

Vezető európai vállalatok nyílt piaci visszavásárlási bejelentéseinek hatása

Ács Márton¹ – Malatinszky Gábor²

ABSZTRAKT: A Stoxx részvényindexben szereplő 76 vezető európai vállalat 2020 és 2024 közötti nyílt piaci visszavásárlási bejelentéseinek mintáján a három napos eseményablakban 1,11 százalékos szignifikáns átlagos kumulált abnormális hozamot mutattunk ki. Feltártuk, hogy a piaci reakciók valójában 2020 és 2022 között, a koronavírus-járvány terjedése és az orosz-ukrán háború kitörése okozta bizonytalanságok közepette voltak szignifikánsak, míg nyugodtabb piaci környezet mellett 2023-ban és 2024-ben nem. Vállalatok szintjén a piaci hatásokban mutatkozó különbségeket a tőkeszerkezet elmélet magyarázza, tehát a piac kiemelkedően díjazta azon cégek nyílt piaci visszavásárlásait, amelyek esetében a bejelentésig az adósságból való finanszírozás a megcélzott optimális szint alatt alakult. Fontos azonban, hogy a válságok idején ez csak abban az esetben érvényesült, ha a tőkeáttétel a részvénytranzakciók után is mérsékelt szinten tudott maradni.

KULCSSZAVAK: Információ és piaci hatékonyság, eseményelemzés, nemzetközi pénzpiacok, részvényesi kifizetési politika

JEL-KÓDOK: G14, G15, G35

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2025_2_2

Bevezetés

Az osztalékfizetések volumenéhez képest sokáig alulmaradó részvény-visszavásárlások a 2000-es években a részvényesi kifizetések első számú formájává váltak (Skinner, 2008). A 20. században több kutatót is foglalkoztatott az osztalékfizetés annak ellenére történő favorizálása, hogy a részvény-visszavásárlás adózási előnnyel rendelkezik azzal szemben (Bierman és West, 1966). Végül 1998-ban volt az első olyan év, amikor a globális részvény-visszavásárlások volumene meghaladta az osztalékfizetéseket (Grullon és Ikenberry, 2000).

¹ MNB Intézet, Budapesti Metropolitan Egyetem, hallgató

² MNB Intézet, Budapesti Metropolitan Egyetem, (óraadó oktató); Bécsi Egyetem (PhD hallgató)

A jelenhez közelebbi trendekre tekintve az látható, hogy a globális részvény-visszavásárlások volumene 2012 és 2022 között megháromszorozódott. A rekordévek 2022 számított, amikor 1305 milliárd dollár értékben vásárolták vissza papírjaikat a tőzsdén jegyzett cégek. 2024-ben az év első néhány hónapjának aktivitása után az elemzők ismételten 1000 milliárd dollár feletti globális volument prognosztizáltak. (Janus Henderson Investors, 2023)

A részvény-visszavásárlások vizsgálatának aktualitását és relevanciáját azonban nem csak az említett pozitív tendenciák adják, hanem a visszavásárlásnak az adott cég részvényárfolyamára kifejtett hatása is. Ez tetten érhető volt például a magyar részvénypiacon is. 2023. 07. 21-én a napi kereskedés zárása után az OPUS GLOBAL Nyrt. részvény-visszavásárlási programot jelentett be, amelynek hatására a következő kereskedési napon a részvények árfolyama közel 20%-ot emelkedett. A visszavásárlások után megfigyelt ilyen jellegű piaci ármozgásoktól vezérelve cikkünk az alábbi kérdésekre próbál választ találni:

1. Mekkora a részvény-visszavásárlási programok bejelentésének átlagos rövid távú hatása a részvényárfolyamokra?
2. Milyen vállalatspecifikus tényezők befolyásolják a piaci hatásokat?

Tekintettel arra, hogy a létező szakirodalom túlnyomó része az Egyesült Államok tőkepiacain végrehajtott részvény-visszavásárlások hatásaival foglalkozik, jelen értekezésben kizárólag vezető európai tőkepiacokra fókuszálunk. Mintánkat a Stoxx Europe 600 részvényindexben 100 legnagyobb súllyal rendelkező vállalat legfrissebb részvény-visszavásárlási bejelentéseire korlátozzuk.

Annak okán továbbá, hogy a tőzsdei vállalatok többféle módon is visszavásárolhatják részvényeiket, a vizsgálati kört tovább szűkítettük. A nyílt piaci visszavásárlási program (open market repurchase program), a fix áras ajánlat (fixed-price tender offer), a holland aukciós ajánlat (Dutch auction tender offer) és a zárt körű ajánlat (privately negotiated purchase) lehetőségek közül kizárólag a nyílt piaci visszavásárlásokkal foglalkozunk. Ezen döntést Chen és Obizhaeva (2022) tanulmánya alapján hoztuk meg, mely szerint a vállalatok döntő többsége a visszavásárlások e módjának szavaz bizalmat, különösen az utóbbi években.

A felsorolt két kutatási kérdést két különböző módszertannal vizsgáljuk. Az első kérdésre az eseményelemzés segítségével keressük a választ, amely lépéseit követve először historikus adatok alapján megbecsüljük a minta részvényeinek várható normális hozamát, majd a részvény-visszavásárlási bejelentés körül megfigyelt valós napi hozamok és a megbecsült várható normális hozamok különbségeként megkapjuk az abnormális hozamokat, amelyek tisztán a bejelentések piaci hatását tükrözik. A második kérdés elemzéséhez keresztmetszeti regressziókat alkalmazunk, ahol az eredményváltozó minden esetben az eseményelemzés segítségével kiszámolt kumulált abnormális hozam, míg a magyarázó változók azon vállalatspecifikus tényezők, amelyek a szakirodalom alapján potenciálisan befolyásolhatják a piaci reakciókat.

Eredményeink Anolick és szerzőtársaival (2021) összhangban azt mutatják, hogy újabban a nyílt piaci visszavásárlási bejelentések Európában csak pénzügyi, gazdaságpolitikai bizonytalanságok esetén generálnak szignifikáns abnormális hozamokat,

köszönhetően annak, hogy ilyenkor egy kockázatokkal övezett gazdasági helyzetben extra bizalmat ébresztenek a befektetőkben. Az Európai Unió erőfeszítéseinek jóvoltából az európai pénzügyi piacok olyannyira szabályozottá és transzparenssé váltak az elmúlt 20 évben, hogy normál piaci körülmények között statisztikai jelentőségű piaci hatásokat nem tudunk kimutatni. A cégek szintjén azt találtuk, hogy az egyes bejelentések fogadtatásában az eltérő tőkeszerkezetek okozzák a különbséget. A visszavásárlások előtt alacsonyabb tőkeáttétellel működő cégek magasabb abnormális hozamokat érnek el. Válságok (például a koronavírus-járvány vagy az orosz-ukrán háború) idején a tőkeszerkezetekkel kapcsolatban szokásosan megnövekedő befektetői aggodalom miatt a leírt jelenség csak abban az esetben érvényesül, ha a tőkeáttételi mutató a részvénytranzakciók után is egészséges, alacsony kockázati szinten tud maradni.

A továbbiakban először áttekintést adunk a téma létező szakirodalmáról, utána részletesen bemutatjuk az elemzéshez felhasznált módszertant és adatokat, majd bővebben ismertetjük az eredményeket, amelyek alapján levonjuk a főbb konklúziókat.

Szakirodalmi áttekintés

Jelen fejezet során definiáljuk az elemzés tárgyát képező nyílt piaci visszavásárlási programokat, feltárjuk a szakirodalom által korábban talált rövid távú piaci reakciókat a bejelentésekre, majd bemutatjuk azokat a létező legfontosabb elméleteket, amelyek magyarázzák a megfigyelt abnormális hozamokat.

