

De ratio van de terugkoop van aandelen

Nico van der Sar, Marc Schauten en Kevin Hendrix

SAMENVATTING Het eerste deel van dit artikel geeft een overzicht van recent onderzoek naar het terugkopen van aandelen door een onderneming. We beschouwen de verschillende aspecten van dit fenomeen vanuit het perspectief van kasgeld. Hiermee verband houdend blijkt een terugkoop afhankelijk te zijn van de financieringsstructuur in samenhang met vennootschapsbelasting en financial distress-kosten, van inkomstenbelastingen, van de agency-kosten van free cash flow, en van liquiditeitsbeperkingen door informatieasymmetrieproblemen. Hieruit volgen vier hypothesen die een aandelenterugkoopprogramma rationaliseren. In het empirische deel van onze analyse bepalen we de koersreactie voor Nederlandse ondernemingen die deel uitmaken van de AEX-index gedurende ruwweg de afgelopen twaalf jaar. Het buitengewone aankondigingsrendement van gemiddeld 1,71% is significant positief, hetgeen duidt op waardecreatie. Onderscheid op basis van persberichten levert ondersteuning op voor de leverage-hypothese alleen; dit is in lijn met andere empirische studies.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Een aandelenterugkoop staat niet op zichzelf, maar is een geïntegreerd beleidsonderdeel.

Een onderneming moet een inschatting maken van haar huidige en toekomstige liquiditeitsbehoeften. Blijkt er meer geld in kas dan nodig is om daarin te kunnen voorzien zonder al te grote kosten, dan kan een aandelenterugkoop om meerdere redenen voordelig zijn. Ons onderzoek suggereert echter dat de aandelenmarkt alleen waarde toekent aan een besluit tot terugkoop als die is ingegeven door de veranderde financieringswijze en dat andere motieven in dit opzicht niet relevant zijn.

1 Inleiding

Vroeger werd het terugkopen van aandelen vaak gezien als een aparte gebeurtenis die min of meer op zichzelf staat. Volgens meer recente inzichten moet het worden beschouwd als een geïntegreerd onderdeel van ondernemingsbeleid, dat veelvuldig voorkomt en meerdere bestaansredenen heeft. Dit tonen we aan in een uiteenzetting van niet alleen theoretisch maar vooral empirisch werk dat op dit gebied is gepubliceerd. Deze bijdrage onderscheidt zich dus van Boot en Cools (2013)

die zich voornamelijk richten op het gevaar van perverse effecten en enkele kwesties uit de praktijk bespreken ter illustratie. Uit ons overzicht volgen vier verschillende (hoofd)redenen voor de doorgaans positieve koersreactie op de aankondiging van een aandelenterugkoopprogramma via de open-markt-methode. De hiermee corresponderende leverage-, substitutie-, free cash flow- en signaal-hypothesen komen terug in het vervolg van de analyse.

Of er ook in Nederland sprake is van waardecreatie door een aandelenterugkoopprogramma, hebben we bekeken aan de hand van de marktreactie bij aankondiging. Voor ondernemingen die deel uitmaken van de AEX-index in de periode januari 2001 tot en met maart 2013 hebben we het buitengewone aankondigingsrendement bepaald.

Om inzicht te krijgen in de relevantie van de vier hypothesen die een aandelenterugkoop rationaliseren, hebben we onderzocht waardoor het door ons bepaalde aankondigingsrendement wordt veroorzaakt. Er bestaan verschillende manieren om dit na te gaan. Allereerst kan de reden van de koersreactie worden afgeleid uit empirisch onderzoek naar cross-sectionele verschillen tussen terugkopende ondernemingen onderling en met niet-terugkopende ondernemingen (voor referenties, zie ons overzicht in paragraaf 2). Een tweede mogelijke route is via surveyonderzoek onder managers van relatief grote ondernemingen. Dit kan informatie opleveren over de verschillende aspecten die een aandelenterugkoop heeft en wat het meest belangrijk is voor een besluit hierover (voorbeeld zijn Tsetsekos, Kaufman & Gitman, 1991; Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005; Dixon, Palmer, Stradling & Woodhead, 2008). Wij hebben gekozen voor een relatief eenvoudig alternatief en zijn afgegaan op persberichten en wat hierin werd genoemd als reden voor de terugkoop (zie bijvoorbeeld Davidson & Garrison, 1989; Baltus & Schauten, 2000). Op basis van de bijbehorende hypothesen hebben we onderscheid gemaakt tussen de terugkoop-aankondigingen en onderzocht of dit van invloed is op de buitengewone rendementen.

In lijn met andere studies wijzen onze resultaten, kort samengevat, op een significante waardetoeename en op ondersteuning voor de leverage-hypothese alleen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 presenteren we een overzicht van onderzoek naar de verschillende aspecten van een aandelenterugkoop en het belang dat hieraan wordt toegekend als onderdeel van ondernemingsbeleid gericht op waardemaximalisatie. Paragraaf 3 beschrijft de data voor het empirische deel van onze analyse. In paragraaf 4 bespreken we de resultaten hiervan in relatie met de hypothesen uit ons overzicht die een terugkoop rationaliseren. Paragraaf 5 bevat de conclusies.

