

ПРОГРАМИ ЗВОРОТНОГО ВИКУПУ АКЦІЙ БАНКАМИ

Дж.С. Гоув, Р. Джейн

Ми досліджуємо два мотиви зворотного викупу акцій банками поза відкритим ринком. Наша перша гіпотеза – сигнальна (банки використовують оголошення про викуп акцій, щоб повідомити про вищі майбутні показники діяльності). Друга – “оптимальний рівень капіталу” (банки проводять зворотний викуп акцій для того, щоб управляти рівнем свого капіталу, а ефект позитивного оголошення є результатом зростаючої цінності страхування депозитів. Ми визначили, що банки, оголошуючи про викуп акцій, мають позитивну промислово-врегульовану зміну показника рентабельності активів (ROA) протягом двох років після оголошення відповідно до сигнальної гіпотези. Ми також довели нашу другу гіпотезу: банки, оголошуючи програми викупу акцій, зазнають зниження коефіцієнта забезпеченості власним капіталом. Зниження цього коефіцієнта проходить без зміни рівня росту активів або рівня виплати дивідендів. Також було визначено, що ефект оголошення має позитивний вплив на ріст рівня капіталу до оголошення та зниження рівня капіталу після оголошення, що підтверджується гіпотезою оптимального рівня капіталу.

Ключові слова: банки, зворотний викуп акцій.

Вступ

Мета статті – дослідити мотиви зворотного викупу акцій банківськими холдингами. Перша мотивація, яку ми досліджуємо, – це сигнальна гіпотеза: менеджери використовують оголошення про викуп акцій, щоб повідомити про вищі майбутні показники діяльності. Друга гіпотеза, що досліджується, унікальна для банків: менеджери використовують оголошення про викуп, щоб управляти рівнем свого капіталу та підвищити цінності страхування депозитів.

Ми виявили, що промислово-врегульована зміна ROA – позитивна для банків, які оголошують про зворотний викуп акцій. Визначено, що банки, оголошуючи про викуп акцій, мають позитивне промислово-врегульоване зниження коефіцієнта забезпеченості власним капіталом, скоригованим на ризик – TIER I та TOTAL – після оголошення про викуп. Ця зміна коефіцієнта забезпеченості власним капіталом досягається без зниження росту активів або зміни рівня виплати дивідендів. Результати багатомірного аналізу говорять, що ефект оголошення більший для банків, які мають підвищення рівня капіталу до оголошення та зниження після оголошення.

Хоча питання зворотного викупу широко представлено в літературі, окреме вивчення викупу акцій банками є доцільним через унікальний квазідержавний характер. Зміна матеріальних цінностей (багатства банку) впливає не лише на акціонерів та менеджерів, а й на суспільні блага (Чемберлен, Гоув та Поппер, 1997). Неплатоспроможність банківського сектора може спричинити кризу довіри. Щоб захиститись від такої кризи, більшість боргів банків застрахована, і майже всі операційні та фінансові аспекти банківської справи мають високий рівень регулювання. Крім того, банки повинні встановлювати мінімальну суму капіталу, щоб захиститись від зниження рівня прибутковості. Якщо банк зменшує свій капітал, це призводить до переведення ризику з акціонерів на платників податку, що має назву “проблема морального ризику”. В екстремальних випадках зниження капіталу може

спричинити неплатоспроможність з багатьма наслідками. Це робить доцільним детальне вивчення питання зворотного викупу. Банки також представляють велику групу фірм, які роблять оголошення про викуп акцій. Через унікальну природу банки необхідно досліджувати окремо. Принципи виплати дивідендів банками ретельно перевіряються інвесторами та законодавцями. Зворотний викуп акцій став важливою складовою політики виплати дивідендів банків та заслуговує на ретельніше дослідження.

Ми досліджуємо вибірку з 345 оголошень про викуп акцій банками з 1994 по 1998 рік. Було визначено, що середня (медіана) триденна сукупна аномальна доходність (CAR) навколо дня оголошення становить 1,67% (1,11%). Позитивна реакція фондового ринку на оголошення про викуп акцій банками відповідає існуючій літературі, яка розглядає ці питання.