Nyílt piaci visszavásárlási programok és abnormális hozamok

A nyílt piaci visszavásárlási programok során a vállalatok a hagyományos tőkepiaci kereskedésben vásárolják vissza saját részvényeiket előre bejelentett mennyiségben és időtávon. A visszavásárlás ezen módja sokáig nem volt elterjedt, ugyanis az árfolyammanipulációval kapcsolatos kockázatok miatt a felügyeleti hatóságok jellemzően nem engedélyezték. Lee és Suh (2011) tanulmánya alapján például Németországban törvényellenes, míg Franciaországban csak nagyon nehezen kivitelezhető volt egészen 1998-ig.

Annak ellenére, hogy a felügyeletek jelenleg is szigorú korlátozásokat tartanak fent, a vállalatoknak jelentős mozgástere van a nyílt piaci visszavásárlási programok végrehajtásában. Először is, a tőzsdei cégeknek nincs kötelezettségük arra, hogy valóban visszavásárolják a teljes előre bejelentett részvénytömeget, és a kutatások szerint a menedzsmentek ezt ki is használják. Rau és Vermaelen (2002) például a nyílt piaci visszavásárlási programok végrehajtási arányát 37 százalékra becsülte az Egyesült Királyságban. Másodszor, a vállalatok nem ragaszkodnak szigorú ütemtervhez, amikor visszavásárolják a részvényeiket. Többek között Brockman és Chung (2001) alapján a programok időtartama alatt általában nem minden kereskedési nap vagy kereskedési hónap során teljesülnek tranzakciók.

Ehhez kapcsolódóan Hou (2024) megmutatja, hogy a piaci reakciók annál pozitívabbak, minél hitelesebb egy nyílt piaci visszavásárlási bejelentés. Tajvani adatok

tapasztalatai azt mutatják ugyanis, hogy sok bejelentés végrehajtási aránya nulla, vagyis ezeket nem követi semmilyen visszavásárlási tranzakció. A részvénytőzsdék tehát pozitívan értékelik a visszavásárlási bejelentések hitelességét.

Korábbi kutatások számtalan alkalommal bizonyították, hogy a nyílt piaci visszavásárlási programok pozitív információtartalmat hordoznak, ugyanis a bejelentésnek tulajdoníthatóan rendre pozitív abnormális hozamokat mutattak ki rövid távon (Grullon és Michaely, 2004; Ikenberry és szerzőtársai, 1995; Vermaelen, 1981; Zhang, 2005). Ennek lehetséges magyarázatait a következő fejezetben részletezzük.

Boubaker és szerzőtársai (2024) a piaci likviditás irányultsága és a visszavásárlási tranzakciók időzítésének kapcsolatát vizsgálva megállapítják, hogy a felfelé irányuló likviditásnak (pozitív hozamú napok) nagyobb hatása van a visszavásárlási döntésekre, mint a lefelé irányuló likviditásnak (negatív hozamú napok). Ez a piaci likviditási struktúra befolyásolja a részvény-visszavásárlás fent említett mennyiségét is.

A pozitív abnormális hozamok lehetséges magyarázatai

A nyílt piaci visszavásárlási programok bejelentéseinek átlagosan pozitív piaci hatásának magyarázatára a szakirodalom számos elméletet dolgozott ki. Ezek közül a legtöbb empirikus bizonyítékkal rendelkezők közé tartozik a jelzés- és alulértékeltségi elmélet, a megbízó-ügynök elmélet és a tőkeszerkezet elmélet, amelyek a következőkben kerülnek kifejtésre.

Jelzés- és alulértékeltségi elmélet

A jelzés- és alulértékeltségi elmélet lényege, hogy a befektetők azért reagálnak pozitívan a részvény-visszavásárlási programok bejelentésére, mert azt feltételezik, hogy a többletinformációval rendelkező vállalatmenedzsment a bejelentéssel azt szeretné jelezni a piacoknak, hogy a részvény alulértékelt. Ezzel összhangban, Brav és szerzőtársai (2005) kérdőíves kutatásukban azt találták, hogy a vezetők 86,4 százaléka a részvények alulértékeltségét az egyik legfontosabb tényezőnek tartja a visszavásárlási döntéseinek meghozatala során. Továbbá, több tanulmány is megállapította, hogy a vállalatok általában azután hajtanak végre részvényvásárlást, miután részvényeik árfolyama csökken (Ikenberry és szerzőtársai, 1995; Peyer és Vermaelen, 2009). Ráadásul, Peyer és Vermaelen (2009) szerint a visszavásárlást megelőző időszakban legnegatívabban teljesítő vállalatok részvényei érik el a legmagasabb abnormális hozamokat a visszavásárlást követő időszakban.

Az elmélet fontos alappilléret képezi, hogy a részvény-visszavásárláson keresztül történő hamis jelzés valószínűtlen, mert nagyon költséges (Bhattacharya és Jacobsen, 2016). A túlárazott részvények visszavásárlása veszteséget eredményez a vállalat számára, amely csökkenti a jövőbeli részvényárfolyamot és a részvényesek, köztük pedig a vállalatvezetők vagyont is. A visszavásárlások tehát az alulértékeltség hiteles jelzésének tekinthetők.

Fontos megemlíteni ugyanakkor, hogy a jelzés- és alulértékeltségi elmélet a nyílt piaci visszavásárlások esetében sokkal összetettebb, mint más típusú visszavásárlá-

sok esetén. Egy nyílt piaci visszavásárlási bejelentés ugyanis csak lehetőséget, és nem kötelezettséget jelent a részvények visszavásárlására. Ebből következik, hogy a szakirodalom szerint ezen bejelentések gyengébb jelzést nyújtanak az alulértékeltségről, mint a többi visszavásárlási típus, hiszen a hamis jelzés költsége is alacsonyabb (Grullon és Ikenberry, 2000; Rau és Vermaelen, 2002).

Huang és szerzőtársai (2025) a jelzéseméletet támasztják alá tanulmányukban, amelyben kínai részvény-visszavásárlási adatok alapján arra a következtetésre jutnak, hogy a gazdaságpolitikai bizonytalanság megnöveli a részvény-visszavásárlásokat. Ez a jelenség a „jelzés” motiváló tényező meglétét támasztja alá, ellentétben a fejlett tőkepiacokon hasonló körülmények között megfigyelhető „óvatossági” tényezővel, amely csökkentően hat a visszavásárlásokra.

Ide kapcsolhatóak azok a tanulmányok is, amelyek a részvény-visszavásárlások piaci hatékonyságra kifejtett hatásait vizsgálják (például Ren és szerzőtársai, 2024; Huang és Jin, 2024). Ezek szerint a részvény-visszavásárlások javíthatják a tőkepiacok árazási hatékonyságát a likviditás növelésén és az információ közzététel színvonalának emelésén keresztül. Ez különösen igaz az alacsonyabb színvonalú vállalatirányítási rendszerrel, illetve a nagy információs aszimmetriával rendelkező cégek esetében.

Megbízó-ügynök elmélet

A megbízó-ügynök elmélet szerint a részvény-visszavásárlási bejelentésekre való pozitív piaci reakciók egy másik magyarázata az, hogy a visszavásárlási programok csökkentik azon megbízó-ügynök problémával kapcsolatos kockázatot, hogy a vállalatok menedzserei a működés szempontjából felesleges pénzállomány rendelkezésre állása esetén negatív nettó jelenértékű beruházásokba kezdjenek, ugyanis a részvényesi kifizetések csökkentik a vállalatok szabad cash-flow állományát (Jensen, 1986; Easterbrook, 1984).

