

door Arie Buijs en Dirk F. Gerritsen



Kassa!

Waarom stijgen de koersen van bedrijven die eigen aandelen inkopen? Wij bekeken de motieven van de concerns en onderzochten de bijbehorende koersbewegingen twintig dagen rond de inkoopdatum.

Prof.dr Arie Buijs is hoogleraar Financiering en drs. Dirk F. Gerritsen is docent bij de Utrecht School of Economics. Dit artikel is deels gebaseerd op werk van Jouke Donselaar en Amanda Persoon, studenten van de Utrecht School of Economics.

Eind juni 2007 verscheen in het *Financieele Dagblad* (29 juni 2007) een persbericht waarin werd gesteld dat bedrijven die eigen aandelen inkopen beter renderen. Dit betrof een onderzoek op Europese beurzen in de periode 1995 tot 2006. Beleggers met een portefeuille van dergelijke fondsen, zouden in deze periode gemiddeld een 8,1 procentpunt hoger rendement op jaarbasis hebben behaald dan de bijbehorende beursindices. Een mooi bericht, maar is er een logische verklaring voor deze stijging? Gaat dit ook op voor de Nederlandse markt? En is op korte termijn een mooi rendement mogelijk?

Redenen voor inkoop

Inkoopprogramma's van aandelen zijn de laatste paar jaar steeds belangrijker geworden. In 2006 werd voor de Amsterdamse beurs een recordbedrag aan terugkoopacties gemeld: bedrijven gaven in dit jaar tussen de 11 en 12 miljard euro hieraan uit (*Financieele Dagblad* van 29 december 2006). In de literatuur worden diverse motieven aangegeven voor dit beleid. In het kader staat een overzicht hiervan. Een relatief nieuw argument betreft de bescherming tegen activistische beleggers. Zodra de koers achterblijft bij de verwachtingen, kloppen hedgefondsen aan de deur en worden strategiewijzigingen verlangd. Terugkopen van aandelen moet gepaard gaan met een daaraan gerela-

teerde koerswinst, en daarmee kunnen activistische beleggers tevreden gehouden worden. Tegelijk wordt de koers hoger waardoor het bedrijf duurder (en daarmee onaantrekkelijker) wordt voor opkoopfondsen.

In Nederland

In de periode januari 2003 tot april 2007 hebben wij aan de hand van persberichten 34 inkoopprogramma's geïdentificeerd, uitgevoerd door 16 verschillende bedrijven. In ons onderzoek hebben we ons beperkt tot de korte termijn, zodat we ook de recente inkoopprogramma's mee hebben kunnen nemen. De koers blijkt in de tien dagen vóór de aankondiging gemiddeld te dalen. Dit komt overeen met reden 3 (zie kader). Het bedrijf wacht tot het aandeel ondergewaardeerd is, en slaat dan zijn slag. Op dag 0, de dag van de aankondiging stijgt de koers gemiddeld met 1,7%. Deze stijging is statistisch significant. Ook in de dagen na de aankondiging is het koersverloop gunstig voor beleggers. Van de 34 aangekondigde inkoopprogramma's werden er 25 per direct gestart. Van de overige 9 is gekeken of er bij de start van het programma nog een koerseffect was. Dit bleek niet het geval. Het heeft dus geen zin meer om tegen die tijd nog aandelen te kopen met een leuk kortetermijnritje als doel. Soms valt een aankondiging tot inkoop samen met de presentatie van kwartaal- of jaarcijfers. De rende-

menten voor deze groep waren weliswaar iets hoger, maar dat verschil was niet statistisch significant.

Beter koersverloop

Voor de 34 onderzochte inkopen blijken de vrije-kasstroomtheorie en het streven naar de optimale kapitaalstructuur de meest genoemde motieven door ondernemingen, deze worden respectievelijk 15 en 16 keer genoemd. Uitgesplitst hiernaar is het gemiddelde abnormale rendement op de aankondigingsdag 2,3% voor de vrije-kasstroomgroep, tegen 1,2% bij de groep die optimale kapitaalstructuur als motief aangeeft. Dit verschil is echter niet statistisch significant. Wel valt op dat het koersverloop ook in dagen na de aankondiging beter is bij bedrijven die terugkopen vanuit het oogpunt van de vrije kasstroom. Tot op heden zijn inkopen wettelijk gelimiteerd tot 10% van het uitstaande aandelenkapitaal. In het onderzoek is onderscheid aangebracht tussen grote en kleine inkoopacties, de grens lag hierbij op 5% van het aandelenkapitaal. Er blijkt een duidelijk schaaffect aanwezig te zijn. Grote inkopen leiden tot een grotere koersstijging op de aankondigingsdag dan kleine. Dit verschil is statistisch significant.

Grote inkoopacties

Inkoopprogramma's van aandelen komen in de laatste jaren steeds vaker voor. De commentaren zijn vaak