία του τομέα αυτού θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη αυτοί οι περιορισμοί και το γεγονός ότι θα πρέπει να τηρούνται οι διάφοροι περιορισμοί και να είναι σύμφωνη μια τέτοια εταιρεία με το κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο στο οποίο υπόκειται.

Πάντως, οι Banyl et al (2014) επισημαίνουν ότι, σύμφωνα και με τη θεωρία αλλά και με τη σχετική εμπειρία, και οι εταιρείες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως όλες οι εταιρείες, έχουν ως στόχο μια άριστη κεφαλαιακή δομή που θα μεγιστοποιεί την αξία τους. Στην περίπτωση μας όμως στις τράπεζες, υπάρχουν και οι σχετικοί με την κεφαλαιακή επάρκεια περιορισμοί οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη και, σε ένα μεγάλο επίπεδο βέβαια, επηρεάζουν τις σχετικές αποφάσεις μερισματικής πολιτικής, και άρα τις όποιες αποφάσεις για επαναγορά μετοχών.

Οι Berger et al (2008) αναφέρουν, στην έρευνα τους, ότι οι τράπεζες χρησιμοποιούν την αγορά ιδίων μετοχών για να αντισταθμίζουν και την έκδοση νέων κεφαλαίων αλλά και τα παρακρατηθέντα κέρδη σε περιόδους καλής οικονομικής επίδοσης. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1992-2006 οι αγορές ιδίων μετοχών αντιστάθμισαν σε σημαντικό βαθμό την έκδοση νέων μετοχών και τις αυξήσεις των παρακρατηθέντων κερδών. Εντούτοις, θα πρέπει να σημειωθεί ότι καθώς το δείγμα ήταν από κερδοφόρους περιόδους, δεν παρέχεται καμία πληροφορία στο πως οι τράπεζες διαχειρίζονται τους κεφαλαιακούς δείκτες τους, μέσω αποφάσεις αγοράς ιδίων μετοχών σε περιόδους με ζημιές.

2.2 Θεωρία Κινήτρων για Διανομή Κεφαλαίου Μέσω Μερισμάτων

Η σχετική θεωρία περί μερισματικής πολιτικής αναφέρει ότι η διανομή ή όχι μερίσματος δεν προσθέτει (αφαιρεί) επιπλέον αξία για μια εταιρεία, με την έννοια ότι είναι αδιάφορο για έναν μέτοχο είτε να του μοιραστεί τώρα μέρισμα, είτε να παρακρατηθούν τα μετρητά αυτά και να τοποθετηθούν σε επενδύσεις από τη μεριά της εταιρείας που θα του αποφέρουν υψηλότερα κέρδη μελλοντικά. Επιπλέον, δε, η διανομή μερίσματος δεν συμφέρει και φορολογικά, με την έννοια ότι το μέρισμα φορολογείται, σε προσωπικό επίπεδο, ενώ το κεφαλαιακό κέρδος όχι.

Βασισμένος σε αυτά, ο Black (1976) είχε θέσει το ερώτημα, γιατί εντέλει οι εταιρείες συνεχίζουν να διανέμουν μερίσματα. Η εμπειρική έρευνα πάνω σε αυτό το εύλογο ερώτημα έδωσε, βέβαια, ορισμένες απαντήσεις. Πιο συγκεκριμένα μελέτες, μεταξύ άλλων, των Bhattacharya (1979), Miller & Rock (1985), Healy & Palepu (1988) και Nissam & Ziv (2001) έδειξαν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τη διανομή μερισμάτων, ιδιαίτερα μάλιστα τις αυξήσεις σε αυτά, αλλά και τα έκτακτα μερίσματα, ως αξιόπιστα σημάδια καλής πορείας μιας εταιρείας, ως μειωμένο κίνδυνο και ως προσδοκίες μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών. Αυτό σημαίνει ότι ένα αυξημένο ή έκτακτο μέρισμα δείχνει ότι μια εταιρεία έχει πλεόνασμα μετρητών διαθέσιμων προς τους μετόχους, αφού έχει ήδη καλύψει τις όποιες υποχρεώσεις της σε τρίτους και άρα πρόκειται για μια εύρωστη εταιρεία. Η κατοχή μετρητών εκλαμβάνεται σαφώς με χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου από ότι να τοποθετούνταν τα μετρητά αυτά σε άλλες επενδύσεις αβέβαιο μελλοντικό αποτέλεσμα. Τέλος, για να μοιράζει σήμερα μετρητά μια εταιρεία, σημαίνει ότι έχει μεγάλη βεβαιότητα ότι θα έχει μετρητά και στο μέλλον, για να καλύψει τις τότε υποχρεώσεις της σε τρίτους και σε μετόχους, μέσα από κέρδη και από ταμειακές ροές.

Επιπλέον έρευνα πάνω στο θέμα της διανομής μερισμάτων, μεταξύ άλλων από τους Easterbrook (1984) και Jensen (1986), δείχνει ότι η διανομή μερίσματος θεωρείται ένα κατάλληλο εργαλείο ελέγχου των μετόχων στους διευθυντές και ένας μοχλός πίεσης στους δεύτερους να εργάζονται αποτελεσματικά για τα συμφέροντα των πρώτων. Μάλιστα, αυτό βρέθηκε να ισχύει περισσότερο για τις εύρωστες εταιρείες που λειτουργούν σε ώριμο στάδιο και διαθέτουν ικανό επίπεδο μετρητών.

Στο πλαίσιο της πελατειακής θεωρίας, έχει βρεθεί ότι κάποια ειδικά χαρακτηριστικά των επενδυτών – μετόχων, όπως η προτίμηση τους σε μετοχές με μέρισμα αλλά και η φορολογική τους κατάσταση τους ωθούν να προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μερίσματα, όπως έχουν επισημάνει και οι Allen et al (2000), Baker & Wugler (2004) και Li & Lie (2006).

2.3 Είναι η Διανομή Μερισμάτων και η Αγορά Ιδίων Μετοχών Υποκατάστατα;

Είναι προφανές ότι και η διανομή μερισμάτων αλλά και η αγορά ιδίων μετοχών είναι τρόποι να διοχετευτούν μετρητά από την εταιρεία στους μετόχους. Τα μετρητά που διοχετεύονται αποτελούν ένα πλεονάζον κεφάλαιο. Έτσι, οι δύο αυτές πρακτικές είναι λογικό να αναρωτιέται κάποιος κατά πόσο λειτουργούν συμπληρωματικά ή ανταγωνιστικά μεταξύ τους, προκαλώντας ένα αποτέλεσμα υποκατάστασης. Μάλιστα, ο Vermaelen (2005) αναφέρει ότι η αγορά ιδίων μετοχών ονομάζεται και «ψευδό-μέρισμα» σε πολλές περιπτώσεις.

Οι Grullon & Ikenberry (2000) επισημαίνουν ότι όταν η αποτίμηση μιας εταιρείας γίνεται στην εύλογη αξία της, τότε αυτές οι δύο πρακτικές διανομής μετρητών είναι οικονομικά ισοδύναμες. Εντούτοις, η έντονη προτίμηση σε προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών από την δεκαετία του 80 και έπειτα υπονοεί ότι η πρακτική αυτή, μάλλον μέσω φορολογίας, θα δίνει κάποια επιπλέον αξία και για αυτό υπάρχει τάση προτίμησης της, όπως αναφέρουν σχετικά οι Grullon & Ikenberry (2000) και ο Vermaelen (2005).

Πάντως, ο Vermaelen (2005) έχει επισημάνει κάποιες διαφορές ανάμεσα στις δύο πρακτικές διανομής μετρητών. Πιο συγκεκριμένα, η διανομή μερίσματος αφορά όλους τους μετόχους, ενώ η αγορά ιδίων μετοχών είναι μια επενδυτική απόφαση που αφορά μεταφορά πλούτου από μετόχους που θα πωλήσουν τις μετοχές τους σε αυτούς που θα παραμείνουν μέτοχοι, καθώς η επαναγορά συνδυάζεται με αυξημένα κέρδη ανά μετοχή και αυξημένη τιμή μετοχής. Επίσης, το πληροφοριακό περιεχόμενο ενός μερίσματος θεωρείται μάλλον πιο ισχυρό σε σχέση με αυτό μιας αγοράς ιδίων μετοχών. Όπως έχει αναφερθεί, η φορολογική μεταχείριση είναι διαφορετική ανάμεσα σε μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, ενώ η διανομή μερίσματος μειώνει την αξία δικαιωμάτων προαίρεσης που μπορεί να κατέχουν τα στελέχη. Τέλος, η αγορά ιδίων μετοχών, σύμφωνα με τον Vermaelen (2005) αυξάνει την ισχύ της ιδιοκτησίας ως διοίκηση.

Όλα αυτά δείχνουν μια υπεροχή της επαναγοράς μετοχών σε σχέση με τη διανομή μερισμάτων και έτσι εξηγείται και η σχετική προτίμηση στην πρώτη πρακτική διανομής μετρητών σε σχέση με την δεύτερη, τα τελευταία χρόνια. Οι Grullon & Michaely (2002), στην έρευνα τους, διαπίστωσαν, πράγματι, μια πτώση στο ρυθμό

πληρωμής μερισμάτων, ενώ, ταυτόχρονα, βρήκαν και μια αύξηση στον όγκο των μετοχών που επαναγοράζονται από τις ίδιες τις εταιρείες. Πιο συγκεκριμένα, στο δείγμα τους, κατέγραψαν ότι οι πιο ώριμες εταιρείες βρέθηκε ότι είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιήσουν το πλεονάζον κεφάλαιο τους για να επαναγοράσουν μετοχές, από ότι να αυξήσουν τα μερίσματα που διανέμουν. Αυτή η δραστηριότητα είναι πιο λογική και συμβατή με την έννοια της αποεπένδυσης που είναι πιο πιθανό να προβούν οι εταιρείες που είναι σε πιο προχωρημένο στάδιο ωρίμανσης, σε σχέση με πιο νέες εταιρίες οι οποίες ακόμα αναπτύσσονται και θέλουν να διανέμουν κάποια μερίσματα για να δίνουν το σήμα στην αγορά ότι επιστρέφουν μέρος κερδών, μέσω μετρητών στους μετόχους, και διακρατούν κάποιο άλλο μέρος για νέες επενδύσεις.

Θα πρέπει να σημειωθεί, στο σημείο αυτό, ότι η έρευνα των Grullon & Michaely (2002) δεν είχε συμπεριλάβει στο δείγμα εταιρίες από τον ευρύτερο χρηματοοικονομικό κλάδο. Συνεπώς, το αποτέλεσμα υποκατάστασης που φαίνεται να υπάρχει ανάμεσα στην επαναγορά μετοχών και στη διανομή μερισμάτων δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι θα ισχύει και για τις εταιρείες αυτού του κλάδου.

Οι De Angelo et al (1992) και οι Brav et al (2005) αναφέρουν ότι καθώς η αγορά έχει τάση να αντιδράει θετικά σε έκτακτη διανομή μερισμάτων και έντονα αρνητικά σε αντίστοιχη παράλειψη, η μερισματική πολιτική θεωρείται μάλλον προβληματική, με την έννοια ότι μια εταιρεία τείνει να αποφεύγει να διανέμει μέρισμα χωρίς να νοιάζεται εάν θα δίνει αρνητικό σήμα στην αγορά. Μάλιστα, οι Guay & Hardord (2000) αναφέρουν αντίστοιχα ότι λόγω αυτής της απροθυμίας πολλών εταιρειών να διανέμουν μέρισμα, έχει βρεθεί ότι όταν υπάρχουν αυξημένες ταμειακές ροές, αλλά θεωρούνται μάλλον πρόσκαιρες, τότε προτιμάται η πρακτική της επαναγοράς μετοχών και όχι η διανομή μερίσματος. Αυτό εξηγείται, καθώς οι ταμειακές ροές θεωρούνται συγκυριακές και όχι αποτέλεσμα καλής επενδυτικής λειτουργίας μιας εταιρείας, θεωρείται, κατά κάποιο τρόπο, ότι αυτά τα μετρητά δεν αποτελούν τον «καρπό» της εταιρικής προσπάθειας, που πρέπει να μοιραστεί στους μετόχους υπό τη μορφή μερίσματος. Αντίθετα, πρόκειται απλά για μια συγκυρία και θα ήταν καλύτερο, στο πλαίσιο μιας αποεπένδυσης, να επαναγοράζονταν μετοχές.

Στο πλαίσιο του τραπεζικού τομέα, ο Hirtle (1998) ισχυρίζεται ότι η σύνθεση του μίγματος πληρωμών στους μετόχους ανάμεσα σε μερίσματα και επαναγορά μετοχών είναι πολύ κρίσιμο, καθώς οι επαναγορές μετοχών είναι πιο εύκολο να περικοπούν από ότι τα μερίσματα, όταν τα κέρδη και τα μετρητά διαθέσιμα είναι αρκετά περιορισμένα και οι τράπεζες χρειάζονται να διαφυλάξουν κάποια κεφάλαια για να παραμένουν φερέγγυες και σύμφωνες με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις του ρυθμιστικού και κανονιστικού πλαισίου που λειτουργούν.

