

## Aandeleninkoopprogramma's creëren geen aandeelhouderswaarde

### Auteur(s):

O.W. Steenbeek

*De auteur is senior strateeg bij abp Vermogensbeheer op Schiphol en tevens wetenschappelijk medewerker bij de sectie financiering en belegging van de economische faculteit van de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Met dank aan Wim Barentsen, Martin Eijgenhuijsen, Ivan Moen, Roderick Molenaar, Maarten van Oorschot en Marc Schauten voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel. [onno.steenbeek@abp.nl](mailto:onno.steenbeek@abp.nl)*

### Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4445, pagina 513, 29 oktober 2004

### Rubriek:

financiële markten

### Trefwoord(en):

*Ondernemingen suggereren ten onrechte dat de inkoop van eigen aandelen zonder meer goed is voor aandeelhouders. De winst per aandeel neemt weliswaar toe, maar het risico voor de aandeelhouder stijgt na de transactie navenant. Een financiële bijsluiter bij inkoopprogramma's valt te overwegen.*

Recentelijk heeft een groot aantal ondernemingen aangekondigd eigen aandelen te gaan inkopen of door te gaan met bestaande inkoopprogramma's. Zo is Shell sinds april bezig voor ongeveer \$ 2 miljard aan eigen aandelen aan te schaffen, koopt KPN voor € 1,5 miljard eigen aandelen in en breekt Microsoft ieder record door de komende vier jaar voor zo'n \$ 40 miljard aan eigen aandelen van de markt te halen. De verwachting is dat deze trend zich verder doorzet (fd, 24 juli 2004).

De inkoopprogramma's worden door ondernemingen gepresenteerd als goed nieuws voor de aandeelhouder, onder meer omdat de verwachte winst per aandeel stijgt. Nadat aandelen uit de markt zijn gehaald, hoeft de winst immers over minder aandelen verdeeld te worden. Uit dit artikel blijkt dat een stijging van de verwachte winst per aandeel niets meer of minder is dan een compensatie voor het toegenomen risico voor aandeelhouders als gevolg van de inkoop.<sup>1</sup> De ondernemingsleiding heeft daarentegen wel een reëel voordeel bij een aandeleninkoopprogramma. Een inkoopprogramma laat de beurskoers ongemoeid, terwijl uitkering van cashdividend een koersdaling tot gevolg heeft, ter grootte van het dividend. Met deze koersdaling daalt ook de waarde van (management)opties die op deze aandelen rusten. Ook bewerkstelligt inkoop van eigen aandelen een hogere verwachte volatiliteit van de aandelenkoers, waardoor de kans verder toeneemt dat de opties ten tijde van de uitoefening daadwerkelijk waarde hebben.

In dit artikel wordt aan de hand van een eenvoudig voorbeeld het effect geanalyseerd van een dergelijk inkoopprogramma op risico- en rendementskarakteristieken van de onderneming, waaruit blijkt dat inkoopprogramma's geen aandeelhouderswaarde creëren.

### Theoretisch voorbeeld

[figuur 1](#) toont de balans van onderneming abc op basis van marktwaarden. De onderneming ontleent haar bestaansrecht uitsluitend aan twee activiteiten, waarvan de huidige marktwaarden respectievelijk € 400 en € 500 zijn. Deze waarden weerspiegelen alle kosten en opbrengsten die gerelateerd zijn aan deze activiteit. Activiteit a genereert naar verwachting jaarlijks een vrije kasstroom van € 50 (12,5 procent) met een bèta van 2,5.<sup>2</sup> Activiteit b genereert naar verwachting jaarlijks een vrije kasstroom van € 40 (acht procent) met een bèta van één. De risicovrije rente is gelijk aan vijf procent (tevens het rendement op cash) en de markt als geheel genereert naar verwachting een rendement van acht procent. De totale verwachte kasstroom is hierdoor gelijk aan € 95. We zien in deze exercitie in eerste instantie af van belastingen. Als we de bèta van cash gelijkstellen aan nul, dan is de bèta van de totale activa van abc gelijk aan 1,5 (op basis van het gewogen gemiddelde van alle activiteiten). Dit risico moet één-op-één worden weerspiegeld in de twee financieringsbronnen aan de rechterkant van de balans: een banklening van € 600 en aandelenkapitaal van € 400 (verdeeld over

| onderneming ABC (balans op basis van marktwaarden) |       |                 |       |
|----------------------------------------------------|-------|-----------------|-------|
| cash                                               | 100   | eigen vermogen  | 400   |
| activiteit A                                       | 400   | vreemd vermogen | 600   |
| activiteit B                                       | 500   |                 |       |
|                                                    | ----- |                 | ----- |
|                                                    | 1000  |                 | 1000  |