2 Overzicht

Irrelevantiepropositie

Als een onderneming kasgeld gebruikt om eigen aandelen terug te kopen, dan veranderen de investerings- en vermogensstructuur tegelijkertijd. Voor wat betreft de activa komt het neer op de terugtrekking van een laag-risico investeringsproject, terwijl aan de kant van de passiva het uitstaande aandelenkapitaal afneemt. Verandert de aandelenkoers niet, dan kan de terugkoop worden gezien als een project met een netto contante waarde gelijk aan nul. Voor aandeelhouders maakt het kennelijk niet uit of de onderneming het geld direct uitbetaalt via een terugkoop van aandelen of het geld in kas houdt en pas later uitkeert. Deze uitkomst past bij de irrelevantiepropositie van Miller en Modigliani (1961) met betrekking tot het uitbetalingsbeleid in een perfecte vermogensmarkt: er is geen effect op de initiële waarde van de onderneming en van het aandeel. Door een overschot aan kasgeld op te vatten als negatieve schuld, is het begrijpelijk dat meer of minder kasgeld niet uitmaakt in dit verband. Dit wil niet zeggen dat alles bij het oude blijft. Zo neemt de earnings-to-price ratio toe doordat de ondernemingswinsten worden verdeeld over minder uitstaande aandelen. Evenredig hiermee stijgt het risico en het geëiste rendement op eigen vermogen zodat er geen winnaars en verliezers zijn.

In de praktijk ligt het anders en stijgt de aandelenkoers (vaak overigens samengaand met een daling van het ondernemingsrisico en ook van het geëiste rendement op eigen vermogen, zie verderop in deze paragraaf). Over de periode 1998-2008 vonden Manconi, Peyer en Vermaelen (2013) een buitengewoon aankondigingsrendement van gemiddeld 2,2% voor 10.093 terugkoopprogramma's via de open-markt-methode in de Verenigde Staten en 1,3% voor 7.394 terugkopen in de rest van de wereld. In het licht van de irrelevantieveronderstelling van Miller en Modigliani (1961) moet een verklaring voor de significante rendementen wor-

den gezocht in afwijkingen van de perfecte marktomstandigheden.

Vennootschapsbelasting

De eerste imperfectie waarop we ingaan is het bestaan van vennootschapsbelasting. Als een onderneming schuld aangaat door de uitgifte van vreemd vermogen, dan zijn de bijbehorende interestbetalingen aftrekbaar voor vennootschapsbelasting. Daardoor ontstaat er een besparing op de verschuldigde belasting en stijgt de ondernemingswaarde. Bij een aandelenterugkoop lijkt dit belastingvoordeel van schuld niet te veranderen, omdat het uitstaande vreemd vermogen in omvang hetzelfde blijft.

Deze gedachte gaat voorbij aan het effect dat de dalende hoeveelheid kasgeld met zich meebrengt. In de aanwezigheid van vennootschapsbelasting is dit namelijk niet waardenutraal. Met kasgeld bedoelen we, simpel gesteld, geld dat een onderneming aanhoudt op een bankrekening of heeft uitgezet in korte-termijn laag-risico-beleggingen, zoals schatkistpapier, die gemakkelijk liquide kunnen worden gemaakt. Kasgeld is nodig om te kunnen voldoen aan allerlei verplichtingen die de reële activiteiten van een onderneming met zich meebrengen. Een tekort kan zeer kostbaar zijn, maar een overschot is ook niet gratis. Dit laatste komt doordat vennootschapsbelasting hier nadelig uitpakt. Stel dat een deel van het geleende geld niet nodig is en er geen nieuwe positieve netto-contante-waarde-projecten meer zijn. Wordt dit deel niet afgelost maar nagevoeg risicoloos aangehouden, dan zijn de daaruit voortvloeiende interestontvangsten onderhevig aan vennootschapsbelasting omdat ze bijdragen aan de ondernemingswinst. Afgezet tegen de verschuldigde interestbetalingen op het geleende geld is er verlies. Als achterliggende reden geldt dat een overschot aan kasgeld kan worden opgevat als negatieve schuld. Hierdoor slaat het positieve effect van vennootschapsbelasting bij meer schuld om in een negatief effect bij meer kasgeld. Het resultaat voor de aandeelhouder is dat het inkomen uit interest op kasgeld praktisch dubbel belast wordt (Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999) en voor de onderneming dat het rendement op het teveel aan kasgeld kleiner is dan de bijbehorende vermogenskostenvoet (zie ook Tong, 2010). Vanuit dit perspectief kan een overschot aan kasgeld worden beschouwd als een negatief netto-contante-waarde-project. Een aandelenterugkoop doet dit verdwijnen en draagt daardoor positief bij aan de waarde van een onderneming.

Kiest een onderneming voor deze oplossing, dan moet wel duidelijk zijn wat de rol is van kasgeld en of er überhaupt wel sprake is van een overschot. Onderzoek naar de determinanten van de hoeveelheid kasgeld is

daarom belangrijk. Kasgeld vormt een substantieel gedeelte van de totale bezittingen van een onderneming. Bijvoorbeeld Bates, Kahle en Stulz (2009) vonden een gemiddelde cash-to-assets ratio van 21% voor Amerikaanse ondernemingen in 2000 en Ferreira en Vilela (2004) kwamen uit op 15% voor EMU ondernemingen. Om meer inzicht te krijgen in aandelterugkopen volgen we een stapsgewijze benadering en, gezien het voorgaande, doen we dit vanuit het perspectief van kasgeld.