Στο πλαίσιο της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008, εικάζεται ότι η απροθυμία των τραπεζών να μειώσουν τα μερίσματα που διένειμαν για να ανταποκριθούν στις δύσκολες οικονομικές συνθήκες, αύξησε τις πιέσεις να καταστούν προβληματικές κατά το Φθινόπωρο του 2008. Σε σχετική τους έρευνα, οι Acharya et al (2011), βρήκαν οι τράπεζες που τους δόθηκε μια κεφαλαιακή ενίσχυση, προκειμένου να προστατευτούν από πιθανή χρεοκοπία, πλήρωσαν μερίσματα που αντιστοιχούσα περίπου στο 45% της κεφαλαιακής ενίσχυσης που έλαβαν, δείχνοντας ότι οι τράπεζες έχουν μια τάση να είναι αρκετά πρόθυμες να μοιράζουν μέρισμα και όχι να προβαίνουν σε επαναγορές μετοχών.

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας

Το παρόν κεφάλαιο περιγράφει με σαφήνεια τη μεθοδολογία έρευνας που ακολουθήθηκε, προκειμένου να εκπονηθεί το εμπειρικό μέρος της παρούσας εργασίας. Πιο συγκεκριμένα, πρώτα διατυπώνεται το θέμα το οποίο πραγματεύεται η εν λόγω έρευνα. Έπειτα, παρουσιάζεται η οικονομετρική και στατιστική μεθοδολογία κι η αντίστοιχη μοντελοποίηση που εφαρμόζεται, προκειμένου να διερευνηθούν οι σχετικές ερευνητικές υποθέσεις, οι οποίες διατυπώνονται παράλληλα. Κατόπιν, παρατίθεται ο υπολογισμός των εμπλεκόμενων μεταβλητών κι, ύστερα, ο τρόπος με τον οποίο θα εκτιμηθεί το οικονομετρικό υπόδειγμα. Τέλος, δίνονται στοιχεία για το δείγμα που θα χρησιμοποιηθεί για την εμπειρική εκτίμηση του μοντέλου και τη διερεύνηση των σχετικών υποθέσεων.

3.1 Ερευνητικό Θέμα

Το θέμα της παρούσας εργασίας σχετίζεται με τα κίνητρα για επαναγορά μετοχών στον τραπεζικό τομέα των Ηνωμένων Πολιτειών. Για να διερευνηθεί η σχετική συμπεριφορά των τραπεζών, ως προς την επαναγορά μετοχών, διερευνάται το σύνολο των πληρωμών των τραπεζών στους μετόχους τους σε μετοχές και μερίσματα καθώς και το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων. Ουσιαστικά, πρόκειται για μια αναπαραγωγή της μελέτης των Banyı et al (2014), που εξετάζει 113 τράπεζες των ΗΠΑ την περίοδο 2004-2007, με σαφώς πιο πρόσφατα στοιχεία σε μια περίοδο μετά την εμφάνιση της παγκόσμιας κρίσης. Αυτή η διερεύνηση κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική, όπως αναφέρουν και οι Banyı et al (2014), καθώς μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση υπήρξε μια ιδιαίτερα αρνητική αντίδραση από την μεριά των τραπεζών, οι οποίες ήρθαν αντιμέτωπες με πιο αυστηρά μέτρα σχετικά με τη διατήρηση ιδίων κεφαλαίων και ρευστότητας.

3.2 Οικονομετρική Μεθοδολογία και Ερευνητικές Υποθέσεις

Για την παρούσα εργασία ακολουθείται η ίδια οικονομετρική μεθοδολογία και προσέγγιση που εφάρμοσαν και οι Banyı et al (2014) στη μελέτη τους. Στο πλαίσιο αυτό, εξειδικεύεται ένα οικονομετρικό υπόδειγμα, σύμφωνα με το οποίο συσχετίζεται

το ποσοστό των μετοχών που επαναγοράστηκαν με διάφορα οικονομικά χαρακτηριστικά της κάθε τράπεζας, τα οποία λειτουργούν ως προσδιοριστικοί παράγοντες αλλά και κίνητρα επαναγοράς μετοχών. Επιπρόσθετα, κάποιες μεταβλητές χρησιμοποιούνται και ως μεταβλητές ελέγχου. Το υπόδειγμα αυτό παρουσιάζεται αμέσως παρακάτω, ενώ δίνεται και μια πλήρης περιγραφή όλων των εμπλεκόμενων μεταβλητών στο μοντέλο.

$$\begin{aligned}
 RP_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Adj Ret}_{i,t-1} + \beta_2 \text{MB}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_4 \text{FCF}_{i,t} + \beta_5 \text{Div Payout}_{i,t} + \\
 & + \beta_6 \text{TCE Ratio}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Options}_{i,t} + \beta_8 \text{Size}_{i,t-1} + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.1}$$

Όπου, $RP_{i,t}$ = το ποσοστό κοινών μετοχών που επαναγοράστηκαν (τεμάχια) σε σχέση με τον αριθμό μετοχών που ήταν σε κυκλοφορία για την τράπεζα i στην αρχή του έτους t

$\text{Adj Ret}_{i,t-1}$ = απόδοση διακράτησης της τράπεζας i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$\text{MB}_{i,t-1}$ = ο λόγος αγοραίας αξίας της μετοχής προς λογιστική αξία της τράπεζας i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$\text{Cash}_{i,t-1}$ = ο λόγος μετρητών διαθεσίμων ως προς το σύνολο του ενεργητικού της τράπεζας i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$\text{FCF}_{i,t-1}$ = ο λόγος αδέσμευτων ταμειακών ροών της τράπεζας i για το τρέχον οικονομικό έτος t ως προς τη λογιστική αξία για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$\text{Div Payout}_{i,t}$ = ο λόγος διανομής κοινών μερισμάτων προς διανεμόμενα κέρδη στους κοινούς μετόχους της τράπεζας i για το τρέχον οικονομικό έτος t

$\text{TCE Ratio}_{i,t-1}$ = ο λόγος διαχειρίσιμων ιδίων κεφαλαίων ως προς το ενεργητικό της τράπεζας i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$Options_{i,t}$ = ο αριθμός δικαιωμάτων που εξασκήθηκαν σε σχέση με τον αριθμό κοινών μετοχών που ήταν σε κυκλοφορία για την τράπεζα i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

$Size_{i,t-1}$ = ο λογάριθμος της αγοραίας αξίας των μετοχών της τράπεζας i για το προηγούμενο οικονομικό έτος $t-1$

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εξαρτημένη μεταβλητή μετράται ως ποσοστό τεμαχίων μετοχών και όχι ως ποσοστό αξίας μετοχών, διότι δεν επιθυμείται να μετράται στο ποσοστό επαναγοράς μαζί και η τιμή των μετοχών διότι αλλάζει λόγω συνθηκών της αγοράς, όπως επισημαίνουν σχετικά και οι Banyı et al (2014). Με αυτό τον τρόπο, λαμβάνεται υπόψη μόνο ο όγκος των μετοχών που επαναγοράζονται, κάτι που είναι και το ζητούμενο άλλωστε. Επομένως, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στην σχέση (3.1) περιλαμβάνεται μια σειρά από ερμηνευτικές μεταβλητές που στηρίζουν την υπόθεση ότι η καθεμιά ξεχωριστά εξηγεί τα κίνητρα και την απόφαση των τραπεζών για επαναγορά μετοχών.

Η μεταβλητή που μετράει την απόδοση διακράτησης της κάθε τράπεζας χρησιμοποιείται στο πλαίσιο της υπόθεσης της υποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, βάσει αυτής της υπόθεσης, όταν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης, οι διευθυντές και τα ανώτερα στελέχη, αξιοποιώντας την εσωτερική πληροφόρηση που διαθέτουν μπορούν να στείλουν μήνυμα στην αγορά μέσω δραστηριότητας επαναγοράς μετοχών. Δεδομένης αυτής της αναποτελεσματικότητας της αγοράς, είναι λογικό οι διευθυντές και τα ανώτερα στελέχη να επιλέγουν επαναγορά μετοχών σε βάρος της διανομής μερισμάτων, όταν η τιμή της μετοχής κρίνεται υποτιμημένη. Αυτό εξηγείται, καθώς, όταν η μετοχή είναι υποτιμημένη, τότε η απόδοση της, σύμφωνα με την αντίστροφη σχέση τιμής – απόδοσης, θα είναι υπερτιμημένη, υπονοώντας ένα υψηλό κόστος μετοχικού κεφαλαίου. Συνεπώς, η χρηματοδότηση με μετοχές δεν είναι ελκυστική και για αυτό προτιμάται η χρηματοδότηση με χρέος με ταυτόχρονη επαναγορά μετοχών. Έτσι, μια αυξημένη απόδοση στην μετοχή που υπονοεί μια υποτιμημένη τιμή μετοχής, τείνει να ωθεί σε αυξημένο επίπεδο επαναγοράς μετοχών. Αυτό σημαίνει ένα θετικό πρόσημο για το συντελεστή β_1 .

Στο ίδιο πλαίσιο χρησιμοποιείται και η ερμηνευτική μεταβλητή MB που μετράει το λόγο αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία. Η λογική είναι ότι ένας χαμηλός λόγος MB υπονοεί υποτιμημένη μετοχή, κάτι που ωθεί και πάλι σε υψηλότερο επίπεδο επαναγοράς μετοχών. Μάλιστα, το κίνητρο για επαναγορά μετοχών αυξάνεται, σύμφωνα με τους Banyí et al (2014), για να αποφύγει μια τράπεζα περαιτέρω μείωση στην τιμή της, (καθώς μια επαναγορά τονώνει τη ζήτηση για αυτή), μειώνει την προσφορά (λιγότερες μετοχές σε κυκλοφορία) κι, έτσι, λειτουργεί ανασχετικά σε μια πτωτική πορεία της. Όλα αυτά σημαίνουν ένα αρνητικό πρόσημο για τον συντελεστή β_2 .

Οι μεταβλητές Cash και FCF χρησιμοποιούνται για να εξεταστεί κατά πόσο οι τράπεζες χρησιμοποιούν το υπερβάλλον κεφάλαιο που τυχόν διαθέτουν και μετράται σε μετρητά διαθέσιμα και ταμειακές χρηματικές ροές. Καθώς, οι τράπεζες εκτιμάται ότι θα διαθέτουν το πλεονάζον κεφάλαιο για να χρηματοδοτήσουν επαναγορές μετοχών, εκτιμάται ότι όσο περισσότερα μετρητά διαθέσιμα και χρηματικές ροές έχουν, τόσο υψηλότερο θα είναι το επίπεδο της επαναγοράς των μετοχών. Επομένως, αναμένεται ένα θετικό πρόσημο για τους συντελεστές β_3 και β_4 .

Η μεταβλητή Div Payout χρησιμοποιείται κυρίως ως μεταβλητή ελέγχου, καθώς οι τράπεζες εκτιμάται ότι χρησιμοποιούν είτε διανομή μερισμάτων είτε επαναγορά μετοχών για να διανείμουν το πλεονάζον κεφάλαιο. Εάν όντως η διανομή μερισμάτων λειτουργεί ως υποκατάστατο της επαναγοράς κεφαλαίων, τότε όσο αυξάνεται το ποσοστό διανομής μερισμάτων, θα πρέπει να μειώνεται αντίστοιχα το ποσοστό επαναγοράς μετοχών. Συνεπώς, αν όντως ισχύει η επίδραση υποκατάστασης, τότε αναμένεται ένα αρνητικό πρόσημο για τον συντελεστή β_5 .

Η μεταβλητή TCE Ratio χρησιμοποιείται για να εξεταστεί κατά πόσο η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών σχετίζεται με αποφάσεις επαναγοράς μετοχών. Η ύπαρξη της μεταβλητής αυτής στο μοντέλο, σύμφωνα με τους Banyí et al (2014), οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι τράπεζες γενικά διαχειρίζονται πολύ προσεχτικά τις χρηματικές ροές τους λαμβάνοντας υπόψη τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες, τις απαιτήσεις των ρυθμιστικών αρχών, τις εκτιμήσεις των διοικήσεων για την έκθεση τους σε ρίσκο αλλά και των μελλοντικών αναγκών για εξωτερική χρηματοδότηση. Συνεπώς, θα οδηγηθούν σε επαναγορές μετοχών μόνο όταν υπάρχει σημαντικό πλεονάζον κεφάλαιο και όταν έχουν πολύ περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες.

Συνεπώς, όταν μια τράπεζα έχει εξασφαλίσει ότι είναι σε πολύ καλή κεφαλαιακή κατάσταση, δοθέντος των επενδυτικών ευκαιριών, οι οποίες αποτυπώνονται στις μεταβλητές που μετρούν την απόδοση και τον λόγο αγοραία προς λογιστική αξία, τότε έχει αυξημένο κίνητρο να προχωρήσει σε αύξηση της επαναγοράς μετοχών. Είναι αναμενόμενο λοιπόν ένα θετικό πρόσημο για τον συντελεστή β₆.

Η μεταβλητή options χρησιμοποιείται για να εξεταστεί η ισχύς της υπόθεσης που αφορά στην παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης στα ανώτερα στελέχη. Η λογική της υπόθεσης αυτής είναι ότι η παροχή τέτοιων δικαιωμάτων αυξάνει το κίνητρο στα ανώτερα στελέχη για αποφάσεις επαναγοράς μετοχών, προκειμένου να μειωθεί η προσφορά τους, αφού θα είναι λιγότερες σε κυκλοφορία, με συνέπεια μια άνοδο στην τιμή τους, ενώ μειώνεται και η επίδραση της διάχυσης των κερδών, αφού τα όποια εταιρικά κέρδη θα διαχέονται σε λιγότερες μετοχές. Έτσι, εκτιμάται ότι όσα περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης υπάρχουν σε ανώτερα στελέχη, τόσο θα αυξάνεται το κίνητρο για επαναγορά μετοχών. Άρα, αναμένεται ένα θετικό πρόσημο για το συντελεστή β₇.