Figuur 1. Balans vóór de transactie

€ 40 aandelen). Als we ten behoeve van de eenvoud het vreemd vermogen als risicovrij bestempelen (bèta = 0, rente = 5 procent), dan betekent dit dat de bèta van het eigen vermogen gelijk moet zijn aan 3,75 (zie vergelijking 1 in het kader).

$\text{bassets} = 6001000 \times \text{bvv} + 4001000 \times \text{bev} = 1,5 = 3,75\text{E}(\text{Rev}) = 5\% + 3,75 \times (8\% - 5\%) = 16,25\% (1)$

$\text{bassets} = 400900 \times 2,5 + 500900 \times 1 = 1,67 (2)$

$\text{bassets} = 600900 \times \text{bvv} + 300900 \times \text{bev} = 1,67 = 5,0\text{E}(\text{Rev}) = 5\% + 5 \times (8\% - 5\%) = 20\% (3)$

Van de totale verwachte kasstroom gaat 5 procent  $\times \text{€ } 600 = \text{€ } 30$  naar de bank en de rest naar de aandeelhouders, met een verwachte winst per aandeel van  $\text{€ } 1,62$  en een verwachte koers-winstverhouding van 6,2. [figuur 2](#) geeft een overzicht van alle risico's en de bijbehorende verwachte rendementen.

| onderneming ABC (balans op basis van marktwaarden) |       |                 |       |
|----------------------------------------------------|-------|-----------------|-------|
| activiteit A                                       | 400   | eigen vermogen  | 300   |
| activiteit B                                       | 500   | vreemd vermogen | 600   |
|                                                    | ----- |                 | ----- |
|                                                    | 900   |                 | 900   |

Figuur 2. Balans ná de transactie

### Overtollig kasgeld

De onderneming ziet geen nieuwe investeringsmogelijkheden en besluit het overtollige kasgeld op de balans terug te geven aan de aandeelhouders. Overigens kan een onderneming ook van overtollig kasgeld afkomen door schuld af te lossen. De gevolgen voor risico en rendement voor aandeelhouders zijn dan tegengesteld: de bèta en het geëiste rendement nemen in dit geval beide af. Bij de teruggave van het overtollige kasgeld twijfelt onderneming abc tussen cashdividend of inkoop van eigen aandelen. Waar de onderneming ook voor kiest: de balans ziet er na de transactie uit als in [figuur 2](#). Aan de linkerkant van de balans is de cash verdwenen en aan de rechterkant is de marktwaarde van aandelen geslonken tot  $\text{€ } 300$ . Aan de twee activiteiten is niets veranderd: deze genereren nog steeds dezelfde verwachte kasstroom met hetzelfde risico. Door het wegvallen van de risicovrije cash neemt het risico van de totale onderneming iets toe (zie vergelijking 2 in het kader).

De bèta van het vreemd vermogen laten we onveranderd, zodat de bèta van het aandelenkapitaal toeneemt tot vijf en het verwachte rendement op aandelen stijgt tot twintig procent (vergelijking 3). Zowel het risico voor de aandeelhouder als het bijbehorend geëiste rendement is derhalve toegenomen. De rente-inkomsten van  $\text{€ } 5$  vallen weg, zodat de totale verwachte kasstroom nu  $\text{€ } 90$  bedraagt. Nog steeds ontvangt de bank jaarlijks  $\text{€ } 30$  en gaat de resterende  $\text{€ } 60$  naar de aandeelhouders.

