

2014•2015
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef

Het effect van de inkoop van eigen aandelen op de aandelenprijs bij
Belgische beursgenoteerde bedrijven

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Stefano Satta

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur*

2014•2015

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef

Het effect van de inkoop van eigen aandelen op de
aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Stefano Satta

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur*

Voorwoord

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding handelsingenieur in de accountancy en financiën, die ik genoten heb aan de Universiteit Hasselt. Doorheen mijn opleiding heb ik me zowel op academisch als persoonlijk vlak kunnen ontplooiën. Het woord opleiding is daarom een onderwaardering en kan mijn inziens beter vervangen worden door het woord ervaring wanneer ik terugblik op de afgelopen jaren. Een ervaring die me niet enkel klaargestoomd heeft om de professionele wereld in te stappen, maar ook een meerwaarde heeft geboden voor de rest van mijn leven.

Naast het bewijzen van mijn academische achtergrond en mijn analytische vaardigheden, toont deze masterproef mijn interessegebied aan, namelijk financiën en financiële markten. Hoewel het een zware beproeving was, heb ik plezier beleefd in het analyseren van de gegevens en het bekomen van de resultaten. Het is in mijn ogen dan ook de ideale manier om mijn opleiding af te ronden.

De rest van dit voorwoord wil ik aanwenden als dankwoord. Een dank voor degenen die me hebben bijgestaan opdat deze masterproef tot een slagen is gebracht.

Allereerst wil ik graag mijn promotor prof.dr. Sigrid Vandemaele bedanken voor haar constructieve commentaar en haar begeleiding doorheen deze masterproef. Niet enkel was ze telkens bereid tijd vrij te maken om te helpen bij vragen, ook zorgde ze ervoor dat ik op het juiste spoor bleef binnen dit onderzoek. Haar hulp heeft tot een hoger niveau van deze masterproef geleid.

Vervolgens wil ik graag mijn familie bedanken. Mijn ouders hebben me doorheen de jaren telkens gestimuleerd en gesteund. Ze hebben me de kans gegeven te kiezen voor wat ik het liefst doe. Ook mijn oudere zus is doorheen de jaren een grote steun geweest. Evenzeer was ze mijn voorbeeld om telkens te kunnen presteren. Ook wil ik mijn jongere broer bedanken. Hij is diegene die ik telkens trots wil maken.

Ook bedank ik graag mijn zielverwante en liefde. Door haar zie ik telkens het positieve in alles, ook wanneer ik geconfronteerd word met obstakels. Ze is telkens mijn steun en toeverlaat geweest doorheen mijn academische opleiding.

Tenslotte wil ik graag dank betuigen aan mijn vrienden binnen en buiten de universiteit. Ze hebben de periode aan de universiteit ingekleurd met geweldige momenten.

Stefano Satta
Diepenbeek, mei 2015

"When companies with outstanding businesses and comfortable financial positions find their shares selling far below intrinsic value in the marketplace, no alternative action can benefit shareholders as surely as repurchases."

(Buffett, 1984)

Samenvatting

De inkoop van eigen aandelen is de geprefereerde methode om geld naar de aandeelhouders te laten stromen in de Verenigde Staten (Grullon en Michaely, 2000; Skinner, 2008). In 2013 was het bedrag uitgegeven aan de inkoop van eigen aandelen door S&P500 bedrijven maar liefst gestegen tot een totaal van \$ 474 miljard (Bloomberg, Factset door Morgan, 2014). Volgens de signaaltheorie (Vermaelen, 1981) heeft de aankondiging van een inkoopprogramma een positief effect op de prijs van het onderliggend aandeel. Men spreekt hier over het korte termijneffect van een inkoopprogramma. Daarnaast stelt de market-timing hypothese dat de effectieve uitvoering van een inkoopprogramma op de lange termijn een positief effect heeft op de prijs van het onderliggend aandeel (Ikenberry ea., 2000).

Het inkopen van eigen aandelen is echter niet zo gebruikelijk bij de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Toch is er een toename in het aantal inkoopprogramma's en lijkt 2015 een topjaar te worden wat betreft de inkoop van eigen aandelen bij deze bedrijven (Mampaey, 2015). In deze masterproef is het de bedoeling te achterhalen of de signaaltheorie (Vermaelen, 1981) en de market-timing hypothese (Ikenberry ea., 2000) ook opgaat voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. Samengevat is het doel van deze masterproef te ontdekken wat *het effect is van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven*.

Om hier een antwoord op te vinden wordt er in twee stappen gewerkt: een literatuurstudie en een empirisch onderzoek.

De literatuurstudie –Deel II – bestaat uit drie hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk – hoofdstuk 2 – wordt de activiteit van het inkopen van eigen aandelen beschreven. Zowel de wettelijke vereisten, de methoden van inkoopprogramma's, de motieven om over te gaan tot een wederinkoop van aandelen als het verloop doorheen de tijd van inkoopprogramma's worden hierin beschreven. In het tweede hoofdstuk – hoofdstuk 3 – worden de theorieën benaderd die verklaren waarom het inkopen van eigen aandelen een positief effect heeft op de prijs van het onderliggend aandeel zowel op de korte als de lange termijn. Vervolgens wordt in het derde hoofdstuk – hoofdstuk 4 – ingezoomd op de impact van de financiële crisis. Daarnaast wordt er gefocust op financiële instellingen en de specifieke wetgeving die op deze groep bedrijven van toepassing is.

Na de literatuurstudie, waarin de nodige theorieën worden benaderd en er een duidelijk kader wordt geschetst, wordt er overgegaan tot het empirisch gedeelte, Deel III. Aan de hand van de literatuurstudie worden hypothesen opgesteld die in hoofdstuk 5 uitgebreid zullen worden beschreven. Er wordt voornamelijk gebruik gemaakt van hoofdstuk 3 om de hypothesen aan deelvraag 1 – *"Heeft de aankondiging van een inkoopprogramma een positief effect op de prijs van het aandeel bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"* – en deelvraag 2 – *"Heeft de uitvoering van een inkoopprogramma een positief effect op de prijs van het aandeel bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"* – te koppelen. Hoofdstuk 4 wordt gebruikt om de hypothesen voor deelvraag 3 – *"Hoe is de inkooppolitiek sinds de financiële crisis gewijzigd bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"* – op te stellen. Vervolgens worden zowel de dataverzameling als de onderzoeksopzet beschreven in

hoofdstuk 6. De data die gebruikt worden voor dit onderzoek zijn voornamelijk verzameld via de website van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Wat het onderzoeksopzet betreft, wordt er gebruik gemaakt van twee eventstudies om het korte en lange termijneffect van inkoopprogramma's op de aandelenprijs te schetsen. Voor het korte termijneffect wordt het rendement van Belgische beursgenoteerde bedrijven rond de aankondiging van een inkoopprogramma vergeleken met het rendement van een relevante marktindex, de Bel20. Voor het lange termijn effect wordt er een portefeuille samengesteld van bedrijven die een inkoopprogramma effectief uitvoeren. Het rendement van deze portefeuille wordt opnieuw vergeleken met het rendement van een relevante marktindex, de Bel20. Voor deelvraag 3 volstaat een beschrijvende statistiek. Door het ontbreken van gegevens kon deelvraag 4 niet behandeld worden.

Het beantwoorden van de drie deelvragen leidt uiteindelijk tot het antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Uit het onderzoek is gebleken dat het inkopen van eigen aandelen een positief abnormaal rendement teweegbrengt op de lange termijn. De resultaten voor het korte termijn effect zijn echter niet zo duidelijk door het lage aantal observaties. Kort samengevat leidt het inkopen van eigen aandelen tot een stijging van de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Betreffende deelvraag 3 kan er geconcludeerd worden dat het aantal bedrijven met een inkoopprogramma eerst een daling heeft gekend alvorens het opnieuw is gestegen. Maar het aantal van 2008 werd niet meer behaald. Dit alles wordt in hoofdstuk 7 en hoofdstuk 8 besproken.

De conclusies zullen tenslotte samen met een kritische reflectie en aanbevelingen voor verder onderzoek uitgebreid besproken worden in het laatste deel, Deel IV.

Lijst van tabellen

Tabel 1: De voor- en nadelen van de verschillende inkoopmethodes.	16
Tabel 2: Motieven van inkoopprogramma's bij Belgische beursgenoteerde bedrijven	23
Tabel 3: Factoren effect openmarkt-inkoopmethode	28
Tabel 4: Factoren effect publieke aanbodemethode	28
Tabel 5: Risico's van een financiële instelling	40
Tabel 6: Samenstelling van vereist kapitaal onder Basel III.	42
Tabel 7: Vereist kapitaal onder Basel III.....	42
Tabel 8: Aantal keer dat een motief voorkomt bij de aankondiging van een inkoopprogramma. ...	56
Tabel 9: Jaarlijkse fractie bedrijven met een inkoopprogramma.	63
Tabel 10: Jaarlijkse bedragen besteed aan eigen aandelen.	64
Tabel 11: Jaarlijkse fractie bedrijven met een dividend en/of inkoopprogramma.....	65
Tabel 12: Overzicht van de deelvragen en de hypothesen die onderzocht en beantwoord zijn.	68
Tabel 13: Inkoopmotief in België.....	85
Tabel 14: Inkoopmethodes globaal.....	86
Tabel 15: Inkoopmethodes Verenigde Staten	87
Tabel 16: inkoopmethodes buiten de VS.....	88
Tabel 17: Inkoopmethode Europa.....	89
Tabel 18: Abnormaal rendement rond openmarkt inkoop goedkeuringen (Data V.S.)	90
Tabel 19: Rendement na aankondiging van openmarkt aankoopprogramma's (Data niet-V.S.).....	91
Tabel 20: Fractie Industriële bedrijven met een inkoopprogramma in de VS.	92
Tabel 21: Fractie Financiële instellingen met een inkoopprogramma in de VS.....	93
Tabel 22: Fractie Commerciële banken met een inkoopprogramma in de VS.	94
Tabel 23: Bèta van alle BEL20 aandelen volgens tijd.be, reuters.com en Datastream.....	95
Tabel 24: Bèta van alle Bel20 bedrijven	96
Tabel 25: Aankondiging van inkoopprogramma's.....	97
Tabel 26: AR per observatie op de korte termijn.	98
Tabel 27: AR per bedrijf op de lange termijn: Voorbeeld weergave.	99
Tabel 28: Maandelijkse CAAR.....	100
Tabel 29: AAR en CAAR.....	101
Tabel 30: CAAR per jaar.....	101
Tabel 31: CAAR gedurende de jaren	101
Tabel 32: AAR.....	102
Tabel 33: T-test AAR	102
Tabel 34: ACAR.....	102
Tabel 35: T-test ACAR	102

Lijst van Figuren

Figuur 1 Bestedingspolitiek en motieven.....	18
Figuur 2: Verloop fractie industriële bedrijven met een inkoopprogramma.	43
Figuur 3: FI met een inkoopprogramma in de VS.....	42
Figuur 4: CB met een inkoopprogramma in de VS.	44
Figuur 5: Overzicht centrale onderzoeksvraag, deelvragen en hypothesen.....	49
Figuur 6: Bedrijven met het aantal aankondigingen van inkoopprogramma('s).	55
Figuur 7: AAR op de korte termijn.	59
Figuur 8: CAAR op de korte termijn.	60
Figuur 9: AAR op de lange termijn.....	61
Figuur 10: CAAR op de lange termijn.	62
Figuur 11: Jaarlijkse fractie bedrijven met een inkoopprogramma.	64
Figuur 12: Jaarlijkse bedragen besteed aan eigen aandelen.....	64
Figuur 13: Jaarlijkse fractie bedrijven met een dividend en/of inkoopprogramma.	66

Inhoudstabel

Voorwoord	I
Samenvatting	V
Lijst met tabellen	VII
Lijst met figuren	VIII
Deel I Inleiding	1
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksinleiding	3
1.1 Inleiding.....	3
1.2 Probleemstelling.....	3
1.3 Onderzoeksvragen.....	4
1.3.1 Centrale onderzoeksvraag	4
1.3.2 Deelvragen.....	4
1.4 Methodologie	5
Deel II Literatuurstudie	7
Hoofdstuk 2: Inkoop van eigen aandelen	9
2.1 Inleiding.....	9
2.2 Omschrijving	9
2.3 Wettelijke vereisten	9
2.3.1 Het Wetboek van Vennootschappen.....	9
2.3.2 Verkrijgen van eigen aandelen	11
2.3.3 Naleving van de wet in België	13
2.4 Methoden	13
2.4.1 Het Publiek Aanbod	13
2.4.2 De Dutch Auction	14
2.4.3 De Openmarkt Aankoop	14
2.4.4 De Private Inkoop	15
2.4.5 Optiecontracten	15
2.4.6 Voor en nadelen.....	15
2.5 Motieven	16
2.5.1 Onderwaardering	16
2.5.2 Vrije kasstroom.....	17
2.5.3 Substitutie van eigen vermogen in schuld.....	20
2.5.4 De verdedigingsfunctie.....	21
2.5.5 Dekking van aandelenopties	22
2.5.6 Delisting van het bedrijf	22

2.5.7	Belangrijkste motieven in België	23
2.6	Verloop doorheen de tijd	23
2.6.1	Globaal	23
2.6.2	Europa	24
2.6.3	België	24
2.7	Conclusie.....	25
Hoofdstuk 3: Het effect van de inkoop van eigen aandelen op de aandelenprijs		27
3.1	Inleiding.....	27
3.2	Het Korte Termijneffect	27
3.2.1	De Verenigde Staten.....	27
3.2.2	Europa	29
3.3	Redenen van prijsstijgingen	30
3.3.1	Voordeel vennootschapsbelasting	30
3.3.2	Persoonlijk belastingvoordeel	31
3.3.3	Bondholder expropriatie	31
3.3.4	Agency Kosten en de Free Cash Flow theorie	32
3.3.5	Signaling.....	33
3.4	Het lange Termijneffect	35
3.4.1	Algemeen.....	35
3.4.2	Angelsaksische context	35
3.4.3	Continentaal Europa	37
3.5	Conclusie.....	37
Hoofdstuk 4: De financiële instellingen en de financiële crisis		39
4.1	Inleiding.....	39
4.2	Financiële instellingen en hun risico's	39
4.2.1	Definitie	39
4.2.2	Activiteiten	39
4.2.3	Risico's	40
4.3	Maatregelen.....	41
4.3.1	Inkoop van eigen aandelen.....	41
4.3.2	Basel III.....	41
4.4	Inkoopactiviteiten na de financiële crisis.....	43
4.4.1	Bedrijven	43
4.4.2	Financiële instellingen	43
4.5	Conclusie	44

Deel III: Empirisch onderzoek.....	45
Hoofdstuk 5: Hypothesen	47
5.1 Inleiding.....	47
5.2 Het Korte termijneffect	47
5.3 Het lange termijn effect	47
5.4 Inkoopprogramma's na de crisis.....	48
5.5 Overzicht.....	49
Hoofdstuk 6: Onderzoeksopzet.....	51
6.1 Inleiding.....	51
6.2 Data	51
6.2.1 Deelvraag 1 en deelvraag 2.....	51
6.2.2 Deelvraag 3 en deelvraag 4.....	51
6.3 Onderzoeksmethode	52
6.3.1 Het Korte Termijn effect.....	52
6.3.2 Het Lange termijn effect.....	53
6.3.3 Het verloop na de financiële crisis	54
Hoofdstuk 7 beschrijvende statistiek	55
7.1 Inleiding.....	55
7.2 Het korte Termijneffect	55
7.3 Het Lange Termijneffect	56
7.4 Het verloop na de financiële crisis.....	57
Hoofdstuk 8: Resultaten	59
8.1 Inleiding.....	59
8.2 Het Korte termijneffect	59
8.3 Het lange termijn effect	61
8.4 Het verloop na de financiële crisis.....	63
8.4.1 Inkoopactiviteit voor en na de financiële crisis (2008).....	63
8.4.2 Bestedingspolitiek na de financiële crisis(2008).....	65
8.5 Overzicht en conclusie	67
Deel IV: Conclusie en kritische reflectie.....	69
Hoofdstuk 9: Conclusie en kritische reflectie.....	71
9.1 Inleiding.....	71
9.2 Conclusies	71
9.3 Kritische reflectie.....	72
9.4 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	73

Lijst van de geraadpleegde werken.....75

1. Boeken 77

2. Wetenschappelijke artikels 77

3. Internet..... 80

Bijlagen..... 83

Bijlage 185

Bijlage 286

Bijlage 387

Bijlage 488

Bijlage 589

Bijlage 690

Bijlage 791

Bijlage 892

Bijlage 993

Bijlage 10.....94

Bijlage 11.....95

Bijlage 12.....96

Bijlage 13.....97

Bijlage 14.....98

Bijlage 15.....99

Bijlage 16.....100

Bijlage 17.....101

Bijlage 18.....102

Deel I: Inleiding

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksinleiding

1.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt er een kader geschetst voor dit onderzoek. Allereerst wordt er aan de hand van de probleemstelling duidelijk gemaakt waar het probleem van dit onderzoek zich bevindt. Dit probleem wordt naar de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen vertaald. Nadat het kader voor dit onderzoek is geschetst, wordt kort de methodologie beschreven. Hierdoor wordt een algemeen beeld verschaft op het verloop van deze masterproef.