Η μεταβλητή Size χρησιμοποιείται κυρίως ως μια μεταβλητή ελέγχου, έτσι ώστε να εκτιμηθούν οι υπόλοιποι συντελεστές, που μετρούν τα διάφορα κίνητρα για επαναγορά μετοχών, πιο αξιόπιστα. Εντούτοις, εκτιμάται ότι οι τράπεζες που θα έχουν υψηλότερο μέγεθος θα είναι εκείνες με υψηλότερα πλεονάζοντα κεφάλαια, με καλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια και, έτσι, θα έχουν πιο ψηλά κίνητρα για επαναγορά μετοχών. Επιπρόσθετα, θα χαρακτηρίζονται από υψηλότερη σταθερότητα και από μικρότερο κίνδυνο και, έτσι, θα μπορούν να χρησιμοποιούν περισσότερη μόχλευση στη χρηματοδοτική τους διάρθρωση. Αυτό αποτελεί ένα ακόμη κίνητρο για αυξημένη επαναγορά μετοχών για να αναδιαρθρώσουν μια κεφαλαιακή δομή με υψηλότερο δείκτη χρέους. Συνεπώς, αναμένεται ένα θετικό πρόσημο για το συντελεστή β₈.

Συνοψίζοντας, με βάση την σχέση (3.1) πρόκειται να διερευνηθούν οι παρακάτω ερευνητικές υποθέσεις που σχετίζονται με τα κίνητρα επαναγοράς μετοχών στον τραπεζικό τομέα:

H1: Υπόθεση της υποτίμησης – Τράπεζες με υποτιμημένη τιμή μετοχής (υψηλή απόδοση, χαμηλό λόγο αγοραίας προς λογιστική αξία) τείνουν να αυξάνουν την επαναγορά μετοχών ($\beta_1 > 0$, $\beta_2 < 0$).

H2: Υπόθεση Διανομής Πλεονάζοντος Κεφαλαίου – Τράπεζες με υψηλότερο πλεονάζον κεφάλαιο (υψηλό επίπεδο μετρητών διαθεσίμων και αδέσμευτων χρηματικών ροών) τείνουν να έχουν αυξημένο κίνητρο για επαναγορά μετοχών ($\beta_3 > 0$, $\beta_4 > 0$)

H3: Υπόθεση Επίδρασης Υποκατάστασης της Διανομής Μερισμάτων – Τράπεζες με υψηλότερο δείκτη διανομής μερισμάτων τείνουν να χρησιμοποιούν τα πλεονάζοντα κεφάλαια περισσότερο για διανομή μερισμάτων και λιγότερο για επαναγορά μετοχών μειώνοντας τα σχετικά κίνητρα ($\beta_5 < 0$).

H4: Υπόθεση Θετικής Επίδρασης Κεφαλαιακής Επάρκειας – Τράπεζες με ισχυρότερη κεφαλαιακή επάρκεια είναι πιο θετικές στο να χρησιμοποιούν πλεονάζοντα κεφάλαια για την επαναγορά μετοχών ($\beta_6 > 0$).

H5: Υπόθεση Θετικής Επίδρασης Άσκησης Δικαιωμάτων – Τράπεζες που τα στελέχη τους ασκούν περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης έχουν ισχυρότερα κίνητρα για επαναγορά μετοχών προκειμένου να δώσουν μια ώθηση στην τιμή της ($\beta_7 > 0$).

H6: Υπόθεση Θετικής Επίδρασης Μεγέθους – Τράπεζες με υψηλότερο μέγεθος έχουν υψηλότερα κίνητρα για επαναγορά μετοχών διότι έχουν υψηλότερα πλεονάζοντα κεφάλαια, καλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια και μεγαλύτερη ικανότητα να χρησιμοποιήσουν πιο υψηλό δείκτη χρέους ($\beta_8 > 0$).

Με βάση τους ορισμούς των μεταβλητών που εμπεριέχονται στην σχέση (3.1), παρουσιάζεται αμέσως ο τρόπος υπολογισμού τους, βάσει στοιχείων των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων για τις τράπεζες που θα συμμετέχουν στο δείγμα.

$$RP_{i,t} = \frac{(\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών που Επαναγοράστηκαν})_{i,t}}{(\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών σε Κυκλοφορία})_{i,t-1}} \quad (3.2)$$

$$\text{Adj Ret}_{i,t-1} = \frac{P_{i,t} + \text{DPS}_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (3.3)$$

Όπου, $P_{i,t}$ = η τιμή της μετοχής της τράπεζας i στο τέλος του έτους t ($t=2015$)

DPS_t = μέρισμα ανά μετοχή της τράπεζας i για το έτος t ($t=2015$)

$P_{i,t-1}$ = η τιμή της μετοχής της τράπεζας i στο τέλος του έτους $t-1$ ($t-1=2014$)

$$\text{MB}_{i,t-1} = \frac{P_{i,t-1}}{\text{BV}_{i,t-1}} \quad (3.4)$$

Όπου, $\text{BV}_{i,t-1} = \frac{(\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων})_{i,t-1}}{(\text{Αριθμό Κοινών Μετοχών σε Κυκλοφορία})_{i,t-1}}$

$$\text{Cash}_{i,t-1} = \frac{(\text{Μετρητά Διαθέσιμα})_{i,t-1} + (\text{Βραχυπρόθεσμα Περιουσιακά Στοιχεία})_{i,t-1}}{(\text{Σύνολο Ενεργητικού})_{i,t-1}} \quad (3.5)$$

$$\text{FCF}_{i,t} = \frac{(\text{Κέρδη προ Φόρων})_{i,t-1} + (\text{Αποσβέσεις})_{i,t-1} - (\text{Φόροι})_{i,t-1} - (\text{Σύνολο Μερισμάτων})_{i,t-1}}{(\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων})_{i,t-1}} \quad (3.6)$$

$$\text{Div Payout}_{i,t} = \frac{(\text{Σύνολο Μερισμάτων})_{i,t}}{(\text{Καθαρά Κέρδη})_t} \quad (3.7)$$

$$\text{TCE Ratio}_{i,t-1} = \frac{(\text{Σύνολο Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου})_{t-1} - (\text{Αύλα Περιουσιακά Στοιχεία})_{t-1}}{(\text{Σύνολο Ενεργητικού})_{t-1} - (\text{Αύλα Περιουσιακά Στοιχεία})_{t-1}} \quad (3.8)$$

$$\text{Options}_{i,t} = \frac{(\text{Αριθμός Δικαιωμάτων που Εξασκήθηκαν})_{i,t}}{(\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών σε Κυκλοφορία})_{i,t-1}} \quad (3.9)$$

$$\text{Size}_{i,t-1} = \ln(\text{Αγοραία Αξία Μετοχών})_{i,t-1} \quad (3.10)$$

Όπου, $(\text{Αγοραία Αξία Μετοχών})_{i,t-1} = (\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών σε Κυκλοφορία})_{i,t-1} \times P_{i,t-1}$

Επισημαίνεται, για ακόμη μια φορά, ότι όλα τα στοιχεία που βρίσκονται στο δεξί μέλος όλων των παραπάνω τύπων μπορούν να εντοπιστούν στις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών. Έτσι, ο υπολογισμός των σχετικών μεταβλητών είναι σχετικά απλός.

3.3 Οικονομετρική Εκτίμηση

Η σχέση (3.1) θα εκτιμηθεί με χρήση διαστρωματικών στοιχείων από ένα δείγμα τραπεζών. Η μέθοδος εκτίμησης θα είναι τα κλασικά ελάχιστα τετράγωνα (Ordinary Least Squares – OLS). Εφόσον, πρόκειται για διαστρωματικά στοιχεία, δεν προκύπτει κάποιο θέμα αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων, εκ των προτέρων.

Ωστόσο, υπάρχει μεγάλη υποψία για παρουσία ετεροσκεδαστικότητας. Αφού πραγματοποιηθεί η αρχική εκτίμηση με OLS, θα εξετασθεί με κλασικούς ελέγχους (White, κ.α) η ύπαρξη της σχετικής παραβίασης. Εάν προκύψει παραβίαση, θα εκτιμηθεί η μορφή της ετεροσκεδαστικότητας και θα επανεκτιμηθεί το υπόδειγμα εφαρμόζοντας την εφικτή γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Feasible Generalized Least Squares – FGLS), όπου λόγω της συνεπούς εκτίμησης της μορφής της ετεροσκεδαστικότητας αναμένεται να δώσει ασυμπτωτικά αξιόπιστους εκτιμητές και ασυμπτωτικά αξιόπιστους στατιστικούς ελέγχους.

Επίσης, θα εξεταστούν και οι συσχετίσεις των ερμηνευτικών μεταβλητών, προκειμένου να διερευνηθεί και να ληφθεί υπόψη, εάν υπάρχει, τυχόν πρόβλημα της μερικής πολυσυγγραμμικότητας.

Εκτός από την κλασική γραμμική παλινδρόμηση, η σχέση (3.1) θα εκτιμηθεί και με τις μεθόδους μη γραμμικής παλινδρόμησης Tobit, Logit, Probit, προκειμένου να διερευνηθεί η πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε επαναγορά μετοχών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για αυτές τις εκτιμήσεις η εξαρτημένη μεταβλητή δεν θα έχει ποσοτικό χαρακτήρα (ποσοστό επαναγοράς μετοχών ως προς τις μετοχές που κυκλοφορούν), αλλά θα είναι μια δυαδική μεταβλητή που θα λαμβάνει την τιμή «1» για τράπεζες που έχουν προβεί σε επαναγορά μετοχών κατά τη διάρκεια του δείγματος (ασχέτου μεγέθους επαναγοράς) και «0» για τις τράπεζες που δεν έχουν προβεί σε τέτοια ενέργεια.

Η αποθήκευση των αρχικών στοιχείων των τραπεζών από τους ισολογισμούς και τις διάφορες δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις θα γίνει στο γνωστό πρόγραμμα φύλων εργασίας Excel. Εκεί θα πραγματοποιηθεί η αρχική επεξεργασία των σχετικών στοιχείων για να προκύψουν τιμές για όλες τις εμπλεκόμενες μεταβλητές της σχέσης (3.1). Εκεί, επίσης, θα υπολογιστούν κι ορισμένα αρχικά περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών.

Η οικονομετρική εκτίμηση της σχέσης (3.1), καθώς και όλοι οι οικονομετρικοί και στατιστικοί έλεγχοι και οι τυχόν διορθώσεις και επανεκτιμήσεις του μοντέλου, θα πραγματοποιηθούν στο γνωστό οικονομετρικό πρόγραμμα EViews.

3.4 Δείγμα

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 66 τράπεζες του τραπεζικού τομέα στις ΗΠΑ για τις οποίες προέκυψαν διαθέσιμα στοιχεία για τις μεταβλητές που εμπλέκονται στην σχέση (3.1). Τα στοιχεία αυτά έχουν ως έτος αναφοράς το 2015 και όπου αναφέρεται το προηγούμενο έτος, πρόκειται για στοιχεία που αντιστοιχούν στο 2014. Η έρευνα των Banaji et al -των οποίων το δείγμα αποτελείτο από 113 τράπεζες της Αμερικής και έχοντας ως περίοδο αναφοράς τα έτη 2004-2007- αποτελεί βάση για την εν λόγω μελέτη και την επιλογή και συλλογή του δείγματος.

Πρέπει να αναφερθεί ότι το βασικό μέρος της έρευνας αυτής είναι η συλλογή των δεδομένων. Λόγω του ότι πολλές τράπεζες είχαν εξαγοραστεί από άλλες μεγαλύτερες ή απλά συγχωνευτεί, άλλες είχαν αλλάξει όνομα και άλλες είχαν καταλήξει σε πτώχευση, η δειγματοληψία δεν ήταν δυνατή μαζικά από κάποια βάση δεδομένων για τη χρονιά 2015. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων EDGAR που παρέχει πληροφορίες για τις οικονομικές καταστάσεις και λειτουργίες των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών. Εισάγοντας μία μία τράπεζα στην αναζήτηση, συλλέχτηκαν στοιχεία για όσες είναι ακόμα ενεργές σε λειτουργία, ενώ για όσες υπήρχε κάποια αλλαγή στη νομική και φυσική τους υπόσταση καταγράφηκε, ώστε να εξηγείται γιατί αποκλείεται από το δείγμα. Από το διαδίκτυο στην κεντρική σελίδα της ομοσπονδιακής συγκλήτου αξιολόγησης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (*Federal Financial Institutions Examination Council Web Site FFIEC*) επαληθευόταν η όποια αλλαγή στο όνομα, την κατάσταση και φύση της τράπεζας για την οποία δεν υπήρχαν

οικονομικές καταστάσεις τη χρονιά 2015 στη βάση EDGAR. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η συλλογή των τελικών στοιχείων έγινε χειροκίνητα απευθείας από τους ισολογισμούς των τραπεζών που συμμετείχαν τελικά στο δείγμα.