Ми аналізуємо два можливі пояснення цього позитивного ефекту: по-перше, сигнал про вищі майбутні показники діяльності; по-друге, підвищення цінності страхування депозитів через зниження капіталу. Обидва пояснення були доведені. Середня (медіана) промислово-скоригована зміна ROA банків вибірки за період від -1 до +2 років складає 1,10% (0,11%), статистично значима на рівні 1%. Промислово-скоригована середня (медіана) зміна рівня капіталу, скоригованого на ризик (TIER I), протягом цього ж періоду становить -0,38% (-0,19%), статистично значима на рівні 5%. Промислово-скоригована зміна рівня капіталу з урахуванням ризику (TOTAL) статистично не значна в цьому періоді. Проте, за період від -1 до +1 року середня (медіана) зміна цього коефіцієнта складала -0,32% (-0,19%), статистично значима на рівні 1%.

Наша інтерпретація полягає в тому, що банки використовують оголошення про викуп акцій, щоб управляти рівнем власного капіталу. Викуп акцій має перевагу перед підвищенням дивідендів, тому що для банків це більш гнучкий та рентабельний метод зниження надлишкового капіталу. Ми припускаємо, що у випадку банків реакція ринку позитивна на оголошення про зворотний викуп акцій, тому що це приводить до підвищення цінності страхування депозитів¹.

Історія питання

Зворотний викуп акцій стає популярним методом виплати готівки акціонерам (Грюллон та Міхаелі, 2004). Дослідження цієї сфери зафіксували декілька факторів, які змушують менеджерів повідомляти про повторний викуп акцій. Інші причини не є результатом нестачі домовленості, але відображають гнучкість, яку зворотний викуп надає менеджерам. Діттмар (2000) говорить: "На рішення щодо викупу акцій впливають розподіл доходів фірми, інвестиції, структура капіталу, корпоративне управління та принципи оплати праці".

В цьому дослідженні ми аналізуємо сигнальне пояснення зворотного викупу. Також розглядається унікальна мотивація для банків – управління рівнем капіталу. Ми аналізуємо відношення між "гіпотезою морального ризику" та програмами зворотного викупу акцій. Більшість зобов'язань банку – це депозити. Федеральна корпорація страхування депозитів (FDIC) страхує банківські депозити до певної межі, тому більшість зобов'язань банків застрахована. Зменшення капіталу підвищує ризик неплатоспроможності, тому підвищується цінність такого страхування. Підвищення важливості страхування – це наслідок меншого забезпечення акціонерним капіталом вимог кредиторів; кредитори у випадку неплатоспроможності повинні будуть більше покладатись на федеральне страхування депозитів, яке фінансується платниками податку. Будь-які зміни структури капіталу банків, які призводять до переходу ризику від акціонерів до платників податків, пов'язані з позитивною реакцією біржі. Наш аргумент відповідає аргументу Кане та Сасмела (1999), які припускають відношення між зворотним викупом акцій та підвищенням цінності гарантій страхування депозитів.

¹ Це відповідає результатам роботи Хайтла (1998), в якій зазначено, що 25 найбільших американських банківських холдингів використовували оголошення про викуп, щоб зменшити свій капітал у 1997 році.

Період, розглянутий у нашому дослідженні, є дуже важливим для банків. Банки мали високу та стабільну прибутковість з початку 90-х років, а до середини 90-х більшість з них мали високий рівень власного капіталу. Бергер та Местер (2004) визначили, що технологічні зміни, збільшення регулювання та консолідація в банківській сфері покращили прибутковість банків протягом останнього десятиліття. Хайтл (1998) досліджує різке зниження рівня капіталу 25 найбільших банків у 1997 році. Автор припускає, що вищий рівень капіталу в середині 90-х був результатом вищого рівня банкрутства банків в кінці 80-х та на початку 90-х років, викликаного проблемою нерухомості та високими рівнями прибутковості у 1990-х. Вона також говорить про те, що різкий занепад у 1997 році – результат більших виплат дивідендів акціонерам у формі викупу акцій.

Дані та методи

Дані

Щоб зібрати вибірку оголошень про зворотний викуп акцій відкритого ринку банківськими холдингами з 1994 по 1998 рік, ми використали базу даних Securities Data Corporation's (SDC). Період дослідження починається з 1994 року, тому що COMPUSTAT почав звітувати про коефіцієнти власного капіталу банків, скориговані на ризик, з 1993 року. Ми використовуємо дані за два роки до та два роки після оголошення, щоб розрахувати зміни відповідних змінних. Тому весь часовий період дослідження становить 1992-2000 рр. Використання банківських холдингів як одиниць дослідження дуже популярне та переважає при дослідженні банків. Стіро (2000) надає детальний опис переваг банківських холдингів перед автономними банками.