1.2 Probleemstelling

De inkoop van eigen aandelen is de geprefereerde methode om geld naar de aandeelhouders te laten stromen in de Verenigde Staten (Grullon en Michaely, 2000; Skinner, 2008). In 2013 was het bedrag uitgegeven aan de inkoop van eigen aandelen door S&P500 bedrijven maar liefst gestegen tot een totaal van \$ 474 miljard (Bloomberg, Factset door Morgan, 2014). In Europa loopt de fractie bedrijven die gebruik maakt van een inkoopprogramma echter achter op de Verenigde Staten. Maar de inkoopprogramma's zijn aan een opmars bezig en worden steeds vaker gebruikt als bestedingsmechanisme. De motieven van een bedrijf of het management om over te gaan tot een inkoopprogramma zijn divers en worden uitgebreid besproken in het eerste hoofdstuk van de literatuurstudie.

De aankondiging en de uitvoering van een inkoopprogramma heeft volgens verschillende studies een positief effect op de beurskoers van de inkopende vennootschappen (Vermaelen, 1981; Ikenberry ea, 2000; Guay, 2000; Haw ea., 2010). Er komen verschillende theorieën naar voor die het positief effect lijken te verklaren. Toch worden slechts twee theorieën bevestigd door de empirie: De signaaltheorie (Vermaelen, 1981) en de market-timingtheorie (Ikenberry ea., 2000). Volgens de signaalhypothese wordt de asymmetrische informatie die heerst tussen de markt en het management van een bedrijf weggewerkt wanneer een bedrijf een inkoopprogramma aankondigt. Het management verklaart hierdoor dat het aandeel van het bedrijf in kwestie ondergewaardeerd is. Het gevolg is dat de aandelenprijs van het bedrijf stijgt. Aangezien de hypothese zich focust op de aankondiging van een inkoopprogramma spreekt men hier van het korte termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs. De market-timinghypothese spreekt de signaalhypothese voor een stuk tegen. Het gaat ermee akkoord dat de informatieasymmetrie weggewerkt wordt, maar stelt dat dit inefficiënt gebeurt. Het feit dat bedrijven na de aankondiging van een openmarktaankoopprogramma (hierbij heeft het bedrijf het recht het programma niet uit te voeren), nog steeds overgaat tot de uitvoering ervan, bewijst dat de aandelen van het bedrijf ondergewaardeerd blijven na de aankondiging van een inkoopprogramma. Managers kunnen de 'markt timen': Ze kopen het aandeel in wanneer deze ondergewaardeerd is en geven aandelen vrij wanneer deze overgewaardeerd is. Op de lange termijn wordt bijgevolg een abnormaal rendement behaald op het aandeel. Aangezien de hypothese de focus legt op de uitvoering van een inkoopprogramma, wordt er over het lange termijn effect van een inkoopprogramma gesproken.

Hoewel de hypothesen getoetst zijn binnen de Verenigde Staten en een aantal landen binnen Europa (Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk), is er nog geen resultaat gevonden voor de

bedrijven genoteerd op de Belgische Beurs (Euronext Brussel). De thematiek lijkt echter zeer relevant en actueel aangezien 2015 een topjaar lijkt te worden voor inkoopprogramma's uitgevoerd door Belgische beursgenoteerde bedrijven (Mampaey, 2015).

Naast het effect van de inkoopprogramma's op de beurskoers van de bedrijven genoteerd op Euronext Brussel, is het interessant het verloop te bestuderen van de inkoopprogramma's van deze bedrijven. Uit onderzoek is gebleken dat globaal het aantal inkoopprogramma's een sterke (agressieve) daling hebben gekend tijdens de financiële crisis. Na de financiële crisis zijn het aantal inkoopprogramma's echter weer fors beginnen te stijgen. We kunnen dus stellen dat de financiële crisis een impact heeft gehad op het inkoopbeleid van beursgenoteerde bedrijven. Het is interessant dit gegeven te onderzoeken in Belgische context om te achterhalen of het verloop van de fractie bedrijven die gebruik maken van een inkoopprogramma overeenkomen met het globaal verloop ervan. Ook dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen niet-financiële en financiële instellingen. Deze laatste ondergaan namelijk een transitieperiode naar strengere kapitaalvereisten, ingevoerd onder Basel III. Dit zou een impact kunnen hebben op de fractie financiële instellingen die gebruik maken van een inkoopprogramma.

1.3 Onderzoeksvragen

De probleemstelling heeft tot de centrale onderzoeksvraag geleid. Aan deze centrale onderzoeksvraag zijn vier deelvragen verbonden. De theorie rond deze vragen wordt in deel II grondig beschreven. Daarna wordt er in Deel III aan de hand van de empirie naar antwoorden gezocht. De antwoorden op de deelvragen zouden moeten resulteren tot het antwoord op de centrale onderzoeksvraag. De vragen worden hieronder beschreven.

1.3.1 Centrale onderzoeksvraag

Uit de probleemstelling blijkt dat het inkopen van eigen aandelen een positief effect heeft op de prijs van het aandeel. Hoewel er twee theorieën naar voor komen om dit te verklaren, zijn ze het over dit gegeven eens. Het is echter niet duidelijk of dit evenzeer geldt in de Belgische context, aangezien hier het inkopen van eigen aandelen een recente bestedingsmethode is. Heeft het inkopen van eigen aandelen een positief effect op de aandelenprijs voor Belgische beursgenoteerde bedrijven? Is er sprake van een abnormaal rendement? Dit heeft zich vertaald in de centrale onderzoeksvraag:

“ Wat is het effect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?”

Om het antwoord hierop te vinden dient de centrale onderzoeksvraag echter in een aantal deelvragen – deelvraag 1 en 2 - worden gedeeld die hieronder worden toegelicht.

1.3.2 Deelvragen

De deelvragen die hier worden beschreven zouden na onderzoek een antwoord moeten leveren op de centrale onderzoeksvraag.

1.3.2.1 Het korte termijneffect

Zoals reeds in de probleemstelling is aangehaald dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen het korte termijneffect van een inkoopprogramma en het lange termijneffect ervan. Het korte termijneffect focust op de dagen rondom de aankondiging van een inkoopprogramma. Volgens de signaaltheorie (Vermaelen, 1981) heeft de aankondiging van een inkoopprogramma een positief effect op de prijs van het onderliggend aandeel. Geldt dit echter ook voor Belgische beursgenoteerde bedrijven? Is er sprake van een abnormaal rendement op de korte termijn? Deze vragen worden gebundeld in de eerste deelvraag, die hieronder wordt weergegeven:

1. *"Wat is het korte termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"*

1.3.2.2 Het lange termijneffect

Naast het korte termijneffect is er ook sprake van een lange termijneffect volgens de literatuur en de empirie. Het lange termijneffect wordt verklaard door de market-timinghypothese. Zoals in de probleemstelling reeds is aangehaald, stelt deze hypothese dat de uitvoering van een inkoopprogramma op de lange termijn een positief effect heeft op de prijs van het onderliggend aandeel. Geldt dit evenzeer binnen de Belgische context? Is er sprake van een abnormaal rendement op de lange termijn? Deze vragen worden vertaald in de tweede deelvraag, die hieronder wordt weergegeven:

2. *"Wat is het lange termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"*

1.3.2.3 De financiële crisis

Zoals in de probleemstelling is aangehaald, heeft de financiële crisis een impact gehad op de fractie bedrijven met een inkoopprogramma en het aantal inkoopprogramma's. Komt het globaal verloop van inkoopprogramma's doorheen de tijd overeen met deze van Belgische beursgenoteerde bedrijven? Is de globale fractie van bedrijven met een inkoopprogramma representatief voor deze binnen België? Hoe ziet dit er specifiek uit voor de financiële instellingen? Deze vragen worden gebundeld in de derde en vierde deelvraag van dit onderzoek en worden hieronder weergegeven:

3. *"Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor Belgische beursgenoteerde bedrijven?"*
4. *"Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor financiële Belgische beursgenoteerde bedrijven?"*

1.4 Methodologie

Om het antwoord te bekomen op de centrale onderzoeksvraag (en de deelvragen) wordt er in twee stappen gewerkt: een literatuurstudie en een empirisch onderzoek.

De literatuurstudie –Deel II – bestaat uit drie hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk – hoofdstuk 2 – wordt de activiteit van het inkopen van eigen aandelen beschreven. Zowel de wettelijke vereisten, de methoden van inkoopprogramma's, de motieven om over te gaan tot een

wederinkoop van aandelen als het verloop doorheen de tijd van inkoopprogramma's worden hierin beschreven. In het tweede hoofdstuk – hoofdstuk 3 – worden de theorieën benaderd die verklaren waarom het inkopen van eigen aandelen een positief effect heeft op het onderliggend aandeel zowel op de korte als de lange termijn. Vervolgens wordt in het derde hoofdstuk - hoofdstuk 4 - ingezoomd op de impact van de financiële crisis. Daarnaast wordt er gefocust op financiële instellingen en de specifieke wetgeving die op deze groep bedrijven van toepassing is.

Na de literatuurstudie, waarin de nodige theorieën worden benaderd en er een duidelijk kader is geschetst, wordt er overgegaan tot het empirisch gedeelte, Deel III. Aan de hand van de literatuurstudie worden hypothesen opgesteld die in hoofdstuk 5 uitgebreid zullen worden beschreven. Er wordt voornamelijk gebruik gemaakt van hoofdstuk 3 om de hypothesen aan deelvraag 1 en 2 te koppelen. Hoofdstuk 4 wordt gebruikt om de hypothesen voor deelvraag 3 en 4 op te stellen. Vervolgens worden zowel de dataverzameling als de onderzoeksopzet beschreven in hoofdstuk 6. De gegevens die gebruikt worden voor dit onderzoek zijn voornamelijk verzameld via de website van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Wat de onderzoeksopzet betreft, wordt er gebruik gemaakt van eventstudies om het korte en lange termijneffect van inkoopprogramma's op de aandelenprijs te schetsen. Voor het korte termijneffect wordt het rendement van Belgische beursgenoteerde bedrijven rond de aankondiging van een inkoopprogramma vergeleken met het rendement van een relevante marktindex, de Bel20. Voor het lange termijn effect wordt er een portefeuille samengesteld van bedrijven die een inkoopprogramma effectief uitvoeren. Het rendement van deze portefeuille wordt evenzeer vergeleken met het rendement van een relevante marktindex, de Bel20. Hier wordt er echter ook rekening gehouden met de risicofactor β . Voor deelvraag 3 en 4 volstaat een beschrijvende statistiek.

Het beantwoorden van de vier deelvragen leidt uiteindelijk tot het antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Tenslotte zullen de conclusies samen met een kritische reflectie opgesomd worden in het laatste deel, Deel IV.

Deel II: Literatuurstudie

Hoofdstuk 2: Inkoop van eigen aandelen

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt allereerst de inkoop van eigen aandelen omschreven. Hierbij zal de vraag "Wat is de inkoop van eigen aandelen?" beantwoord worden. Vervolgens wordt er gekeken naar de wettelijke vereisten die door de Belgische wetgeving worden opgelegd voor bedrijven die eigen aandelen wensen in te kopen. Verder worden zowel de verschillende inkoopmethoden als de motieven die aan de basis liggen voor een bedrijf om over te gaan tot de inkoop van haar eigen aandelen uitgelegd. Zo worden de twee vragen "Hoe koopt een bedrijf eigen aandelen in?" en "Waarom koopt een bedrijf eigen aandelen in?" beantwoord. Ten slotte zal er aan de hand van de literatuurstudie een beeld geschetst worden -zowel internationaal als voor België- van het verloop van het aantal inkoopprogramma's en de bedragen die ermee gepaard gaan doorheen de tijd.

2.2 Omschrijving

De inkoop van eigen aandelen kan omschreven worden als een programma waarbij bedrijven of holdings een aantal van haar eigen aandelen terug gaat kopen van de markt. Door de inkoop van haar uitstaande aandelen kan een bedrijf het aantal aandelen beschikbaar op de markt verminderen. De inkoop van eigen aandelen is om verschillende redenen relevant (Vermaelen, 2005); Ten eerste is het een *investeringsbeslissing* waarbij de inkoop wordt afgewogen tegenover het investeren in kapitaalgoederen of het overnemen van een ander bedrijf. Ten tweede is het een *uitkeringsbeslissing*. Hierbij wordt er een keuze gemaakt tussen de inkoop van eigen aandelen en het uitkeren van een dividend of werknemers stock opties. Ten derde kan de inkoop gezien worden als een *kapitaalstructuur-beslissing* aangezien het de financiële hefboom van het bedrijf beïnvloedt. Tenslotte kan de inkoop ook een beslissing zijn om de *aandeelhouderschapstructuur* te beïnvloeden.

2.3 Wettelijke vereisten

Aangezien deze studie de inkoop van eigen aandelen voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven behandelt, wordt enkel ingegaan op de Belgische wetgeving.

2.3.1 Het Wetboek van Vennootschappen

De regels die door Belgische beursgenoteerde vennootschappen nageleefd moeten worden bij de inkoop van eigen aandelen, zijn opgesteld in het Wetboek van Vennootschappen. Deze regels zijn terug te vinden onder Titel V Kapitaal, Hoofdstuk III instandhouding van het maatschappelijk kapitaal, Afdeling 2 Verkrijging van eigen aandelen of certificaten, artikels 321 tot en met 330 voor de BVBA. Voor de NV vallen de bepalingen onder titel V Kapitaal, Hoofdstuk IV Instandhouding van het kapitaal, afdeling 2 verkrijging van eigen effecten, de artikels 620 tot 630. Daarnaast zijn er enkele regels opgelegd die verband houden met de rapportering. De BVBA en de NV zijn gehouden tot deze regels wanneer ze overgaan tot de inkoop van eigen aandelen. Deze regels zijn terug te vinden in de artikels 328 en 624 voor de BVBA en de NV respectievelijk. Wanneer de BVBA en de NV zijn overgegaan tot de inkoop van hun eigen aandelen, zijn ze verplicht volgende elementen in het jaarverslag op te nemen:

“1° de redenen van de verkrijgingen;

2° het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke daarvan, de fractiewaarde van de gedurende het boekjaar verkregen en vervreemde aandelen en van de aandelen waarop de verkregen en vervreemde certificaten betrekking hebben, alsmede het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat deze vertegenwoordigen;

3° de waarde van de vergoeding van de verkregen of overgedragen aandelen of certificaten;

4° het aantal en de nominale waarde [of, bij gebreke daarvan de fractiewaarde] van alle aandelen die de vennootschap heeft verkregen en in portefeuille houdt, en van de aandelen waarop de verkregen en in portefeuille [gehouden] certificaten betrekking hebben, alsmede het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat deze vertegenwoordigen.”