Ο λόγος που το δείγμα αυτό προέκυψε τελικά αρκετά μικρότερο σε σχέση με την μελέτη των Banyí et al (2014) στις ΗΠΑ, όπου είχαν χρησιμοποιηθεί 113 τράπεζες, είναι όπως προαναφέρθηκε λόγω του ότι κάποιες από αυτές συγχωνεύτηκαν ή εξαγοράστηκαν από άλλες τράπεζες ή ακόμα και κάποιες άλλες είχαν καταλήξει σε πτώχευση, με αποτέλεσμα να μειωθεί σημαντικά ο αριθμός των υπαρχόντων τραπεζών. Για κάθε τράπεζα που συμμετείχε στο δείγμα, λοιπόν, συλλέχτηκαν στοιχεία για 15 οικονομικές μεταβλητές τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των τελικών μεταβλητών που αποτελούν τη σχέση (3.1) που επιθυμείται να εκτιμηθεί. Οι οικονομικές αυτές μεταβλητές είναι οι παρακάτω:

1. Ο αριθμός μετοχών που επαναγοράστηκαν το έτος 2015
2. Ο αριθμός κοινών μετοχών το έτος 2014
3. Η απόδοση της μετοχής για το έτος 2014
4. Η αγοραία αξία για το έτος 2014 και 2015
5. Η λογιστική αξία για το έτος 2014 και 2015
6. Τα ταμειακά διαθέσιμα για το έτος 2014
7. Το συνολικό ενεργητικό για το έτος 2014
8. Τα κέρδη προ φόρων για το έτος 2015
9. Τα κοινά μερίσματα για το έτος 2015
10. Τα προνομιούχα μερίσματα για το έτος 2015
11. Τα κέρδη προς κοινούς μετόχους για το έτος 2014
12. Τα διαχειρίσιμα ταμειακά κεφάλαια για το έτος 2014
13. Τα δικαιώματα που εξασκήθηκαν το έτος 2015
14. Το μέγεθος της τράπεζας το 2014 (κεφαλαιοποίηση)
15. Οι αποσβέσεις και ο φόρος για το έτος 2015

Στον πίνακα 3.1 παρακάτω, παρουσιάζεται η λίστα με τις τράπεζες που συμμετέχουν στο δείγμα της τρέχουσας εμπειρικής μελέτης.

Πίνακας 3.1, Λίστα Τραπεζών (ΗΠΑ) που Αποτελούν το Δείγμα της Παρούσας Έρευνας

	Όνομα Τράπεζας	Χρηματιστήριο που Είναι Εισηγμένη
1	ASSOCIATED BANC-CORP	NYSE
2	ASTORIA FINANCIAL CORP.	NYSE
3	BANCORPSOUTH INC.	NYSE
4	BANK OF AMERICA CORP	NYSE
5	BANK OF HAWAII CORP	NYSE
6	BANK OF NEW YORK MELLON	NYSE
7	BB&T	NYSE
8	BFC FINANCIAL CORP.	OTC
9	CATHAY GEN.BANCORP	NASDAQ
10	CENTRAL PACIFIC FINANCIAL CORP.	NYSE
11	COMERICA INC.	NYSE
12	CULLEN FROST BANKERS INC.	NYSE
13	FIRST COMMONWEALTH FINL.	NYSE
14	FIRST HORIZON NATIONAL	NYSE
15	FIRST MIDWEST BANC.	NASDAQ
16	FIRSTMERIT CORP	NASDAQ
17	FIFTH THIRD BANCORP	NASDAQ
18	FULTON FINANCIAL	NASDAQ
19	GOLDMAN SACHS GP.	NYSE
20	HANCOCK HOLDING	NASDAQ
21	HUNTINGTON BCSH.	NASDAQ
22	INTERNATIONAL BCSH. CORP.	NASDAQ
23	INVESTORS BANCORP INC.	NASDAQ
24	JP MORGAN CHASE & CO.	NYSE
25	KEYCORP	NYSE
26	MORGAN STANLEY	NYSE
27	NATIONAL PEN BANCSHARE	NASDAQ
28	NBT BANCORP INC.	NASDAQ
29	NEW YORK COMMUNITY BANC.	NYSE
30	NORTHERN TRUST CORP.	NASDAQ
31	OLD NATIONAL BANCORP	NASDAQ
32	PACWEST BANCORP	NASDAQ
33	PARK NATIONAL CORP.	NYSE
34	PNC FINL.SVS.GP.	NYSE
35	PROVIDENT FINL.SVS. INC.	NYSE
36	REGIONS FINL.NEW CORP.	NYSE
37	SUNTRUST BANKS INC.	NYSE
38	SYNOVUS FINANCIAL CORP.	NYSE
39	US BANCORP	NYSE
40	UMB FINANCIAL CORP.	NASDAQ
41	UMPQUA HOLDINGS CORP.	NASDAQ
42	WEBSTER FINANCIAL CORP.	NYSE
43	WESTAMERICA BANCORP.	NASDAQ
44	ZIONS BANCORP.	NASDAQ
45	BANKUNITED	NYSE

	Όνομα Τράπεζας	Χρηματιστήριο που Είναι Εισηγμένη
46	BOK FINL.	NASDAQ
47	BOSTON PRIV.FINL.HDG.	NASDAQ
48	CITIGROUP INC.	NYSE
49	CVB FINANCIAL	NASDAQ
50	EAST WEST BANCORP	NASDAQ
51	FANNIE MAE	OTC
52	FIRST CTZN.BCSH.A	NASDAQ
53	FIRST NIAGARA FINANCIAL	NASDAQ
54	FLAGSTAR BANCORP	NYSE
55	FNB	NYSE
56	M&T BANK CORP	NYSE
57	MB FINANCIAL INC.	NASDAQ
58	POPULAR INC.	NASDAQ
59	SVB FINANCIAL GROUP	NASDAQ
60	TCF FINANCIAL CORP.	NYSE
61	TRUSTMARK CORP.	NASDAQ
62	UNITED BANKSHARES INC.	NASDAQ
63	UNITED COMMUNITY BANKS	NASDAQ
64	VALLEY NATIONAL BANCORP	NYSE
65	WELLS FARGO & CO	NYSE
66	WINTRUST FINANCIAL CORP.	NASDAQ

Ουσιαστικά, η παρούσα έρευνα βασίστηκε και προσπαθεί να αναπαράγει τη μελέτη των Banyí et al (2014) -η οποία διερεύνησε πρώτη τα κίνητρα για επαναγορά μετοχών με στοιχεία της περιόδου 2004-2007- με νεότερα στοιχεία για το έτος αναφοράς 2015 και να καταλήξει αν η κρίση επηρέασε την οικονομική αυτή απόφαση των τραπεζών να προβαίνουν σε κινήσεις επαναγορών.

Όπως προαναφέρθηκε, ο στόχος της μελέτης αυτής είναι να εξεταστεί ποια είναι τα κίνητρα επαναγοράς μετοχών στον τραπεζικό τομέα των ΗΠΑ και εάν έχουν μεταβληθεί σε σχέση με την περίοδο πριν την οικονομική κρίση. Για την επιτυχή διεκπεραίωση της ερευνητικής αυτής μελέτης, απαιτείται να εξασφαλιστούν όσο το δυνατόν πιο πρόσφατα δημοσιευμένα στοιχεία για τις ίδιες τράπεζες που εξέτασαν οι Banyí et al. Βέβαια, το ότι το παρόν δείγμα είναι εμφανώς πιο μικρό θα επηρεάσει την ακρίβεια των εκτιμήσεων και, ίσως και τα αποτελέσματα να μην είναι τελείως συγκρίσιμα.

Κεφάλαιο 4: Αποτελέσματα Έρευνας

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα στοιχεία που προκύπτουν από την εμπειρική έρευνα της παρούσας εργασίας. Αναλυτικότερα, στο πρώτο τμήμα παρατίθενται ορισμένα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των μεγεθών των τραπεζών που συμμετείχαν στο δείγμα. Στο δεύτερο τμήμα περιγράφονται τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των παλινδρομήσεων, προκειμένου να εξεταστεί η ισχύς των ερευνητικών υποθέσεων σχετικά με τα κίνητρα για την επαναγορά μετοχών στον τραπεζικό τομέα των ΗΠΑ κατά το έτος 2015.

4.1 Περιγραφικά Στατιστικά Δείγματος

Στους αμέσως παρακάτω πίνακες (4.1) και (4.2) παρουσιάζονται ορισμένα περιγραφικά στατιστικά που απεικονίζουν τα οικονομικά μεγέθη των τραπεζών. Τα μεγέθη αυτά (όπως υπολογίζονται από τη συνολική αγοραία κεφαλαιοποίηση τους) αναφέρονται τόσο στο σύνολο του δείγματος όσο και μεμονωμένα στις μεγάλες και μικρότερες τράπεζες. Ειδικότερα, για τις ανάγκες της συγκεκριμένης έρευνας, μια τράπεζα θεωρείται μεγάλη εάν η αγοραία αξία της ξεπερνά τα δέκα δις δολάρια.

Εκτός από τη δειγματική παρουσίαση των μεγεθών έχουν διεξαχθεί και στατιστικοί έλεγχοι διαφοράς των μέσων και των διάμεσων επιπέδων για να διερευνηθεί αν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά σε κάθε οικονομικό μέγεθος ανάμεσα στις μεγάλες και στις μικρότερες τράπεζες.

Είναι εμφανές ότι οι μεγαλύτερες τράπεζες έχουν πιο υψηλή αξία ενεργητικού και αγοραία αξία μετοχών, η οποία είναι ταυτόχρονα και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% ($p < .01$). Το δείγμα αποτελείται από τράπεζες των ΗΠΑ με μέσο ενεργητικό τα 246,76 δις δολάρια, ενώ το διάμεσο επίπεδο τους είναι στα 22,67 δις δολάρια, κάτι που σημαίνει ότι υπάρχουν κάποιες τράπεζες με ακραίο υψηλό μέγεθος σε επίπεδο ενεργητικού. Αντίστοιχα, η μέση αγοραία αξία είναι στα 22,37 δις δολάρια, ενώ το διάμεσο μέγεθος είναι στα 2,96 δις δολάρια, κάτι που σημαίνει ότι υπάρχουν και κάποιες τράπεζες με υπερβολικά υψηλή αγοραία αξία.

Πίνακας 4.1, Περιγραφικά Στατιστικά Οικονομικών Μεγεθών Τραπεζών (ΗΠΑ – 2015)

		Σύνολο Δείγματος		Μεγάλες Τράπεζες			Μικρότερες Τράπεζες	
		N		N		***	N	
Ενεργητικό	Μέσος	66	246.72	16	751.47	***	50	85.20
	Διάμεσος		22.67		360.55	***		17.31
Αγοραία Αξία Μετοχών	Μέσος	66	22.37	16	83.10	***	50	2.93
	Διάμεσος		2.96		46.65	***		2.43
Λόγος TCE	Μέσος	66	0.0770	16	0.0746		50	0.0778
	Διάμεσος		0.0815		0.0804			0.0824
Λόγος Αγοραία προς Λογιστική Αξία	Μέσος	66	1.32	16	1.23		50	1.34
	Διάμεσος		1.21		1.18			1.26

* Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 10%

** Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 5%

*** Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 1%

Συνεχίζοντας, ο λόγος TCE είναι κατά μέσο όρο 0.077 (7.7%), ενώ το διάμεσο μέγεθος είναι 0.0815 (8.15%), κάτι που φανερώνει ότι υπάρχουν ορισμένες τράπεζες που έχουν ένα τέτοιο λόγο σχετικά ακραία χαμηλό. Οι μεγαλύτερου μεγέθους τράπεζες έχουν χαμηλότερο μέσο και διάμεσο μέγεθος σε σχέση με τις άλλες τράπεζες, αλλά αυτές οι διαφορές δεν είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$).

Ο λόγος αγοραία προς λογιστική αξία είναι κατά μέσο όρο 1.32 με διάμεσο μέγεθος 1.21, υπονοώντας ότι υπάρχουν κάποιες τράπεζες με λίγο πιο υψηλό επίπεδο από το μέσο σαν ακραία τιμή. Οι πιο μεγάλες τράπεζες φαίνεται να έχουν χαμηλότερο μέσο και διάμεσο επίπεδο και σε αυτή την περίπτωση σε σχέση με τις άλλες, χωρίς να είναι στατιστικά σημαντικές οι διαφορές αυτές σε επίπεδο 5% ($p > .05$). Το ότι ο δείκτης αυτός βρίσκεται πάνω από τη μονάδα, σε μέσο και διάμεσο επίπεδο, δείχνει ότι οι τράπεζες στο δείγμα έχουν τάση να αποτιμώνται στην αγορά άνω της λογιστικής αξίας, δηλώνοντας ότι δείχνουν προοπτικές ανάπτυξης.

Συνεπώς, το δείγμα αποτελείται από τράπεζες μικρού και μεγάλου μεγέθους, όπου η κεφαλαιακή τους επάρκεια, μέσω του λόγου TCE, αλλά και η αποτίμηση τους σε σχέση με τη λογιστική αξία τους, δεν διαφοροποιείται στατιστικά σημαντικά λόγω του μεγέθους τους.