Ми узгоджуємо нашу вибірку з базою даних COMPUSTAT (фірми з кодом SIC 6020) та базою даних центру дослідження цін на цінні папери (CRSP). Для підтвердження дати кожного оголошення, зробленого окремою фірмою протягом періоду, ми використовуємо базу даних Factiva. Проте беремо до уваги лише перше оголошення у випадку більш ніж одного оголошення протягом одного року. Кінцева вибірка складається з 345 оголошень 184 банківськими холдингами.

Таблиця 1

Річний розподіл оголошень

Рік	Кількість фірм
1994	54
1995	66
1996	75
1997	64
1998	86

Методи

Було проведено три головні дослідження. По-перше, ми розрахували ефект оголошення, тобто кумулятивну аномальну доходність навколо дати оголошення. По-друге, були розраховані рівні та зміни ROA (наша оцінка поточної діяльності). По-третє, були оцінені рівні та зміни обох коефіцієнтів власного капіталу, скоригованих на ризик, TIER I та TOTAL. Крім того, були проаналізовані рівні та зміни росту активів, рівень виплати дивідендів. Ми оцінили рівень кожної змінної в інтервалі п'яти років навколо дати оголошення, 2 роки до, 2 роки після та рік оголошення. Розраховані також зміни часового ряду цих змінних. А з метою пояснення поперечних коливань кумулятивної аномальної доходності (CAR) було проведено багатомірний аналіз.

Результати

Ефект оголошення

В таблиці 1 представлено розподіл на базі календарного року. Оголошення вибірки мають хороший розподіл за період дослідження, дещо більша кількість оголошень припадає на 1996 та 1998 роки.

В таблиці 2 представлено CAR за три дні (-1 до +1) навколо дня оголошення про викуп акцій. Панель А представляє ефект оголошення для всієї вибірки. Середня (медіана) аномальна доходність за три дні склала 1,67% (1,11%) і є статистично значимою на рівні 1%. Позитивна реакція ринку логічна, але нижча, ніж для нефінансових фірм.

Панель Б – розподіл на основі розміру програми зворотного викупу (відсоток акцій в обігу). Ми розділили вибірку на дві частини та передбачили, що фірми, які проголосили про більшу програму викупу акцій, мають більш позитивний ефект оголошення. Середня (медіана) CAR для підвибірki оголошень великого розміру становить 2,05% (1,49%) порівняно з 1,29% (0,79%) для підвибірki оголошень невеликого розміру: в обох випадках вона статистично значима на рівні 1%. Ця різниця у подальшому підтверджується результатами багатомірного аналізу.

Панель В представляє аномальну доходність для першого, другого та третього (або більше) оголошень для однієї й тієї ж фірми протягом періоду дослідження. Припускаємо, що реакція ринку більш позитивна для першого оголошення, ніж для наступних.

Таблиця 2

Кумулятивна аномальна доходність (CAR) навколо оголошення програми зворотного викупу акцій банками

Панель А: повна вибірка

	Кількість фірм		CAR (%) -1 до + 1
Повна вибірка	345	Середнє (%)	1.67***
		Медіана (%)	1.11***

Панель Б: на основі розміру програми викупу

	Кількість фірм		CAR (%) -1 до + 1
Мала	172	Середнє (%)	1.29***
		Медіана (%)	0.79***
Велика	173	Середнє (%)	2.05***
		Медіана (%)	1.49***

Панель В: на основі номера оголошення

	Кількість фірм		CAR (%) -1 до + 1
Перше	184	Середнє (%)	1.86***
		Медіана (%)	1.40***
Друге	92	Середнє (%)	2.15***
		Медіана (%)	1.06***
Третє і далі	69	Середнє (%)	0.50
		Медіана (%)	0.11

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

Поточна діяльність

В таблиці 3 представлено рівні та зміни поточної діяльності (визначені за допомогою ROA) для нашої вибірки банків. Ми використали метод Барбера та Ліона (1996). ROA розраховується як відношення доходу від основної діяльності до амортизаційних відрахувань та балансової вартості активів. Промислово скориговані зміни розраховуються як нескориговані зміни мінус середня (медіана) зміна контрольної вибірки, яка складається з усіх фірм з однаковим двозначним кодом SIC з середнім ROA від 90% до 110% середнього ROA фірм вибірки протягом періоду від -2 до -1 років

Панель А – рівень ROA протягом п'ятирічного періоду навколо вибірки (-2 до +2). Панель Б представляє нескориговані та промислово-скориговані зміни ROA. Сигнальна гіпотеза припускає, що результати діяльності повинні покращитись після оголошення про зворотний викуп.