A részvény-visszavásárlási bejelentések tehát ezen elmélet szerint is jelzést közvetítenek a piac felé, azonban nem a vállalat alulértékelttségéről, hanem a vezetők elkötelezettségéről, hogy csökkentsék a magas szabad cash-flow állomány lehetséges kockázatait. Grullon és Michaely (2004) szerint ez a jelzés akkor igazán fontos a befektetőknek, amikor egy vállalat a növekedési fázisból áttér az életciklus érettség fázisába, amelyet kevesebb potenciálisan pozitív nettó jelenértékű beruházási lehetőség jellemez. A szerzők továbbá az 1980 és 1997 közötti nyílt piaci visszavásárlások elemzése során azt találták, hogy a visszavásárlások után magasabb abnormális hozamokat értek el azon vállalatok, amelyek hajlamosak túlköltekezni, és felelőtlenül beruházni a rendelkezésre álló szabad pénzállományból.

Ye és szerzőtársai (2024) a kínai részvényt piacon találnak bizonyítékot arra, hogy a részvény-visszavásárlások hatékonyan csökkentik a vállalatok cash-flow állományát, különösen olyan cégeknél, amelyek jobb pénzügyi lehetőségekkel rendelkeznek. Ez az eredmény jól szemlélteti a megbízó-ügynök elmélet motivációs mechanizmusát.

Tőkeszerkezet elmélet

A tőkeszerkezet elmélet felvetése szerint a pozitív abnormalis hozamok magyarázata abban rejlik, hogy részvény-visszavásárlásokkal a vállalat növelheti tőkeáttételi mutatóját (Grullon és Ikenberry, 2000). A túl magas adósságszint azonban már költséget jelent a vállalat számára, ami pénzügyi nehézségek és csődkockázat formájában jelentkezik. Amennyiben a tőkeáttételi mutató az optimális szint alatt van, akkor a részvény-visszavásárlás bejelentése növelheti a részvényárakat.

Az elméletet alátámasztják Hovakimian és szerzőtársai (2001), akik 1979 és 1997 között vizsgálták a vállalatok tőkeszerkezeti politikáját, és azt találták, hogy amikor a vállalatok tőkeáttételi mutatója az optimális érték alá csökkent, akkor nagyobb valószínűséggel vásároltak vissza részvényeket. A vállalatok részvény-visszavásárlásokkal kapcsolatos döntéshozatalában tehát fontos tényező a tőkeszerkezet finomhangolása.

További megerősítést jelent Dittmar (2000) tanulmánya, ahol a szerző a vállalati eszközarányos nettó adósság és az iparági medián különbségéből adódó „LEVER” elnevezésű változó használatával találja azt, hogy 1987 és 1996 között a cégek részvény-visszavásárlások segítségével optimalizálták az adóssághányadukat.

Az aktualitásokra reflektálva, Aramonte (2020) rámutat, hogy 2010 és 2019 között a nem pénzügyi vállalatok tőkeáttétele összességében jelentősen növekedett, amelynek hatására az egyes iparágakra jellemző adósságcélszintek is megemelkedtek. Ehhez alkalmazkodva, azon cégek nagyobb mennyiségben vásárolták vissza a részvényeiket, amelyek forrásoldali szerkezete egyébként nem követte le a trendet. Ez a jelenség azért különösen jelentőségteljes, mert a koronavírus-járvány 2020 márciusi berobbanásakor a magasabb tőkeáttételű cégek nagyobb veszteségeket szenvedtek el a tőkepiacokon.

Wang és szerzőtársai (2024) is azt vizsgálják, hogy a vállalatok milyen mértékben használják eszközként a saját részvényeik visszavásárlását arra, hogy elérjék a megcélzott tőkeszerkezetüket. A részvény-visszavásárlások törvényessé tételét követő időszakot a világ 17 gazdaságában elemezve megállapítják, hogy a viszonylag alacsony tőkeáttétellel rendelkező cégek nagyobb valószínűséggel vásárolták vissza saját részvényeiket, és ezt a megcélzott tőkeszerkezet elérésének céljából tették.

Módszertan

Jelen fejezetben a kutatási kérdések vizsgálatához használt módszertan részletei kerülnek bemutatásra. Először a nyílt piaci visszavásárlási bejelentések rövid távú piaci hatásának megbecslésére alkalmas eseményelemzés módszertanának alkalmazását, majd a rövid távú piaci hatásokat befolyásoló tényezőkkel kapcsolatos elméletek, hipotézisek tesztelésére összeállított lineáris regressziókat részletezzük.

Eseményelemzés

Az eseményelemzés alapjait Fama és szerzőtársai (1969) fektették le, míg a tudományos munkákban való alkalmazását, illetve különböző megközelítéseit MacKin-

lay (1997) tanulmánya foglalja össze. Azóta ez a módszertan széleskörben elterjedt és számos gazdasági kérdés kapcsán alkalmazzák, mint például a kriptovalutáknál (Czeczeli és Vilonya, 2022), gazdaságpolitikai kérdéseknél (Lehmann és szerzőtársai, 2023), a koronavírus hatását vizsgálva (Kökény és szerzőtársai, 2022), jegybanki kommunikációt elemezve (Neszveda és Siket, 2023) vagy az orosz-ukrán konfliktus hatásának vizsgálatára (Kovács és szerzőtársai, 2024).

A módszertan első lépéseként az úgynevezett eseményablakot szükséges meghatározni, amely azt a periódust takarja, amikor a vizsgált esemény potenciálisan hatással lehet a kapcsolódó pénzügyi eszköz árfolyamára. Maga a bejelentés napja értelemszerűen kötelező elem, azonban az eseményablak hosszának kiválasztása már korántsem triviális. Egy hosszabb eseményablak kiválasztása növeli a vizsgált eseménytől eltérő hatások torzításának kockázatát, ugyanakkor képes az elnyúló, nem azonnali piaci reakciók azonosítására is. Egy rövidebb eseményablak ezzel szemben erősen fókuszál a vizsgált eseményre, és nagy eséllyel nem kerül befolyásolásra a potenciális torzító tényezők (pl. más hírek, bejelentések) által. Ezen érveket mérlegelve, egy viszonylag rövid, egy nappal a bejelentés napja előtt kezdődő, és egy nappal az esemény után záródó eseményablakot választottunk ($[-1,+1]$). Fontos szempont volt, hogy a 3 napos eseményablak kiválasztása könnyűvé teszi az előző tanulmányokkal való összehasonlítást, ugyanis a legtöbb akadémikus szintén emellett vette le a voksát.

Második lépésként a becslési ablak kiválasztása következik, amelyet a vizsgált eseményhez kapcsolódó pénzügyi eszköz várható normális hozamának becslésére használunk. A szakirodalmi standardok alapján, választásunk egy 250 kereskedési nap hosszúságú becslési ablakra esett, ami körülbelül egy évnél felel meg. Úgy véljük, ez egy kellően hosszú időtartam ahhoz, hogy pontos becslést tudjunk adni a normális várható hozamról. A vizsgált esemény becsült normális hozamra való befolyásoló hatásának elkerülése érdekében, a két ablak nem fedik egymást, a becslési ablak ($[-256,-6]$) az eseményablak kezdetétől 5 nappal visszamenőlegesen zárul. Fontos a becslési ablaknál, hogy ne legyen túl távol az eseménytől, hogy friss adatokon legyen a modell megbecsülve, de egyben kellő távolság is kell az eseménytől, hogy ne befolyásolja a becslést, ha már az esemény előtt elkezdik árazni az adott kimenetelt (Granát és szerzőtársai, 2024).

A következő lépés a várható (esemény hatását nélkülöző) normális hozamok (NR_{it}) megbecslése, amelynek a két legelterjedtebb módja a becslési ablak adott időtávú hozamainak átlagolása, illetve a piaci modell alkalmazása. Ezek mellett számos más, a szakirodalomban kevésbé használt várható hozam modell is létezik. Ilyenek például a CAPM (Capital Asset Pricing Model), amely a piaci többlethozamot alkalmazza egyedüli faktorként, illetve a többfaktoros modellek, amelyek a többlethozam mellett más, részvényspecifikus tényezőket is alkalmaznak a várható hozamok becslésére. MacKinlay (1997) kutatása szerint a Fama és szerzőtársai (1969) által megalkotott alaplumban is használt piaci modell bizonyul a legmegbízhatóbbnak, így jelen tanulmányban is ezzel végezzük el a becslést.