Πίνακας 4.2, Περιγραφικά Στατιστικά Μεταβλητών που Εμπλέκονται στην Παλινδρόμηση

	Σύνολο Δείγματος		
	N	Μέσος	Διάμεσος
Ποσοστό Επαναγοράς Μετοχών (RP)	66	0.0196	0.0094
Απόδοση (Adj Ret)	66	0.0330	0.0272
Λόγος Αγοραίας προς Λογιστική Αξία (MB)	66	1.3167	1.2113
Μετρητά (Cash)	66	0.0222	0.0151
Αδέσμευτη Ταμειακή Ροή (FCF)	66	0.0719	0.0658
Λόγος Διανομής Μερίσματος (Div Payout)	66	0.3528	0.3318
Λόγος TCE (TCE Ratio)	66	0.0770	0.0815
Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)	66	0.0028	0.0016
Μέγεθος (Size)	66	1.4323	1.4217

	Τράπεζες			Τράπεζες				
	με Επαναγορά Μετοχών			Χωρίς Επαναγορά Μετοχών				
	N	Μέσος	Διάμεσος	N	Μέσος	Διάμεσος		
Ποσοστό Επαναγοράς Μετοχών (RP)	49	0.0265	0.0242	17	0.0000	***	0.0000	***
Απόδοση (Adj Ret)	49	0.0270	0.0285	17	0.0501		0.0260	
Λόγος Αγοραίας προς Λογιστική Αξία (MB)	49	1.3085	1.2075	17	1.3404		1.3474	
Μετρητά (Cash)	49	0.0231	0.0154	17	0.0197		0.0133	
Αδέσμευτη Ταμειακή Ροή (FCF)	49	0.0693	0.0653	17	0.0792		0.0697	
Λόγος Διανομής Μερίσματος (Div Payout)	49	0.3548	0.3218	17	0.3471		0.3575	
Λόγος TCE (TCE Ratio)	49	0.0755	0.0809	17	0.0815		0.0818	
Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)	49	0.0030	0.0025	17	0.0024		0.0005	
Μέγεθος (Size)	49	1.4502	1.4328	17	1.3807		1.2774	

* Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 10%

** Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 5%

*** Στατιστικά σημαντική διαφορά σε επίπεδο 1%

Στον πίνακα (4.2) παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά των μεταβλητών που συμμετέχουν στη σχέση (3.1) που πρόκειται να εκτιμηθεί. Τα στοιχεία αναφέρονται τόσο στο σύνολο του δείγματος (66 τράπεζες), όσο και ξεχωριστά για τις τράπεζες που προέβησαν (49 τράπεζες) ή όχι (17 τράπεζες) σε επαναγορές μετοχών. Αναλύονται, επίσης, οι στατιστικοί έλεγχοι για τη διαφορά στα μέσα και στα διάμεσα επίπεδα ανάμεσα στις δύο αυτές ομάδες τραπεζών.

Εντοπίζεται, λοιπόν, μια προφανής στατιστικά σημαντική διαφορά στο ποσοστό επαναγοράς μετοχών. όπου, όπως αναμενόταν, οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών είχαν θετικό μέσο όρο και διάμεσο και στατιστικά υψηλότερους

δείκτες σε επίπεδο 1% ($p < .01$) σε σχέση με το μηδενικό μέσο και διάμεσο των τράπεζών που δεν προέβησαν σε τέτοιες ενέργειες.

Επομένως, οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών (49 στο σύνολο) είχαν μικρότερη απόδοση κατά μέσο όρο, αλλά υψηλότερη διάμεση απόδοση. Αυτό συνέβη διότι για κάποιες από τις τράπεζες που δεν είχαν προβεί σε ενέργειες επαναγοράς προέκυψαν ακραίες υψηλές αποδόσεις που ανέβασαν τον μέσο όρο. Οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορές είχαν, επίσης, και χαμηλότερη αποτίμηση και σε μέσο και σε διάμεσο επίπεδο, σύμφωνα με τον δείκτη λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία. Ουσιαστικά, αυτά τα στατιστικά από τη μια δεν επιβεβαιώνουν -ως προς την απόδοση- και από την άλλη επιβεβαιώνουν -ως προς το λόγο αγοραίας προς λογιστική αξία- την υπόθεση της υποτίμησης. Εντούτοις, καθώς οι διαφορές είναι μόνο δειγματικές και όχι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$), φαίνεται να μην επαρκούν ως δεδομένα για την επιβεβαίωση της σχετικής υπόθεσης.

Ακολούθως, οι τράπεζες που τελικά οδηγήθηκαν σε επαναγορά μετοχών βρέθηκε να έχουν υψηλότερο μέσο και διάμεσο επίπεδο μετρητών, αλλά χαμηλότερο μέσο και διάμεσο επίπεδο αδέσμευτων ταμειακών ροών. Αυτό σημαίνει ότι αυτά τα στατιστικά από τη μια επιβεβαιώνουν -ως προς τα μετρητά- και από την άλλη δεν επιβεβαιώνουν -ως προς την αδέσμευτη ταμειακή ροή- την υπόθεση της διανομής πλεοναζόντων κεφαλαίων. Και εδώ εφόσον οι διαφορές που προκύπτουν είναι μόνο δειγματικές και όχι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$), δεν επαρκούν για την επιβεβαίωση της σχετικής υπόθεσης.

Εν συνεχεία της έρευνας βλέπουμε ότι οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών βρέθηκε να έχουν υψηλότερο μέσο επίπεδο λόγου διανομής μερίσματος, αλλά χαμηλότερο διάμεσο επίπεδο. Προφανώς, κάποιες τράπεζες που ενέργησαν με μεθόδους επαναγοράς μετοχών θα είχαν κάποιο ακραία υψηλό λόγο και για αυτό αυξήθηκε το μέσο επίπεδο. Αυτά τα στατιστικά από τη μια δεν επιβεβαιώνουν (μέσο επίπεδο) και από την άλλη επιβεβαιώνουν την υπόθεση υποκατάστασης της διανομής μερισμάτων. Εντούτοις, καθώς οι διαφορές είναι μόνο δειγματικές και όχι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$), τελικά δεν φαίνεται να επιβεβαιώνουν τη σχετική υπόθεση.

Μια άλλη διαπίστωση είναι ότι οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών βρέθηκε να έχουν χαμηλότερο μέσο και διάμεσο επίπεδο στο λόγο TCE. Αυτά τα στατιστικά δεν επιβεβαιώνουν την υπόθεση της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας. Και σε αυτή την περίπτωση επαναλαμβάνεται ότι, καθώς οι διαφορές είναι μόνο δειγματικές και όχι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$), τελικά η σχετική υπόθεση δεν επιβεβαιώνεται.

Επιπρόσθετα, οι τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών βρέθηκε να έχουν υψηλότερο μέσο και διάμεσο επίπεδο στα δικαιώματα προαίρεσης που εξασκήθηκαν και στο μέγεθος. Αυτά τα στατιστικά εδώ επιβεβαιώνουν την υπόθεση της θετικής επίδρασης της άσκησης των δικαιωμάτων και του μεγέθους. Εντούτοις, αφού οι διαφορές είναι μόνο δειγματικές και όχι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5% ($p > .05$), τελικά μάλλον δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται η σχετική υπόθεση.

Είναι προφανές ότι αυτά τα περιγραφικά στατιστικά και αυτοί οι έλεγχοι ανάμεσα σε τράπεζες που προέβησαν και δεν προέβησαν σε επαναγορά μετοχών δίνουν μια πρώτη εικόνα για την ισχύ ή όχι των ερευνητικών υποθέσεων. Εντούτοις, θα πρέπει να εφαρμοστεί και μια πιο προηγμένη στατιστική ανάλυση, όπως η ανάλυση παλινδρόμησης, για να προκύψει ακόμη ισχυρότερη στατιστικά εικόνα σχετικά με την ισχύ των υποθέσεων. Τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στο επόμενο τμήμα.

4.2 Οικονομετρική Εκτίμηση

Στο σύνολο του δείγματος εκτιμήθηκε αρχικά η σχέση (3.1) με απλή γραμμική παλινδρόμηση με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων και για το σύνολο του δείγματος (66 τράπεζες) και για τις τράπεζες που είχαν προβεί σε επαναγορά μετοχών (49 τράπεζες), προκειμένου να διερευνηθεί ποια είναι τα κίνητρα που επηρεάζουν *τον όγκο της επαναγοράς μετοχών* και συγκεκριμένα για τις τράπεζες στις ΗΠΑ το 2015. Έπειτα, εκτιμήθηκε η σχέση (3.1) προκειμένου να εξεταστεί ποια είναι τα κίνητρα που επηρεάζουν *την πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε επαναγορά μετοχών* στις ΗΠΑ το 2015.

Πριν την εκτίμηση των σχετικών μη γραμμικών και γραμμικών παλινδρομήσεων, παρουσιάζονται οι συσχετίσεις ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές και την εξαρτημένη, προκειμένου να διερευνηθεί εάν υπάρχει σοβαρό πρόβλημα υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας. Τα αποτελέσματα των συσχετίσεων παρουσιάζονται στον πίνακα (4.3) αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 4.3, Συσχετίσεις κατά Pearson Μεταξύ των Μεταβλητών που Συμμετέχουν στην Παλινδρόμηση – Σύνολο Δείγματος

		1	2	3	4	5	6	7	8
1	RP	1.0000							
2	Adj Ret	0.0161 [.8980]	1.0000						
3	MB	-0.1156 [.3552]	-0.1699 [.1726]	1.0000					
4	Cash	0.0005 [.9967]	-0.1250 [.3173]	0.0827 [.5091]	1.0000				
5	FCF	-0.0192 [.8786]	-0.1087 [.3849]	-0.1161 [.3533]	0.5949 [.0000]	1.0000			
6	Div Payout	0.0277 [.8253]	0.1660 [.1827]	0.2465 [.0461]	-0.2051 [.0986]	-0.4605 [.0001]	1.0000		
7	TCE Ratio	0.1028 [.4115]	0.0698 [.5777]	0.0238 [.8493]	-0.2970 [.0154]	-0.1643 [.1874]	0.0340 [.7863]	1.0000	
8	Options	0.1050 [.4017]	0.0018 [.9883]	0.2386 [.0537]	-0.0230 [.8544]	0.0180 [.8859]	-0.0581 [.6431]	-0.0724 [.5636]	1.0000
9	Size	-0.0218 [.8621]	-0.1688 [.1755]	0.3963 [.0010]	-0.1040 [.4060]	-0.1507 [.2272]	-0.0911 [.4670]	0.1369 [.2731]	0.3842 [.0014]

Οι τιμές σε [...] είναι οι p-τιμές

Γενικά παρατηρούνται αρκετά χαμηλές συσχετίσεις ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές, οι οποίες μάλιστα είναι σχεδόν όλες και στατιστικά ασήμαντες σε επίπεδο 5% ($p > .05$). Εξάιρεση αποτελεί, ίσως, η μεταβλητή Cash, η οποία έχει κάποιες στατιστικά σημαντικές συσχετίσεις σε επίπεδο 5% ($p < .05$), αλλά και μια συσχέτιση στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% ($p < .01$) η οποία είναι και κάπως υψηλή ($r = .59$). Αλλά και πάλι, δεν είναι και τόσο υψηλή συσχέτιση, ώστε να προκαλεί κάποιο πρόβλημα σοβαρής μερικής πολυσυγγραμμικότητας.

Καθώς η σχέση (3.1) θα εκτιμηθεί και ξεχωριστά μόνο για τις τράπεζες που έχουν προβεί σε επαναγορά μετοχών, εξετάζονται και οι συσχετίσεις στο συγκεκριμένο δείγμα. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα (4.4) αμέσως παρακάτω.