Таблиця 3

Рівні та зміни поточної діяльності

Панель А: рівень поточної діяльності

Вибірка	Рік -2	Рік -1	Рік 0	Рік +1	Рік +2
Кількість	322	340	323	295	256
Середня (%)	2.86***	2.90***	2.91***	2.89***	2.90***
Медіана (%)	2.88***	2.89***	2.90***	2.88***	2.89***

Панель Б: зміни поточної діяльності

Вибірка	Некориговані зміни			Кориговані зміни		
	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2
Кількість	305	295	256	305	295	256
Середня (%)	0.06**	-0.01	-0.01	0.07**	0.06**	0.10***
Вибірка	0.00	-0.02	-0.03	0.04**	0.04***	0.11***

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

Хоча некориговані зміни незначні, значимість промислово скоригованих змін говорить про те, що банки мають вищі показники діяльності після оголошення. Однак результати багатомірного аналізу не показують ніякої залежності між результатом оголошення та змінами поточної діяльності.

Коефіцієнт достатності капіталу, скоригований на ризик

В таблицях 4 та 5 представлено рівень та зміни коефіцієнтів достатності капіталу, скоригованих на ризик, TIER I та TOTAL. Ці коефіцієнти були взяті для того, щоб проаналізувати гіпотезу, що банки викуповують акції, щоб управляти рівнем власного капіталу і що позитивний ефект оголошення не говорить про підвищення цінності страхування депозитів. Було припущено, що банки, які повідомляють про викуп, будуть мати негативні зміни коефіцієнта достатності капіталу.

Таблиця 4

Рівень та зміни коефіцієнта достатності капіталу, скоригованого на ризик – TIER I

Панель А: рівень коефіцієнта достатності капіталу – TIER I

Вибірка	Рік -2	Рік -1	Рік 0	Рік +1	Рік +2
Кількість	278	335	320	290	255
Середня (%)	12.38***	12.33***	12.14***	11.72***	11.65***
Вибірка	11.71***	11.80***	11.64***	11.31***	11.30***

Продовження табл. 4

Панель Б: зміни коефіцієнта достатності капіталу – TIER I

Вибірка	Некориговані зміни			Кориговані зміни		
	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2
Кількість	260	285	250	260	285	250
Середня (%)	-0.37***	-0.84***	-1.06***	-0.14	-0.45***	-0.38***
Вибірка	-0.45***	-0.67***	-0.81***	-0.26*	-0.34***	-0.19**

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

Таблиця 5

Рівень та зміни коефіцієнта достатності капіталу, скоригованого на ризик – TOTAL

Панель А: рівень коефіцієнта достатності капіталу – TOTAL

Вибірка	Рік -2	Рік -1	Рік 0	Рік +1	Рік +2
Кількість	282	338	321	290	255
Середня (%)	14.71***	14.57***	14.31***	13.81***	13.64***
Вибірка	13.67***	13.74***	13.46***	13.00***	12.95***

Панель Б: зміни коефіцієнта достатності капіталу – TOTAL

Вибірка	Некориговані зміни			Кориговані зміни		
	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2	-2 до 0	-1 до +1	-1 до +2
Кількість	265	288	253	265	288	253
Середня (%)	-0.54***	-0.94***	-1.23***	-0.14	-0.32***	-0.19
Вибірка	-0.52***	-0.74***	-1.10***	-0.16*	-0.19***	-0.17

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

Результати дослідження говорять про те, що після оголошення в банках спостерігається зниження коефіцієнта достатності капіталу. Більш очевидним є зниження коефіцієнта TIER I. Зниження коефіцієнта достатності капіталу може бути результатом або зменшення власного капіталу, або швидкого росту активів. Сам по собі капітал може бути зменшений високими виплатами (дивідендами, викупом акцій). Тому, перш ніж робити висновок щодо зв'язку між зменшенням капіталу та зворотним викупом акцій, необхідно проаналізувати ріст активів та коефіцієнт виплати дивідендів.