### Dividend of aandeleninkoop

Het verschil tussen het uitkeren van cashdividend en de inkoop van eigen aandelen is de verandering in het aantal uitstaande aandelen. Vóór de transactie staan er veertig aandelen uit. Wanneer cashdividend wordt uitgekeerd ( $\text{€ } 100 / 40 = \text{€ } 2,50$  per aandeel) blijft het aantal uitstaande aandelen gelijk, maar daalt ceteris paribus de aandeelkoers van  $\text{€ } 10$  naar  $\text{€ } 7,5$ . De verwachte kasstroom die toekomt aan de aandeelhouders blijft  $\text{€ } 60$ , ofwel  $\text{€ } 1,50$  per aandeel. Dit is exact gelijk aan het door de verschaffers van eigen vermogen geëiste rendement van twintig procent. Wanneer gekozen wordt voor de inkoop van eigen aandelen blijft de aandeelkoers ceteris paribus gelijk, maar daalt het aantal uitstaande aandelen tot dertig. De verwachte kasstroom die toekomt aan de aandeelhouders is nog altijd  $\text{€ } 60$ , ofwel  $\text{€ } 2$  per aandeel. Ook dit is exact gelijk aan twintig procent. Als gevolg van de hogere verwachte winst daalt in beide gevallen de koerswinstverhouding van 6,2 naar 5,0. Bij cashdividend daalt de verwachte winst per aandeel van  $\text{€ } 1,62$  naar  $\text{€ } 1,50$ . Deze kleine daling is te verklaren uit het feit dat de rente-inkomsten van  $\text{€ } 5$  wegvallen en de winst na rentebetaling afneemt van  $\text{€ } 65$  naar  $\text{€ } 60$ . Bij inkoop van eigen aandelen daarentegen stijgt de winst per aandeel naar  $\text{€ } 2$ , terwijl het verwachte rendement en het ondernemingsrisico identiek zijn. Met andere woorden, de totale waarde van het aandelenkapitaal ( $\text{€ } 300$ ) en het totale verwachte rendement op dit kapitaal ( $20\% \times \text{€ } 300 = \text{€ } 60$ ) zijn onafhankelijk van de keuze tussen inkoop of cashdividend. De werkelijke keuze is tussen enerzijds een lager geprijsd aandeel plus een dividenduitkering en anderzijds een hoger geprijsd aandeel met een hoger risicoprofiel.

### Praktijk

Met een aandeleninkoopprogramma wordt in theorie dus geen aandeelhouderswaarde toegevoegd. Desondanks wordt in de wetenschappelijke literatuur door de jaren heen een positief buitengewoon rendement gevonden van tussen de 2,6 en 4,5 procent rond de dag van een aankondiging van een dergelijk inkoopprogramma.<sup>3</sup> De markt beschouwt de aankondiging van dergelijke programma's dus duidelijk als goed nieuws. De verklaring hiervoor kan worden gezocht in verschillen tussen de frictieloze theorie en de werkelijkheid. In de praktijk spelen belastingeffecten, agency kosten, asymmetrische informatie, en vraag- en aanbodfactoren een rol.

---

### Praktijkvoorbeeld knp

knp zal dit jaar in totaal ongeveer tien procent van alle uitstaande aandelen inkopen. De bèta van de aandelen aan de start van het eerste programma lag op 1,3.<sup>4</sup> We gaan ervan uit dat de schuldpositie gelijk blijft en niet risicovoller wordt als gevolg van de lagere solvabiliteit. Voor de aandelenmarkt als geheel verwachten we een rendement van acht procent en de risicovrije rentevoet veronderstellen we gelijk aan vijf procent.

Op basis van deze versimpelde cijfers en zonder de belasting mee te nemen, kunnen we eenvoudig het effect van de inkoop bepalen. De bèta van aandelen blijkt ceteris paribus als gevolg van de inkoop te stijgen van 1,3 naar 1,45. Bij aandeleninkoop stijgt de verwachte winst per aandeel met ruim drie procent van 0,53 naar 0,56. De aandeelkoers blijft bij inkoop gelijk, maar daalt bij cashdividend naar verwachting met ruim acht procent. In beide gevallen stijgt het verwachte rendement op de aandelen van 8,9 procent naar 9,3 procent.

---

Ten eerste de fiscus. In een aantal landen wordt cashdividend zwaarder belast dan de inkoop van eigen aandelen. Het is dus vanuit dat oogpunt in het belang van de aandeelhouders het cashdividend niet te hoog te laten zijn. Een ander positief fiscaal effect vloeit voort uit de mogelijkheid voor ondernemingen de inkoop te financieren door meer schuld aan te gaan. Hierdoor neemt het belastingsschild (de contante waarde van het belastingvoordeel dat voortvloeit uit de aftrekbaarheid van rentekosten) toe, dat rechtstreeks ten goede komt aan de aandeelhouders. Overigens is dit laatste in de praktijk op dit moment niet aan de orde: ondernemingen worstelen juist met een overschot aan liquide middelen.