Financial distress-kosten

Om de optimale hoeveelheid te bepalen moeten volgens de trade-off theorie de marginale opbrengsten en kosten van kasgeld tegen elkaar worden afgewogen. Deze theorie veronderstelt als tweede imperfectie dat financiële problemen extra uitgaven met zich meebrengen. Schattingen van Andrade en Kaplan (1998) lieten zien dat deze zogenaamde financial distress-kosten, die per onderneming verschillen, substantieel kunnen zijn. Een grotere hoeveelheid kasgeld heeft als gunstig gevolg een kleinere kans op financiële problemen en bijkomende kosten. Ondernemingen zullen meer kasgeld willen aanhouden naarmate deze financial distress-kosten hoger zijn (John, 1993). Het voordeel daarvan is dat ze dan minder zwaar negatief meetellen bij de ondernemingswaardering. Ongunstig is dat deze vorm van vermogensaanwending sowieso opportunity-kosten met zich meebrengt vanwege het eerder geschetste belastingnadeel. Omdat kasstromen onderhevig zijn aan risico, zullen de uitkomsten veelvuldig afwijken van de verwachtingen. Een overschot is daardoor niet slechts een theoretisch begrip, maar een in de praktijk vaak voorkomend fenomeen. Dit 'marginale' financieringsprobleem kan worden verholpen door het overschot uit te keren aan de eigenvermogensverschaffers via een aandelterugkoop. Vooral ondernemingen met een relatief geringe schuld en weinig groeimogelijkheden zullen deze uitweg kiezen om hun leverage te laten stijgen in de richting van het optimum (Dittmar, 2000). Een hiermee direct samenhangend effect is dat verwatering, bijvoorbeeld door het planmatig gebruik van aandelenopties voor het management en voor werknemers wordt tegengegaan (Bens, Nagar, Skinner & Wong, 2003). Is de leverage daarentegen te hoog, dan kan het overschot worden gebruikt om schuld af te lossen en is een aandelterugkoop uitgesloten.

Kort samengevat, een aandelterugkoop verbetert de leverage (het eigen vermogen neemt af en de hoeveelheid schuld blijft gelijk), omdat het een vanwege vennootschapsbelasting nadelig overschot aan kasgeld wegwerkt als de financial distress-kosten niet te zwaar gaan wegen. Dit biedt een verklaring voor de buitengewone rendementen op de aandelenmarkt bij aankon-

diging van terugkoopprogramma's en staat bekend als de leverage-hypothese.

Dividendsubstitutie en inkomstenbelastingen

Een tweede manier om het overschot uit te keren aan de eigenvermogensverschaffers is via een hogere dividendbetaling. Net zoals bij een aandelterugkoop leidt dit tot een stijging van de leverage, maar er zijn verschillen. Ondernemingen tonen namelijk een sterke voorkeur te hebben voor een stabiel dividendbeleid, met als implicatie dividend smoothing (Lintner, 1956). Consistent hiermee is het verloop van dividenduitkeringen in de tijd dat veel gelijkmatiger blijkt te zijn dan de winstontwikkeling (zie bijvoorbeeld Allen & Michaely, 2003). Dit leidt tot de suggestie dat het dividend alleen wordt verhoogd als er een verbetering is in de permanente winst, omdat het hogere niveau dan kan worden gecontinueerd. Vandaar dat een dividendverhoging veel minder vrijblijvend is dan een aandelterugkoop. Meerdere studies boden hiervoor empirische ondersteuning. Volgens de resultaten van Jagannathan, Stephens en Weisbach (2000) zijn aandelterugkopen volatiel en procyclisch. Bovendien houden ze verband met tijdelijke verbeteringen in de winst, terwijl het bij dividenden om de permanente component gaat (zie ook Guay & Harford, 2000; en Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005). Het verschil in flexibiliteit kan een reden zijn om te kiezen voor een aandelterugkoopprogramma in plaats van een dividendverhoging.

Een andere reden kan zijn dat een aandelterugkoopprogramma voordeliger is door inkomstenbelastingen, de derde imperfectie die we veronderstellen. Zo geldt in een aantal landen dat de belasting op koerswinst lager is dan op dividend en bovendien pas moet worden betaald als die in geld is omgezet. In Nederland is er geen koerswinstbelasting en werden aandelterugkopen voor de belastingherziening in 2001 behandeld als 'pseudodividenden', waarschijnlijk om de toepassing ervan te ontmoedigen (Vermaelen, 2005). Overigens kon dit fiscale nadeel worden vermeden door toepassing van een indirecte inkoopmethode die bekend staat als de Kempen-variant (Baltus & Schauten, 2000). Sinds 2001 bestaat er een beperkte fiscale faciliteit waarbij een belastingvrije aandelterugkoop wel is toegestaan (zie bijvoorbeeld Meussen, 2000). De veronderstelling dat een terugkoopprogramma de voorkeur geniet boven een dividendverhoging wegens belastingvoordelen wordt de substitutie-hypothese genoemd (bijvoorbeeld Grullon & Michaely, 2002; en Lee & Rui, 2007). Gezien het verschil in flexibiliteit is het bij een overschot aan kasgeld de vraag of aandelterugkopen werkelijk een substituut zijn voor dividenden of dat hun rollen eerder als complementair moeten worden beschouwd.