В таблиці 6 представлено рівень та зміни росту активів. Якщо причиною зменшення капіталу є зміна росту активів, можна очікувати підвищення темпу росту активів. Представлено як скориговані, так і нескориговані зміни темпу росту активів. Темп росту становить 12,01% (7,98%) в кінці року -2 та 15,40% (8,94%) в кінці року +2. Ні нескориговані, ні скориговані зміни не суттєві на рівні 5%. В банках не спостерігаються зміни темпу росту активів в період після оголошення.

Таблиця 6

Рівень та зміни темпу росту активів
Панель А: рівень темпу росту активів

Вибірка	Рік -2	Рік -1	Рік 0	Рік +1	Рік +2
Кількість	309	330	324	295	256
Середня (%)	12.01***	14.92***	15.06***	14.86***	15.40***
Вибірка	7.98***	8.95***	8.91***	8.67***	8.94***

Панель Б: зміни темпу росту активів

Вибірка	Некориговані зміни			Кориговані зміни		
	-2 до 0	-1 до +1	-2 до 0	-1 до +1	-2 до 0	-1 до +1
Кількість	293	285	247	292	285	246
Середня (%)	3.07	-0.14	1.31	3.11	-0.01	1.55
Вибірка	1.58*	-0.49	-0.33	1.46*	-0.67	-0.73

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

В таблиці 7 представлено рівень та зміни коефіцієнта виплати дивідендів. Якщо банк використовує дивіденди, щоб зменшити власний капітал, то коефіцієнт виплати дивідендів буде рости. Коефіцієнт виплати дивідендів становив 32,59% (32,18%) наприкінці року -2, та – 33,58% (38,63%) наприкінці року +2. В результаті можна зробити висновок, що в банках коефіцієнт виплати дивідендів не змінюється.

Таблиця 7

Рівень та зміни коефіцієнта виплати дивідендів

Панель А: рівень коефіцієнта виплати дивідендів

Вибірка	Рік -2	Рік -1	Рік 0	Рік +1	Рік +2
Кількість	321	339	321	293	256
Середня (%)	32.59***	34.13***	34.98***	33.15***	33.58***
Вибірка	32.18***	33.31***	35.41***	36.80***	38.63***

Панель Б: зміни коефіцієнта виплати дивідендів

Вибірка	Некориговані зміни			Кориговані зміни		
	-2 до 0	-1 до +1	-2 до 0	-1 до +1	-2 до 0	-1 до +1
Кількість	303	293	255	303	293	255
Середня (%)	2.42	-0.55	-0.07	-1.18	-4.14	-5.32
Вибірка	3.01***	2.88***	4.18***	-0.80	-0.70	-1,24

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

Результати аналізу повністю підтверджують гіпотезу стосовно того, що банки для зменшення капіталу використовують зворотний викуп акцій. Також можна зробити висновок, що як інструменту управління власним капіталом банки віддають перевагу викупу акцій, ніж підвищенню дивідендів.

Багатомірний аналіз

Щоб дослідити поперечні зміни аномальної доходності навколо періоду оголошення, використовуємо багатомірний аналіз. CAR – залежна змінна. Відповідно до двох головних гіпотез, в ролі пояснювальних змінних обираємо зміни коефіцієнта достатності капіталу та зміни поточної діяльності. Також контролюємо коефіцієнт MB, номер оголошення та розмір оголошеного викупу.

До пояснювальних змінних належать: TIERCAPCHG-2T00 (некоригована зміна коефіцієнта власного капіталу з урахуванням ризику, TIER I від -2 до 0 років); TIERCAPCHG-1T01 (некоригована зміна коефіцієнта власного капіталу, з урахуванням ризику, TIER I від -1 до

+1 років); TOTCAPCHG-2TO0 (коригована зміна коефіцієнта власного капіталу з урахуванням ризику, TOTAL від -2 до 0 років); TOTCAPCHG-1TO1 (коригована зміна коефіцієнта власного капіталу, з урахуванням ризику, TOTAL від -1 до +1 років); ROACHG-2TO0 (скоригована зміна ROA від -2 до 0 років); ROACHG-1TO1 (скоригована зміна ROA від -1 до +1 років); MB RATIO – коефіцієнт ринково-балансової вартості; PRGNUM – випадкова змінна, яка дорівнює 1, якщо номер оголошення третій та вище; PSIZE – розмір програми зворотного викупу – відсоток від акцій у обігу.