A piaci modell szerint először az alábbi egyenletet szükséges megbecsülni a minta minden egyes részvényére, ahol R_{it} az i értékpapír t periódusbeli logaritmikus hozamát, míg R_{mt} a piaci portfólió t periódusbeli logaritmikus hozamát jelöli.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Tekintettel arra, hogy a mintánk vezető európai részvényekre terjed ki, piaci portfóliónak a Stoxx Europe 600 részvényindexet tekintjük. Az α_i és β_i paraméterek OLS regresszió segítségével kerülnek becslésre a becslési ablakot használva.

Az 1-es számú egyenlet becsült α_i és β_i paramétereit felhasználva az eseményablakban várható normális hozam bármilyen i értékpapírra a következő:

$$NR_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

A vizsgált esemény tisztított piaci hatását leíró abnormális hozamok (AR_{it}) az eseményablakban a piacon megfigyelt valós hozamok (R_{it}) és 2-es számú egyenlet segítségével kiszámolt várható normális hozamok különbségéből adódnak.

$$AR_{it} = R_{it} - NR_{it} \quad (3)$$

A teljes eseményablakban tapasztalt piaci hatás számszerűsítésére kumulált abnormális hozamot (CAR_i) érdemes számolni, ami az abnormális hozamok eseményablak kezdetétől (t_1) végéig (t_2) való összegzéséből kapható meg.

$$CAR_i = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (4)$$

Annak érdekében, hogy ne csak egy esemény piaci hatása kerüljön górcső alá, hanem az összes eseményé együttvéve, kumulált átlagos abnormális hozam (CAAR) számítása szükséges.

$$CAAR = \frac{\sum_{i=1}^N CAR_i}{N} \quad (5)$$

Az átlagos kumulált abnormális hozamok megállapítása után az alábbi t-próbával vizsgáljuk, hogy szignifikánsan különböznek-e nullától.

$$t_{CAAR} = \sqrt{N} \frac{CAAR}{S_{CAAR}} \quad (6)$$

$$S_{CAAR}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_i - CAAR)^2 \quad (7)$$

Regresszióelemzés

A részvény-visszavásárlási programok bejelentésének rövid távú piaci hatásait számszerűsítő kumulált abnormális hozamok előállítását követően lineáris regressziók segítségével teszteljük azon elméleteket és hipotéziseket, amelyek azt feltételezik, hogy bizonyos vállalatspecifikus tényezők befolyásolják a kumulált abnormális hozamokat.

A jelzés- és alulértékeltségi elmélet tesztelési módszertana

A fentiekben már részletesen bemutatott jelzés- és alulértékeltségi elméletet a mintában szereplő vállalatok P/BV mutatóinak és a piaci kapitalizációinak segítségével teszteljük.

Az elméletet szerint a nyílt piaci visszavásárlás bejelentésével a menedzsment azt a jelzést adja a piacnak, hogy a részvényt a rendelkezésére álló többletinformációk alapján olcsónak találja. A P/BV mutató relevanciáját ezzel kapcsolatban az adja, hogy jó indikációt ad az adott vállalat alul- vagy felülértékeltségéről. A 1-nél magasabb P/BV mutató esetén a vállalatot a piac a könyv szerinti értékén felül, míg ellenkező esetben a vállalatot a piac a könyv szerinti értékén alul értékeli. Alulértékeltség esetén a piac valószínűsíthetően erősebb jelzésként értékeli bejelentést, így az alábbi regresszióban szignifikáns negatív kapcsolatot várunk a P/BV mutató és a kumulált abnormális hozamok között.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_{P/BV} + \varepsilon \quad (\text{Modell A})$$

A piaci kapitalizáció esetében a hipotézis az, hogy a kisebb vállalatok kisebb figyelmet kapnak a piac és az elemzők részéről, ezért hajlamosabbak lehetnek félrearázottságra. Kisebb méretű cégek bejelentéseit a piac tehát valószínűsíthetően erősebb jelzésként értékeli, így az alábbi regresszióban szintén szignifikáns negatív kapcsolatot várunk a piaci kapitalizáció természetes alapú logaritmusára és a kumulált abnormális hozamok között.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_{pk} + \varepsilon \quad (\text{Modell B})$$

A megbízó-ügynök elmélet tesztelési módszertana

Az előzőekben részletesen bemutatott megbízó-ügynök elméletet a mintában szereplő vállalatok szabad cash-flow állományának (FCF) és eszközarányos nyereségének (RoA) segítségével teszteljük.

Az elmélet szerint a kevesebb megtérülő befektetési lehetőséggel rendelkező, érett életciklusban lévő vállalatok vezetése hajlamos rossz befektetésekre költeni a cég szabad cash-flow állományát. A magas szabad cash-flow állománnyal rendelkező cégek nyílt piaci visszavásárlási bejelentéseit tehát a piac valószínűsíthetően pozitívabban értékeli, ugyanis a potenciálisan rossz befektetésekre fordítható pénzállomány a visszavásárlás formájában kifizetésre kerül a részvényeseknek. Így az alábbi regresszióban szignifikáns pozitív kapcsolatot várunk a változók között.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_{FCF} + \varepsilon \quad (\text{Modell C})$$

Tekintettel arra, hogy az érettebb életciklusban lévő vállalatok általában alacsonyabb eszközarányos nyereséggel rendelkeznek, az alábbi regresszióban szignifikáns negatív kapcsolatot várunk az eredmény- és a magyarázó változó között.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_{RoA} + \varepsilon \quad (\text{Modell D})$$

A tőkeszerkezet elmélet tesztelési módszertana

A már részletesen bemutatott tőkeszerkezet elméletet a mintában szereplő vállalatok teljes kötelezettségállományának és teljes eszközállományának hányadosából kapott tőkeáttételi mutatójának (LR) segítségével teszteljük.

Az elmélet szerint az alacsonyabb tőkeáttételű cégeknél a piac díjazza a részvény-visszavásárlás hatására relatíve növekvő adósságállomány nyújtotta olcsóbb finanszírozást, míg magasabb tőkeáttételű cégeknél a piac beárzza a relatíve növekvő adósságállomány csökkockázati felárát. Ilyenformán, az alábbi regresszióban szignifikáns negatív kapcsolatot várunk a változók között.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_{LR} + \varepsilon \quad (\text{Modell E})$$

Adatok és leíró statisztika

Az adatgyűjtés során a Stoxx Europe 600 részvényindexben legnagyobb súllyal rendelkező 100 vállalat részvény-visszavásárlási bejelentéseinek pontos dátumait a Bloomberg adatbázisból kértük le. A kiválasztott 100 cég közül a Bloomberg 76 esetben talált legalább 1 részvény-visszavásárlási bejelentést. Azon esetekben, ahol egy vállalatra vonatkozóan több dátum is rendelkezésre állt, ott a vizsgálandó megfigyelések közé a legfrissebb bejelentés került be.

Az 1. táblázat alapján a 76 elemű minta több mint felét a 2023-as, míg több mint negyedét 2024-es bejelentések adják. Kiderül továbbá, hogy a francia, német és egyesült királyságbeli cégek együttesen a minta több mint 60 százalékát teszik ki.