In 2009 vond er een flexibilisering van de wetgeving omtrent de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde vennootschappen en Belgische vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een MTF ('Multilateral trading facility') plaats. De aanpassing in de wetgeving had tot doel het Belgisch recht overeen te laten komen met een Europese richtlijn (richtlijn 2006/68/EG van het Europees parlement en de raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG). De belangrijkste aanpassingen in de wetgeving waren de volgende:

- Om gelijke behandeling van alle aandeelhouders te waarborgen werd initieel een wijziging enkel toegelaten indien deze zou geschieden via een inkoop van eigen aandelen via de beurstechiek. Vanaf 2009 is dit uitgangspunt verlaten en vormt de plaats waar de verrichting tot de terugkoop gebeurt, niet langer een doorslaggevend criterium om de gelijke behandeling te waarborgen. Wel is de prijs een doorslaggevend criterium geworden om de gelijke behandeling van de aandeelhouders te waarborgen. Zo moet de prijs bij de inkoopverrichting gelijkwaardig zijn aan de prijs die bekomen kon worden op hetzelfde moment door aandelen te verkopen op een gereguleerde markt of op een MTF (Wetboek van vennootschappen artikel 322,4° en artikel 620, 5° voor de BVBA en de NV respectievelijk).
- De geldigheidsduur van de toestemming gegeven door de Algemene Vergadering om eigen aandelen in te kopen bedraagt 5 jaar (Wetboek van vennootschappen artikel 321 en artikel 620, 5° voor de BVBA en de NV respectievelijk). Voor 2009 was dit 18 maanden.
- De maximale inkoop van eigen aandelen bedraagt 20% van het eigen kapitaal (Wetboek van vennootschappen artikel 322,1° en artikel 620, 2° voor de BVBA en de NV respectievelijk). Initieel lag de drempel op 10% van het eigen kapitaal.
- Naast de flexibilisering van de wetgeving werden er evenzeer enkele bijkomende transparantieregels voor beursgenoteerde vennootschappen en vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een MTF die eigen aandelen of certificaten inkopen opgenomen in de wetgeving. Betreffende de openbaarmaking van de inkoop moeten volgende gegevens vermeld worden:

1. de datum van de verrichting;
2. het aantal verworven effecten;
3. de prijs van de verkregen effecten;
4. de gebruikte handelsmethode.

De openbaarmaking moet uiterlijk op het einde van de zevende beursdag volgend op de datum van uitvoering van deze verrichtingen gebeuren. Het is wel mogelijk dat de inkoopverrichtingen die binnen een periode van zeven beursdagen uitgevoerd zijn kunnen gebundeld worden. De openbaarmaking en opslag van eigen aandelen moeten op twee wijzen geschieden. Ten eerste dient de inkoop aan de hand van een persbericht openbaar gemaakt te worden. Ten tweede dient men de openbaarmaking op de website van de vennootschap te vermelden. Hierbij beveelt de FSMA aan om een afzonderlijke rubriek op de website te voorzien, waarin zowel de persberichten worden opgenomen als een globaal overzicht van de inkopen van eigen aandelen.

2.3.2 Verkrijgen van eigen aandelen

De beslissing over het inkopen van eigen aandelen door een vennootschap kan aan de hand van drie verschillende procedures gebeuren. Ten eerste kan het via de Algemene vergadering beslist worden. Deze is in principe het enige orgaan dat bevoegd is tot het nemen van de beslissing eigen aandelen in te kopen. Toch vormt de Raad van Bestuur een tweede orgaan dat in sommige gevallen bevoegd is tot het autonoom nemen van de beslissing eigen aandelen in te kopen. Ten derde is het de dochteronderneming die kan beslissen aandelen van de moedermaatschappij in te kopen. Hieraan zijn uiteraard speciale vereisten verbonden.

2.3.2.1 De Algemene Vergadering

Naast de artikels eerder besproken onder paragraaf 2.3, behandelen artikel 287 (voor de BVBA) en artikel 559 (voor de NV) – in dit artikel wordt er verwezen naar artikel 70bis - van de vennootschapswetgeving, de voorschriften die in acht moeten genomen worden bij een wijziging van het doel van de vennootschap. De beslissing voor het inkopen van eigen aandelen vallen ook onder deze voorschriften. Het aantal aanwezigen in de Algemene Vergadering moeten volgens de artikels minstens de helft van het eigen vermogen vertegenwoordigen. Bovendien moeten zij minstens de helft van het totale aantal winstbewijzen vertegenwoordigen, indien er zulke effecten zijn. Slechts indien aan deze twee voorwaarden voldaan wordt, is de beslissing geldig. In het andere geval - wanneer minstens aan een van deze twee voorwaarden niet voldaan wordt - moet er een nieuwe bijeenroeping volgen. Bij deze bijeenroeping vervalt de minimumvereiste. Hierbij is een minimum van vier vijfden van de aanwezige stemmen voldoende om het inkoopprogramma goed te keuren.

Wanneer de beslissing om eigen aandelen in te kopen wordt goedgekeurd, moeten er drie bepalingen worden opgenomen in het verslag van de Algemene Vergadering. Ten eerste moet er op voorhand worden bekendgemaakt wat het maximaal aantal te verkrijgen aandelen of winstbewijzen is. Ten tweede moet de maximale duur van de bevoegdheid om eigen aandelen in te kopen evenzeer worden vastgelegd. Deze duur mag een periode van vijf jaar niet overschrijden. Ten derde moet de prijsvork, waarbinnen eigen aandelen mogen worden aangekocht, vastgelegd

worden in het verslag. Deze drie bepalingen worden evenzeer behandeld door de artikels 321 en 620, §1, 5° voor de BVBA en de NV respectievelijk.

Het inkoopprogramma kan tot uitvoering gebracht worden wanneer aan al de bovenstaande voorwaarden voldaan zijn. Deze uitvoering behoort tot de bevoegdheid van de Raad van Bestuur na het verkrijgen van de nodige volmachten van de Algemene Vergadering.

Artikel 68 van het wetboek van vennootschappen bepaalt dat de besluiten van de Algemene Vergadering binnen de vijftien dagen na de dagtekening van de definitieve akte moeten worden neergelegd bij de Rechtbank van koophandel waar de vennootschap is ingeschreven.

2.3.2.2 De Raad van Bestuur

In principe is de Raad van Bestuur enkel bevoegd tot het uitvoeren van het inkoopprogramma beslist op de Algemene Vergadering. Toch kan de Raad van Bestuur in twee gevallen zelf overgaan tot het beslissen eigen aandelen in te kopen.

In het eerste geval kan de Raad van Bestuur autonoom beslissen eigen aandelen in te kopen wanneer het doel van het inkoopprogramma een stock option plan betreft voor het personeel (zie onder 2.5.5 Dekking van aandelenopties)(Wetboek van vennootschappen artikel 620 §1 5° voor de NV). Aangezien de Raad van Bestuur geen goedkeuring nodig heeft in dit geval, is het evenzeer niet nodig de inkoop te voorzien in de statuten. Wel mogen de aandelen niet voor een onbeperkte duur worden aangehouden. Ze moeten namelijk binnen de twaalf maanden worden toegekend aan de werknemers (Wetboek van vennootschappen artikel 622,§1 4° voor de NV).

In het tweede geval kan de Raad van Bestuur autonoom beslissen eigen aandelen in te kopen wanneer de Algemene Vergadering de bevoegdheid in de statuten voorzien heeft. De inkoop moet wel telkens geschieden met als doel een dreigend ernstig nadeel voor de vennootschap te vermijden (Wetboek van vennootschappen artikel 620, §1, 5°). De statutaire bevoegdheid is slechts drie jaar geldig en kan door de Algemene Vergadering verlengd worden voor dezelfde termijn. Hierbij moeten de voorwaarden bepaald volgens artikel 559 van de vennootschapswetgeving (zie boven) in acht worden genomen "inzake quorum en meerderheid".

De beslissing eigen aandelen in te kopen kan door de Raad van Bestuur beslist worden bij een gewone meerderheid. Deze beslissing zal evenzeer binnen de vijftien dagen na de tekening van de definitieve akte worden neergelegd bij de Rechtbank van koophandel.

2.3.2.3 De dochteronderneming

Volgens artikel 627 in het Wetboek van vennootschappen, wordt bepaald dat wanneer de moedermaatschappij de meerderheid van de stemrechten van de dochteronderneming bezit of het recht heeft rechtstreeks de meerderheid van de bestuurders in de dochtermaatschappij te benoemen, de Algemene Vergadering van de moedermaatschappij de goedkeuring moet geven aan de dochter wanneer de Algemene Vergadering van deze laatste beslist heeft aandelen in te kopen van de moedermaatschappij. Deze regeling geldt niet indien de dochter een professionele effectenhandelaar is, die beursgenoteerd of een kredietinstelling is. Naast het wetsartikel is het bovenstaande evenzeer af te leiden uit de verslagen van de Kamercommissie en de rechtsleer (Nieuwsdorp, 1997 door Boven, 2000).

2.3.3 Naleving van de wet in België

Uit een thesisonderzoek van Wouters (2010) is gebleken dat geen enkele onderneming op de Bel20 de wettelijke grens van 20% aangehouden eigen aandelen ten opzichte van het geplaatst kapitaal oversteeg. De wet werd dus door alle bedrijven, genoteerd op de Bel20, gerespecteerd.

Wat de transparantie betreft, blijkt uit de studie dat slechts 42% van de bedrijven genoteerd op de Bel20 die eigen aandelen inkochten in 2009, dit ook effectief rapporteerde op hun website onder een aparte rubriek. Wel voorziet elk bedrijf de vermelding van de reden tot inkoop in het jaarverslag. Uit de studie viel te concluderen dat er wel degelijk een positieve trend was in de transparantie van bedrijven naar de markt toe, maar dat er nog ruimte voor verbetering was. Aangezien de studie is uitgevoerd vlak na de invoering van de nieuwe wet in 2009, is het waarschijnlijk dat de cijfers betreffende het apart publiceren van het inkoopprogramma op de website hoger liggen. Dit nagaan valt echter buiten het bereik van deze masterproef.

2.4 Methoden

Er bestaan vijf verschillende methodes om als bedrijf eigen aandelen in te kopen. Deze zijn *het publiek aanbod* oftewel het openbaar bod, *De Dutch Auction* oftewel het bod door middel van veiling, *de openmarkt aankoop*, *de private inkoop* en de inkoop door middel van *optiecontracten*. De methode die een bedrijf hanteert om eigen aandelen in te kopen is afhankelijk van het motief dat een bedrijf heeft om tot de handeling over te gaan. Deze relatie wordt toegelicht onder paragraaf 2.5. Daarnaast kan ook de grootte van het inkoopprogramma een onderliggende factor zijn voor het kiezen van een bepaalde methode. Hieronder zullen de vijf methodes besproken worden alsook zullen de voor- en nadelen van elke methode gegeven worden.

2.4.1 Het Publiek Aanbod

Bij een Publiek aanbod maakt de vennootschap publiekelijk bekend dat het een bepaalde hoeveelheid eigen aandelen wenst in te kopen tegen een op voorhand vastgelegde prijs oftewel de "inkoopprijs". Deze inkoopprijs zal meestal ver boven de marktprijs liggen (Vermaelen, 1981). De reden voor deze hoge premies zal toegelicht worden in hoofdstuk 3. De bekendmaking van het publiek bod dient te gebeuren zowel door publicaties in het Belgische Staatsblad als in verschillende media. De flexibiliteit die de nieuwe wetgeving omtrent de inkoop van eigen aandelen in 2009 teweeggebracht heeft, vraagt in haar plaats meer transparantie. Het openbaar bod is voor een bepaalde tijdsduur geldig waarbinnen de aandeelhouders vrij zijn al dan niet hierop in te gaan. Wanneer ze ingaan op het bod, ontvangen ze de inkoopprijs en zijn zij niet gehouden tot het betalen van een beurstaks of commissieloon. Alle transactiekosten zijn namelijk ten laste van de vennootschap.

Een aandeelhouder heeft de optie meer aandelen aan te bieden dan het bedrijf aangekondigd heeft in te kopen. Dit overaanbod kan op twee verschillende manieren worden opgelost. Ten eerste kan de vennootschap het totaal aan aangeboden aandelen inkopen. Ten tweede heeft de vennootschap de mogelijkheid de inkoop pro rata te alloceren. Hierbij koopt de vennootschap van elke aandeelhouder een percentage van de aangeboden aandelen. Naast een overaanbod is er ook een tekort aan aangeboden aandelen mogelijk. Opnieuw heeft de vennootschap twee keuzes. Het kan ofwel het totaal aan aangeboden aandelen inkopen of het kan het publiek bod intrekken.

Het openbaar bod is vaak een dure methode, aangezien er in de meeste gevallen een premie wordt betaald. Ook koopt de vennootschap bij deze inkoopmethode in het algemeen veel aandelen terug. Bij een openbaar bod worden er namelijk gemiddeld 15,04% van de uitstaande aandelen ingekocht (Vermaelen, 1981). Verder is het openbaar bod een gebruikelijke methode wanneer het management beslist de aandelen van het bedrijf in te kopen om een onderwaardering van het aandeel te signaleren (zie paragraaf 2.5).

2.4.2 De Dutch Auction

Bij de Dutch auction, oftewel het bod door middel van veiling, bepalen de aandeelhouders de prijs waartegen ze de aandelen wensen te verkopen aan de vennootschap (Vermaelen, 2005). Deze laatste maakt publiekelijk bekend dat het eigen aandelen wenst in te kopen. Opnieuw dient de vennootschap de hoeveelheid en de periode op te geven waarbinnen het bod geldig is. Hiernaast geeft de vennootschap ook de minimum- en maximumprijs weer waartegen het bereid is haar eigen aandelen in te kopen, dit zijnde de "prijsvork". De minimumprijs ligt net boven de marktprijs. Nadat de aandeelhouders de prijs en hoeveelheid hebben opgegeven, worden deze geordend door de vennootschap van hoogste naar laagste vraagprijs. Vervolgens bepaalt de vennootschap de prijs die het zal betalen om voldoende aandelen te verwerven, de "clearing price". Alle aandelen die worden aangeboden aan de clearing price of lager worden tegen deze eerste prijs ingekocht.

Opnieuw kan er zowel een overaanbod als een onderaanbod van aandelen wegens de aandeelhouders gebeuren. In het geval van een overaanbod, wordt "het bod overschreven". De vennootschap koopt in dit geval van elke aandeelhouder evenredig naar hun inbreng aandelen in tegen de minimumprijs die wettelijk voorzien is. Wanneer het bod daarentegen onderschreven is - een tekort aan aangeboden aandelen met andere woorden - koopt de vennootschap alle aandelen tegen de wettelijk vastgelegde maximumprijs in.

Het voordeel van de Dutch auction is de flexibiliteit ten opzichte van het openbaar bod. Bovendien is de Dutch auction goedkoper dan het openbaar bod, aangezien de minimumprijs bij de eerste methode veel lager ligt dan deze van de tweede methode. Het nadeel hiervan is echter dat het signaal dat de Dutch auction teweegbrengt, veel zwakker is dan het signaal bij een publiek aanbod (Vermaelen, 2005).

2.4.3 De Openmarkt Aankoop

De openmarkt aankoop is veruit de meest gebruikte methode voor het inkopen van eigen aandelen (Vermaelen, 2005; Von Eije en Megginson, 2008). Deze methode vindt rechtstreeks plaats op de beurs. De vennootschap geeft haar bank of vennootschap de opdracht de aandelen van de vennootschap in te kopen. Aangezien de methode plaatsvindt op de beurs, is de verkoper niet op de hoogte van het feit dat de vennootschap de tegenpartij is. Daarnaast is de openmarkt aankoop veruit de meest flexibele methode. Ten eerste beslist het management wanneer en hoeveel aandelen het inkoopt. Ten tweede kan het inkoopprogramma op elk moment onderbroken worden.

Het grote nadeel van de openmarkt aankoop is echter dat er een volumebeperking is opgelegd. Dit quotum maakt van de openmarkt aankoop een traag instrument, waardoor een uitgebreid inkoopprogramma over verschillende jaren verspreid moet worden. Een tweede nadeel is dat de

openmarkt aankoop een signaal van onzekerheid kan uitsturen naar de markt bij de aankondiging van het inkoopprogramma. Een onderneming die ervan overtuigd is dat haar aandeel ondergewaardeerd is, zou moeten geneigd zijn zoveel mogelijk eigen aandelen te willen inkopen. Wanneer het echter gebruik maakt van een openmarktaankoop, beperkt de onderneming zich in haar inkooporder door het quotum opgelegd bij deze inkoopmethode. De markt kan bijgevolg deze onderneming percipiëren als één die niet overtuigd is van een onderwaardering. Investeerders kunnen zich namelijk de vraag stellen waarom de vennootschap niet op grote schaal aandelen wenst terug te kopen door middel van een openbaar bod.

2.4.4 De Private Inkoop

Bij de private inkoop koopt de vennootschap het aandelenpakket in van één grote aandeelhouder die uit de vennootschap wil stappen. De rechtstreekse verkoop van het aandelenpakket op de markt is niet mogelijk aangezien de liquiditeit hier beperkt is. Daarnaast zou de verkoop te sterk op de koers kunnen wegen. Door het inkopen van de aandelen haalt de vennootschap de onzekerheid van de te bestemmen aandelen uit de markt. Het initiatief om het aandelenpakket terug te kopen of te verkopen kan zowel genomen worden door de vennootschap als door de aandeelhouder. Hierbij gebeurt het wel eens dat er een prijs lager dan de beurskoers, namelijk een negatieve premie, wordt betaald voor het aandelenpakket. Mede daardoor liggen de kosten laag bij de private aankoopmethode. Daarnaast hoeft er geen effectenmakelaar worden aangesteld en liggen de informatiekosten naar de markt ook lager. Zoals onder paragraaf 2.5 vermeld wordt, kan de private aankoop gebruikt worden als preventief verdedigingsmiddel tegen vijandige overnames (Boven, 2000).