Agency-kosten

Een alternatief is dat een onderneming het overschot aan kasgeld niet uitkeert. Hoewel strijdig met het principe om de aandelhouderswaarde te maximaliseren, is dit zeker niet ondenkbaar als het management het eigenbelang laat prevaleren. Het bestaan van een belangenconflict tussen de aandeelhouders en het management met daaruit voortvloeiende agency-kosten geldt als vierde imperfectie. Managers hebben een voorkeur voor meer kasgeld dan nodig is op basis van de voorziene kasstromen, investeringsuitgaven en liquiditeitsbehoeften. Door een lager ondernemingsrisico ontstaat, immers, meer zekerheid over zowel de eigen baan als het eigen aandelenbezit (zie Stulz, 1988). Daarnaast vergroot extra kasgeld de handelingsvrijheid van het management, bijvoorbeeld om hun rijk verder uit te bouwen (Jensen, 1986). Zo zou een groot nieuw project met een negatieve netto contante waarde niet kunnen plaatsvinden als er externe financiering nodig is. Bij overtollig kasgeld (free cash flow) ontbreekt deze disciplinerende werking van de markt en kan dit project toch doorgaan. Het kasgeld is niet equivalent met negatieve schuld voor het management (Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999). Volgens een overzichtsstudie van Tosi, Werner, Katz en Gomez-Mejia (2000) naar het inkomen van chief executive officers is de performance veel minder belangrijk dan de grootte van de onderneming. Daardoor bestaat er een kans op gebruik van kasgeld voor niet-productieve doeleinden en onrendabele investeringen, terwijl het zou kunnen worden uitgekeerd. Naarmate die kans groter is, leidt het aanhouden van overtollig kasgeld tot een groter verlies in aandelhouderswaarde. Omgekeerd dalen deze agency-kosten als de onderneming een aandelenterugkoopprogramma aankondigt, omdat dit de financiële speelruimte van het management zal beperken. De positieve rendementsreactie als gevolg hiervan heet, consistent met Jensen (1986), de free cash flow-hypothese.

Ondersteuning voor deze hypothese werd geboden door de empirische resultaten van Grullon en Michaely (2004). Zij vonden dat de aandelenmarkt sterker positief reageert op terugkooptaankondigingen door ondernemingen waar een grotere kans is op overinvesteringen (zie bijvoorbeeld Wang, Strong, Tun & Lin, 2008; Nohel & Tarhan, 1998). Als achterliggende oorzaak suggereerden ze een afname in de groeimogelijkheden, bijvoorbeeld door het meer volwassen worden van de onderneming. Daarbij paste de door hen geconstateerde daling in het systematische risico (zie Berk, Green & Naik, 1999 voor uitleg) en in de investeringsuitgaven, met overtollig kasgeld als gevolg. Consistent hiermee zijn de bevindingen van Lee en Suh (2011) voor meerdere landen. Ze lieten zien dat terugkopen ondernemingen veel kasgeld hadden dat als overtollig kon worden bestempeld. Bovendien bleek in de jaren voorafgaand aan de terugkoop dat de hoeveelheid kasgeld was gestegen als gevolg van een da-

ling in de investeringsuitgaven en niet door voortdurende verbeteringen in de operationele winst. Hun empirische resultaten suggereren dat ondernemingen aandelenterugkopen hanteren om de free cash flow of overinvesteringsproblemen te verminderen met geld verkregen uit een tijdelijke in plaats van een permanente toename in kasgeld. Een positieve rendementsreactie kan volgens Grullon en Michaely (2004) worden toegeschreven aan de lagere agency-kosten die impliciet worden aangekondigd, maar ook aan de afname in risico waarmee de markt nog niet bekend was.

Informatieasymmetrie en onderwaardering

Het laatstgenoemde brengt ons bij de vijfde imperfectie, namelijk het bestaan van informatieasymmetrie tussen het management en (potentiële) vermogensverschaffers. Door verschillen in beschikbare informatie over de onderneming is het nieuw uitgeven van schuld en vooral van aandelen, volgens de pecking order-theorie van Myers (1984), minder eenvoudig en duurder dan het inhouden van winsten. In het licht hiervan is het verklaarbaar dat meer recente studies de nadruk legden op een relevante, eigen rol voor kasgeld naast schuld (zie bijvoorbeeld Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999; Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes, 2003; Faulkender & Wang, 2006). Zo beargumenteerden Acharya, Almeida en Campello (2007) dat kasgeld niet equivalent is aan negatieve schuld indien er financieringsfricties bestaan, maar dat het desbetreffende ondernemingsbeleid afhangt van de correlatie tussen de kasstromen en de investeringsmogelijkheden, hetgeen verwijst naar het hedge-motief (Froot, Scharfstein & Stein, 1993). In anticipatie op eventuele liquiditeitsbeperkingen door informatieasymmetrieproblemen zal het management de afhankelijkheid van externe financiering uit voorzorg verminderen via extra kasgeld. Als gevolg hiervan zal de kaspositie ruimer zijn dan voorspeld door het statische trade-off-model (bijvoorbeeld Ferreira & Vilela, 2004). De empirische resultaten van Opler, Pinkowitz, Stulz en Williamson (1999) bevestigden dit en ontkenden daarnaast het eigenbelang van managers als kennelijke reden voor meer kasgeld. García-Teruel en Martínez-Solano (2008) vonden dat ondernemingen met een grotere mate van informatieasymmetrie meer kasgeld hebben. Ook dit is consistent met het voorzorgsmotief, want voor deze ondernemingen zullen de externe financieringskosten nog hoger zijn. Het verder uitbouwen van de kaspositie kan natuurlijk niet ongelimiteerd doorgaan, omdat het belastingnadeel en de agency-kosten mee zullen stijgen. Hiertegen moeten de voordelen van een kleinere kans op financial distress-kosten en op externe financieringsbehoeften voortdurend worden afgewogen. Zo kan een deel van het geld in kas of wat daarvoor is bestemd overbodig blijken te zijn als de omstandigheden zich wijzigen. De bekendmaking van een aandelenterugkoopprogramma signaleert deze afweging van het management naar