Πίνακας 4.4, Συσχετίσεις κατά Pearson Μεταξύ των Μεταβλητών που Συμμετέχουν στην Παλινδρόμηση – Τράπεζες που Έχουν Προβεί σε Επαναγορά Μετοχών

		1	2	3	4	5	6	7	8
1	RP	1.0000							
2	Adj Ret	0.0800 [.5847]	1.0000						
3	MB	-0.1349 [.3556]	-0.2094 [.1487]	1.0000					
4	Cash	-0.0331 [.8213]	-0.0794 [.5878]	0.0089 [.9516]	1.0000				
5	FCF	0.0320 [.8274]	-0.0371 [.8002]	-0.0164 [.9112]	0.7360 [.0000]	1.0000			
6	Div Payout	0.0312 [.8317]	0.2394 [.0976]	0.3308 [.0203]	-0.2854 [.0469]	-0.2906 [.0428]	1.0000		
7	TCE Ratio	0.1734 [.2335]	-0.0732 [.6174]	-0.0333 [.8206]	-0.3238 [.0232]	-0.2051 [.1574]	0.0778 [.5951]	1.0000	
8	Options	0.0916 [.5315]	-0.1039 [.4775]	0.1707 [.2410]	-0.0135 [.9264]	0.0472 [.7474]	-0.1055 [.4707]	-0.1381 [.3440]	1.0000
9	Size	-0.0946 [.5180]	-0.3029 [.0344]	0.4081 [.0036]	-0.2109 [.1457]	-0.1799 [.2161]	0.0175 [.9051]	0.0507 [.7294]	0.410603 [.0034]

Οι τιμές σε [...] είναι οι p-τιμές

Σε γενικό επίπεδο παρατηρούνται πολύ χαμηλές συσχετίσεις ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές. Σε επίπεδο 5% ($p > .05$) οι συσχετίσεις αυτές είναι ασήμαντες με μια μικρή διαφορά στη μεταβλητή Cash, η οποία έχει κάποιες στατιστικά σημαντικές συσχετίσεις στο επίπεδο αυτό 5% ($p < .05$), αλλά και μια συσχέτιση στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% ($p < .01$) η οποία είναι πιο υψηλή ($r = .74$). Συνεπώς, και εδώ μόνο αυτή η μεταβλητή θα μπορούσε να προκαλέσει κάποιο πρόβλημα σοβαρής μερικής πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 4.5, Εκτίμηση Γραμμικής Παλινδρόμησης για Διερεύνηση Κινήτρων Επαναγοράς Μετοχών (Επίπεδο Ποσοστού Επαναγοράς Μετοχών)

	Αναμενόμενο Πρόσημο	Μοντέλο 1	Μοντέλο 2	Μοντέλο 3	Μοντέλο 4
Σταθερά		0.0236 [.2167]	0.0236 [.2150]	0.0282 [.2388]	0.0279 [.2310]
Adj Ret	+	-0.0068 [.3883]	-0.0073 [.3799]	0.0064 [.4258]	0.0066 [.4218]
MB	-	-0.0116 [.1101]	-0.0105 [.1279]	-0.0089 [.2263]	-0.0090 [.2195]
Cash	+	0.0951 [.2688]	- -	-0.0146 [.4704]	- -
FCF	+	-0.0263 [.3801]	0.0031 [.4830]	0.0414 [.3538]	0.0359 [.3268]
Div Payout	-	0.0090 [.3070]	0.0093 [.2997]	0.0130 [.2998]	0.0132 [.2926]
TCE Ratio	+	0.0961 [.1441]	0.0820 [.1729]	0.1288 [.1041]	0.1309 [.0895]
Options	+	1.3004 [.1044]	1.2420 [.1126]	1.4978 [.1250]	1.5051 [1203]
Size	+	-0.0021 [.4183]	-0.0023 [.4104]	-0.0080 [.2859]	-0.0078 [.2851]
N		66	66	49	49
Adj R ²		-7.23%	-6.09%	-8.90%	-6.25%
F-statistic		0.45 [.8839]	0.47 [.8544]	0.51 [.8417]	0.60 [.7551]
White Statistic		10.42 [.2365]	10.79 [.1478]	7.90 [.4435]	7.77 [.3537]
BP Statistic		7.52 [.4818]	7.51 [.3774]	7.14 [.5215]	6.64 [.4674]

Οι τιμές σε [...] είναι οι p-τιμές

Για το συνολικό δείγμα των τραπεζών (μοντέλο 1) αλλά και για το δείγμα των τραπεζών που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών και μόνο (μοντέλο 3), οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές ενδείξεις για αυτήν την παραβίαση ακόμη και σε επίπεδο 10% ($p > .10$). Συνεπώς, οι στατιστικοί έλεγχοι για την σημαντικότητα των συντελεστών θα διεξαχθούν αξιόπιστα.

Το υπόδειγμα για όλες τις τράπεζες έδωσε έναν αρνητικό προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού ($R^2 = -7.23\%$) ενώ μόνο για τις τράπεζες που προέβησαν σε επαναγορά μετοχών ($R^2 = -8.90\%$), κάτι που σημαίνει, πρακτικά, μια πάρα πολύ μικρή ερμηνευτικότητα, υπονοώντας ότι η μεταβλητότητα του ποσοστού επαναγοράς μετοχών, για όλες τις τράπεζες (και για τις τράπεζες που ενέργησαν με επαναγορά μετοχών αντίστοιχα), εξαρτάται σε πάρα πολύ μικρό βαθμό από τους διάφορους επιμέρους παράγοντες που μετρούν την υποτίμηση της μετοχής, το πλεονάζον κεφάλαιο, την μερισματική πολιτική, την κεφαλαιακή επάρκεια και την διανομή δικαιωμάτων προαίρεσης, καθώς και το μέγεθος. Μάλιστα, οι σχετικοί μονόπλευροι έλεγχοι σημαντικότητας για τους συντελεστές των μεταβλητών έδειξαν ότι για όλους προκύπτουν ασήμαντοι συντελεστές ακόμα και σε επίπεδο 10% ($p > .10$).

Εάν ληφθεί ένα πιο υψηλό επίπεδο σημαντικότητας, πχ 15%, προκύπτει ότι οι συντελεστές για τον λόγο αγοραίας προς λογιστικής αξίας, για το λόγο TCE και για τα δικαιώματα προαίρεσης προκύπτουν στατιστικά σημαντικοί, έστω και πολύ οριακά σε επίπεδο 15% ($p < .15$). Πιο συγκεκριμένα, το πρόσημο για το συντελεστή του λόγου αγοραία προς συνολική αξία προκύπτει αρνητικό, όπως αναμενόταν αρχικά, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της υποτίμησης της μετοχής. Έτσι προκύπτει μια πολύ χαλαρή τάση ότι οι τράπεζες που έχουν χαμηλότερο λόγο αγοραία προς λογιστική αξία, τείνουν να επαναγοράζουν υψηλότερο ποσοστό μετοχών. Το πρόσημο για το λόγο TCE προκύπτει θετικό, (αυτό ήταν το προσδοκώμενο αποτέλεσμα), επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας. Έτσι, προκύπτει μια επίσης χαλαρή τάση ότι, ανάμεσα στις τράπεζες που οδηγήθηκαν σε επαναγορά μετοχών, οι τράπεζες που έχουν καλύτερη κεφαλαιακή επάρκεια να τείνουν να επαναγοράζουν υψηλότερο ποσοστό μετοχών. Τέλος, το πρόσημο για τα δικαιώματα προαίρεσης προκύπτει θετικό, όπως και σε αυτή την περίπτωση αναμενόταν, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση της θετικής επίδρασης των δικαιωμάτων. Έτσι, καταλήγουμε σε μια ακόμη χαλαρή τάση που δείχνει ότι, ανάμεσα στις τράπεζες που προχώρησαν σε επαναγορά μετοχών, οι τράπεζες που τα στελέχη τους εξασκούν περισσότερα δικαιώματα τείνουν να αγοράζουν υψηλότερο ποσοστό ιδίων μετοχών.

Με αυτό το υψηλότερο επίπεδο σημαντικότητας, προκύπτει ότι για όλες τις τράπεζες το αυξημένο πλεονάζον κεφάλαιο, η μερισματική πολιτική και το μέγεθος δεν επηρεάζουν τη μεταβλητότητα του ποσοστού επαναγοράς μετοχών και, συνεπώς, δεν αποτελούν κίνητρα για μια τέτοια ενέργεια. Ακόμη, προκύπτει ότι για τις τράπεζες που

προέβησαν σε επαναγορά μετοχών, δεν αποτελεί κίνητρο ούτε η υποτίμηση της μετοχής τους. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις της θετικής επίδρασης του αυξημένου πλεονάζοντος κεφαλαίου, της επίδρασης της υποκατάστασης της διανομής μερίσματος, της θετικής επίδρασης του μεγέθους αλλά ούτε και οι υποθέσεις της υποτίμησης της μετοχής (αυτές οι υποθέσεις υποτίμησης μόνο για το μοντέλο των τραπεζών που επαναγόρασαν μετοχές).

Καθώς η μεταβλητή Cash βρέθηκε να έχει υψηλές συσχετίσεις (και στο συνολικό δείγμα αλλά και στην περίπτωση μόνο των τραπεζών με επαναγορές για το 2015) με κάποιες άλλες και ίσως αυτό να προκαλεί κάποιο πρόβλημα μερικής πολυσυγγραμμικότητας και αφού προέκυψε και στατιστικά ασήμαντη, αφαιρέθηκε από το μοντέλο και έγινε η επανεκτίμηση του χωρίς αυτήν (μοντέλο 2 και 4 αντίστοιχα). Μια ένδειξη ότι αυτή η μεταβλητή μπορεί να προκαλεί το πρόβλημα αυτό, είναι ότι το πρόσημο της μεταβλητής FCF προέκυψε μη αναμενόμενα αρνητικό, αν και στατιστικά ασήμαντο, ακόμη και σε επίπεδο 10% ($p > .10$). Και σε αυτό το μοντέλο οι έλεγχοι ετεροσκεδαστικότητας έδειξαν ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις για αυτήν την παραβίαση, ακόμη και σε επίπεδο 10% ($p > .10$). Συνεπώς, οι στατιστικοί έλεγχοι για τους συντελεστές διεξάγονται και εδώ αξιόπιστα.

Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού προέκυψε λίγο υψηλότερος, υπονοώντας ότι καλώς αφαιρέθηκε αυτή η μεταβλητή. Βέβαια παραμένει αρνητικός, υπονοώντας ότι η ερμηνευτικότητα είναι και πάλι πάρα πολύ χαμηλή. Οι έλεγχοι σημαντικότητας για τους υπόλοιπους έδωσαν περίπου τα ίδια αποτελέσματα, όπου η επίδραση του λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία εκτιμήθηκε αρνητική, όπως αναμενόταν, σε επίπεδο 15% ($p < .15$), ενώ η επίδραση των δικαιωμάτων θετική, και αυτή όπως αναμενόταν, σε επίπεδο 15% επίσης ($p < .15$). Η επίδραση του λόγου TCE εκτιμήθηκε και πάλι θετική, όπως αναμενόταν, τόσο σε επίπεδο 20% ($p < .20$), υπονοώντας μια μικρότερη σημαντικότητα, όσο και σε επίπεδο 10% ($p < .10$) υπονοώντας μια υψηλότερη σημαντικότητα. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι ο συντελεστής της μεταβλητής FCF εκτιμήθηκε τώρα με θετικό πρόσημο, όπως αναμενόταν. Εντούτοις, παραμένει στατιστικά ασήμαντος ακόμη και σε επίπεδο 10% ($p > .10$).

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των μη γραμμικών παλινδρομήσεων Tobit, Logit και Probit που εκτιμούν την πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε ενέργεια επαναγοράς μετοχών, άσχετα από τον όγκο αυτής της ενέργειας, ως προς το κατά πόσο εξαρτάται από τους ίδιους παράγοντες που τώρα θεωρούνται πιθανά κίνητρα πραγματοποίησης μιας τέτοιας ενέργειας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλες οι παραπάνω εκτιμήσεις πραγματοποιήθηκαν με εύρωστα κατά White τυπικά σφάλματα ώστε να ληφθεί υπόψη, εάν υπάρχει, η παραβίαση της ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων.

Η εκτίμηση με τη μέθοδο Tobit δεν έδωσε υψηλή στατιστική σημαντικότητα ακόμη και σε επίπεδο 10%, ομοίως κι η εκτίμηση με τις μεθόδους Logit και Probit, με τη μόνη διαφορά ότι ο σχετικός συντελεστής προσδιορισμού έδωσε πολύ χαμηλή ερμηνευτικότητα ($R^2 = 5.80\%$) και ($R^2 = 5.75\%$) αντίστοιχα. Συνεπώς, δεν φαίνεται κάποιος παράγοντας να αποτελεί ισχυρό κίνητρο πιθανότητας πραγματοποίησης επαναγοράς μετοχών. Πράγματι, για όλους τους συντελεστές οι έλεγχοι σημαντικότητας δεν έδειξαν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% ($p > .05$).

Εάν ληφθεί υπόψη ένα υψηλότερο επίπεδο σημαντικότητας, τότε κάποιοι συντελεστές προκύπτουν στατιστικά σημαντικοί. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής της αγοραίας προς λογιστική αξία προκύπτει αρνητικός, όπως αναμενόταν, και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% ($p < .10$), σε επίπεδο 15% ($p < .15$) αλλά και σε επίπεδο 20% ($p < .20$), ο συντελεστής των μετρητών προκύπτει θετικός, όπως αναμενόταν, και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 15% ($p < .15$) αλλά και σε επίπεδο 10% ($p < .10$) και, τέλος, ο συντελεστής των δικαιωμάτων προαίρεσης προκύπτει θετικός, όπως αναμενόταν, και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% ($p < .10$). Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι επιβεβαιώνεται, έστω και χαλαρά, η υπόθεση της υποτίμησης των μετοχών, όπου τράπεζες με υποτιμημένη μετοχή τείνουν, έστω και σε χαμηλό βαθμό, να είναι πιο πιθανές στο να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Επιβεβαιώνεται, επίσης, και η υπόθεση του πλεονάζοντος κεφαλαίου, όπου τράπεζες με υψηλότερο επίπεδο μετρητών διαθέσιμων τείνουν, έστω και σε χαμηλό βαθμό, να είναι πιο πιθανές στο να προβούν σε επαναγορά μετοχών.