2.4.5 Optiecontracten

Optiecontracten geven bedrijven op twee verschillende manieren de mogelijkheid om eigen aandelen in te kopen. Het kopen van een calloptie is de eerste manier. Hierbij verkrijgt de vennootschap het recht eigen aandelen in te kopen tegen een vooraf bepaalde prijs, de uitoefenprijs oftewel de "strike price", op een vooraf bepaalde datum, de vervaldag (Laveren ea., 2004 door Wouters, 2010; Hull, 2012:p7). Logischerwijs zal een bedrijf dit recht uitoefenen wanneer de uitoefenprijs lager ligt dan de beurskoers op het moment van verval.

Het schrijven van een putoptie is een tweede manier voor een vennootschap om haar eigen aandelen in te kopen. Hierbij is de vennootschap verplicht de aandelen in te kopen tegen de uitoefenprijs op vervaldag wanneer de tegenpartij haar optierecht uitoefent (Deweirdt ea., 2004 door Wouters, 2010; Hull, 2012:p9). Hier is het logisch dat dit zich zal voordoen wanneer de uitoefenprijs hoger is dan de beurskoers op vervaldag.

2.4.6 Voor en nadelen

Om een duidelijk beeld te schetsen over welke voor- en nadelen de verschillende inkoopmethodes teweegbrengen wordt er hieronder een samenvattende tabel voorzien. De optiecontracten worden echter buiten beschouwing gelaten aangezien de voor- en nadelen ervan voortvloeien uit de optietheorie en buiten het bereik deze masterproef vallen.

Tabel 1: De voor- en nadelen van de verschillende inkoopmethodes.

Inkoopmethode	Voordelen	Nadelen
1 Publiek Aanbod	<ul style="list-style-type: none"> - Stuurt een sterk signaal de markt in¹ - Effectief 	<ul style="list-style-type: none"> - Duur
2 Dutch Auction	<ul style="list-style-type: none"> - Lagere kost dan het publiek aanbod - Flexibeler dan het publiek aanbod 	<ul style="list-style-type: none"> - Stuurt een zwakker signaal de markt in dan het publiek aanbod¹
3 Openmarkt Aankoop	<ul style="list-style-type: none"> - Meest flexibel (door de optionaliteit van de methode) - Anonimiteit van de koper (de onderneming) waarborgen 	<ul style="list-style-type: none"> - Traag instrument - Kan als een onzeker signaal gepercipieerd worden door de markt¹
4 Private inkoop	<ul style="list-style-type: none"> - Beschermingsmechanisme tegen vijandelijke overnames² - Kosten worden gedrukt door directe onderhandelingen (geen effectenmakelaar) 	<ul style="list-style-type: none"> - Leidt tot meer controle van de niet-verkopende referentieaandeelhouder(s)

2.5 Motieven

Een vennootschap kan om verschillende redenen overgaan tot het inkopen van haar eigen aandelen. In deze paragraaf worden de belangrijkste motieven overlopen. De vraag waarom een vennootschap eigen aandelen inkoop wordt hier beantwoord. Ook wordt de methode(s) die het best gebruikt wordt bij een bepaald motief vermeld. Op die manier wordt er ook een beeld geschetst waarom een vennootschap een bepaalde inkoopmethode hanteert. De motieven die besproken zullen worden zijn het signaleren van een onderwaardering, het verlagen van de vrije kasstroom, substitutie van het eigen vermogen door schuld, de verdedigingsfunctie, het dekken van de aandelenopties en de delisting van het bedrijf.

2.5.1 Onderwaardering

Wanneer het management van een vennootschap meent dat de aandelen van de vennootschap ondergewaardeerd zijn, stuurt het een positief signaal de markt in door het inkopen van eigen aandelen. Er heerst een informatieasymmetrie tussen het management en de markt. Managers kennen namelijk als enigen de waarde van de vennootschap (Vermaelen, 2005).

Volgens Vermaelen (1981) zet de aankondiging van een inkoopprogramma een signaleringsmechanisme in gang waarbij de aankondiging van een inkoopprogramma als

¹ Zie hoofdstuk 3.

² Zie paragraaf 2.5 Motieven.

observeerbare variabele gebruikt wordt om een schatting te maken van de door de markt niet gekende informatie omtrent de echte waarde van de vennootschap. Wanneer de markt het signaal vanwege de managers gelooft, gaan investeerders over tot het kopen van het aandeel. Dit brengt een stijging in de aandelenkoers teweeg waardoor er een abnormaal rendement ontstaat ten opzichte van de markt.¹ Zowel de hoogte van de inkooppremie, het aantal aandelen dat ingekocht wordt en het aantal aandelen dat door insiders in portefeuille gehouden wordt, worden door de markt als positieve informatiesignalen beschouwd (Vermaelen, 2005).¹ Verder stelt Vermaelen (2005) dat wanneer het management van het bedrijf niet deelneemt aan de inkoop, ze hun participatiegraad vergroten in het bedrijf en ze een sterk positief signaal de markt in sturen. Vermaelen (1982) concludeerde eerder al dat hoe hoger de kosten zijn voor het management om de markt te manipuleren, hoe lager deze laatste de kans op manipulatie inschat. Om deze redenen is het duidelijk dat de vennootschap het best gebruik maakt van het publiek bod of de Dutch auction wanneer het management meent dat de aandelen ondergewaardeerd zijn. Hier zijn zowel de inkooppremies boven de marktprijs en is er geen limiet op het aantal aandelen dat een bedrijf kan inkopen.³ De vennootschap kan via de Dutch auction een positief signaal de markt in sturen tegen een lagere kost dan het openbaar bod (Vermaelen, 1982 door Theys, 2002). Bovendien is de Dutch auction flexibeler dan het openbaar bod. Maar aangezien de minimumprijs veel lager ligt dan deze bij het openbaar bod, zal bijgevolg het signaal dat het teweegbrengt, veel zwakker zijn dan het signaal bij een publiek aanbod. Dus de Dutch auction is dan wel een methode die veel goedkoper en flexibeler is dan het openbaar bod, maar deze kan best niet gebruikt worden wanneer men een sterk signaal van onderwaardering de markt in wil sturen.¹

De inkoop van eigen aandelen kan echter ook een negatief signaal –“backfire”- teweegbrengen (Pettit, 2001). Ten eerste kan andere informatie, die beschikbaar is voor de markt, het signaal tegenspreken. Hierdoor ontstaat er een contradictie ten opzichte van het signaal van de aankondiging van het inkoopprogramma en daalt de geloofwaardigheid ervan. Voorbeelden hiervan zijn een ommekeer in de economische cyclus, de fusie van twee belangrijke concurrenten of het niet behalen van de beoogde winstdoelstellingen (Theys, 2002). Ten tweede kan het vertrouwen ten opzichte van de vennootschap dalen. De markt kan de inkoop namelijk percipiëren als het niet kunnen aanwenden van alternatieve investeringen door de vennootschap, wanneer deze actief is in een snelle groei industrie. Lange termijninvesteerders trekken weg van het bedrijf dat in hun ogen niet innoverend genoeg is. Tenslotte is ook het gedrag van het management zeer bepalend voor het succes van het signaal. Wanneer het management zelf aandelen verkoopt aan de vennootschap terwijl er een inkoopprogramma wordt uitgevoerd door de vennootschap in kwestie, straalt het management het tegenovergestelde signaal uit dan de vennootschap. Het motief onderwaardering ter uitvoering van een inkoopprogramma moet dus gegrond zijn.

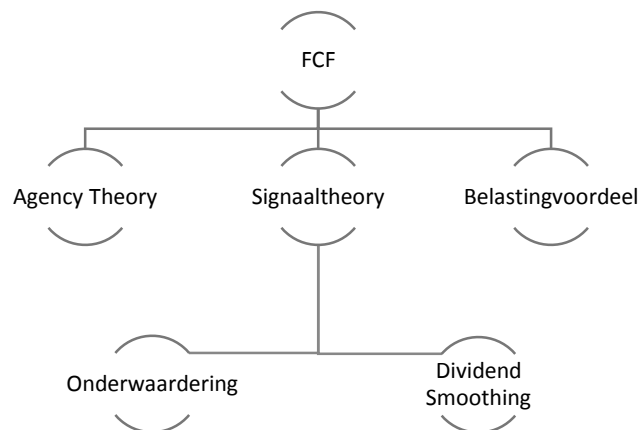
2.5.2 Vrije kasstroom

Wanneer een bedrijf over een vrije kasstroom beschikt, kan het twee beslissingen nemen. Ofwel houdt het de vrije kas in de onderneming ofwel keert het dit uit aan haar aandeelhouders. Een bedrijf heeft verschillende manieren om de vrije kas uit te keren aan haar aandeelhouders. De meest bekende vorm van uitkering is in de vorm van dividenden. In België keerden liefst 68,42%

³ Zie paragraaf 2.4.

van de beursgenoteerde bedrijven een dividend uit in 2011 (Noben, 2014). Naast het uitkeren van een dividend is de terugkoop van eigen aandelen een belangrijk instrument om gegenereerde cashflows uit te keren aan de aandeelhouders. Wanneer we Belgische beursgenoteerde bedrijven in beschouwing nemen zien we dat slechts 31,58 % eigen aandelen inkocht in 2011 (Noben, 2014)⁴. Dit deden ze overigens enkel in combinatie met het uitkeren van een dividend. Er zijn reeds verschillende onderzoeken gedaan naar de preferentie van de bovenstaande methodes. Zowel de agency theory, de signaaltheorie – waaronder dividendsmoothing en onderwaardering – als het fiscaal aspect – het belastingvoordeel – liggen aan de basis van de uitkeringsbeslissing bij een bedrijf. Deze redenen worden in onderstaande figuur schematisch voorgesteld, waarna ze in detail beschreven worden.

Figuur 1 Bestedingspolitiek en motieven.



2.5.2.1 Agency theory

Ten eerste kan een onderneming haar vrije kasstroom in de onderneming houden. Dit zou echter aandeelhouderswaarde vernietigen (Jensen, 1986). Volgens de agency theorie is het beter de vrije kas naar de aandeelhouder te laten terugstromen opdat deze niet verkwest zou worden door het management (Jensen en Meckling, 1976 door Goergen, 2012). Naast het zichzelf belonen zou het management ook niet zinvolle overnames kunnen doorvoeren – “empire building” - om haar status en inkomsten te verhogen, aangezien een deel van het loon van het management vaak bepaald wordt op basis van de grootte van de onderneming. Bovendien zou het management kunnen investeren in projecten met een negatieve contante waarde (NPV). Het verlagen van de vrije kas in het bedrijf is dus negatief gecorreleerd met asymmetrische informatie en overinvestering en verlaagt de agency kosten (Jensen, 1986). Daarnaast beschermt het de minderheidsaandeelhouders tegen diefstal van de referentie aandeelhouders, hetgeen wordt beschreven door het principaal-principaal probleem. Hoe minder vrije kas in de onderneming, hoe minder de referentieaandeelhouder geld uit de onderneming kan sluisen. Deze laatste zou dit op twee verschillende manieren kunnen doen: tunneling en transfer pricing. Tunneling komt voor wanneer de referentieaandeelhouder activa van het ene bedrijf in een ander bedrijf stopt dat

⁴ Gegevens zijn verzameld via de databank Belfirst. Inkoop van eigen aandelen werden bekomen door de rubriek Eigen aandelen. Aandelen van het huidig jaar verminderd met de aandelen van het vorige jaar resulteerden tot de ingekochte eigen aandelen. Helaas brengt dit niet de aandelen die vernietigd zijn in beschouwing. Cijfers kunnen dus vertekend zijn en/of ontbreken.

evenzeer in haar bezit is. Transfer pricing beschrijft het vragen van een boven-de-marktconforme prijs voor het leveren van een dienst of product door een bedrijf aan een ander bedrijf die beiden in het bezit zijn van de referentieaandeelhouder. Zowel transfer pricing als tunneling worden als "betrokken-partij transacties" beschreven (Goergen, 2012).

2.5.2.2 Dividendsmoothing

Een vennootschap kan haar vrije kas uitkeren in de vorm van een dividendverhoging of een bijzonder dividend uitkeren. Volgens de dividendsmoothing theorie, die vertrekt vanuit de signaaltheorie, doet een vennootschap er slechts goed aan haar dividend te verhogen, wanneer het zeker is van vrije kasstromen in de toekomst (Lintner, 1956; Pettit, 1972; Ditmar, 2000). Een dividendverlaging heeft namelijk een significant negatief effect op de aandelenkoers van een vennootschap. Het dividendbeleid moet dus eerder geleidelijk van aard – "smooth" - zijn en een dividendverlaging moet vermeden worden. Wanneer een bedrijf dus over een eenmalige vrije kas beschikt, is het geen wijze beslissing deze uit te keren aan haar aandeelhouders in de vorm van een dividendverhoging.

Het bedrijf kan daarentegen haar vrije kas uitkeren door haar eigen aandelen in te kopen. Kort samengevat prefereren bedrijven voor een inkoop van eigen aandelen boven het uitkeren van een dividend wanneer ze beschikken over tijdelijk, niet operationeel geld en nadat ze ondermaats op de beurs – onder paragraaf 2.5.1 beschreven - hebben gepresteerd (Jagannathan ea., 2000). De flexibiliteit van een inkoopprogramma is met andere woorden één van de redenen waarom een bedrijf verkiest haar aandelen in te kopen in plaats van een dividendverhoging door te voeren. Volgens een studie van Ditmar (2000) is de wederinkoop van aandelen echter geen substituuut voor het dividend, maar eerder een complement. Een opmerking die er bovendien gemaakt moet worden, is dat het inkopen van eigen aandelen door een bedrijf in een snel groeiende sector een negatief signaal de markt kan insturen. Het toont namelijk dat de vennootschap over niet voldoende innovatie beschikt. Lange termijninvesteerdere trekken op hun beurt uit het bedrijf (Pettit, 2001). Dit punt is reeds aangehaald in paragraaf 2.5.1.

2.5.2.3 Het belastingvoordeel

Naast de signaaltheorie is er ook een fiscaal argument om te kiezen voor de wederinkoop van eigen aandelen. Aandeelhouders die hun aandelen verkopen tegen een prijs hoger dan de marktprijs genieten van een belastingvoordeel. In tegenstelling tot het dividend, dat onderhevig wordt aan een roerende voorheffing van 25%⁵, wordt de aandeelhouder niet belast op het verkopen van aandelen. Bij de inkoop van eigen aandelen wordt er bovenop de nominale waarde van het aandeel een premie betaald (uitgezonderd de openmarktaankoop). Aangezien de premie als een meerwaarde wordt beschouwd en niet als roerende inkomst, wordt deze vrijgesteld van de roerende voorheffing. Het belastingvoordeel van elke aandeelhouder die zijn aandelen verkoopt aan het bedrijf is echter verwaarloosbaar ten opzichte van de abnormale return die na de aankondiging van het inkoopprogramma behaald wordt (Vermaelen, 1981). Voor de aandeelhouders is het dus interessanter ofwel te genieten van het belastingvoordeel ofwel te

⁵ Dividenden worden in beginsel belast tegen 25%. Onder voorwaarden zijn de dividendtarieven vanaf 1 oktober 2014 gedaald naar 15%. Dit lagere tarief geldt indien het dividend wordt uitgekeerd aan aandeelhouders die vers geld in een KMO-vennootschap inbrengen (www.motmansvanhavermaet.be).

genieten van het abnormaal rendement behaald door de koersverandering en te kiezen voor een wederinkoop van eigen aandelen in plaats van een bijzonder dividend te ontvangen dat onderhevig is aan een roerende voorheffing.

De fiscus kan echter alsnog een roerende voorheffing instellen, waardoor het belastingvoordeel volledig wegvalt.