de (potentiële) vermogensverschaffers en de terugkoop zelf geeft er invulling aan. Volgens de signaal-hypothese bevat de aankondiging gunstige informatie over de onderneming; dit leidt tot een positieve rendementsreactie op de aandelenmarkt (Dann, 1981, en Vermaelen, 1981).

De gunstige informatie die een buitengewoon rendement rechtvaardigt moet gezocht worden in, mogelijk tijdelijke verbeteringen van de kasstroom (verwachtingen) of in een daling van het systematische risico. Empirische ondersteuning voor beide aspecten werd gevonden door onder meer Bartov (1991), Hertz en Jain (1991) en Choi en Chen (1997). Een andere invalshoek is die van een te lage prijsstelling in de markt. Een aandelen terugkoop duidt dan niet op een verandering in niveau en risico van de winst maar op onderwaardering (bijvoorbeeld Ofer & Thakor, 1987; Comment & Jarrell, 1991). Als managers om deze reden een aandelen terugkoopprogramma aankondigen, dan ligt hierin de verwachting opgesloten van een initiële onderreactie die gevolgd wordt door een positief buitengewoon rendement op de lange(re) termijn. Een volledige koersreactie op de aankondiging zou immers het voordeel en dus ook het nut van een aandelen terugkoop direct doen verdwijnen voordat er iets is teruggekocht. In de praktijk wordt het overgrote deel van de terugkoopprogramma's helemaal uitgevoerd (Stephens & Weisbach, 1998). Meerdere studies leverden empirisch bewijs in lijn met onderwaardering (bijvoorbeeld Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995; Chan, Ikenberry & Lee, 2004; Peyer & Vermaelen, 2009).

Integrale aanpak

Uit het voorgaande blijkt dat het besluit om een aandelen terugkoopprogramma uit te voeren verschillende aspecten heeft en moet worden beschouwd als een geïntegreerd onderdeel van ondernemingsbeleid. Enkele empirische studies naar de determinanten van de terugkoopbeslissing hielden daarom ook rekening met ondernemingen zonder aandelen terugkopen en onderzochten de relevantie van de verschillende hypothesen gelijktijdig. Kang, Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard en Nishikawa (2011) suggereerden dat waardecreërende terugkopen worden nagestreefd en uitgevoerd afhankelijk van de leverage en van het financial distress-risico. Hiernaast was er geen effect van de dividenduitkeringsfractie en bleek empirische ondersteuning voor de free cash flow-hypothese te ontbreken en voor de signaal-hypothese slechts beperkt aanwezig te zijn. Dittmar (2000) schatte de marginale effecten op de terugkoopbeslissing. Voor een aantal jaren achtereen vond zij, in volgorde van belangrijkheid, een significante rol voor een grotere kasstroom, een relatief lagere leverage, een grotere marktkapitalisatie en minder groeimogelijkheden, terwijl de dividenduitkeringsfractie geen enkele rol speelde. Hieraan ontleen de zij de suggestie dat er bij een groter overschot aan

kasgeld eerder en meer aandelen worden teruggekocht om de leverage te verhogen en dat er geen sprake is van dividendsubstitutie. Overigens ging Dittmar niet in op agency-kosten en sloot ze onderwaardering als resultaat van een verkeerde prijsstelling in de markt niet uit, ook al is er bij grotere ondernemingen in het algemeen juist minder informatieasymmetrie.