Πίνακας 4.6, Εκτίμηση Μη Γραμμικής Παλινδρόμησης για Διερεύνηση Κινήτρων Επαναγοράς Μετοχών (Πιθανότητα Πραγματοποίησης Επαναγοράς Μετοχών)

		Αναμενόμενο Πρόσημο	Μοντέλο 1	Μοντέλο 2	Μοντέλο 3	Μοντέλο 3	Μοντέλο 3	
Σταθερά			0.0208 [.2561]	0.0215 [.2413]	2.0921 [.1960]	1.860 [.3167]	1.3766 [.1546]	1.2108 [.2439]
Adj Ret	+		-0.0124 [.3297]	-0.0137 [.3184]	-1.5545 [.2259]	-1.545 [.2481]	-0.9688 [.2198]	-0.9330 [.2391]
MB	-		-0.0157 [.0514]	-0.0140 [.0650]	-1.0552 [.1516]	-0.763 [.2035]	-0.6210 [.1363]	-0.4385 [.2023]
Cash	+		0.1620 [.1339]	- -	19.3552 [.0887]	- -	11.3717 [.0862]	- -
FCF	+		-0.0634 [.2291]	-0.0110 [.4217]	-11.4741 [.1082]	-4.358 [.2407]	-6.8469 [.0907]	-2.9379 [.2144]
Div Payout	-		0.0127 [.2826]	0.0128 [.2750]	0.0410 [.4926]	0.298 [.4373]	-0.0644 [.4770]	0.0946 [.4634]
TCE Ratio	+		0.0874 [.2458]	0.0633 [.3027]	-4.4754 [.2443]	-6.677 [.1740]	-2.6373 [.2603]	-3.9723 [.1779]
Options	+		1.6165 [.0950]	1.5256 [.1131]	80.5900 [.2364]	61.799 [.2937]	49.4911 [.2131]	37.0320 [.2746]
Size	+		0.0002 [.4941]	-0.0004 [.4866]	0.7005 [.2876]	0.599 [.3220]	0.3474 [.2977]	0.3182 [.3137]
N			66	66	66	66	66	66
Pseudo - R ²			-	-	5.80%	3.62%	5.75%	3.67%
LR-statistic			7.38 [.4959]	3.89 [.6914]	4.36 [.8229]	2.72 [.9094]	4.33 [.8264]	2.76 [.9061]

Οι τιμές σε [...] είναι οι p-τιμές

Τέλος, επιβεβαιώνεται και η υπόθεση της θετικής επίδρασης των δικαιωμάτων προαίρεσης, όπου τράπεζες που τα στελέχη τους εξασκούν περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης, τείνουν, έστω και σε χαμηλό βαθμό, να είναι πιο πιθανές στο να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Επιπλέον, ο συντελεστής της αδέσμευτης ταμειακής ροής προκύπτει αρνητικός, μη αναμενόμενα, και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% ($p < .10$). Για την υπόθεση της θετικής επίδρασης του πλεονάζοντος κεφαλαίου προκύπτουν αντικρουόμενα συμπεράσματα. Από τη μία προκύπτει ότι οι τράπεζες με υψηλότερο επίπεδο μετρητών διαθεσίμων τείνουν, έστω και σε χαμηλό βαθμό, να είναι πιο πιθανές στο να προβούν σε επαναγορά μετοχών, ενώ από την άλλη προκύπτει ότι οι τράπεζες με υψηλότερο επίπεδο ταμειακών ροών τείνουν να είναι λιγότερο πιθανές να προβούν σε επαναγορά μετοχών.

Με βάση την εκτίμηση του μοντέλου Tobit, δεν επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις της υποκατάστασης της διανομής μερίσματος, της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς και του μεγέθους. Επιπρόσθετα βάσει των εκτιμήσεων των μοντέλων Logit και Probit δεν επιβεβαιώνονται ούτε οι υποθέσεις της θετικής επίδρασης των δικαιωμάτων προαίρεσης.

Τα μοντέλα 1, 2 και 3 επανεκτιμήθηκαν χωρίς την μεταβλητή Cash η οποία πιθανό να προκαλεί πρόβλημα υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Μια τέτοια ένδειξη αποτελεί και το γεγονός ότι το πρόσημο του συντελεστή της μεταβλητής FCF είναι αρνητικό, αντίθετο από ό,τι αναμενόταν, έστω και αν είναι στατιστικά ασήμαντο ακόμη και σε επίπεδο 10% ($p > .10$). Προέκυψαν ακριβώς ίδια αποτελέσματα για τους υπόλοιπους συντελεστές. Απλώς, ο συντελεστής των δικαιωμάτων είναι λιγότερο σημαντικός, σε επίπεδο 15% πια, ($p < .15$), ενώ ο συντελεστής της FCF παραμένει μεν αρνητικός, αλλά είναι ακόμη πιο ασήμαντος στατιστικά.

Στο μοντέλο 2 προέκυψαν περίπου τα ίδια αποτελέσματα για τους υπόλοιπους συντελεστές. Απλώς ο συντελεστής του λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία είναι πια στατιστικά μη σημαντικός ακόμη και σε επίπεδο 20% ($p < .20$), ενώ ο συντελεστής της FCF έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Ακόμη, στο μοντέλο 3 προέκυψαν σχεδόν τα ίδια αποτελέσματα για τους υπόλοιπους συντελεστές. Σε αυτή την περίπτωση όμως, ο συντελεστής της αδέσμευτης ταμειακής ροής είναι εδώ στατιστικά μη στατιστικά σημαντικός μέχρι και σε επίπεδο 20% ($p < .20$), οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι τελικά οι αδέσμευτες ταμειακές ροές δεν επηρεάζουν την πιθανότητα πραγματοποίησης επαναγοράς μετοχών. Ουσιαστικά, το αρνητικό και στατιστικά σημαντικό πρόσημο πιθανόν να ήταν αποτέλεσμα της υψηλής μερικής πολυσυγγραμμικότητας και έτσι δεν θεωρείται αξιόπιστη εκτίμηση. Οπότε προφανώς φαίνεται ότι μάλλον δε επιβεβαιώνεται η υπόθεση της θετικής επίδρασης του πλεονάζοντος κεφαλαίου μέσω του επιπέδου των μετρητών που διαθέτουν οι τράπεζες.

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό καταγράφονται τα τελικά συμπεράσματα τα οποία προέκυψαν από την τρέχουσα εμπειρική μελέτη και την ερμηνεία των αποτελεσμάτων, πάνω στα κίνητρα για επαναγορά μετοχών στις 66 τράπεζες των ΗΠΑ για το 2015. Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζεται μια σύνοψη των ευρημάτων, ενώ στο δεύτερο μέρος αναλύεται η περιγραφή των αποτελεσμάτων ως προς την ερμηνεία τους σε σύγκριση και με παλαιότερες αντίστοιχες έρευνες, αλλά και με τα δεδομένα της εποχής, ως προς την οικονομική κρίση.

5.1 Σύνοψη Ευρημάτων

Η τρέχουσα εμπειρική έρευνα πραγματοποιήθηκε σε πληθυσμό 66 τραπεζών στις ΗΠΑ για το έτος 2015. Σκοπός της είναι να προσδιορίσει ποιοι παράγοντες αποτελούν κίνητρα για επαναγορά μετοχών στον τραπεζικό τομέα της οικονομίας της Αμερικής την περίοδο μετά το ξέσπασμα της κρίσης που έπληξε την παγκόσμια αγορά και σε τι βαθμό επηρεάζεται από τους παράγοντες αυτούς.

Η έρευνα αυτή βασίστηκε στο οικονομετρικό μοντέλο, το οποίο προτάθηκε και εφαρμόστηκε σε παρόμοια παρελθοντική έρευνα στις ΗΠΑ από τους Banyı et al (2014), και αφορούσε στην εξέταση έξι ερευνητικών υποθέσεων οι οποίες περιλάμβαναν την υπόθεση της υποτιμημένης μετοχής, την υπόθεση της θετικής επίδρασης του πλεονάζοντος κεφαλαίου, την υπόθεση της υποκατάστασης της μερισματικής πολιτικής, την υπόθεση της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας, τη θετική επίδραση των δικαιωμάτων προαίρεσης και, τέλος, τη θετική επίδραση του μεγέθους.

Σε γενικές γραμμές, η ανάλυση γραμμικής και μη γραμμικής παλινδρόμησης ανέδειξε ότι το ποσοστό μετοχών που επαναγοράζονται αλλά και η πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε ενέργεια επαναγοράς μετοχών δεν εξαρτώνται από κανένα από τους προαναφερθέντες παράγοντες σε πολύ μεγάλο βαθμό, μην επιβεβαιώνοντας, έτσι, καμία από τις σχετικές ερευνητικές υποθέσεις.

Μια περαιτέρω διερεύνηση των πιθανών σχέσεων, έδειξε, εντούτοις, κάποιες πολύ χαλαρές σχέσεις του ποσοστού επαναγοράς μετοχών και της πιθανότητας μια τράπεζα να προβεί σε μια τέτοια ενέργεια με ορισμένους από τους προαναφερθέντες παράγοντες. Έτσι, επιβεβαιώνονται κάποιες από τις ερευνητικές υποθέσεις, σε ένα πολύ χαμηλό ωστόσο βαθμό.

Πιο συγκεκριμένα, με βάση την απλή γραμμική παλινδρόμηση, βρέθηκε ότι το ποσοστό επαναγοράς μετοχών εξαρτάται αρνητικά από το λόγο αγοραίας προς λογιστική αξία, θετικά από την κεφαλαιακή επάρκεια και θετικά από την άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης, επιβεβαιώνοντας τις υποθέσεις της υποτιμημένης μετοχής, της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας και της θετικής επίδρασης της άσκησης δικαιωμάτων προαίρεσης. Από την άλλη πλευρά, δεν επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις της θετικής επίδρασης του πλεονάζοντος κεφαλαίου, της υπόθεσης της υποκατάστασης της μερισματικής πολιτικής και της θετικής επίδρασης του μεγέθους.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι όταν λαμβάνεται υπόψη μόνο το δείγμα των τραπεζών που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών, δεν επιβεβαιώνεται και η υπόθεση της υποτιμημένης μετοχής, καθώς το ποσοστό των μετοχών που επαναγοράζονται, από τις τράπεζες που προβαίνουν σε μια τέτοια κίνηση, δεν εξαρτάται από το λόγο αγοραία προς συνολική αξία. Επομένως, προκύπτει, ότι οι τράπεζες που έχουν μετοχές υποτιμημένες τείνουν να προβαίνουν σε επαναγορές μετοχών σε σχέση με τις τράπεζες που έχουν λιγότερο υποτιμημένες μετοχές, αλλά χωρίς να εξαρτάται ο όγκος που επαναγοράζουν από το πόσο υποτιμημένες είναι. Συμπεραίνεται, λοιπόν, ότι αν κάποια τράπεζα έχει υποτιμημένη μετοχή αποτελεί κίνητρο για απόφαση επαναγοράς, αλλά το μέγεθος υποτίμησης δεν είναι κριτήριο για τον όγκο της επαναγοράς. Ωστόσο αξίζει να επισημανθεί ότι δεν πρόκειται για ιδιαίτερα ισχυρό κίνητρο.

Οι τράπεζες, λοιπόν, που είχαν καλύτερη κεφαλαιοποίηση για το 2015, είχαν ένα σχετικά μεγαλύτερο κίνητρο να επαναγοράζουν υψηλότερο ποσοστό μετοχών. Ταυτόχρονα, όσο το κανονιστικό περιθώριο επιτρέπει σε μια τράπεζα να μειώσει τα ίδια κεφάλαια της (μέσα από πρακτικές επαναγοράς μετοχών) που φαίνονται από τους διάφορους σχετικούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, υπάρχει μια πολύ ελαφριά τάση να προβαίνει σε επαναγορά όλο και υψηλότερου ποσοστού. Αναδείχθηκε, επιπλέον, ότι οι τράπεζες που τα στελέχη τους εξασκούν υψηλότερο αριθμό δικαιωμάτων προαίρεσης για το 2015, είχαν ένα σχετικά μεγαλύτερο κίνητρο να επαναγοράζουν

υψηλότερο ποσοστό μετοχών. Επιπρόσθετα, οι τράπεζες στις οποίες τα στελέχη τους επιθυμούσαν πιο έντονα να αυξηθεί η τιμή της μετοχής για να κάνουν άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης που κατέχουν (ως γνωστόν ο κάτοχος ενός τέτοιου δικαιώματος επιθυμεί αύξηση της τιμής της μετοχής για να την αποκτήσει, μέσω του δικαιώματος, σε μια προκαθορισμένη χαμηλή τιμή, ώστε να καρπωθεί το κέρδος), είχαν μια ελαφρά τάση να εφαρμόζουν όλο και περισσότερο την πρακτική της επαναγοράς μετοχών είτε με σκοπό να ανατρέψουν μια πτωτική πορεία της, είτε με σκοπό να δώσουν σήμα στην αγορά για υποτιμημένες μετοχές, ώστε να αυξηθεί η ζήτηση για αυτές, και, άρα, η τιμή τους. Είναι προφανές ότι σε περιόδους κρίσης και οικονομικής ύφεσης όπου οι ευκαιρίες για επενδύσεις δεν είναι και πολλές και επομένως δεν είναι εύκολο να αυξηθεί η αξία μιας τράπεζας μέσα από υπεραξίες που θα έρθουν από ανάληψη επενδύσεων και κερδοφόρων θέσεων, η πρακτική της επαναγοράς μετοχών είναι μια μάλλον εύκολη λύση για να τονωθεί η πορεία της μετοχής.