1. táblázat: A megfigyelések gyakorisága bejelentési évek és országok szerinti bontásban

Ország	Bejelentési év			Összes év
	2020–2022	2023	2024	
Franciaország	4	13	1	18
Németország	3	5	5	13
Egyesült Királyság	4	7	7	18
Más országok	5	14	8	27
Összes ország	16	39	21	76

Forrás: Saját szerkesztés

Az eseményelemzéshez szintén szükséges napi korigált záró részvényárfolyamokat a Yahoo Finance internetes adatbázisból kérdeztük le. A korigált záróárfolyamok a standardoknak megfelelően a részvényfeldarabolásokra és az osztalékfizetésekre is korigálnak, ezen potenciális torzítások tehát ki vannak szűrve az adatokból.

A 76 darab eseményelemzés elvégzése után az előálló 3 napos kumulált abnormális hozamok adatsorára a továbbiakban eredményváltozóként tekintünk. A hipotézisvizsgálathoz és regresszióelemzéshez szükséges 76 megfigyelésre vonatkozó 5 pénzügyi mutató (magyarázó változó) értékeit a részvény-visszavásárlási bejelentésekhez hasonlóan szintén a Bloomberg adatbázisból töltöttük le.

Az összesen 6 releváns adatsor leíró statisztikáinak összegzését a 2. táblázatban jelenítettük meg. Leolvasható, hogy az egyes 3 napos kumulált abnormális hozamok viszonylag széles, több mint 20 százalékpont hosszú sávban szóródtak. Egy eszközön rövid távon akár 12,471 százalékos nyereséget is lehetett realizálni, viszont akár 9,513 százalékos veszteséget is el lehetett szenvedni. A 76 cég bejelentésein átlagosan 1,112 százaléket lehetett keresni.

A P/BV mutatók 4,333-as átlaga és 2,005-ös mediánja alapján megállapítható, hogy a vezető európai vállalatok általában a könyv szerinti értékünknel lényegesen magasabb piaci értékkel rendelkeznek. Ebből következik, hogy a növekedési részvények meglehetősen túlsúlyban vannak a mintában.

A logaritmizált piaci kapitalizációk önmagukban nehézkesen értelmezhetőek, viszont az egyértelműen kiütözik, hogy a 0,666-os szórás a 11,092-es átlaghoz viszonyítva rendkívül alacsony. A megfigyelések tehát kifejezetten homogének, ami főként a mintavétel módjából adódik.

Az eszközarányos szabad cash-flow 6,570 százalékos, valamint az eszközarányos nyereség 5,793 százalékos átlaga továbbá igazolja, hogy a vezető európai vállalatok átlagosan pozitív szabad cash-flow állománnyal rendelkeznek és nyereségesek is.

A tőkeszerkezetek kapcsán, a tőkeáttételi mutató 0,672-es átlagából adódóan az látható, hogy a minta vállalatai átlagosan magasabb kötelezettségállománnyal rendelkeznek, mint saját tőke állománnyal. Érdekesség, hogy legextrémebb tőkeszerkezetű cég mérlegének forrás oldala 96,6 százalékban kötelezettségből áll.

2. táblázat: A megfigyelések kumulált abnormális hozamainak (eredményváltozó) és a pénzügyi mutatóinak (magyarázó változók) leíró statisztikai összefoglalója

Változó	Átlag	Medián	Szórás	Minimum	Maximum
CAR[-1,+1] (%)	1,112	1,051	3,671	-9,513	12,471
P/BV mutató	4,333	2,005	5,701	0,449	29,207
ln(Piaci kapitalizáció) (USD)	11,092	11,003	0,666	10,062	13,043
Eszközarányos szabad cash-flow (%)	6,570	6,208	5,891	-2,560	32,897
Eszközarányos nyereség (%)	5,793	5,399	5,514	-5,554	30,116
Tőkeáttételi mutató	0,672	0,661	0,182	0,180	0,966

Forrás: Saját szerkesztés

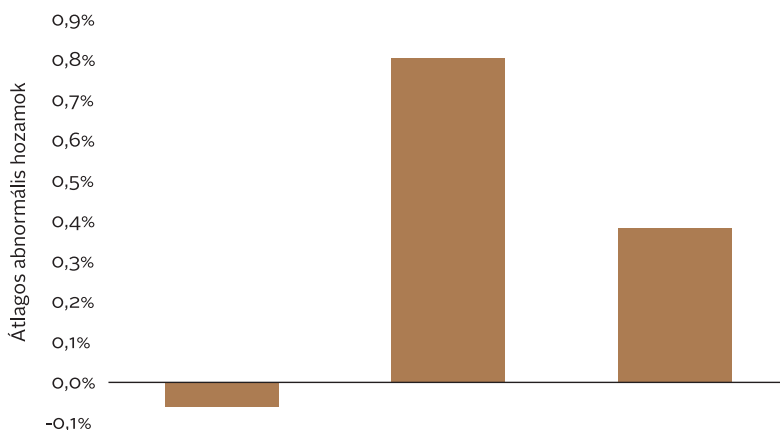
Eredmények

A kutatás empirikus eredményeinek bemutatását a 76 elemű teljes mintára kapott abnormális hozamok elemzésével kezdjük, amely a nyílt piaci visszavásárlási bejelentéseket követő rövid távú piaci hatások megértését segíti elő. Ezt követően, a fentiekben leírt, ide vonatkozó elméletek, hipotézisek statisztikai tesztelésének eredményeivel folytatjuk, amely a regresszióelemzés következtetésein alapul. A saját számítások bemutatása mellett reflektálunk a szakirodalom korábbi tanulmányainak eredményeire is.

Részvény-visszavásárlási bejelentések rövid távú piaci hatásai

A 3 napos eseményablak kezdőnapján, a nyílt piaci visszavásárlás bejelentését megelőző kereskedési napon az átlagos abnormális hozam minimálisan negatív, -0,06 százalékos értéket vett fel. Az előzetes várakozásoknak megfelelően, a bejelentés napján mutatkozik az eseményablak legmagasabb, 0,80 százalékos átlagos abnormális hozama, míg a bejelentést követő napon szintén pozitív, ámde alacsonyabb mértékű, 0,38 százalékos érték figyelhető meg. Az 1. ábrán kirajzolódó mintázat, vagyis a bejelentés előtti alul teljesítés, a bejelentési napi kitörés, majd pedig a lecsengés teljes mértékben megegyezik az ismert szakirodalommal (Ikenberry és szerzőtársai, 1995; Peyer és Vermaelen, 2009; Yu, 2024; Huang és szerzőtársai, 2023).

1. ábra: Átlagos napi abnormális hozamok az eseményablakban



Forrás: Saját szerkesztés

Az átlagos napi abnormális hozamok összegeként meghatározott 3 napos átlagos kumulált abnormális hozam 1,11 százalékot ad eredményül, ami az elvégzett t-próba 2,62-es értékéből adódó 0,01-es p-érték alapján a tudományos gyakorlat szerinti 5 százalékos szignifikanciaszinten szignifikánsan különbözik nullától.

Az eredmény tehát statisztikailag jelentős, viszont az abnormális hozamok mértéke jóval alacsonyabb, mint az egyesült államokbeli nyílt piaci visszavásárlások esetén a 3 napos eseményablakban korábban tapasztalt átlagosan 3–3,5 százalék (például Grullon és Michaely, 2004; Ikenberry és szerzőtársai, 1995; Peyer és Vermaelen, 2009). Ezt a jelenséget egyhangúan alátámasztják azon kutatások, amelyek az európai tőkepiacokon jelenlévő vállalatokra fókuszáltak. Manconi és szerzőtársai (2014) 32 ország 1998 és 2008 közötti bejelentéseit vizsgálták, és mindössze 1,27 százalékos átlagos kumulált abnormális hozamot mutattak ki. Andriosopoulos és Lasfer (2015) az egyesült királyságbeli, francia és német cégek mintáján 1997 és 2006 között némileg magasabb, átlagosan 1,55 százalékos pozitív piaci reakciót azonosítottak. Míg legutóbb, Anolick és szerzőtársai (2021) az említett két hozamérték által képzett sávon belül maradván 1,37 százalékot állapítottak meg a 2000 januárja és 2017 júniusa által határolt periódus elemzése során.