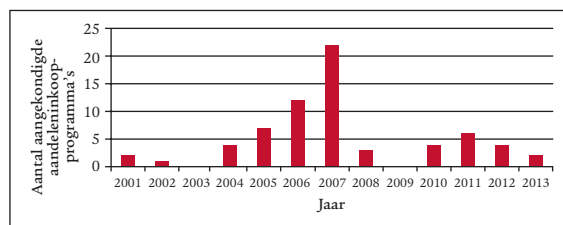
3 Data

Het empirisch onderzoek richt zich op aandelen terugkoopprogramma's door ondernemingen die deel uitmaken van de AEX-index in de periode januari 2001 tot en met maart 2013. De dataset is handmatig samengesteld, aangezien niet alle aangekondigde aandelen terugkoopprogramma's in Thomson One Banker zijn opgenomen. Hiervoor zijn eerst de ondernemingen die in deze periode genoteerd zijn (geweest) aan de AEX opgezocht. Dit is verkregen via Behr.nl (2013) en AEX.nl (2013). Vervolgens zijn de aangekondigde aandelen terugkoopprogramma's van de bestaande ondernemingen verzameld via de persberichten op de website van de desbetreffende onderneming. Een aandelen terugkoopprogramma is opgenomen in de dataset indien voldaan werd aan de volgende vier criteria: (i) de onderneming is op het moment van aankondiging onderdeel van de AEX, (ii) het aandelen terugkoopprogramma is aangekondigd voordat de werkelijke terugkoop plaatsvindt, (iii) de aandelen zullen worden teruggekocht via de open-markt-methode en (iv) de omvang van het terugkoopprogramma is bekend. De datum waarop de omvang voor het eerst bekend is gemaakt, is genomen als de dag van aankondiging. Bij een aantal ondernemingen was het (over een bepaalde periode) niet mogelijk om persberichten te verkrijgen op de website van de desbetreffende onderneming. Dit kwam allereerst doordat bij sommige ondernemingen de historische persberichten voor slechts een aantal jaren beschikbaar waren. Daarnaast is een aantal ondernemingen inmiddels failliet gegaan, waardoor er geen website beschikbaar is. Voor beide categorieën zijn, in de desbetreffende periode, de aankondigingen van de inkopen van eigen aandelen opgezocht via LexisNexis Academic, een online database van krantenartikelen.

Bij iedere aankondiging is gekeken naar de reden die wordt genoemd om aandelen terug te kopen. Om de reactie in de markt te meten is gebruik gemaakt van de koersinformatie uit Datastream. Een check op outliers leidde tot de verwijdering van een waarneming, waardoor er 67 aankondigingen zijn overgebleven. Figuur 1 laat zien hoe ze verdeeld zijn over de jaren 2001-2013. De meeste aankondigingen zijn gedaan in de jaren vlak voor de kredietcrisis met een piek in 2007. Hierna blijkt het aantal vooraf aangekondigde terugkoopprogramma's sterk te zijn afgenomen. Voor wat betreft de rede-

nen om aandelen terug te kopen zijn er verhoudingsgewijs geen duidelijke verschillen gevonden tussen het aantal keren dat ze voorkomen voor de crisis en erna.

Figuur 1 Aantal aandelen terugkoopprogramma's per jaar (n = 67)



4. Empirische resultaten

In Tabel 1 is de set met 67 aankondigingen van aandelen terugkoopprogramma's via de open-markt-methode uitgesplitst naar aanleiding van de in persberichten vermelde reden hiervan. De tweede kolom toont dat overtollig kasgeld uitkeren 25 maal (37%) werd genoemd en het vaakst voorkwam. Dit is in lijn met de verwachting dat aandelen worden teruggekocht met alleen kasgeld dat overtollig is. Bij dividenden kan het daarentegen gebeuren dat externe financieringsbronnen worden aangewend om een dividendafname te voorkomen (Brav, Graham, Harvey en Michaely, 2005). Ook vaak genoemd werd het verwateringseffect neutraliseren: 22 keer (33%), minder vaak de vermogensstructuur optimaliseren: 12 keer (18%), en slechts sporadisch een andere reden.

Nu kijken we voor iedere reden naar de bijbehorende hypothese die een aandelen terugkoop rationaliseert. Het verwateringseffect neutraliseren, de vermogensstructuur optimaliseren en een overname financieren betreffen alle drie een verandering in de financieringswijze. Daarom zijn ze gerelateerd aan de leverage-hypothese. De reden fiscaal aantrekkelijk is gekoppeld aan de substitutie-hypothese, want deze hypothese legt een direct verband tussen terugkopen en belastingen. Bij overtollig kasgeld uitkeren ligt de associatie met de free cash flow-hypothese voor de hand. Dit geldt tevens omdat de desbetreffende persberichten niet verder ingaan op een motivatie voor wat betreft het beoogde doel of effect. Als agency-kosten van free cash flow namelijk de beweegredenen zijn, dan zal het begrip agency-kosten ontbreken in de terugkoop aankondiging vanwege de negatieve connotatie (Cudd, Duggal & Sarkar, 1996). De reden vertrouwen tonen hoort bij de signaal-hypothese. Dit geldt evenzo voor de reden van een lage beurskoers, al kan men hierbij ook denken aan onderwaardering en een koersreactie op lange(re) termijn. Wij beperken ons onderzoek tot rond het moment van aankondiging en splitsen de signaal-hypothese dus niet verder uit.