2.5.3 Substitutie van eigen vermogen in schuld

2.5.3.1 Fiscaal

Het vervangen van een deel van het eigen vermogen door het vreemd vermogen heeft een positief gevolg voor de vennootschap, de koper van de aandelen. Wanneer deze namelijk de inkoop van haar eigen aandelen financiert met schulden, kan de kost van het kapitaal verminderd worden. Interestkosten zijn namelijk fiscaal aftrekbaar. De kosten op schulden liggen hierdoor na belasting lager dan het vereist rendement van aandeelhouders. De vennootschap vervangt eigen vermogen door schulden door eigen aandelen in te kopen met schulden en de ingekochte aandelen te vernietigen. Het eigen vermogen daalt en de schulden stijgen, zodat het balanstotaal hetzelfde blijft. Door deze kapitaaloperatie stijgt de waarde van de onderneming met de waarde van het belastingvoordeel (Brigham ea., 1999). Door het stijgen van de schuldgraad - dalen van de solvabiliteit - ontstaat er echter een kredietrisico. Deze zorgt ervoor dat de kost van het vreemd vermogen stijgt voor de vennootschap. Er zal dus een evenwicht gezocht moeten worden tussen enerzijds de fiscale voordelen en anderzijds de kost van het vreemd vermogen.

2.5.3.2 Controlemechanisme

Naast het fiscaal voordeel heeft de substitutie van eigen vermogen in schuld een tweede voordeel. Het verplicht managers namelijk op zoek te gaan naar goede investeringsopportuniteiten. Doordat het aangaan van schulden de beschikbare kaspositie van de onderneming aantast, dienen managers rekening te houden met de kasuitstroom van de leningen. Het management dient dus een goed cashflowplan op te stellen zodat er enkel in projecten wordt geïnvesteerd waar de opbrengst groter is dan de gemiddelde kapitaalkost van de vennootschap. Slechts dan wordt er aandeelhouderswaarde gecreëerd. Door de asymmetrische informatie die er ontstaat tussen het management en haar aandeelhouders valt dit echter niet altijd te controleren. Wanneer het management daarentegen moet lenen voor projecten te financieren, worden ze gecontroleerd door de ontlener(s): de bank(en). Wanneer het bedrijf slecht presteert, dreigt de outside financiering weg te vallen (Goergen, 2012). Het management is met andere woorden verplicht goed te presteren door de toegenomen controle.

2.5.3.3 De hefboomfunctie

Zoals boven vermeld, beïnvloedt het inkopen en het vernietigen van eigen aandelen aan de hand van schulden de solvabiliteit van een onderneming. Het verlagen van de solvabiliteit heeft niet enkel een fiscaal en managementcontrole effect, maar het beïnvloedt ook de rentabiliteit van het eigen vermogen op een positieve manier volgens Limère (2000).

Het verlagen van de solvabiliteit wordt in de literatuur omschreven als de positieve hefboomwerking. Aangezien bij een lagere solvabiliteit een gelijke winst wordt gerealiseerd tegen

minder eigen vermogen, is het rendement op het eigen vermogen logischerwijs groter (Limère, 2000; Farrell ea., 2014). Maar aangezien de solvabiliteit wordt verlaagd door middel van een wederinkoop van aandelen, treedt er ook een extra kost op in de resultatenrekening. Daarnaast - zoals reeds is aangehaald - moet men ook rekening houden met de verhoogde kost van het vreemd vermogen, aangezien het risico is toegenomen. Dit verhoogd risico resulteert evenzeer in een hoger vereist rendement op eigen vermogen. De verlaagde solvabiliteit heeft dus een positief effect op de return on equity (ROE), maar zowel de kost van het inkoopprogramma als de toegenomen kost van het vreemd vermogen en het hoger vereist rendement op het eigen vermogen vlakken dit effect uit .

2.5.4 De verdedigingsfunctie

De private aankoop kan gebruikt worden als preventief verdedigingsmiddel tegen vijandige overnames (Vermaelen, 2005; Bagwell en Shoven, 1988 door Ditmar, 2000). Een vennootschap kan op twee verschillende manieren bedreigd worden door een vijandige overname. Ten eerste wanneer de beursnotering laag is en ten tweede wanneer een referentieaandeelhouder uit de vennootschap wenst te stappen.

Wanneer de beursnotering van een vennootschap onder de intrinsieke waarde van de vennootschap ligt, loopt de vennootschap het gevaar overgenomen te worden. Door het inkopen van haar eigen aandelen zal de vennootschap de aandelenkoers kunnen ondersteunen. Door het stijgen van de aandelenprijs wordt de overname plots minder attractief. Als gevolg zullen initieel geïnteresseerde bedrijven minder geneigd zijn het bedrijf over te kopen.

Naast een te lage beursnotering, kan het willen uitstappen van een referentieaandeelhouder een dreiging vormen voor een overnamebod. In België is het namelijk zo dat veel bedrijven nog bestuurd worden door grote aandeelhouders, waaronder meestal een van de oprichters van het bedrijf (Anderson ea., 2009). Verder is gebleken dat in tegenstelling tot de Angelsaksische context, veel Belgische beursgenoteerde vennootschappen een vrij compact aandeelhouderschap bezitten (Anderson ea., 2009). Wanneer een van deze aandeelhouders het bedrijf wenst te verlaten, doet de vennootschap er goed aan de aandelen in te kopen. Op die manier valt het niet ongewenst in handen van een nieuwe partij. Deze zou namelijk de controle van de referentieaandeelhouders over het bedrijf kunnen verzwakken. Een nieuwe referentieaandeelhouder heeft vaak een nieuwe raad van bestuur en management tot gevolg.

Naast de verdedigingsfunctie kan ook een strategisch motief aan de basis liggen voor het positief willen beïnvloeden van de aandelenkoers door een inkoopprogramma. Een bedrijf kan namelijk op twee manieren groeien: intern en extern. Wanneer het voor deze laatste (agressieve) strategie kiest, wenst het bedrijf te groeien door andere bedrijven over te nemen. Aangezien een groei gepaard gaat met een snelle verbranding van geld, maakt het bedrijf graag gebruik van andere financieringsopties. Bij een overname is het namelijk mogelijk deze te financieren door middel van aandelen. Het overnemend bedrijf heeft er dus alle baat bij dat haar aandelenprijs hoog staat op het moment van overname. Deze strategie houdt echter een risico in. De aandelenkoers kan dalen waardoor er een minderwaarde op de aandelen moet worden opgenomen in de boeken (Theys, 2002).

2.5.5 Dekking van aandelenopties

Aandelenopties of employees stock options (ESO) zijn een alternatief beloningssysteem voor de werknemers van een vennootschap. Het management geeft de werknemers het recht aandelen van het bedrijf in te kopen tegen een vastgelegde prijs en binnen een bepaalde termijn. Wanneer de aandelenkoers van een vennootschap laag staat, kan het management de beslissing nemen de eigen aandelen in te kopen zodat de aandelenopties gedekt zijn. Deze worden vervolgens doorverkocht aan de werknemers op vervaldag indien - de vastgelegde prijs lager ligt dan de prijs per aandeel op vervaldag - ze hun recht uitoefenen. Wanneer de vastgelegde prijs steeds boven de aandelenkoers ligt, oefenen de werknemers hun recht echter niet uit en heeft het bedrijf tevergeefs aandelen ingekocht. Dit risico kan vermeden worden door als vennootschap zelf gebruik te maken van optiecontracten (zie 2.4.5 Optiecontracten).

Door het inkopen van de eigen aandelen wordt ook vermeden dat op de vervaldag nieuwe aandelen moeten worden gecreëerd voor de aandelenopties van het personeel te dekken. Het stijgen van het aantal uitstaande aandelen zou de winst per aandeel - earnings per share (EPS) - doen dalen (Jolls, 1996 door Ditmar, 2000). Dit wordt in de literatuur ook wel het verwaterend effect genoemd (Theys, 2002).

Aangezien het indekken van de aandelenopties meestal om een klein percentage van de uitstaande aandelen gaat, heeft de inkoop van eigen aandelen nauwelijks of geen invloed op de aandelenkoers van de vennootschap (Roosenboom, 2000). Het is louter een transfer van aandelen van outsiders naar insiders (Vermaelen, 1981 door Theys, 2002).

2.5.6 Delisting van het bedrijf

Een delisting van een bedrijf oftewel public-to-private operatie doet zich voor wanneer een bedrijf zich terugtrekt van de beurs. Een delisting kan op twee verschillende manieren gebeuren. De eerste manier is het inkopen van alle aandelen door de referentieaandeelhouder. Alle aandelen in het bezit van minderheidsaandeelhouders worden gekocht van de beurs. De tweede manier is het inkopen en vernietigen van de eigen aandelen door de vennootschap aan de hand van een publiek aanbod. De vennootschap koopt eigen aandelen in totdat de referentieaandeelhouder de enige aandeelhouder is van de vennootschap en hierover dus de volledige controle heeft.

Een delisting kan omwille van verschillende redenen gebeuren. Ten eerste kan de bedrijfsleiding beslissen van de beurs te gaan wanneer de prestaties op de beurs ondermaats zijn. Het slecht presteren op de beurs kan een invloed hebben op de fundamentele waarde van een bedrijf.⁶ Het vertrouwen in het bedrijf kan dalen en investeerders trekken op lange termijn uit het bedrijf. Ten tweede kan ook de dreiging van een vijandige overname een reden zijn voor een bedrijf zich terug te trekken van de beurs. Ten derde brengt een beursnotering verschillende kosten met zich mee, waaronder transferkosten en commissiekosten. Door zich terug te trekken kan een vennootschap hierop besparen. Ten vierde is er het wettelijk aspect. Een beursgenoteerd bedrijf is namelijk verplicht tot jaarlijkse rapportering volgens Belgisch GAAP of IFRS. Door zich terug te trekken kan het management strategisch flexibeler te werk gaan, zonder dit te moeten rapporteren.

⁶ De fundamentele waarde van het bedrijf vloeit voort uit de operationele activiteit. De aandelenprijs is enkel een weerspiegeling van de gepercipieerde waarde van het bedrijf door de markt. Wanneer een bedrijf echter geld wenst op te halen via de beurs en het aandeel ondergewaardeerd is kan dit nefaste gevolgen hebben voor het bedrijf in kwestie.

2.5.7 Belangrijkste motieven in België

Zoals eerder vermeld moeten de redenen van de inkoop vermeld worden in het jaarverslag. In 2004 heeft Deweirtdt (ea.) aan de hand van een enquête getracht te achterhalen wat het belang is van elke reden die gebruikt kan worden om een inkoopbeslissing te staven.⁷ Hieruit bleek dat wat het boekjaar 2003 betrof, vooral de leveringsverplichtingen van personeelopties en warrants (13%), de signalisatie van onderwaardering (10%) en de ondersteuning van de beurskoers (10%) de meest voorkomende motieven waren voor Belgische beursgenoteerde bedrijven om een inkoopprogramma in te voeren. Wouters (2010) heeft dit op basis van jaarverslagen van Belgische beursgenoteerde bedrijven opnieuw onderzocht voor de boekjaren 2007, 2008 en 2009 en kwam tot volgende resultaten:

Tabel 2: Motieven van inkoopprogramma's bij Belgische beursgenoteerde bedrijven (door Wouters, 2010)

Motief:	2007	2008	2009
Dekking van aandelenopties	48%	48%	54.55%
Kapitaalstructuur	24%	14%	9.09%
Vrije kasstroomhypothese	14%	14%	0
Overige motieven	14%	24%	36.36%

Opnieuw valt het op dat de dekking van de aandelenopties - de leveringsverplichtingen van personeelsopties en warrants - het meest voorkomend motief is onder de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Daarnaast is het opmerkelijk dat in 2009 de vrije kasstroomhypothese niet voorkomt in de motieven van de bedrijven die overgaan tot een wederinkoop van aandelen. Dit valt te wijten aan de financiële crisis (Wouters, 2010) die de kasstroom van veel bedrijven negatief beïnvloed heeft.

2.6 Verloop doorheen de tijd

Aangezien het interessant is het verloop van aandelen op grote schaal te bekijken en deze te vergelijken met het verloop van de inkoop van eigen aandelen door Belgische beursgenoteerde bedrijven, wordt het verloop van de inkoop van eigen aandelen doorheen de tijd zowel op internationaal als nationaal niveau hieronder gegeven. Eerst wordt er onder paragraaf 2.6.1 gekeken naar de cijfers wereldwijd. Vervolgens worden onder paragraaf 2.6.2 de cijfers van verschillende landen in Europa besproken. Tenslotte zal ook de situatie van de inkoopprogramma's in België toegelicht worden.

2.6.1 Globaal

In een samenvattende studie van Vermaelen in 2005 wordt er een overzicht gegeven van inkoopactiviteiten over heel de wereld van 1985 tot 2003. In tabel 14⁸ (door Vermaelen, 2005) wordt het globaal aantal goedkeuringen van inkoopprogramma's en de bedragen globaal besteed aan de inkoop van eigen aandelen (uitgedrukt in dollars) weergegeven. De inkoop wordt volgens 5

⁷ Het resultaat van hun onderzoek is terug te vinden in bijlage 1, tabel 13 (door Deweirtdt ea., 2004).

⁸ Zie bijlage 2.

categorieën geïnclassificeerd: de Dutch auction tender offers, fixed price tender offers, openmarkt inkopen, private inkopen en gezamenlijke aankondigingen van private of openmarkt inkopen. Het totaal aantal aankondigingen bedraagt 21.564 met een waarde van \$ 2,67 biljoen, waar het bij meer dan 80% om een openmarkt inkoop gaat. De tabellen 15⁹ en 16¹⁰ (door Vermaelen, 2005) geven respectievelijk de cijfers weer voor de Verenigde Staten en de rest van de wereld (buiten de VS). Hier wordt in de studie uit afgeleid dat de openmarkt inkopen niet enkel in de Verenigde Staten, maar ook in de rest van de wereld de voornaamste inkoopmethode is, gevolgd door private inkopen en de publieke boden. In een studie door Morgan (2014) wordt een overzicht gegeven van de inkoopbedragen van inkoopprogramma's door bedrijven genoteerd op de S&P500 index. Na 2007 was er een forse daling in het bedrag uitgegeven aan wederinkopen. Dit is natuurlijk te wijten aan de financiële crisis in 2008. Na de crisis is dit bedrag terug gestegen tot een bedrag van \$ 474 miljard in 2013 (Morgan, 2014).

2.6.2 Europa

De cijfers op Europees vlak worden weergegeven in tabel 17¹¹ (door Vermaelen, 2005). Het valt op dat in Europa 50% van de inkoopprogramma's werden aangekondigd in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk.

Volgens Von Eije en Megginson (2008) is in Europa de totale waarde van buybacks gestegen doorheen de jaren en telde deze in 2005 meer dan de helft van de totale dividendwaarde. Daartegenover staat dat het aantal bedrijven dat toen een dividend uitkeerde vier keer groter was dan het aantal bedrijven dat eigen aandelen inkocht. Met andere woorden waren er in 2005 minder bedrijven die eigen aandelen inkochten, maar het bedrag dat door de bedrijven besteed werd aan het inkopen van eigen aandelen was relatief hoog ten opzichte van het bedrag besteed aan een dividenduitkering. Volgens Andriosopoulos ea. (2013) is de wederinkoop van aandelen eerder een complement dan een substituuut voor dividenden. Verder blijkt uit de studie van Von Eije en Megginson (2008) dat het aantal bedrijven dat eigen aandelen inkocht ook is gestegen doorheen de tijd. Volgens Andriosopoulos ea. (2013) zijn grote bedrijven met een breed verspreid aandeelhouderschap eerder geneigd een openmarkt aankoopprogramma aan te kondigen. De bedrijven die besluiten een inkoopprogramma van eigen aandelen door te voeren, kopen bovendien meer aandelen in wanneer hun aandelen liquider zijn (Von Eije ea., 2008).

2.6.3 België

Als we enkel de Belgische beursgenoteerde vennootschappen in beschouwing nemen, zien we dat de inkoop van eigen aandelen hier nog niet zo gebruikelijk is als in de Angelsaksische landen. Toch is het een steeds vaker voorkomend fenomeen (Mercken, 2008). Vooral het aantal bedrijven dat de inkoop van eigen aandelen combineert met dividenduitkeringen, lijkt toe te nemen doorheen de tijd (Noben, 2014). Volgens Noben (2014) komt dit wellicht doordat de Belgische beursgenoteerde bedrijven de inkoop van eigen aandelen eerder aanwenden als smoothing methode. Bedrijven die effectief eigen aandelen inkochten, bleken gestegen te zijn ten opzichte van de vorige jaren. 2015

⁹ Zie bijlage 3.

¹⁰ Zie bijlage 4.

¹¹ Zie bijlage 5.

lijkt overigens een topjaar te worden voor de inkoop van eigen aandelen. Tussen de periode januari en maart hebben Belgische bedrijven reeds voor ruim 62 miljoen euro eigen aandelen ingekocht (Mampaey, 2015).