A jelen tanulmányban talált 1,11 százalékos piaci hatás azonban nem csak a tengerentúli értékektől marad el, hanem kis mértékben az európaiaktól is. A minták összetétele alapján a legjobb referenciapontot jelentő Andriosopoulos és Lasfer (2015) cikkéhez képest az eltérés 44 bázispont. A különbség megértéséhez látni kell, hogy az európai pénzügyi piacok főként az Európai Unió erőfeszítéseinek köszönhetően rendkívüli módon szabályozottá és transzparenssé váltak az elmúlt 20 évben. Ennek egy kiemelten fontos állomása a MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) 2007. november 1-jei hatályba lépése volt, amely a piaci manipuláció és a piaci visszaélések visszaszorítását, valamint az átláthatóság növelését célozta. A direktíva tagországokbeli implementálását követően a tőkepiaci likviditás megemelkedett, az információs aszimmetria szintje lecsökkent, ezáltal pedig a részvény-visszavásárlási bejelentések abnormális hozamai is szignifikánsan estek (Anolick és szerzőtársai, 2021). Tekintettel arra, hogy Andriosopoulos és Lasfer (2015) 1997 és 2006 közötti, vagyis a MIFID hatályán kívüli visszavásárlásokat vizsgált, a differencia teljes mértékben indokolt.

Abnormális hozamok a bejelentés éve alapján

A 3. táblázatban a visszavásárlások bejelentés éve szerint is csoportosításra kerültek. A 3 napos átlagos kumulált abnormális hozam egyedül 2020 és 2022 között különbözött szignifikánsan nullától 5 százalékos szignifikanciaszinten. A 2,39 százalékos érték a 2023-as és 2024-es évek piaci reakcióit több, mint 1,5 százalékponttal haladja meg.

3. táblázat: 3 napos átlagos kumulált abnormális hozamok a teljes mintára, illetve bejelentési évek és országok szerinti bontásban

Megnevezés	Mintaelemszám	CAAR[-1,+1] (%)
Teljes minta	76	1,11 (0,011)
<i>Évek alapján</i>		
2020–2022	16	2,39 (0,035)
2023	39	0,88 (0,090)
2024	21	0,58 (0,556)
<i>Országok alapján</i>		
Egyesült Királyság	18	0,78 (0,365)
Franciaország	18	0,46 (0,425)
Németország	13	0,17 (0,882)
Más országok	27	2,22 (0,014)

Forrás: Saját szerkesztés

Megjegyzés: A kumulált átlagos abnormális hozamok alatt zárójelben a p-értékek kerültek megjelenítésre.

A különböző évek esetében megfigyelhető jelentős mértékű elválásra a 2020–2024-ig tartó periódus jellegzetességeit figyelembe véve kézenfekvő magyarázatot kínál a piaci kondíciók változása, amelynek a részvény-visszavásárlások piaci hatásaival való kapcsolatát úttörőként Anolick és szerzőtársai (2021) mutatták ki. Empirikus eredményeik alapján az európai piacon jelentkező (pénzügyi, gazdaságpolitikai) bizonytalanság esetén az abnormális hozamok megemelkednek, ugyanis a visszavásárlási bejelentések bizalmat sugároznak a befektetők számára, valamint átmeneti fedezeti pozíciót is kínálnak a részvényárfolyamok esésével szemben.

Ez az értelmezés egybevág Huang és szerzőtársai (2025) következtetéseivel is, akik kínai adatok alapján kimutatták, hogy a gazdaságpolitikai bizonytalanságok megnövelik a részvény-visszavásárlásokat. A 2020 és 2022 közötti időszakban tehát vélhetően a koronavírus-járvány terjedése és az orosz-ukrán háború kiterjedése okozta kockázatok állhatnak a szignifikáns piaci reakciók hátterében.

Abnormális hozamok országok szintjén

Az országszintű csoportosítás (3. táblázat) esetén a mintában legnagyobb arányban reprezentált nemzetek (Egyesült Királyság, Franciaország és Németország) vállalatainak átlagos abnormális hozamai között nincs szignifikáns különbség. 1998 és 2008 között Manconi és szerzőtársai (2014) a jogrendszerek különbözősége okán az angolszász országokban (így az Egyesült Királyságban is) magasabb piaci hatásokat figyeltek meg. Azóta az Európai Unió a pénzügyi piacok szabályozását nagy mértékben egységesítette, így a vonatkozó törvényi eltérések nagyrészt eltűntek.

A mintába egyenként alacsony számú megfigyelést delegáló többi állam (Belgium, Dánia, Finnország, Olaszország, Hollandia, Norvégia és Svájc) cégeinek részvényei ellenben 5 százalékos szignifikanciaszinten szignifikáns, 2,22 százalékos átlagos kumulált abnormális hozamot értek együttesen. Tekintettel arra, hogy a kategórián belül az országok meglehetősen heterogének, a jelentősebb piaci reakciókat vélhetően vállalatspecifikus tényezők okozhatták.

Elméletek tesztelése

A bemutatott elméleteket, hipotéziseket és a taglalt lineáris regressziós modellekkel (Modell A – Modell E) teszteltük. Az eredmények robusztusságát többváltozós modellekkel (Modell F – Modell I) is alátámasztjuk.

A jelzés- és alulértékeltiségi elmélet tesztelési eredményei

A jelzés- és alulértékeltiségi elméletet a mintában szereplő tőzsdei cégek P/BV mutatóinak, illetve a piaci kapitalizációinak kumulált abnormális hozamokra gyakorolt hatásán keresztül teszteltük. A fenti jelzés- és alulértékeltiségi elmélet részben bemutatott hipotézis alapján az alulértékelt, illetve méretükben kisebb vállalatok részvény-visszavásárlási bejelentései után magasabb abnormális hozamokat valószínűsítünk, így a P/BV mutató és a piaci kapitalizáció esetében is szignifikáns negatív kapcsolatot vártunk az eredményváltozóval.

A 4. táblázat A jelű regressziós modelljének tanúsága szerint a 0,001 értékű regressziós együttható a P/BV mutató tekintetében a várakozással ellentétes előjelű, nem szignifikáns kapcsolatot jelez. Az F jelű teljes modellben az egyéb magyarázó változókra való korrigálás mellett a kimenetel lényegesen nem változott. Az 1. melléklet alapján a P/BV mutató a szabad cash-flow állománnyal és az eszközarányos nyereséggel 0,800-as, illetve 0,748-as együtthatók mellett erősen pozitívan korrelál, ezért a G jelű modellben utóbbi két változó elhagyásával kiszűrtük a multikollinearitás okozta esetleges torzítást. Az eredetileg levont következtetésünk ezután is robusztus maradt.

4. táblázat: A kumulált abnormális hozamra (CAR[-1,+1]) mint eredményváltozóra futtatott regressziók összegzése különböző pénzügyi mutatók mint magyarázó változók mellett

Magyarázó változó	Modell								
	A	B	C	D	E	F	G	H	I
P/BV mutató	0,001 (0,108)					0,003 (0,056)	0,001 (0,124)		
Piaci kapitalizáció		0,001 (0,835)				-0,004 (0,591)	-0,006 (0,363)	-0,003 (0,685)	-0,005 (0,439)
Szabad cash-flow			0,042 (0,565)			-0,226 (0,075)		0,005 (0,947)	
Eszközarányos nyereség				0,001 (0,061)		0,000 (0,860)			0,001 (0,280)
Tőkeáttételi mutató					-0,053 (0,020)	-0,062 (0,031)	-0,054 (0,024)	-0,056 (0,024)	-0,044 (0,100)
Konstans	0,006 (0,261)	-0,004 (0,959)	0,008 (0,192)	0,003 (0,646)	0,047 (0,004)	0,096 (0,229)	0,111 (0,166)	0,080 (0,325)	0,094 (0,234)
Korrigált R-négyzet	0,021	-0,013	-0,009	0,034	0,058	0,082	0,066	0,034	0,050
Megfigyelések	76	76	76	76	76	76	76	76	76

Forrás: Saját szerkesztés

Megjegyzés: A regressziós együtthatók alatt zárójelben a p-értékek kerültek megjelenítésre.