Voor elke genoemde reden van terugkoop laat de derde kolom van tabel 1 zien wat de bijbehorende hypo-

these is. Als we dit combineren met de aantallen uit de tweede kolom dan zijn er 35 terugkopen met de leverage-hypothese, 25 met de free cash flow-hypothese, 4 met de signaal-hypothese en 2 met de substitutie-hypothese. Deze uitkomsten blijken vergelijkbaar met de resultaten van surveyonderzoek door Dixon, Palmer, Stradling en Woodhead (2008). Zij vroegen managers om bij 14 verschillende redenen aan te geven hoe belangrijk die voor een terugkoop zijn. Ruim bovenaan eindigden de leverage-hypothese en de hypothese die verwees naar het uitkeren van overtollig kasgeld aan de aandeelhouders, terwijl de signaal-hypothese en de substitutie-hypothese nauwelijks tot niet belangrijk werden gevonden. Overigens suggererden de uitkomsten van soortgelijk surveyonderzoek door Tsetsekos, Kaufman en Gitman (1991) dat behalve de leverage-hypothese ook de signaal-hypothese meetelt.

Tabel 1 Reden van terugkoop en hypothese van rendementsreactie

Genoemde reden	Aantal keer	Hypothese
Overtollig kasgeld uitkeren	25	Free cash flow
Verwateringseffect neutraliseren	22	Leverage
Vermogensstructuur optimaliseren	12	Leverage
Vertrouwen tonen	2	Signaal
Lage beurskoers	2	Signaal
Fiscaal aantrekkelijk	2	Substitutie
Overname financieren	1	Leverage
Onbekend	1	Geen

De buitengewone rendementen zijn op basis van het marktmodel bepaald voor alle 67 terugkopen op de dag van aankondiging (dag 0) en op enkele dagen ervoor en erna. De gemiddelde waarden hiervan staan vermeld in de tweede kolom van tabel 2. Te zien is dat die significant positief zijn voor een tweetal dagen (dag 0 en +1). Dit is niet ongevoel bij onderzoek naar aankondigingseffecten en duidt op event-date uncertainty. Cumulatief bedraagt het gemiddeld buitengewoon rendement 1,71% wat in lijn is met uitkomsten van eerder empirisch onderzoek (Manconi, Peyer en Vermaelen, 2013).¹ Dit suggereert dat een aandelen terugkoopprogramma ook in Nederland leidt tot een significante toename in ondernemingswaarde.

Om inzicht te krijgen in de empirische validiteit van de leverage- en free cash flow-hypothesen, richten we ons op de buitengewone rendementen van terugkopen met een desbetreffend persbericht. Uit de derde kolom van tabel 2 kan worden opgemaakt dat het gemiddeld cumulatief buitengewoon rendement een significant po-

Tabel 2 Gemiddeld buitengewoon rendement per dag in procenten voor het totale aantal terugkooptaakondigingen (n = 67), voor die met de leverage-hypothese (n = 35) en voor die met de free cash flow-hypothese (n = 25), en bijbehorende t-waarden tussen haakjes. ***, ** en * staan voor een significant verschil op 1%, 5% en 10% niveau, respectievelijk.

Dag	Totaal	Leverage	Free cash flow
-2	- 0,14 (-0,85)	- 0,34 (-1,39)	0,02 (0,08)
-1	0,06 (0,44)	0,17 (0,78)	- 0,12 (-0,79)
0	1,29 (2,98)***	1,66 (2,74)***	0,64 (0,99)
+1	0,42 (2,27)**	0,63 (2,31)*	0,23 (0,95)
+2	0,21 (1,17)	0,26 (0,94)	0,31 (1,16)

sitieve waarde van 2,29% heeft, hetgeen consistent is met de leverage-hypothese.² Hierbij merken we op dat er geen significante verschillen zijn gevonden tussen de buitengewone rendementen in geval van onderscheid naar de bijbehorende redenen: het verwateringseffect neutraliseren, de vermogensstructuur optimaliseren en een overname financieren. De uitkomsten in de vierde kolom zijn niet significant en bevestigen de free cash flow-hypothese niet. Onze resultaten kunnen dus worden opgevat als empirische ondersteuning voor de leverage-hypothese alleen, wat in lijn is met de gevolgtrekkingen van Dittmar (2000) en Kang, Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard en Nishikawa (2011).

5 Conclusie

Het eerste deel van onze analyse behandelt recent theoretisch en empirisch werk met betrekking tot het terugkopen van aandelen. Aanleiding hiertoe is mede de vraag van Boot en Cools (2013) of we iets missen in ons be-

grip van de theorie en praktijk van dit fenomeen. Via een stapsgewijze benadering vanuit het perspectief van kasgeld gaan we in op de verschillende aspecten die een aandelterugkoop maken tot een geïntegreerd onderdeel van waardemaximaliserend ondernemingsbeleid. De eerste implicatie is dat effectbejag, waarvan Boot en Cools voorbeelden geven, niet de reden mag zijn om aandelen terug te kopen. De tweede implicatie is een viertal hypothesen die een aandelterugkoop wel rationaliseren. Het empirische deel van de analyse presenteert onze uitkomsten voor aandelterugkoopprogramma's via de open-markt-methode in Nederland gedurende ruwweg de afgelopen twaalf jaar. In lijn met andere studies wijzen ze op een significante waardetoeename en op ondersteuning van de leverage hypothese alleen.