In een studie van Boven (2000) wordt een verklaring gezocht voor het lage percentage aan inkoopprogramma's in België ten opzichte van het buitenland. Volgens een interview met Dhr. Delboo, toenmalig verantwoordelijke voor het Company Information Department (CID) bij de Beurs van Brussel, blijft de inkoop van eigen aandelen op de Beurs van Brussel beperkt zolang de Belgische beursgenoteerde bedrijven niet meer naar een marktmodel evolueren. Het marktmodel houdt in dat vennootschappen streven naar het creëren van aandeelhouderswaarde, hetgeen vooral het geval is in Angelsaksische context. Het creëren van waarde kan zowel via externe als interne groei gerealiseerd worden. De externe groei gebeurt onder andere door overnames die betaald worden met eigen aandelen. De inkoop van eigen aandelen ondersteunt namelijk de beurskoers, waardoor ook grotere overnames gefinancierd kunnen worden (zie paragraaf 2.5.6). In tegenstelling tot het marktmodel, streven Belgische vennootschappen vooral een machtsmodel – sterk geconcentreerd aandeelhouderschap – na volgens Dhr. Delboo. Hierbij wordt de aandacht voor de beurskoers verwaarloosd. Groei is enkel mogelijk zolang de meerderheidsparticipatie van de referentieaandeelhouder niet in het gedrang komt. Deze defensieve houding is op lange termijn niet houdbaar en heeft mogelijk geleid tot de uitverkoop van Belgische bedrijven eind jaren '90. Dit argument kan ook verklaren waarom de private inkoop zo populair is bij Belgische beursgenoteerde bedrijven en waarom men weinig gebruik maakt van het openbaar bod.

Ook volgens Mercken (2008) en Wouters (2010) wordt het openbaar bod weinig gehanteerd in België. Uit hun studies blijkt overigens dat vooral de openmarktaankoop en de private inkoop het meest populair zijn onder de inkoopmethodes.

2.7 Conclusie

In dit hoofdstuk is de activiteit van het inkopen van eigen aandelen uitgebreid in kaart gebracht. Uit de wettelijke vereisten kunnen we concluderen dat de gegevens omtrent de aankondiging en de uitvoering van inkoopprogramma's op de website van de Belgische beursgenoteerde bedrijven te vinden zijn. Daarnaast zijn de inkoopmethoden en de motieven om tot een inkoopprogramma over te gaan besproken. Tot slot is het verloop van inkoopprogramma's doorheen de jaren behandeld. In België is de bestedingsmethode nog niet zo gebruikelijk als in het buitenland, hoewel er een positieve trend blijkt te zijn hierin en 2015 een topjaar lijkt te worden. Verder wordt het dekken van aandelenopties het meest als motief opgegeven bij inkoopprogramma's in België.

Hoofdstuk 3: Het effect van de inkoop van eigen aandelen op de aandelenprijs

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt er gekeken naar het effect van de inkoop van eigen aandelen op de aandelenprijs. Eerst worden in paragraaf 3.2 een aantal resultaten weergegeven van studies gevoerd naar het korte termijn effect van de aankondiging van een inkoopprogramma. Dit doet men in de studies door de dagelijkse verandering van de aandelenprijs rond de aankondiging van een inkoopprogramma te onderzoeken. Het aantal studies hierrond gevoerd op de Europese beursmarkten zijn echter beperkt in tegenstelling tot deze op de beursmarkten van de VS. Wel zijn er een aantal studies die het effect van de inkooporder op de aandelenprijs onderzoeken. Hier gaat het eerder om een lange termijneffect, aangezien veranderingen in de aandelenkoers onderzocht worden na de uitvoering van het inkoopprogramma. Dit aspect wordt behandeld in paragraaf 3.4. In paragraaf 3.3 worden een aantal redenen gegeven die aan de basis liggen voor de prijsverandering die de aankondiging van een inkoopprogramma teweegbrengt.

3.2 Het Korte Termijneffect

3.2.1 De Verenigde Staten

Volgens een samenvattende studie van Vermaelen (2005) is er reeds veel geschreven rondom de consequenties van de aankondigingen van inkoopprogramma's op de aandelenkoers. In een studie van Vermaelen en Peyer (2005) wordt er een onderscheid gemaakt naargelang de inkoopmethode. Aan de hand van het marktmodel¹ werd het abnormaal rendement² van 7761 inkoop aankondigingen berekend. Uit de studie blijkt dat onafhankelijk van de inkoopmethode, de aandelenkoers steeg als gevolg van een inkoop aankondiging.

Wanneer we kijken naar de inkoopmethodes afzonderlijk, zien we dat de aankondiging van een openmarktaankoopprogramma - de grootste groep van inkoopmethodes - een positief excessief rendement van 3% oplevert in de VS. Dit positief effect lijkt enkel de negatieve koersprestaties

¹ Het Marktmodel: Het verwacht rendement van een aandeel is gelijk aan een bedrijfsspecifieke constante opgeteld met het product van de beta van het aandeel en het verwacht rendement van een marktindex (Sollis, 2012; Vermaelen, 2005; MacKinlay, 1997).

² Abnormaal rendement: Volgens Vermaelen (2005) meet de stijging van de aandelenkoers enkel in het geval van een openmarktaankoop de stijging van de waarde van de vennootschap, aangezien enkel het rendement van de overgebleven niet ingekochte aandelen wordt gemeten. In de andere gevallen wordt het abnormaal rendement door Vermaelen gemeten aan de hand van het totaal rendement:

$$TotalR = \frac{P_T - P_0}{P_0} \cdot F_p + \frac{P_E - P_0}{P_0} \cdot (1 - F_p) - \text{Normaal Rendement}$$

Met

- P_T is de inkoopprijs die de verkopende aandeelhouders ontvangen.
- P_0 is de aandelenprijs voor de aankondiging van het programma.
- P_E is de aandelenprijs na de vervaldag (bij een publiek bod of Dutch auction) en na de aankondiging bij een private aankoop.
- F_p is de fractie van ingekochte aandelen. Deze is gelijk aan het aantal ingekochte aandelen gedeeld door het aantal uitstaande aandelen voor de aankondiging van het inkoopprogramma.

weg te werken die de aankondiging van het inkoopprogramma voorafgaan (Vermaelen, 1981). Volgens Comment en Jarrel (1991) is deze methode dus niet geschikt voor het sturen van een positief signaal. Bij deze inkoopmethode is het aantal aandelen dat een bedrijf wenst in te kopen een verklarende factor voor het abnormaal rendement op het onderliggend aandeel. In onderstaande tabel staan, naast het aantal eigen aandelen, de overige factoren die een rol kunnen spelen³ (Gaspar ea., (2005); Grullon ea., (2004); Ikenberry ea., (1995); Kahle (2002); Vermaelen (1981)):

Tabel 3: Factoren effect openmarkt-inkoopmethode (door Vermaelen, 2005).

Aantal eigen aandelen gewenst(+)
Grootte van het bedrijf (-)
Gerapporteerde motief tot inkoop: onderwaardering(+)
Het bezit van het management (+)
Prijs-boekwaarde ratio (-)
Liquiditeit (+)
Kans om overgenomen te worden (-)
Verandering in risico na de inkoop (-)
Verandering in koers gedurende de vorige 40 dagen (-)
Totaal aantal uitstaande opties (-)
Institutioneel aandeelhouderschap (-)

Het totaal rendement behaald door middel van een publieke aanbodemethode bedroeg 12,5% in 2004 (Peyer en Vermaelen, 2005). Een aantal variabelen die op het abnormaal rendement door openmarkt aankopen een significante invloed hebben zijn evenzeer significant verklarend voor het abnormaal rendement behaald aan de hand van een publiek aanbod. Een nieuwkomer is de premieprijs die de belangrijkste factor uitmaakt voor het verklaren van het rendement. De hoge premie moet de aandeelhouders namelijk overtuigen van het positief signaal dat het management de markt wil insturen. In onderstaande tabel volgt een opsomming van de verschillende verklarende variabelen die een effect³ hebben op het totaal rendement van een aandeel:

Tabel 4: Factoren effect publieke aanbodemethode (door Vermaelen, 2005).

Inkooppremie (+)
Aantal gewenste in te kopen aandelen (+)
Het bezit van het management of insiders die niet verkopen (+)
Grootte van het bedrijf (-)

³ Naast de variabele staat tussen haakjes de richting van het effect weergegeven.vb1 Hoe groter de inkooppremie bij de aankondiging van het programma hoe groter het totaal rendement zal zijn.vb2 Hoe groter de grootte van het bedrijf die een aankondiging doet inzake de inkoop van eigen aandelen aan de hand van een publiek aanbod, hoe kleiner het totaal rendement zal zijn.

Marktboekratio (Tobin's Q) ⁴ (-)
Kans op overname (-)
Management stock opties (-)

Zoals eerder aangehaald onder paragraaf 2.5.4 genereert een Dutch auction minder abnormaal rendement dan een publiek aanbod. Dit komt door het feit dat de premieprijs van de eerste methode veel lager ligt dan deze van de tweede methode. Ook blijken de bedrijven die gebruik maken van een Dutch auction om eigen aandelen in te kopen groter te zijn. Dit heeft opnieuw een negatief effect op het abnormaal rendement van het aandeel (Vermaelen, 2005). Het aandelenbezit door het management blijkt hier echter geen significant effect te hebben in tegenstelling tot bij het publiek aanbod. Volgens Comment en Jarrel(1991) is dit te wijten aan het feit dat bij een Dutch auction het management haar eigen aandelen ook verkoopt in tegenstelling tot bij een publiek aanbod. Het aandelenbezit door insiders zou dus enkel een signaal geven wanneer het management haar aandelen niet verkoopt (Vermaelen, 2005).

Wat de private aankoopmethode betreft, is het rendement op het aandeel door de aankondiging van een inkoopprogramma negatief volgens een aantal studies in de jaren 1980 (Bradley en Wakeman, 1983 en Dann en De Angelo, 1983 door Vermaelen, 2005). De premie die een bedrijf betaalt - premies van ongeveer 20% (Vermaelen, 2005) - blijkt dus geen positief effect te hebben op het abnormaal rendement. De interpretatie uit deze literatuur luidt dat de private aankoopmethode vooral een beschermingsmechanisme is tegen overnames. Als de inkoop van eigen aandelen een waarde-transfer blijkt te zijn, zou het bijgevolg een totaal rendement van 0 op moeten leveren (Vermaelen, 2005). Volgens Vermaelen en Peyer (2005) gaat dit echter niet op. Zij argumenteren dat er een onderverdeling gemaakt moet worden naargelang inkoopbedrag. De inkoopprijs van het eigen aandeel en het al dan niet betalen van een premie is dus verklarend voor het al dan niet behalen van een abnormaal rendement na het aankondigen van een private aankoop. Naast de inkooppremie is ook het aantal aandelen dat men wenst in te kopen een verklarende variabele voor het totaal rendement. Het aandelenbezit door insiders en de kans op overname hebben respectievelijk een positief en negatief effect op het totaal rendement.

In bijlage 6 wordt een samenvattende tabel (tabel 18) weergegeven met de resultaten van verschillende studies naar het abnormaal rendement afhankelijk van het soort inkoopprogramma. Deze gegevens werden evenzeer door Vermaelen (2005) verzameld.

3.2.2 Europa

Als we de situatie voor België willen inschatten, is het relevant de resultaten van een aantal Europese landen te bekijken. Zoals eerder aangehaald in Hoofdstuk 1 is het inkopen van eigen aandelen in Europa niet zo populair als in de Verenigde Staten. Een van de redenen is dat wij, Europeanen, een kortere geschiedenis hebben wat betreft het inkopen van eigen aandelen. Dit

⁴ Marktboekratio: de waarde van een bedrijf volgens de markt - oftewel de aandelenprijs vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen - vergeleken met de boekwaarde van een vennootschap. Wanneer de ratio groter is dan 1, is de prijs die men voor het bedrijf wenst te betalen groter dan de boekwaarde van het bedrijf. Wanneer een bedrijf beslist haar eigen aandelen in te kopen op een moment dat het wordt ondergewaardeerd -Tobin's Q ratio (marktboekratio) kleiner dan 1 - zal het effect van die beslissing dus positiever zijn dan wanneer het de beslissing maakt op een moment van overwaardering (Tobin's Q ratio groter dan 1). Met andere woorden hoe groter deze ratio blijkt te zijn op moment van aankondiging, hoe negatiever het effect gaat zijn op het abnormaal rendement.

zorgt ervoor dat de resultaten van een aantal studies in Europa sterk verschillen van deze gevoerd met data van de Verenigde Staten (Vermaelen, 2005). Een eerste verschil is dat in Europa een publiek aanbod of een Dutch auction zelden voorkomt. Zoals eerder onder paragraaf 2.6 vermeld, maakt een openmarktaankoop ruim 80% uit van alle inkoopmethodes. Deze zouden volgens een studie van Lafler (2002) slechts een cumulatief abnormaal rendement van 1,06% opleveren (bij een inkoopfractiewaarde van 11,6%). Dit is veel lager dan het rendement in de Verenigde Staten (3%).

Uit de verschillende studies⁵ (door Vermaelen, 2005) kan geconcludeerd worden dat het rendement na aankondiging in de Verenigde Staten hoger is dan deze in Europa. Dit is enerzijds te wijten aan het feit dat sinds kort de inkoop van eigen aandelen een gebruikelijke bestedingsmethode is geworden (Von Eije ea., 2008) en anderzijds aan het feit dat een markt enkel sterk reageert in het geval van onverwachte events (Vermaelen, 2005). Zoals reeds vermeld onder paragraaf 2.3 kan de beslissing over het inkopen van eigen aandelen door een vennootschap aan de hand van drie verschillende procedures gebeuren in België. De Algemene Vergadering is de meest voorkomende wijze om te beslissen over het al dan niet inkopen van eigen aandelen, aangezien hier niet zo strenge voorwaarden aan verbonden zijn als bij de andere twee organen (de Raad van Bestuur of de dochteronderneming). Bovendien moet bij de Algemene Vergadering de beslissing van de Raad van Bestuur of de dochteronderneming, indien deze binnen de wettelijke voorwaarden vallen, goedgekeurd worden (tenzij de Raad van Bestuur in de statuten bevoegd is tot het nemen van beslissingen rond het inkopen van eigen aandelen of de beslissing gaat over het inkopen van eigen aandelen met als doel de stock options te waarborgen voor het personeel). Hierdoor worden de inkoopprogramma's verwacht voordat ze zijn aangekondigd. Met andere woorden gaat het niet meer om een onverwacht event. De markt kan bijgevolg anticiperen op de aankondiging van een inkoopprogramma. Verder is het belangrijk dat het motief om eigen aandelen in te kopen "onderwaardering" is om tot een positief effect van de beurskoers te leiden. In Europa worden vaker eigen aandelen ingekocht aangezien het management geen investeringsideeën heeft (Vermaelen door Vekeman, 2015).

3.3 Redenen van prijsstijgingen

In Hoofdstuk 2 onder paragraaf 2.5 (motieven) is reeds aan de hand van een literatuurstudie de vraag beantwoord waarom bedrijven eigen aandelen inkopen. Hier is het eerder de bedoeling de vraag te beantwoorden waarom het inkopen van eigen aandelen de prijs van het aandeel positief beïnvloedt.

3.3.1 Voordeel vennootschapsbelasting

Zoals reeds vermeld onder paragraaf 2.5 (motieven) kan een bedrijf de inkoop van haar eigen aandelen financieren met geleend geld. In tegenstelling tot de kost van het eigen vermogen, is de kost van vreemd vermogen, zijnde de intresten, aftrekbaar van de belasting. Volgens de hypothese wordt dit geleend geld niet noodzakelijk gebruikt om te profiteren van het belastingvoordeel: Een

⁵ Zie bijlage 6, tabel 18 (Data V.S.) en bijlage 7, tabel 19 (Data rest van de wereld). Hierin wordt het abnormaal rendement weergegeven in respectievelijk de Verenigde Staten en de rest van de wereld berekend volgens verschillende studies en samengevat door Vermaelen (2005).

vennootschap met een overschot aan geld geïnvesteerd in obligaties, wordt onderworpen aan een inkomstenbelasting op de interesten verdiend aan deze obligaties. Het overschot aan geld kan dus beschouwd worden als een 'negatieve schuld'. Dus men zou kunnen voorspellen dat een vennootschap die niet over de ideale solvabiliteitsratio beschikt, overgaat tot het inkopen van eigen aandelen. Hierbij zou het zelfs kunnen voorkomen dat een bedrijf eigen aandelen inkoopt wanneer de aandelenprijs boven de reële waarde van het bedrijf ligt.