A 4. táblázat B jelű modelljében a piaci kapitalizáció pozitív előjelű regressziós együtthatóval rendelkezik. Más felhasznált mutatókra korrigálva (4. táblázat Modell F – Modell I) a kapcsolat iránya az előzetes várakozásunkkal megegyezően negatívra változott, azonban a p-értékek továbbra is a szignifikanciaküszöb felett maradtak.

A jelzés- és alulértékeltégi elmélet az összkép alapján nem nyert bizonyítást a vezető európai részvények körében. A szignifikáns eredmények hiányának oka elsősorban az lehet, hogy a P/BV mutató és a piaci kapitalizáció esetében a mintában alacsony variancia mutatkozik, a Stoxx Europe 600 részvényindexben legnagyobb súllyal rendelkező vállalatjai jellemzően magas tőzsdei értékkel rendelkeznek.

A megbízó-ügynök elmélet tesztelési eredményei

A megbízó-ügynök elméletet a mintában szereplő tőzsdei cégek nyílt piaci visszavásárlási bejelentését megelőző év évvégi szabad cash-flow állományának, illetve az eszközarányos nyereség (RoA) mutatójának kumulált abnormális hozamokra gyakorolt hatásán keresztül teszteltük. Ennek alapján a megbízó-ügynök probléma olyan vállalatoknál a leginkább aggályos, amelyeknél pozitív nettó jelenértékű befektetési lehetőségek híján vannak, ezáltal eszközarányos nyereségük alacsony, szabad cash-

flow állományuk pedig magas. Ilyenformán a szabad cash-flow állomány esetében szignifikáns pozitív, míg a RoA mutató esetében szignifikáns negatív kapcsolatot vártunk az eredményváltozóval.

A 4. táblázat C jelű regressziós modellje alapján a szabad cash-flow állomány az elmélettel megegyezően pozitív kapcsolatot mutat a kumulált abnormális hozamokkal, azonban a 0,042-es regressziós együttható statisztikailag nem szignifikáns. Az F jelű teljes modellben a többi magyarázó változóra való korrigálás mellett a regressziós együttható előjele negatívra változik, azonban a P/BV és a RoA mutatók elhagyása után a H modellben ismét pozitív kapcsolat mutatkozik. Következésképp, az F modellben tapasztalt előjelváltást a multikollinearitás okozta torzítás magyarázhatja.

A RoA mutató 0,001-es pozitív előjelű regressziós együtthatója (4. táblázat D jelű regressziós modell) a hipotézissel ellentétes irányú kapcsolatot determinál, azonban 0,061-es p-érték mellett 5 százalékos szignifikanciaszinten statisztikai szignifikanciáról itt sem beszélhetünk. Az F és az I modellekben a feltárt összefüggés robusztus marad. Összességében megállapítható, hogy az empirikus eredmények a megbízó-ügynök elméletet sem támasztják alá a vezető európai részvények körében.

A tőkeszerkezet elmélet tesztelési eredményei

A tőkeszerkezet elméletet a mintában szereplő tőzsdei cégek nyílt piaci visszavásárlási bejelentését megelőző év évvégi tőkeáttételi mutatójának kumulált abnormális hozamokra gyakorolt hatásán keresztül teszteltük. A fentebb leírtak alapján az alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkező vállalatok nem használják ki eléggé az olcsóbb finanszírozás előnyeit, azonban a részvény-visszavásárlások hatására a mutató nő, ezt pedig pozitívan értékelik a befektetők. Így a tőkeáttételi mutató esetében szignifikáns negatív kapcsolatot vártunk az eredményváltozóval.

A 4. táblázat E jelű regressziós modellje alapján a tőkeáttételi mutató -0,053-as regressziós együtthatója az előzetes várakozással megegyezően negatív kapcsolatot mutat, ráadásul közgazdaságilag is szignifikáns, ugyanis az értéket úgy értelmezhetjük, hogy a tőkeáttételi mutató 0,1-es növekedése átlagosan 53 bázisponttal csökkenti a bejelentett nyílt piaci visszavásárlások 3 napos kumulált abnormális hozamait. A tőkeáttételi mutató 0,02-es p-érték mellett statisztikailag is szignifikánsan magyarázza a rövid távú piaci hatásokat. A negatív kapcsolat más felhasznált mutatókra korrigálva (4. táblázat Modell F – Modell I) is szignifikáns marad, mégpedig 3 modellben 5 százalékos, míg egy modellben 10 százalékos szignifikanciaszinten.

Az 5. táblázatban látható, tőkeáttételi mutatók alapján való kvartilisekre bontás további bizonyítékot szolgáltat a tőkeszerkezet elmélet helyességére. Az első kvartilisben található, legalacsonyabb tőkeáttételi mutatóval rendelkező vállalatok nyílt piaci visszavásárlási bejelentéseinek átlagos piaci hatása 2,96 százalék, ami 0,001-es p-értékével szignifikánsan különbözik nullától. A piac tehát kiemelkedően díjazza azon cégek részvény-visszavásárlásait, amelyek a bejelentésig csak nagyon kis mértékben finanszíroztak adósságból. Ennek megfelelően várható, hogy az alacsony tőkeáttételi mutatóval rendelkező cégek nagyobb valószínűséggel vásárolják vissza a részvényeiket, mint más cégek. Ezt a várakozást alátámasztják Wang és szerzőtársai

(2024) eredményei, akik pontosan arra a következtetésre jutottak, hogy az ilyen cégek nagyobb valószínűséggel vásárolják vissza a részvényeiket, és ezt az optimális tőkeszerkezet elérésének céljából teszik.

A második kvartilisbe besorolt, szintén medián alatti cégek esetében ellenben a piaci reakciók már nem szignifikánsak. A jelenség azzal indokolható, hogy a válságok (koronavírus-járvány, orosz-ukrán háború) idején a befektetők figyelme a megszokottnál nagyobb mértékben irányult a tőkeáttételi mutatókra. A koronavírus-járvány 2020 márciusi berobbanásakor például a magasabb tőkeáttételű cégek nagyobb veszteségeket szenvedtek el a tőkepiacokon (Aramonte, 2020). Ezek alapján logikus következtetés, hogy visszavásárlási bejelentések csak abban az esetben ébresztettek extra bizalmat a befektetőkben, ha a tőkeszerkezet a részvénytranzakciók után is egészséges, alacsony kockázati szinten tudott maradni.

A felvázolt teljes kép alapján, az empirikus eredmények összességében igazolják a tőkeszerkezet elméletet a vezető európai részvények körében.

5. táblázat: 3 napos átlagos kumulált abnormális hozamok a teljes mintára, illetve a tőkeáttételi mutató kvartilisei szerinti bontásban

Megnevezés	Mintaelemszám	CAAR[-1,+1] (%)
Teljes minta p-érték	76	1,11 (0,011)
<i>A tőkeáttételi mutató kvartilisei alapján</i>		
1 (alacsony)	19	2,96 (0,001)
2	19	0,41 (0,674)
3	19	0,46 (0,543)
4 (magas)	19	0,62 (0,488)

Forrás: Saját szerkesztés

Megjegyzés: A kumulált átlagos abnormális hozamok alatt zárójelben a p-értékek kerültek megjelenítésre.