Με βάση τις μη γραμμικές παλινδρομήσεις, η πιθανότητα μια τράπεζα να προβεί σε ενέργεια επαναγοράς μετοχών βρέθηκε να εξαρτάται αρνητικά από το λόγο αγοραίας προς λογιστική αξία, αρνητικά από τα μετρητά διαθέσιμα και θετικά από την άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης. Επιβεβαιώνονται, έτσι, οι υποθέσεις της υποτιμημένης μετοχής, της θετικής επίδρασης του πλεονάζοντος κεφαλαίου και της θετικής επίδρασης της άσκησης δικαιωμάτων προαίρεσης. Αντίθετα, δεν επιβεβαιώνονται οι υποθέσεις της υποκατάστασης της μερισματικής πολιτικής, της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας και της θετικής επίδρασης του μεγέθους.

Οι τράπεζες, λοιπόν, που έχουν υψηλότερη υποτίμηση της τιμής της μετοχής τους εκφράζουν μια χαμηλή, έστω, τάση για αυξημένη πιθανότητα να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Ουσιαστικά, όσο μια μετοχή είναι υποτιμημένη, αυτό ταυτόχρονα σημαίνει υψηλό κόστος κεφαλαίου από τη χρηματοδότηση με μετοχές και έτσι είναι λογικό να υπάρχει μια, ελαφρά έστω, τάση οι τράπεζες να επιθυμούν να χρηματοδοτούνται λιγότερο από ίδια κεφάλαια τα οποία έχουν ένα σχετικά πιο ακριβό κόστος. Για αυτό είναι πιο πιθανό να προβαίνουν σε ενέργεια επαναγοράς μετοχών.

Απορρέει, ότι οι τράπεζες που διαθέτουν υψηλότερο επίπεδο διαθέσιμου πλεονάζοντος κεφαλαίου, υπό μορφή μετρητών, είναι αυτές που είναι πιο πιθανό, έστω

και σε χαμηλό βαθμό, να προβούν σε ενέργειες επαναγοράς μετοχών. Δηλαδή, οι τράπεζες που έχουν πλεονάζοντα κεφάλαια και, προφανώς, δεν έχουν επενδυτικές ευκαιρίες αρκετά ελκυστικές, είναι πιο πιθανό να προβούν σε επαναγορά μετοχών σε σχέση με τράπεζες που δεν έχουν αρκετά πλεονάζοντα κεφάλαια. Πάντως, θα πρέπει να τονιστεί ότι οι τράπεζες με περισσότερα πλεονάζοντα κεφάλαια υπό μορφή μετρητών διαθέσιμων είναι μεν πιο πιθανό να προχωρήσουν σε επαναγορά μετοχών, αλλά δεν επηρεάζεται το μέγεθος της επαναγοράς, όπως φάνηκε από την προηγούμενη ανάλυση. Αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό της επαναγοράς φαίνεται να είναι μάλλον μια συγκυριακή και όχι στρατηγική απόφαση και για αυτό δεν βρέθηκε να επηρεάζεται παρά μόνο από την απόφαση για επαναγορά ή όχι.

Αναδείχθηκε, επίσης, ότι τράπεζες που τα στελέχη τους άσκησαν περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης ήταν πιο πιθανό να ενδιαφέρονται για την τόνωση της τιμής της μετοχής και για αυτό προέβησαν σε μια απόφαση για επαναγορά μετοχών, μια απόφαση που, όπως αναφέρθηκε σχετικώς, αποτελεί μια εύκολη και βραχυχρόνια λύση για μια άνοδο ή έστω ανάσχεση πτωτικής πορείας της τιμής της μετοχής.

Αξίζει, τέλος, να σημειωθεί ότι το γεγονός ότι δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της υποκατάστασης των μερισμάτων, υπονοεί ότι κάποιες τράπεζες χρησιμοποιούσαν τις δύο αυτές πρακτικές παράλληλα, ως συμπληρωματικές, για να διανείμουν μετρητά στους μετόχους τους, και κάποιες άλλες τις χρησιμοποιούσαν ως υποκατάστατα, όταν επιθυμούσαν να διανείμουν είτε μόνο μερίσματα είτε μόνο να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Πάντως, σε κάθε περίπτωση δεν βρέθηκε καμία ισχυρή, ή έστω χαλαρή, τάση για κάποιο αποτέλεσμα υποκατάστασης. Συνεπώς, η πρακτική της επαναγοράς των μετοχών για τις τράπεζες στις ΗΠΑ το 2015 ήταν ασυσχέτιστη της μερισματικής πολιτικής.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι το γεγονός ότι δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της θετικής επίδρασης του μεγέθους, υπονοεί ότι οι τράπεζες στις ΗΠΑ το 2015 κατέφευγαν στην πρακτική της επαναγοράς μετοχών άσχετα από το μέγεθος τους. Αυτό σημαίνει, πρακτικά, ότι μια τράπεζα είχε, έστω χαλαρά, κίνητρα για να προβεί σε επαναγορά μετοχών άσχετα από το πόσο μεγάλη ή μικρή ήταν. Με άλλα λόγια, σε όλο το φάσμα των τραπεζών μπορούσε κάποιος να βρει τράπεζες με υποτιμημένη ή μη μετοχή, με πλεονάζον ή όχι κεφάλαιο, με υψηλή ή όχι κεφαλαιακή επάρκεια και με περισσότερα ή όχι δικαιώματα προαίρεσης που ασκήθηκαν.

5.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Σε παρόμοια έρευνα των Banyí et al (2014) επιβεβαιώθηκαν οι υποθέσεις της υποτιμημένης μετοχής, του πλεονάζοντος κεφαλαίου (υπό τη μορφή μετρητών), της θετικής επίδρασης της κεφαλαιακής επάρκειας, της θετικής επίδρασης των δικαιωμάτων προαίρεσης και της θετικής επίδρασης του μεγέθους. Στην παρούσα έρευνα, επιβεβαιώθηκαν όλες οι παραπάνω υποθέσεις με εξαίρεση την υπόθεση της θετικής επίδρασης του μεγέθους, ενώ και στις δύο έρευνες δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της υποκατάστασης της διανομής μερίσματος. Αυτό που θα πρέπει να σημειωθεί είναι ότι στην παρούσα έρευνα οι υποθέσεις επιβεβαιώνονται σε ένα πολύ πιο χαλαρό πλαίσιο, ενώ στην έρευνα των Banyí et al (2014) οι υποθέσεις επιβεβαιώνονται πολύ πιο ισχυρά. Η ειδοποιός διαφορά των δύο ερευνών έγκειται στο γεγονός ότι η πρώτη έγινε πριν την οικονομική κρίση, την περίοδο 2004-2007, ενώ η τρέχουσα έρευνα έγινε με δεδομένα του 2015, δηλαδή μετά την ανάδειξη των συνεπειών της οικονομικής κρίσης.

Όπως φαίνεται η κρίση δεν επηρέασε τη μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής στην απόφαση για επαναγορά μετοχών αλλά και στην ποσότητα της επαναγοράς όταν λαμβάνεται μια τέτοια απόφαση. Είναι φανερό ότι και πριν και μετά την κρίση, οι τράπεζες στις ΗΠΑ δεν εκλαμβάνουν την επαναγορά μετοχών ως υποκατάστατο της διανομής μερίσματος και έτσι η μερισματική πολιτική δεν αποτελεί κανενός είδους κίνητρο για τις αποφάσεις που αφορούν επαναγορά μετοχών. Άλλα είναι τα κίνητρα και οι προσδιοριστικοί παράγοντες που θα καθορίσουν μια τέτοια απόφαση.

Ως εκ τούτου, η κρίση επηρέασε και το γεγονός ότι το μέγεθος πια δεν παίζει ρόλο στις αποφάσεις για επαναγορά μετοχών. Ενώ πριν την κρίση, οι πιο μεγάλες τράπεζες ήταν αυτές που είχαν υψηλότερα κίνητρα για επαναγορά μετοχών, διότι αυτές είχαν υψηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια, αυτές είχαν υψηλότερα πλεονάζοντα κεφάλαια και αυτές είχαν περισσότερα δικαιώματα προς άσκηση, μετά την κρίση αυτό δεν φαίνεται να ισχύει πλέον. Αντίθετα, όλες οι τράπεζες ανεξαρτήτου πια μεγέθους φαίνεται να έχουν παρόμοια κίνητρα για να εφαρμόσουν την πρακτική της επαναγοράς μετοχών.

Ο λόγος, όμως, που τα κίνητρα για επαναγορά μετοχών είναι πολύ πιο χαλαρά στις ΗΠΑ - μετά την κρίση συγκριτικά με πριν από αυτή -, έγκειται πολύ πιθανόν στο γεγονός ότι η εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων που θα χρηματοδοτούσε μια επαναγορά μετοχών δεν είναι πια τόσο εύκολη σε μια τέτοια περίοδο ύφεσης. Το κόστος χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια δεν είναι, πια, τόσο χαμηλό και, άρα ελκυστικό και ανταγωνιστικό σε σχέση με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ενώ, όπως κάθε εταιρεία ή οργανισμός, έτσι και μια τράπεζα δεν έχει την ίδια εύκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων, όσο την είχε πριν την κρίση.

Συνεπώς, από ότι προκύπτει από τα αποτελέσματα, τα κίνητρα για επαναγορά μετοχών από τις τράπεζες στις ΗΠΑ, μάλλον παραμένουν ίδια (υποτίμηση τιμής μετοχής, διαχείριση πλεονάζοντος κεφαλαίου υπό μορφή μετρητών, υψηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια, άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης). Η μόνη διαφορά εντοπίζεται στη διάχυση τους πια σε όλο το φάσμα των τραπεζών ανεξαρτήτου μεγέθους, αλλά και στο γεγονός ότι οι τράπεζες δεν μπορούν, πια, τόσο εύκολα να χρηματοδοτήσουν τέτοιες ενέργειες. Έτσι, είτε αποφεύγουν να προβαίνουν σε αυτές, είτε να προβαίνουν αλλά με λιγότερο όγκο επαναγοράς από ότι σχεδίαζαν.

Βιβλιογραφία

- Acharya, V., Gujral, I., Kulkarni, N., Shin, H. (2011) Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009, *National Bureau of Economic Research, Working Paper No 16896*
- Allen, F., Bernardo, A., Welch, I. (2000) A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles, *The Journal of Finance*, 55: 2499-2536
- Bagwell, L. and Shoven, J. (1988) *Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of which Firms Participate in Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Edited by Auerbach, A.G., Chicago, IL: University of Chicago Press
- Baker, M and Wugler, J. (2004) A Catering Theory of Dividends, *The Journal of Finance*, 59: 1125-1165
- Banyi, M., Porter, S., Williams, S. (2014) Capital Distributions in Banking Industry, *Journal of Business Economics and Finance*, 3(3): 371-397
- Ben-Rephael, A., Oded, J., Wohl, A. (2013) Do Firms Buy Their Stocks at Bargain Prices? Evidence from Actual Stock Repurchase Disclosures, *Review of Finance*, 2013: 1-42
- Bens, D., Nagar, V., Skinner, D., Wong, M. (2003) The Real Investment Implications of ESO Exercises, *Journal of Accounting Research*, 40: 359-393
- Berger, A., DeYoung, R., Flannery, M., Lee, D., Oztekin, O. (2008) How Do Large Banking Organizations Manage Capital Ratios?, *The Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Research Department, Research Working Paper 08-01*
- Bhattacharya, S. (1979) Imperfect Information, Dividend Policy and ‘the Bird in the Hand’ Fallacy, *Bell Journal of Economics*, 10: 259-270
- Black, F. (1976) The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, 2: 5-8
- Brav, A. Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005) Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics*, 77: 483-527
- De Angelo, H., De Angelo, L. Skinner, D. (1992) Dividends and Losses, *The Journal of Finance*, 47: 1837-1863
- Dittmar, A.K. (2000) Why Do Firms Repurchase Stocks?, *The Journal of Business*, 73: 331-356

- Easterbrook, F. (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, 84: 650-659
- Fenn, G. Liang, N. (2001) Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, 60: 45-72
- Grullon, G. and Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51
- Grullon, G. and Michaely, R. (2002) Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis, *Journal of Finance*, 57: 1649-1684
- Guay, W. and Hardord, J. (2000) The Cash-Flow Performance and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases, *Journal of Financial Economics*, 57: 385-415
- Healy, P. and Palepu, G. (1988) Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Financial Economics*, 21: 149-176
- Hirtle, B. (1998) Bank Holding Company Capital Ratios and Shareholder Payouts, *Current Issues in Economics and Finance (Federal Reserve Bank of New York)*, 4: 1-6
- Hirtle, B. (2004) Stock Repurchases and Bank Holding Company Performance, *Journal of Financial Intermediation*, 13: 28-57
- Hovakimian, A, Opler, T., Titman, S. (2001) The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24
- Ikenberry, D., Lakonishok, T., Vermaelen T. (1995) Market Underreaction to Open Market Share Repurchase, *Journal of Financial Economics*, 39: 181-208
- Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76: 323-239
- Kahle, K.M. (2002) When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options, *Journal of Financial Economics*, 63: 235-261
- Li, W. and Lie, E. (2006) Dividend Changes and Catering Incentives, *Journal of Financial Economics*, 80: 293-308
- Miller, M, and Rock, K. (1985) Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, 40: 1031-1051

Nissam, D. and Ziv, A. (2001) Dividends Changes and Future Profitability, *Journal of Finance*, 56: 2111-2133

Vermaelen T. (1984) Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19: 163-181

Vermaelen T. (2005) Share Repurchases, *Foundations and Trends in Finance*, 1(3): 171-268