Volgens een studie van Dittmar (2000) is het verschil tussen de target en werkelijke leverage ratio inderdaad een voorspeller voor inkoopactiviteit. Bovendien zijn inkoopactiviteiten positief gecorreleerd met beschikbare cash en negatief met de market-to-book ratio. Dit onderbouwt de theorie dat bedrijven die over teveel geld en te weinig investeringsopportunities beschikken, overgaan tot het inkopen van eigen aandelen. Voor dit soort bedrijven zal het belastingvoordeel van de toegenomen schuldgraad zwaarder doorwegen dan de toegenomen financiële kosten die aan de hogere schuldgraad verbonden zijn. Volgens een andere studie gebruiken vennootschappen de terugkoop van aandelen inderdaad om een ideale solvabiliteitsratio te bekomen (Lie, 2002 door Vermaelen, 2005). Een bedrijf dat relatief over teveel eigen vermogen beschikt kan op twee verschillende manieren haar schuldgraad opkrikken: Ten eerste door schulden aan te gaan en deze aan te wenden voor investeringsprojecten. Ten tweede door eigen aandelen in te kopen. Een matuur bedrijf zonder investeringsmogelijkheden maakt dus gebruik van een inkoopprogramma om haar schuldgraad op te krikken (Vermaelen, 2005). Het belastingvoordeel kan dus wel enerzijds als motief gegeven worden, maar levert geen antwoord op onze vraag op. Het verklaart namelijk niet waarom de aandelenprijs toeneemt na het aankondigen van een inkoopprogramma.

3.3.2 Persoonlijk belastingvoordeel

Zoals eerder aangehaald onder paragraaf 2.5 levert het inkopen van eigen aandelen een belastingvoordeel op voor de verkopende aandeelhouders ten opzichte van het verhogen van het dividend. Voor de niet verkopende aandeelhouders wordt de winst per aandeel - earnings per share (EPS) - verhoogd en zal ook de aandelenprijs verhogen. Deze is echter verwaarloosbaar na het in rekening brengen van transactiekosten. Het belastingvoordeel heeft dus een invloed op de inkomsten van de investeerders. Of het een invloed heeft op de aandelenprijs is echter niet duidelijk. Het belastingvoordeel kan dus als motief beschouwd worden om al dan niet kiezen voor een inkoopprogramma in plaats van een dividendverhoging, maar verklaart niet waarom de aandelenprijs stijgt.

3.3.3 Bondholder expropriatie

Een mogelijke verklaring voor de positieve abnormale return is het verschuiven van waarde van de obligatiehouders naar de aandelenhouders door de positie van de obligatiehouders risicovoller te maken. Uit een studie van Maxwell en Stephens in 2003 (Vermaelen 2005) is gebleken dat na het aankondigen van een inkoopprogramma het rendement van de obligaties significant dalen (met 18,5 basispunten). Bovendien is de kans groter dat het verloop van de obligatieratings na de aankondiging neerwaarts is in plaats van opwaarts. Het probleem is echter dat het niet duidelijk is in welke richting de relatie loopt. De waarde van obligaties en aandelen zijn negatief gecorreleerd. Het is logisch dat wanneer de aandelenprijs stijgt deze van de obligaties daalt.

3.3.4 Agency kosten en de free cashflow theorie

Zoals eerder vermeld, leidt het bezitten van teveel vrije cash binnen een bedrijf tot een aantal mogelijke agency kosten. Aangezien controle en bezit gescheiden zijn van elkaar in beursgenoteerde bedrijven (Berle & Means, 1932) kan het tot verrijking van het management leiden. Mogelijke voorbeelden hiervan zijn empire building, perquisites en het investeren in projecten met een negatieve netto contante waarde. Wanneer een bedrijf haar eigen aandelen terugkoopt, bouwt het een dubbel controlemechanisme in. Ten eerste kan de markt dit zien als een mechanisme om verwatering van het cash tegen te gaan en zal de aandelenprijs als gevolg stijgen. Daarnaast zal het bedrijf in de toekomst gebruik moeten maken van vreemd vermogen om in projecten te kunnen investeren. De managers zullen hierdoor onder nauwkeurig onderzoek van bankiers vallen. Volgens de theorie zal het bedrijf moeten lenen tot de optimale financiële structuur bereikt is, waarbij de kost van het vreemd vermogen en de agency kosten worden geminimaliseerd (Jensen, 1986).

Toch zit er een paradox in de verklaring over het gebruik maken van inkoopprogramma's om het management te disciplineren. Van de inkoop van eigen aandelen is 90% een openmarkt aankoop dat in gang gezet wordt door het management. "Slechte" managers zouden dit niet vrijwillig doen aangezien ze het geld eerder zouden aanwenden voor hun eigen belang. Volgens Allan en Michaely (2003 door Vermaelen, 2005) worden deze "slechte" managers gedwongen de vrije cash uit te betalen door de dreiging van gelimiteerde disciplinaire acties opgelegd door outside investeerders. Bij het ontbreken van deze externe druk, zouden enkel "goede" managers free cash uitbetalen. Maar "goede" managers zouden geen gebruik moeten maken van buybacks aangezien ze altijd bereid zijn te investeren - "park the cash"- in projecten met een zero netto contante waarde. In dit geval is het positief abnormaal rendement na een aankondiging van een inkoopprogramma enkel te verklaren door het feit dat investeerders het verschil niet kennen tussen "slechte" en "goede" managers. De aankondiging signaleert met andere woorden de kwaliteit van het management, waardoor er geen verschil blijkt te zijn tussen de free cashflow-hypothese en de signaling hypothese. Anders gesteld, het bedrijf dat eigen aandelen inkoopt wordt eerder geleid door goede managers die willen signaleren dat zij goed zijn, dan door slechte managers die gedwongen worden free cash uit te betalen (Vermaelen, 2005). Consistent met deze interpretatie wijzen de studies van Grullon en Michaely (2004), betreffende openmarkt aankopen, en Nohel en Tarhan (1998), betreffende tender offers, uit dat aankondigingsreturns hoger zijn voor bedrijven waarbij de investeerders de agency kosten als hoog percipiëren, zoals bedrijven met vrije cash en - lage groei opportuniteiten - een lage marktboekratio.

In Belgische context is de beargumentering hierboven, die uitgaat van het principaal-agent model, discutabel. Volgens een studie van het ECGI (European Corporate Governance Institute) is de controle en het eigendom van beursgenoteerde bedrijven niet gescheiden van elkaar in continentaal Europa (Goergen, 2012). Ook andere studies leiden tot dezelfde conclusie (Brecht en Boehmer, 2001; De Jong et al., 2001; Goergen en Renneboog, 2001). In België is de controle vaak in handen van één referentieaandeelhouder. Dit verhoogt de kans op het principaal-principaal probleem, waarbij de minderheidsaandeelhouders gevaar lopen uitgebuit te worden door de meerderheidsaandeelhouders. De referentieaandeelhouder heeft meer controle over haar management, waardoor de externe controlemechanismen minder belangrijk zijn. Toch blijven de

banken een belangrijke bron van controle voor het management door de asymmetrische informatie die blijft bestaan tussen het management en de referentieaandeelhouder.

Een tweede probleem met het agency-model betreffende aankondigingsreturns in tender offers is dat er voldoende bewijs is dat de inkooppremie de meest statistisch significante factor is die de aankondigingsreturns verklaart. Deze inkooppremie zou irrelevant moeten zijn in het agency kostmodel, terwijl het bij het signaling-model een cruciale rol speelt. Volgens de Agency theorie maakt het niet uit aan welke prijs een bedrijf haar eigen aandelen inkoopt, of het bijvoorbeeld 50 aandelen zijn voor €20 of 100 aandelen voor €10 (in beide gevallen wordt er evenveel geld uitgegeven). Toch blijken regressies die de premie als onafhankelijke variabele gebruiken over een grotere verklarende power te beschikken dan regressies met het bedrag betaald aan aandelen als onafhankelijke variabele.

3.3.5 Signaling

Volgens verschillende kwalitatieve onderzoeken (Wansley ea., 1989; Bradley, 1983) is de belangrijkste motivatie voor managers om eigen aandelen in te kopen het feit dat ze menen dat de aandelen zijn ondergewaardeerd. Een onderwaardering kan omwille van twee redenen gebeuren. Enerzijds kunnen de verwachte kasstromen door de markt onderschat worden en anderzijds kan de markt het risico overschatten. Een mogelijke reden voor het onderschatten van de kasstroom komt door het feit dat de markt gelooft dat de managers niet om aandeelhouderswaarde geven, maar een geheime agenda hebben. In dat geval overschat de markt de agentkosten. Een stijging van de aandelenprijs reflecteert dat de markt het management gelooft. Signaling wordt door Vermaelen (2005) gedefinieerd als:

"Een poging aan investeerders te communiceren dat hun huidige voorspellingen over toekomstige prestaties van het bedrijf te pessimistisch zijn."

Er zijn reeds een heel aantal signaling modellen ontwikkeld die in het algemeen gebaseerd zijn op drie verschillende assumpties. Ten eerste moet het signaal kostelijk zijn opdat het signaal geloofwaardig overkomt. Ten tweede gaat men ervan uit dat als signalering kostelijk is, er ook een voordeel aan het signaal verbonden moet zijn. De derde assumptie is dat het signaal de informatie van de managers volledig prijsgeeft wanneer de markt in evenwicht is. Eenvoudig gesteld, wanneer het management aandelen van het bedrijf bezit en het bedrijf in kwestie haar eigen aandelen inkoopt tegen een positieve premieprijs, verliest het management waarde wanneer het liegt (ze hebben geen reden te geloven dat de aandelen ondergewaardeerd zijn). De kost van het signaal is positief gerelateerd met de inkooppremie, het percentage aan ingekochte aandelen en het percentage aandelen in het bezit van het management oftewel managerial ownership (Vermaelen, 1981). De voordelen van het signaal zijn private voordelen van controle⁶, aangezien een stijging van de aandelenprijs de dreiging van een vijandige overname doet afnemen. Het signaalmodel

⁶ De agent kan zorgen voor private alsook publieke voordelen. Een publiek voordeel vloeit naar iedereen van het bedrijf. Zo is het toenemen van de aandelenprijs een publiek voordeel aangezien het waarde creëert voor alle aandeelhouders. Het privaat voordeel bij een prijsstijging van de aandelen is het afnemen van het gevaar van een vijandige overname. Na een vijandige overname, gebeurt er namelijk meestal een herstructurering waarbij het huidige management wordt vervangen door een nieuw. Het afnemen van de dreiging is dus een privaat voordeel voor het management.

gaat ervan uit dat aan de signalering een aantal voordelen zijn verbonden om de kosten die het teweegbrengt te compenseren. Volgens Allen en Michaely (door Vermaelen, 2005) zouden bedrijven het kostelijk signaleren beter vermijden, aangezien de markt op lange termijn toch de waarde van de onderneming achterhaalt. Maar Vermaelen (1981) beargumenteert dat managers het signaal gebruiken om te voorkomen dat het bedrijf wordt overgenomen tegen een lage aandelenprijs. Het inkoopprogramma doet met andere woorden dienst als een verdedigingsmechanisme tegen overnames (Persons, 1994; Sinha, 1991). Het is echter een duur verdedigingsmechanisme aangezien er een inkooppremie betaald moet worden, het percentage van aantal aandelen in het bezit van het management toeneemt of het risico op faillissement toeneemt voor het bedrijf (wanneer het eigen aandelen inkoopt met geleend geld). Voor "goede" bedrijven ligt deze kost echter lager. Deze "goede" bedrijven zijn namelijk ondergewaardeerd – kasstroom wordt onderschat of risico wordt overschat- waardoor de premie die het betaalt voor haar eigen aandelen lager is dan voor "slechte" bedrijven (Vermaelen, 2005). Dit verklaart dat de aandelenprijs stijgt en de kans op overname daalt na het aankondigen van een inkoopprogramma. Zoals boven reeds vermeld onder paragraaf 3.3.4 (Agency theory), levert het inkopen van eigen aandelen het extra voordeel op minder cash ter beschikking te stellen voor het management zodat de agentkosten verlaagd worden. Verschillende studies (Nohel & Tarhan, 1998; Dann ea., 1991; Vermaelen, 1981) vonden een significant abnormale toename in inkomen (earnings) na een tender offer. Het feit dat de meest significante toenames gebeuren op lange termijn duidt op een management dat geen misbruik wilt maken van inside information. Het signaling model geeft dus een relevante verklaring voor de toename in de aandelenprijs na het aankondigen van een inkoopprogramma. Volgens een studie van D'Mello en Schroff (2000) worden 74% van de aandelen inderdaad ondergewaardeerd voor de aankondiging van een inkoopprogramma, wat duidt op een aanvaarding van het signaling model. Volgens Haw et al. (2012) komen de "slechte" oftewel "mimicking" bedrijven – gebruiken de aankondiging van een inkoopprogramma om de markt te misleiden en de aandelenprijs kunstmatig hoog te houden – eerder voor in landen waar de investeerders minder goed beschermd worden en het aandeelhouderschap sterk geconcentreerd is. Deze bedrijven hebben bovendien meer nood aan externe financiering, kopen minder aandelen terug en tekenen meer nieuwe aandelen in het jaar van hun inkoopprogramma (Haw, 2012).

De uitgevoerde studies tot nu toe weergegeven gelden voor tender offers en private aankopen met een premie, maar niet voor openmarktaankopen. Het signaalmodel testen bij openmarktaankopen kampt met drie verschillende problemen. Ten eerste is de aankondiging van een openmarktaankoop geen garantie voor het uitvoeren ervan⁷. Ten tweede maken bedrijven in het algemeen niet vrijwillig bekend wanneer ze effectief aandelen inkopen, hetgeen ze wel zouden doen in geval van signalering. Ten derde zijn de aankondigingsreturns laag (3%). Het is moeilijk voor te stellen dat managers vrijwillig zo een laag percentage van onderwaardering willen signaleren.

Aan de andere kant kan een bedrijf onvrijwillig een onderwaardering signaleren. Het koopt louter aandelen in wanneer haar aandelen zijn ondergewaardeerd.

⁷ Volgens Babenko (2010) kunnen managers een openmarkt aankoopprogramma aankondigen om de markt te misleiden en de aandelenprijs kunstmatig hoog te houden.

Ikenberry en Vermaelen (1996) gaan zelfs verder door te stellen dat een openmarktaankoopprogramma vergelijkbaar is met een optie om aandelen in te kopen wanneer de aandelen ondergewaardeerd zijn. De optie is dan ITM aangezien de aandelenprijs de echte waarde van het bedrijf niet vertegenwoordigt en zal stijgen in de toekomst. Dit duidt op het feit dat er een onderscheid gemaakt moet worden tussen twee onderzoeksvragen: 1) "Waarom kopen managers eigen aandelen in?" Dit is reeds besproken onder paragraaf 2.5 Motieven 2) "Wanneer kopen managers eigen aandelen in?" Namelijk wanneer de aandelenprijs laag staat. Dit wordt verder uitgelicht onder paragraaf 3.4 (Het Lange Termijneffect).

3.4 Het lange Termijneffect

3.4.1 Algemeen

Hierboven werd het korte termijn effect op de aandelenprijs, teweeggebracht door de aankondiging van inkoopprogramma's, behandeld. In deze paragraaf wordt het lange termijneffect besproken. Anders gezegd nemen we het effect van de uitvoering van een inkoopprogramma op de aandelenprijs in beschouwing. De studies zijn echter schaars rondom de consequenties van het effectief uitvoeren van deze programma's (Vermaelen, 2005).

De studies die het korte termijn effect onderzoeken, gaan vaak uit van de assumptie dat de markten efficiënt reageren op aankondigingen van inkoopprogramma's. Wanneer een bedrijf haar eigen aandelen inkoopt, vooral via een openmarktaankoop, beweert het vaak dat het aandeel een "goede investering" is. Volgens de "goede investering" oftewel "onderwaardering" oftewel "market timing" hypothese reageert de markt echter onvoldoende op een aankondiging van een inkoopprogramma. Dit is in contrast met het signaling model die veronderstelt dat het management via een aankondiging inside informatie volledig met de markt deelt. Bij een efficiënte reactie van de markt op de aankondiging van een inkoopprogramma zou de onderwaardering volledig weggewerkt moeten worden. Een bedrijf dat in evenwicht is, zou een inkoopprogramma aankondigen, waardoor de aandelenprijs zich beweegt naar de faire waarde van het bedrijf en het inkoopprogramma niet meer uitvoeren (aangezien een bedrijf dat gebruik maakt van een openmarktaankoopprogramma niet gehouden is tot het effectief inkopen van haar eigen aandelen). Toch worden de meeste openmarktaankopen wel uitgevoerd na aankondiging. Dit maakt dat managers in het algemeen van mening zijn dat de markt niet voldoende reageert op de aankondiging van een openmarkt aankoopprogramma. De reactie van de markt op een aankondiging is met andere woorden inefficiënt volgens de managers. De efficiënte markt hypothese valt echter moeilijk te weerleggen. Verder kampt het onderzoeken op een lange termijn effect met methodologische en statistische problemen. Zo kunnen de geobserveerde abnormale returns verklaard worden door een vertekende "terugkoop risico factor". Dat wil zeggen dat aandelen die de kans lopen ingekocht te worden door het bedrijf, nooit te veel zakken in waarde omdat dan het risico op de wederinkoop verhoogt. Deze factor zorgt ervoor dat de impact van de uitvoering van een inkoopprogramma op de prijs van het aandeel moeilijk meetbaar is.