In de tweede plaats kunnen zogenaamde agency kosten een rol spelen.<sup>5</sup> Wanneer overtollig kasgeld van de balans verdwijnt, komt de ondernemingsleiding minder snel in de verleiding om slecht-renderende projecten uit te voeren (met een negatieve netto contante waarde). Overigens geldt dit argument ook voor de uitkering van cashdividend.

Ten derde kan de aankondiging van de aandeleninkoop het signaal geven dat het aandeel volgens het management ondergewaardeerd is.<sup>6</sup> Bij gebrek aan projecten die winstgeverder zijn, kiest een bedrijf er voor het geld in de eigen onderneming te 'investeren'. En omdat het management altijd geacht wordt goed geïnformeerd te zijn, zal ook in de markt de vraag naar het aandeel toenemen. Overigens lijken beleggingsanalisten aandeleninkoop steeds vaker als een signaal te beschouwen dat de onderneming geen groeimogelijkheden meer ziet en blijft een positieve koersreactie uit.<sup>7</sup>

Een vierde mogelijke verklaring voor het koerseffect is de zogenoemde aanbodcurvehypothese (Bagwell, 1992). Ondernemingen worden in de praktijk geconfronteerd met een significant stijgende aanbodcurve in plaats van een horizontale, zoals in de financieringstheorie wordt verondersteld. De extra vraag naar het aandeel door de onderneming zelf zou daarom rechtstreeks een opwaartse druk kunnen geven op de beurskoers. Daar staat tegenover dat de gedaalde marktkapitalisatie indexbeleggers ertoe zal bewegen te verkopen, terwijl de uitkering van cashdividend juist geen verkoopdruk genereert (zie kader).

## Conclusie

Ondernemingen verkopen aandeleninkoopprogramma's veelal aan hun aandeelhouders met het argument dat de winst per aandeel naar verwachting zal stijgen. Inderdaad neemt de verwachte winst per aandeel toe, maar dit blijkt niets meer te zijn dan een compensatie voor het hogere risico dat aandeelhouders als gevolg van de transactie lopen. De uitkering van cashdividend in plaats van een grootschalige inkoop van eigen aandelen biedt waarschijnlijk een beter zicht op de werkelijke ondernemingsprestaties van jaar op jaar. Als het management niettemin kiest voor een inkoopprogramma, zou het helder moeten zijn over het effect van dit programma op het risicoprofiel van de onderneming. Als ondernemingen dit niet via zelfregulering bereiken, valt te overwegen om een financiële bijsluiter verplicht te stellen bij de aankondiging van een inkoopprogramma.

Onno Steenbeek

---

## Reactie van indexbeleggers

Stel een belegger heeft een vermogen van honderd en volgt een index die bestaat uit twee ondernemingen, te weten abc en xyz. De gewichten zijn gebaseerd op de marktkapitalisatie van de ondernemingen. De marktkapitalisatie van abc is gelijk aan vierhonderd (veertig aandelen van tien) en die van xyz zeshonderd (zestig aandelen van tien).

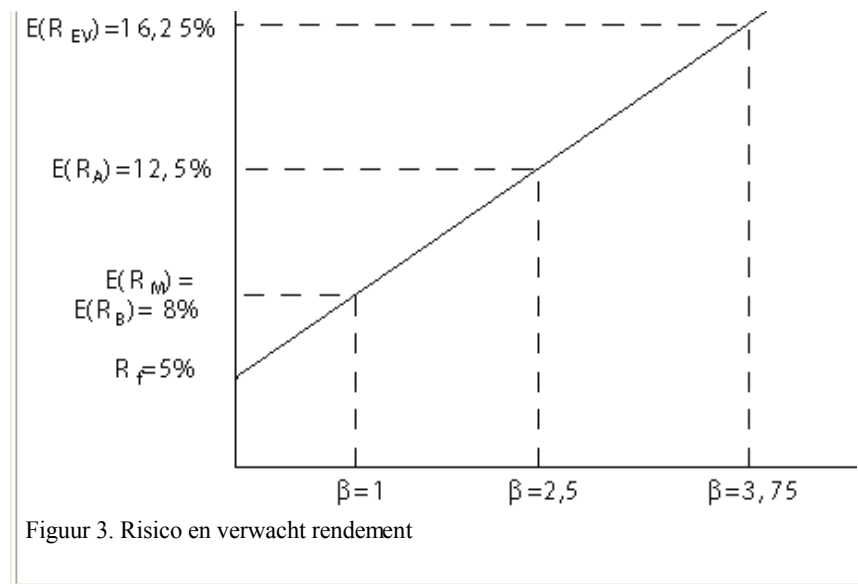
Voorbeeld 1: abc besluit honderd uit te keren in cashdividend. De marktkapitalisatie van abc daalt naar driehonderd en het vermogen van de belegger bestaat nu uit zes aandelen xyz ( $6 \times 10 = 60$ ), vier aandelen abc ( $4 \times 7,5 = 30$ ) en tien cash. Het belang van abc in de index neemt af van veertig procent ( $400/1000$ ) naar 33,3 procent ( $300/900$ ) en die van xyz neemt toe van 60 procent tot 66,6 procent. De tien cash moet in die verhouding worden herbelegd: 3,33 in onderneming abc en 6,66 in onderneming xyz, opdat ook de indexbelegger 33 procent van zijn vermogen in abc heeft en 66,6 procent in xyz.