Передбачаємо, що CAR матиме позитивне відношення до росту коефіцієнта власного капіталу до оголошення та негативне після оголошення. Так само, CAR буде вищим для позитивної зміни поточної діяльності. Очікується негативне відношення між CAR та номером оголошення і позитивне між CAR та розміром оголошення.

Таблиця 8

Багатомірний аналіз

Змінна	Коефіцієнти (р-значення)	Коефіцієнти (р-значення)
INTERCEPT	0.0088 (0.5622)	0.0093 (0.5465)
TIERCAPCHG-2TO0	0.0040** (0.0212)	
TIER1CAPCHG-1TO1	-0.0041* (0.0837)	
TOTCAPCHG-2TO0		0.0037** (0.0342)
TOTCAPCHG-1TO1		-0.0026 (0.2943)
ROACHG-2TO0	-0.0047 (0.5266)	-0.0045 (0.5412)
ROACHG-1TO1	-0.0106 (0.1951)	-0.0116 (0.1701)
MB RATIO	0.0030 (0.6103)	0.0034 (0.5600)
PRGNUM	-0.0217*** (0.0015)	-0.0219*** (0.0012)
PSIZE	0.0023* (0.0519)	0.0022* (0.0572)
Моделі року	ТАК	ТАК
Кількість	230	230
Скориговане R2	0.0997	0.0867
F-значення	3.54*** (0.0002)	3.17*** (0.0008)

*, ** та *** означають – значно відрізняється від нуля на рівні 10%, 5% та 1%.

В таблиці 8 представлено результати багатомірного аналізу. Ми використовуємо два коефіцієнти власного капіталу в двох окремих моделях. Результати обох моделей подібні. В першій моделі, де використовується TIER I, CAR має позитивне відношення до росту коефіцієнта власного капіталу до оголошення (статистично значиме на рівні 5%) та негативне після оголошення (статистично значиме на рівні 10%). Обидві змінні поточної діяльності статистично значимі. Як і передбачалось, коефіцієнт змінної номера оголошення – негатив-

ний (значимий на рівні 1%), коефіцієнт розміру оголошення – позитивний (значимий на рівні 10%). Жодна з моделей року не значна на рівні 10%.

Коли ми використали в моделі коефіцієнт TOTAL, результати були такими самими. Вони підтверджують нашу гіпотезу стосовно того, що банки використовують зворотний викуп, щоб управляти власним капіталом, а ринок реагує позитивно, оскільки підвищується цінність страхування депозитів.

Висновки

В даному дослідженні розглядається оголошення зворотного викупу акцій банківськими холдингами. Пропонується нова та унікальна мотивація програм викупу. 1980-і роки були найгіршими для банків, проте 1990-ті – одна з найкращих декад. Це привело до підвищення капіталізації банків у середині 1990-х. Наші результати говорять про те, що банки використовують зворотний викуп акцій, щоб управляти надлишком капіталу; ринок реагує позитивно, оскільки підвищується цінність страхування депозитів. Результати дослідження підтверджують, що підвищення коефіцієнта власного капіталу банку поза його оптимальним рівнем призводить до зниження цінності. Підтверджується також аргумент стосовно того, що зворотний викуп акцій – гнучкий інструмент, який може використовуватись для досягнення різних цілей протягом різних часових періодів (Дітмар, 2000).