Tenslotte, ons onderzoek kan op verschillende manieren worden uitgebreid. Een analyse van de betrokken ondernemingen en aandelen kan nader inzicht verschaffen in het al dan niet bestaan van een relatie tussen de buitengewone rendementen en kenmerken passend bij de onderscheiden hypothesen. Tevens kan dan rekening worden gehouden met het belang van meerdere redenen per terugkoop, anders dan in ons onderzoek waar bij elke terugkoop één reden is genoemd. Interessant kan het zijn om ook ondernemingen zonder aandelterugkopen in het onderzoek te betrekken en te komen tot een integrale aanpak. ■

Dr. N.L. van der Sar is universitair hoofddocent bij de Erasmus School of Economics, Erasmus Universiteit Rotterdam

Dr. M.B.J. Schauten is universitair docent bij de Faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde, Vrije Universiteit, Amsterdam

K. Hendrix BSc is MSc student aan de Erasmus School of Economics, Erasmus Universiteit Rotterdam

Noten

¹ Bij een check met de tekentoets is een significantieniveau van 10% gevonden. Deze niet-

parametrische toets is verdelingsvrij en daarom minder restrictief dan de t-toets.

² Het significantieniveau blijft 5% te zijn als een tekentoets wordt toegepast.

Literatuur

- Acharya, V.V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. In: Constantinides, G.M., M. Harris en R.M. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*, vol. 1A, (pp. 337-429). Amsterdam: Elsevier.
- Andrade, G., & Kaplan, S.N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- Baltus, C.F.A., & Schauten, M.B.J. (2000). Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs. *Tijdschrift Financieel Management*, 20(1), 35-43.
- Bartov, E. (1991). Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 275-294.
- Bates, T.W., Kahle, K.M., & Stulz, R.M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bens, D.A., Nagar, V., Skinner, D.J., & Wong, M.H.F. (2003). Employee stock options, EPS

- dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 51-90.
- Berk, J.B., Green, R.C., & Naik, V. (1999). Optimal investment, growth options and security returns. *Journal of Finance*, 54(5), 1553-1607.
 - Boot, A.W.A., & Cools, K. (2013). Aandeleninkoop en waardecreatie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 87(5), 198-206.
 - 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.
 - Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 461-479.
 - Choi, D., & Chen, S.-S. (1997). The differential information conveyed by share repurchase tender offers and dividend increases. *Journal of Financial Research*, 20(4), 529-543.
 - Comment, R., & Jarrell, G.A. (1991). The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance*, 46(4), 1243-1271.
 - Cudd, M., Duggal, R., & Sarkar, S. (1996). Share repurchase motives and stock market reaction, *Quarterly Journal of Business & Economics*, 35(2), 66-76.
 - Dann, L.Y. (1981). Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 113-138.
 - Davidson III, W.N., & Garrison, S.H. (1989). The stock market reaction to significant tender offer repurchases of stock: Size and purpose perspective. *The Financial Review*, 24(1), 93-107.
 - Dittmar, A.K. (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, 73(3), 331-355.
 - Dittmar, A.K., Maht-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.
 - Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B., & Woodhead, A. (2008). An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK. *Managerial Finance*, 34(12), 886-906.
 - Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
 - Ferreira, M.A., & Vilela, A.S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
 - Froot, K.A., Scharfstein, D.S., & Stein, J.C. (1993). Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies. *Journal of Finance*, 48(5), 1629-1658.
 - García-Teruel, P.J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149.
 - Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
 - Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
 - Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 385-415.
 - Hertz, M., & Jain, P.C. (1991). Earnings and risk changes around stock repurchases tender offers. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 253-274.
 - Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), 181-208.
 - Jagannathan, M., Stephens, C.P., & Weisbach, M.S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355-384.
 - Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
 - John, T.A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 22(3), 91-100.
 - Kang, J.-K., Kim, K.A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nishikawa, T. (2011). The effects of bank relations on stock repurchases: Evidence from Japan. *Journal of Financial Intermediation*, 20(1), 94-116.
 - Lee, B.-S., & Rui, O.M. (2007). Time-series behavior of share repurchases and dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 119-142.
 - Lee, B.-S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.
 - Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
 - Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2013). Buybacks around the world, *working paper*, INSEAD.
 - Meussen, G.T.K. (2000). Fiscale en civielrechtelijke aspecten van inkoop van aandelen. In: P.W. Moerland (red.), *Economische, institutionele en juridische aspecten van inkoop eigen aandelen* (pp. 79-108). Deventer: Kluwer.
 - Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
 - Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
 - Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 187-222.
 - Ofer, A.R., & Thakor, A.V. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *Journal of Finance*, 42(2), 365-394.
 - Opler, T., Pinkowitz, L., Stultz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
 - Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009). The nature and persistence of buyback anomalies. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1693-1745.
 - Stephens, C.P., & Weisbach, M.S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance*, 53(1), 313-333.
 - Stulz, R.M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
 - Tong, Z. (2010). CEO risk incentives and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1248-1280.
 - Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P., & Gomez-Mejia, L.R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.
 - Tsetsekos, G.P., Kaufman, D.J., & Gitman, L.J. (1991). A survey of stock repurchase motivations and practices of major U.S. corporations. *Journal of Applied Business Research*, 7(3), 15-20.
 - Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
 - Vermaelen, T. (2005). Share repurchases. *Foundations and Trends in Finance*, 1(3), 171-268.
 - Wang, C.-S., Strong, N., Tung, S., & Lin, S. (2009). Share repurchases, the clustering problem, and the free cash flow hypothesis. *Financial Management*, 38(3), 487-505.