Konklúzió

Tanulmányunkban a vezető európai vállalatok 2020 és 2024 közötti nyílt piaci részvény-visszavásárlási bejelentéseinek részvényárfolyamokra gyakorolt rövid távú hatásait vettük górcső alá. A teljes mintán a 3 napos eseményablakban szignifikáns 1,11 százalékos átlagos kumulált abnormális hozamot dokumentáltunk. A részminták további elemzése feltárta, hogy a piaci reakciók valójában 2020 és 2022 között, a ko-

ronavírus-járvány terjedése és az orosz-ukrán háború kitörése okozta bizonytalanságok közepette voltak szignifikánsak, míg nyugodtabb piaci környezet mellett 2023-ban és 2024-ben nem. Ezen eredmény egybevág Anolick és szerzőtársainak (2021) korábbi megállapításaival, miszerint az európai piacokon jelentkező (pénzügyi, gazdaságpolitikai) bizonytalanságok esetén a visszavásárlási bejelentések különösen erős üzenetet hordoznak, ugyanis bizalmat sugároznak a befektetők számára, valamint átmeneti fedezeti pozíciót is kínálnak a részvényárfolyamok esésével szemben.

Vállalatok szintjén a piaci reakciókban mutatkozó különbségeket a tőkeszerkezet elmélet magyarázza. A legalacsonyabb tőkeáttételi mutatóval rendelkező cégek bejelentéseire az átlagos kumulált abnormális hozam 2,96 százalék volt. A befektetők tehát kiemelkedően díjazták, ha a visszavásárlások következtében az adósságból való finanszírozás aránya alacsonyról egy megfelelőbb szintre emelkedhetett. Az eredményekből azonban kiolvasható, hogy a válságok (koronavírus-járvány, orosz-ukrán háború) idején a tőkepiaci szereplők figyelme a megszokottnál nagyobb mértékben irányult a tőkeáttételi mutatókra, ugyanis a visszavásárlási bejelentések csak abban az esetben növelték szignifikánsan az adott cégekbe vetett bizalmat, ha a tőkeszerkezet a részvénytranzakciók után is alacsony kockázati szinten tudott maradni. ■

Hivatkozások

1. Andriosopoulos, D., & Lasfer, M. (2015). The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 327-339. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.017>
2. Anolick, N., Batten, J. A., Kinatader, H., & Wagner, N. (2021). Time for gift giving: Abnormal share repurchase returns and uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101787. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101787>
3. Aramonte, S. (2020). Mind the buybacks, beware of the leverage. *BIS Quarterly Review*, September 2020.
4. Bhattacharya, U., & E. Jacobsen, S. (2016). The share repurchase announcement puzzle: Theory and evidence. *Review of Finance*, 20(2), 725-758. <https://doi.org/10.1093/rof/rfvo20>
5. Bierman, H., & West, R. (1966). The acquisition of common stock by the corporate issuer. *The Journal of Finance*, 21(4), 687-696. <https://doi.org/10.2307/2977526>
6. Boubaker, S., Eshraghi, A., & Liu, Y. (2024). Stock liquidity sidedness and share repurchase. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103468. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103468>
7. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
8. Brockman, P., & Chung, D. Y. (2001). Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 417-448. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00068-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00068-X)
9. Chen, A., & Obizhaeva, O. A. (2022). Stock Buyback Motivations and Conse-

- quences: A Literature Review. CFA Institute Research Foundation. <https://doi.org/10.56227/22.1.6>
10. Czeczeli, V., & Vilonya, M. (2022). A kriptovaluták árfolyamának alakulása eseményelemzés alapján. *Pénzügyi Szemle*, 67(2). https://doi.org/10.35551/PFQ_2022_2_5
 11. Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355. <https://doi.org/10.1086/209646>
 12. Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
 13. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
 14. Granát, M. P., Lehmann, K., Nagy, O., & Neszveda, G. (2023). Expect the unexpected: Did the equity markets anticipate the Russo-Ukrainian war?. *Finance Research Letters*, 58, 104301. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104301>
 15. Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of applied corporate finance*, 13(1), 31-51. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x>
 16. Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x>
 17. Hou, H. (2024). Does the credibility of open market share repurchase matter?. *International Review of Economics & Finance*, 93, 280-297. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.03.025>
 18. Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 1-24. <https://doi.org/10.2307/2676195>
 19. Huang, C., & Jin, Z. (2024). Share repurchase and stock price synchronicity. *China Journal of Accounting Studies*, 1-29. <https://doi.org/10.1080/21697213.2024.2336090>
 20. Huang, C., Luo, C., & Kuang, X. (2025). Share repurchases under economic policy uncertainty: Evidence from China. *Economic Modelling*, 144, 106991. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106991>
 21. Huang, G. C., Liano, K., & Pan, M. S. (2023). Open-market stock repurchases, insider trading, and price informativeness. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60(4), 1495-1513. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01142-7>
 22. Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of financial economics*, 39(2-3), 181-208. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)
 23. Janus Henderson Investors. (2023). Global share buybacks surge to a record \$1.31 trillion almost equalling dividends. <https://www.janushenderson.com/en-us/advisor/press-releases/global-share-buybacks-surge-to-a-record-1-31-trillion-almost-equalling-dividends/>
 24. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

25. Kökény, L., Kenesei, Z., & Neszveda, G. (2022). Impact of COVID-19 on different business models of European airlines. *Current issues in tourism*, 25(3), 458-474. <https://doi.org/10.1080/13683500.2021.1960284>
26. Kovacs, B. B., Neszveda, G., Baranyai, E., & Zaremba, A. (2024). ESG unpacked: Environmental, social, and governance pillars and the stock price reaction to the invasion of Ukraine. *Eurasian Business Review*, 1-23. <https://doi.org/10.1007/s40821-024-00277-4>
27. Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.006>
28. Lehmann, K., Neszveda, G., & Molnár, T. (2023). Mennyiségi lazítás hatása az amerikai szektorhozamokra. *Pénzügyi Szemle*, 69(4), 7-27. https://doi.org/10.35551/PFQ_2023_4_1
29. MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
30. Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2014). Buybacks around the world. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper, 436. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2330807>
31. Neszveda, G., & Siket, B. (2023). Green ECB speeches matter. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-18. <https://doi.org/10.1080/20430795.2023.2253205>
32. Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009). The nature and persistence of buyback anomalies. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1693-1745. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn024>
33. Rau, P. R., & Vermaelen, T. (2002). Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom. *The Journal of Business*, 75(2), 245-282. <https://doi.org/10.1086/338703>
34. Ren, H., Ye, L., & Zheng, S. (2024). Share repurchase and capital market pricing efficiency. *Finance Research Letters*, 60, 104904. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104904>
35. Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics*, 87(3), 582-609. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.003>
36. Ye, L., Wang, Z., & Ren, H. (2024). Share repurchase and cash holdings: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 96, 103568. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103568>
37. Yu, H. (2024). Why isn't composite equity issuance favored by the stock market? A risk-based explanation for the anomaly. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103288. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103288>
38. Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of financial economics*, 9(2), 139-183. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90011-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90011-8)
39. Wang, Z., Yin, Q. E., & Yu, L. (2024). Do share repurchases facilitate movement toward target capital structure? International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 77, 101498. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2024.101498>

40. Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1887-1901. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.038>

Mellékletek

1. melléklet: a regresszióelemzés változóinak korrelációs mátrixa

Változók	CAR [-1;+1]	P/BV mutató	Piaci kapitalizáció	Szabad cash-flow	Eszköz-arányos nyereség	Tőkeáttételi mutató
CAR [-1;+1]	1,000					
P/BV mutató	0,186	1,000				
Piaci kapitalizáció	0,024	0,356	1,000			
Szabad cash-flow	0,067	0,800	0,432	1,000		
Eszköz-arányos nyereség	0,216	0,748	0,429	0,727	1,000	
Tőkeáttételi mutató	-0,266	-0,147	-0,262	-0,292	-0,495	1,000

Forrás: Saját szerkesztés