Список використаних джерел

1. Barber, Brad M., and Lyon, John D., Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of tests-statistics // *Journal of Financial Economics*, 1996. – N 41. – 359-399.
2. Berger, Allen N., and Mester, Loretta J., What Explains the Dramatic Changes in Cost and Profit Performance of the U.S. Banking Industry? // *Journal of Financial Intermediation*, 2004.
3. Bessler, W., and Nohel, T., The stock-market reaction to dividend cuts and omissions by commercial banks // *Journal of Banking and Finance*, 1996. – N. – 1485-1508.
4. Bhattacharya, S., Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy // *Bell Journal of Economics*, 1979. – N 10. – 259-270.
5. Chamberlain, S., Howe, John S., Popper, H., The Exchange Rate Exposure of U.S. and Japanese Banking Institutions // *Journal of Banking & Finance*, 1997. – N 21. – 871-892.
6. Comment, R., and Jarrell, Gregg A., The relative signaling power of Dutch auction and fixed-price self-tender offers and open market share repurchases // *Journal of Finance*, 1991. – N 46. – 1243-1271.
7. Constantinides, George M., and Grundy, Bruce D., Optimal investment with stock repurchase and financing as signals // *Review of Financial Studies*, 1989. – N 2. – 445-465.
8. Dann, Larry Y., Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders // *Journal of Financial Economics*, 1981. – N 9. – 113-138.
9. Dittmar, Amy K., Why Do Firms Repurchase Stock? // *The Journal of Business*, 2000. – N 73 (3). – 331-355.
10. Easterbrook, Frank H., Two agency-cost explanations of dividends // *American Economic Review*, 1984. – N 74. – 650-659.
11. Fenn, George W., and Liang, N., Corporate payout policy and managerial stock Incentives // *Journal of Financial Economics*, 2001. – N 60. – 45-72.
12. Grullon, G., and Michaely, R., Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis // *Journal of Finance*, 2002. – N 57. – 1649-1684.
13. Grullon, G., and Michaely, R., The information content of share repurchase programs // *Journal of Finance*, 2004. – N 59 (2). – 651-680.
14. Guay, W., and Harford, J., The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases // *Journal of Financial Economics*, 2000. – N 57. – 385-415.

15. Hausch, Donald B. and Seward, James K., Signaling with Dividends and Share Repurchases: A Choice Between Deterministic and Stochastic Cash Disbursements // *Review of Financial Studies*, 1993. – N 6 (1). – 121-154.
16. Hirtle B., Bank Holding Company Capital Ratios and Shareholder Payouts // *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, 1998. – N 4(9).
17. Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T., Market underreaction to open market share repurchases // *Journal of Financial Economics*, 1995. – N 39. – 181-208.
18. Jagannathan, M., and Stephens, Clifford P., Motives for multiple open-market repurchase programs // *Financial Management*, 2003. – N 32. – 71-92.
19. Jagannathan, M., Stephens, Clifford P., and Weisbach, Michael S., Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases // *Journal of Financial Economics*, 2000. – N 57. – 355-384.
20. Jensen, Michael C., Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *American Economic Review*, 1986. – N 76. – 323-329.
21. Kane, S., and Susmel, R., Regime-Switching Event Studies: An Application to Commercial Bank Stock Repurchases // *Research in Finance*, 1999. – N 17. – 81-101.
22. Lakonishok, J., and Vermaelen, T., Anomalous price behavior around repurchase tender offers // *Journal of Finance*, 1990. – N 45. – 455-478.
23. Lie, E., Operating performance following open market share repurchase announcements // *Journal of Accounting and Economics*, 2005.
24. Lockwood, L., Rutherford, R., and Herrera, M., Wealth Effects of Asset Securitization // *Journal of Banking and Finance*, 1996. – N 20. – 151-164.
25. Miller, Merton H., and Rock, K., Dividend policy under asymmetric information // *Journal of Finance*, 1985. – N 40. – 1031-1051.
26. Ofer, Aharon R., and Thakor, Anjan V., A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursements methods: Stock repurchase and dividends // *Journal of Finance*, 1987. – N 42. – 365-394.
27. Polonchek, J., Slovin, M., and Sushka, M., Valuation Effects of Commercial Bank Securities Offerings: A Test of the Information Hypothesis // *Journal of Banking and Finance*, 1989. – N 13. – 443-461.
28. Schweitzer, R., Szewczyk, Samuel H., and Varma, R., Bond rating agencies and their role in bank market discipline // *Journal of Financial Services Research*, 1992. – N 6. – 249-263.
29. Slovin, M.B., Sushka, M.E., and Polonchek, J.A., Informational Externalities of Seasoned Equity Issues: Differences Between Banks and Industrial Firms // *Journal of Financial Economics* (August), 1992. – 87-101.
30. Stiroh, Kevin J., How did Bank Holding companies prosper in the 1990's? // *Journal of Banking and Finance*, 2000. – N 24 (11). – 1703-1745.
31. Vermaelen, T., Common stock repurchases and market signaling: An empirical Study // *Journal of Financial Economics*, 1981. – N 9. – 139-183.
32. Vermaelen, T., Repurchase Tender Offers, Signalling, and Managerial Incentives // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1984. – N 19. – 163-81.
33. Weisbenner, Scott J., Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play? // *Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Paper*, 2000. – N 2000/29.
34. White, H., A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and Direct Test for Heteroskedasticity // *Econometrica*, 1980. – N 48. – 817-838.