Voorbeeld 2: abc besluit honderd cash te gebruiken om eigen aandelen in te kopen op de open markt. De marktkapitalisatie van abc daalt naar driehonderd. Het vermogen van de belegger bestaat in eerste instantie uit zes aandelen xyz ( $6 \times 10 = 60$ ) en vier aandelen abc ( $4 \times 10 = 40$ ). In de index neemt het belang van abc echter af van veertig procent ( $400/1000$ ) naar 33,3 procent ( $300/900$ ) en die van xyz neemt toe van 60 procent tot 66,6 procent. De belegger dient derhalve 0,66 aandeel abc te verkopen en de opbrengst te investeren in xyz: zo heeft ook de indexbelegger 33 procent van zijn vermogen in abc en 66,6 procent in xyz.

Conclusie: de inkoop van eigen aandelen door de onderneming genereert verkoopdruk door indexbeleggers, terwijl uitkering van cashdividenden juist tot extra aankopen leidt.

[figuur 3](#)





## Literatuur

- Bagwell, L. S., (1992), Dutch auction repurchases: An analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Finance*, vol. 47, nr.1: 71-105.
- Baltus, C.F.A. & M.B.J. Schauten (2000), Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse Effectenbeurs; een empirisch onderzoek naar de koersontwikkeling. *Tijdschrift Financieel Management*, 20: 35-43.
- Comment, R. & G. Jarrell (1991) The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance*, 46: 1243-1271.
- Elshout, P., 24 juli 2004, Beleggers bedolven onder de cash. *Financieele Dagblad*.
- Grullon, G. & R. Michaely (2002) Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, vol. 57: 1649-1684.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3: 305-360.
- Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76: 323-329.
- Modigliani, F. & M.H. Miller (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48, nr.3: 261-297.
- Vermaelen. T. (1981) Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, juni: 139-183.

1 De verklaring is analoog aan Miller en Modigliani (1958) die stelden dat de vermogensstructuur in een frictieloze wereld niet van invloed is op de waarde van de onderneming.

2 De bèta is de meest gehanteerde maatstaf voor risico en geeft de relatie weer tussen het rendement op de marktindex en het rendement op een beleggingsobject met exact dezelfde risico-rendements-kenmerken als dit project.

3 Zie bijvoorbeeld: Vermaelen (1981), Comment en Jarrell (1991) en Grullon en Michaely (2000). Het gemiddelde buitengewoon rendement ligt tussen 2,6 procent en 4,5 procent, afhankelijk van gebruikte data en onderzoeksperiode. Baltus en Schauten (2000) vinden over de periode 1990-1998 voor de Nederlandse markt een buitengewoon rendement van ongeveer 2 procent.

4 Berekend op basis van zestig maanden, ten opzichte van de aex-index.

5 Deze verklaring is gebaseerd op de Agency theorie van Jensen en Meckling (1976) en de Free Cashflow theorie van Jensen (1986).

6 Zie bijvoorbeeld: Vermaelen (1981) and Comment and Jarrell (1991).

7 Zie bijvoorbeeld: Goldman Sachs (3 september 2004) Strategy Matters, Research Report, p.3: "(...) we are skeptical that share buybacks can provide significant support to equities in the coming months; (...) moreover, buying back shares is generally a signal that growth opportunities are lacking."