3.4.2 Angelsaksische context

Opnieuw worden eerst de resultaten besproken van studies gevoerd op de aandelen die genoteerd staan op de beurs van de Verenigde Staten, waarna er dichterbij huis wordt gekeken.

Volgens Lakonishok en Vermaelen (door Vermaelen, 2005) treedt er een extra rendement van 8% op wanneer aandelen één maand na de vervaldag van een tender offer worden gekocht en twee jaar worden aangehouden. Verder blijkt het cumulatief abnormaal rendement van de maand voor de aankondiging tot de maand na de vervaldag gelijk te zijn aan de risicopremie betaald door het bedrijf. Anders gesteld representeert de prijs die een bedrijf bereid is te betalen voor haar eigen aandelen, de faire waarde van het aandeel. Toch reageert de markt vaak onvoldoende en is het vaak kritisch. Er blijkt echter wel een negatieve correlatie te zijn tussen de grootte van het bedrijf en de reactie van de markt op een inkoopprogramma. Dit is logisch aangezien kleine bedrijven vaak ondergewaardeerd zijn. De resultaten van de studie van Ikenberry et al (1995) en Peyer en Vermaelen (2005 door Vermaelen, 2005) zijn consistent met de hypothese dat wanneer waarde bedrijven -lage marktboekratio - een terugkoop van aandelen aankondigen, de kans groot is dat de motivatie dit te doen gedreven wordt door een verlangen voordeel te halen uit een onderwaardering van de aandelenprijs. Dit wordt in hun studie afgeleid uit het feit dat de meeste abnormale returns behaald worden door waarde bedrijven in tegenstelling tot groei bedrijven (hoge marktboekratio). Deze laatste zouden volgens Weston en Siu (door Vermaelen, 2005) op lange termijn geen abnormaal rendement teweegbrengen aangezien ze de markt willen manipuleren – de aandelenprijs laten stijgen terwijl het bedrijf niet ondergewaardeerd is - aan de hand van een inkoopprogramma.

Onder het korte termijn effect hebben we reeds aangetoond dat er een onderscheid gemaakt moet worden tussen de vragen waarom een manager eigen aandelen inkoopt - verscheidene redenen - en wanneer een manager eigen aandelen inkoopt (wanneer de aandelenprijs ondergewaardeerd is). Consistent met het antwoord op de tweede vraag zijn er een aantal studies uitgevoerd die vonden dat insiders aandelen inkochten op het moment dat het bedrijf haar aandelen inkocht (Scott ea., 1992; Netter ea., 1989). Vermaelen (2005) toont aan de hand van een praktisch voorbeeld aan dat het opkopen van aandelen van bedrijven die hun eigen aandelen inkopen met als motivatie "ondergewaardeerd" te zijn, leidt tot een outperformance van de portefeuille ten opzichte van de markt.⁸

Ook in Canada (Ikenberry ea., 2000) en het Verenigd Koninkrijk (Oswald ea., 2004 door Vermaelen, 2005) werden economisch en statistisch significante abnormale rendementen teruggevonden op lange termijn. In Canada is het, net zoals in België, verplicht het aantal ingekochte aandelen bekend te maken. Hierdoor kon in de studie van Ikenberry ea. (2000) de market timing hypothese⁹ getest worden. Hierin wordt afgeleid dat wanneer bedrijven een inkoopprogramma aankondigen maar deze niet uitvoeren, ze een abnormaal rendement ervaren in het eerste jaar na de aankondiging. In de volgende twee jaren is het abnormaal rendement echter gelijk aan nul. Een bedrijf dat daarentegen de inkoopprogramma wel uitvoert, ervaart in het eerste jaar een abnormaal rendement gelijk aan nul. De volgende twee jaren ervaart het echter een

⁸ Vermaelen had gedurende de jaren 1998-2004 de portefeuille van een open-ended mutual fonds beheerd van de Belgische bank KBC. Deze fonds investeerde in aandelen die aangekondigd waren ingekocht te worden door hun eigen onderneming waarbij de motivatie "onderwaardering" was. In vergelijking met de overige Amerikaanse fondsen verkocht in België, had de KBC buyback fonds het hoogste buy-and-hold rendement.

⁹ Market Timing hypothese: Bedrijven gaan de inkoop van eigen aandelen effectief uitvoeren wanneer de marktreactie inefficiënt is na aankondiging van het inkoopprogramma (het korte termijn effect). Hierdoor zal er een lange termijn effect teweeg worden gebracht in de aandelenprijs.

positief abnormaal rendement. Deze resultaten zijn consistent met de Market timing hypothese en spreken onder andere de agentkost theorie en takshypothese¹⁰ volledig tegen.

3.4.3 Continentaal Europa

In continentaal Europa komen de resultaten echter niet overeen met bovenstaande bevindingen. Hier blijkt het abnormaal rendement op lange termijn negatief te zijn (Lasfer, 2002). Zoals eerder vermeld is de aandeelhoudersstructuur in Continentaal Europa verschillend van deze in de Angelsaksische landen. In continentaal Europa worden de investeerders dan ook minder beschermd en treden er weleens conflicten op - principaal-principaalprobleem - tussen de minderheidsaandeelhouders en de referentieaandeelhouder(s). Volgens Lasfer is dit samen met het feit dat er minder informatie asymmetrie is in Europese bedrijven, de reden dat er een verschil is tussen de resultaten. Aangezien de inkoop van eigen aandelen slechts sinds enkele jaren aan een opmars bezig is in continentaal Europa is het evenzeer wachten op data die een duidelijk beeld kunnen creëren over het gedrag van de lokale markten.

Kort samengevat concluderen de studies uitgevoerd op de drie Angelsaksische markten (VS, Canada en VK) dat managers in het algemeen voordeel kunnen halen wanneer de aandelen van het bedrijf die ze besturen ondergewaardeerd zijn. Deze conclusie verdedigt samen met het bewijs dat het verkopen van aandelen gepaard gaat met een negatief lange termijn rendement (Loughran ea., 2000 door Vermaelen, 2005) de market timing hypothese. Eenvoudig gezegd, bedrijven kopen ondergewaardeerde aandelen terug en geven overgewaardeerde aandelen vrij. Deze asymmetrische informatie baat de lange termijn aandeelhouders van het bedrijf door bevoordeeld te zijn ten opzichte van outside investeerders.

3.5 Conclusie

In dit hoofdstuk zijn twee theorieën naar voor gekomen die het effect van inkoopprogramma's op de aandelenprijs verklaren. De signaaltheorie verklaart waarom het aankondigen van een inkoopprogramma een positief effect teweegbrengt op de aandelenprijs. Naast de theorie worden ook enkele verklaarbare variabelen beschreven die een invloed zouden hebben op de mate van het positief effect. De market-timingtheorie verklaart daarentegen het positief effect dat het uitvoeren van een inkoopprogramma heeft op de aandelenprijs.

¹⁰ De agentkost theorie en takshypothese gaan ervan uit dat de aandelenprijs enkel stijgt wanneer het inkoopprogramma effectief wordt uitgevoerd.

Hoofdstuk 4: De financiële instellingen en de financiële crisis

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen we de gevolgen van de financiële crisis op de inkoop van eigen aandelen beschrijven. In de vorige twee hoofdstukken is dit reeds aan bod gekomen, maar hier zal een meer gedetailleerde toelichting volgen. Aangezien de crisis haar oorsprong en gevolgen vooral binnen de financiële instellingen kent, worden onder paragraaf 4.2 de werking en de risico's van deze instellingen beschreven. Onder paragraaf 4.3 volgt een opsomming en een toelichting van de maatregelen genomen na de crisis. Tenslotte wordt het verloop van de inkoopactiviteiten van zowel alle bedrijven als financiële instellingen onder de loep genomen.

4.2 Financiële instellingen en hun risico's

4.2.1 Definitie

De website van de NBB (Nationale Bank van België) geeft volgende definitie voor financiële instellingen:

“De sector financiële instellingen bestaat uit alle vennootschappen en quasi-vennootschappen met als hoofdfunctie financiële intermediatie (financiële intermediairs) en/of het verlenen van financiële hulpdiensten (financiële hulpbedrijven). Onder financiële intermediatie wordt verstaan de activiteit waarbij een institutionele eenheid via een markt voor eigen rekening tegelijkertijd vordering- en schuldverhoudingen aangaat. De vorderingen en schulden van financiële intermediairs hebben uiteenlopende kenmerken, hetgeen impliceert dat via financiële intermediatie verkregen middelen worden omgezet of heringedeeld wat looptijd, omvang, risico e.d. betreft. Onder het verlenen van financiële hulpdiensten wordt verstaan het verlenen van diensten die nauw verband houden met financiële intermediatie, maar op zichzelf niet als zodanig kunnen worden aangemerkt.”

Voorbeelden van financiële instellingen zijn banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, commissionairs en dergelijke (Saunders ea., 2014).

4.2.2 Activiteiten

De definitie en de voorbeelden hebben reeds de hoofdactiviteiten van een financiële instelling prijsgegeven. Hieronder volgt opnieuw een opsomming samen met een beschrijving van de activiteiten. Dit geeft een duidelijk beeld over de oorsprong van de risico's van financiële instellingen.

4.2.2.1 Functie als broker

De eerste functie is de brokerage – makelaars – functie. Een financiële instelling treedt hierbij op als agent voor de spaarder door middel van informatieverschaffing en transactiediensten. Er zijn twee typen brokers: de discount broker en de full service broker. Discount brokers zorgen voor de

aankoop of verkoop van effecten tegen een betere prijs en met een hogere efficiëntie vergeleken met de orders geplaatst door particuliere spaarders. De efficiëntie resulteert in een lagere tradingkost oftewel schaalvoordelen. De full service broker biedt naast de effectenorders ook een resem aan diensten aan tegen een bepaalde kost. Dit gaat van analyses tot beleggingsadvies. Het is de broker wel ten strengste verboden om voor eigen rekening en risico op de beurs te handelen.

4.2.2.2 Functie als asset transformer

De tweede functie is de asset transformation functie. De financiële instelling koopt de financiële claims door bedrijven uitgegeven – primaire effecten – en verkoopt deze claims – secundaire effecten - aan particuliere investeerders en andere sectoren in de vorm van spaarboekjes, verzekeringpolissen enzovoort. Door het beter managen van de drie kosten die een spaarder ondergaat bij het direct investeren in bedrijfseffecten, kan een financiële instelling de primaire effecten van bedrijven kopen en transformeren in rendabele secundaire effecten.

4.2.3 Risico's

Een financiële instelling ondergaat verschillende risico's door haar uniek karakter. Er wordt niet in detail ingegaan op de verschillende risico's aangezien dit buiten het bereik van deze masterproef is. Wel worden de risico's samen met een beschrijving ervan in onderstaande tabel opgesomd:

Tabel 5: Risico's van een financiële instelling (door Saunders ea., 2014).

Risico	Beschrijving
Interestvoet risico	Het risico gedragen door een FI wanneer de looptijden van de activa en passiva niet gelijklopen.
Kredietrisico	Het risico dat voorziene cashflows van leningen en effecten niet volledig worden betaald aan de FI.
Liquiditeitsrisico	Het risico dat een plotse terugval in passiva - Run on the bank- de FI ertoe dwingt een aantal activa te liquideren op een korte periode en tegen een lagere prijs dan de faire marktprijs.
Wisselkoersrisico	Het risico dat wisselkoersschommelingen de waarde van de activa en passiva gewaardeerd in een buitenlandse munt beïnvloedt.
Landrisico	Het risico dat terugbetalingen van buitenlandse leners onderbroken kan worden door beperkingen, verbod of tussenkomst van buitenlandse overheden.
Marktrisico	Het risico van activa en passiva in de tradingboek van een FI door veranderingen in de interestvoet, wisselkoers en andere prijzen.
Off-balance-sheet risico	Het risico gedragen door een FI door off-balance-sheet activiteiten.
Technologisch risico	Het risico gedragen door een FI wanneer haar technologische investeringen niet resulteren in de geanticiperde kostenbesparingen.
Operationeel risico	Het risico dat bestaande technology, auditing , monitoring, en andere support systems slecht presteren of wegvallen.
Solvabiliteitsrisico	Het risico dat een FI niet genoeg kapitaal heeft om een plotse daling in de waarde van haar activa te compenseren.

Een groot verschil tussen banken en andere bedrijven is de lage solvabiliteitsgraad van banken. In 2012 was deze solvabiliteitsgraad gemiddeld 11.48% (Saunders ea., 2014). Aangezien het kapitaal van een FI vaak slechts een tiende van het balanstotaal vertegenwoordigt, is het solvabiliteitsrisico een belangrijk aspect binnen het bankwezen. Na de financiële crisis van 2008 zijn er bijgevolg wettelijke maatregelen gekomen om dit risico te reduceren. Deze maatregelen hebben een negatief effect op de inkoopactiviteiten van FI en worden in de volgende paragraaf overlopen.

4.3 Maatregelen

4.3.1 Inkoop van eigen aandelen

Onder paragraaf 2.3 zijn reeds de wettelijke vereisten omtrent de inkoop van eigen aandelen opgesomd. Hieronder vallen ook de nieuwe regels die sinds 2009 zijn ingevoerd om zowel de flexibilisering als de transparantie naar de markt toe te bevorderen.

4.3.2 Basel III

Naast de directe wettelijke vereisten die de inkoop van eigen aandelen behandelen, zijn er ook extra maatregelen voor een bank ingevoerd die een effect hebben op haar inkoopactiviteiten. Deze maatregelen werden ingevoerd onder Basel III en dienen tegen 2019 door elke FI in acht genomen te worden. Basel III is ontworpen om de kwaliteit en kwantiteit van het kapitaal van banken te verbeteren, zodat deze beter in staat zijn verliezen op te vangen. De effectieve impact van de hervorming hangt af van de houding van de banken inzake de verandering van hun strategie, kostenstructuur en het remuneratiebeleid van haar aandeelhouders (Marius, 2013).

De recente financiële crisis heeft aangetoond dat niet alle risico's in de vorige vereiste solvabiliteitsratio's - onder Basel II - vervat zaten. Dit gaf de verkeerde indruk over de soliditeit van banken. Als respons heeft het Basel comité een ratio opgesteld die het opbouwen van systematisch risico incalculeert. Onder Basel III wordt het eigen vermogen opgedeeld volgens 3 categorieën: Tier 1, Tier 2 en tier 3. Tier 1 wordt op haar beurt onderverdeeld in twee subcategorieën: de Core Tier One (Solid Core) en Tier One. De eerste subcategorie, Core Tier One - ook wel common of solid equity genoemd - bevat de nauwe basis van het eigen vermogen (kapitaal en reserves). De tweede subcategorie, Tier One - ook wel basic equity capital genoemd - bevat het kapitaal, de reserves en bepaalde hybride effecten. De nieuwe wetgeving is strenger en veel van deze hybride effecten moeten onder Tier 2 gebracht worden. Deze laatste categorie bevat het gehele complementaire eigen vermogen. Tier 3 tenslotte wordt op dit moment gebruikt om het marktrisico te dekken, maar zal niet meer tot het vereist kapitaal behoren in de toekomst. In onderstaande tabel wordt de samenstelling van het vereist kapitaal onder de Basel III wetgeving duidelijk weergegeven (in het Engels).

Tabel 6: Samenstelling van vereist kapitaal onder Basel III.
Bron: Moss Adams LLP (2012) door Marius (2013)

Basel III – Equity Capital	
Tier 1	Core Tier 1 (Common Equity)
	Capital, retained earnings
	Gains and losses directly recognized in equity
	Minority interests when the branch is a bank and according to a cap
	Treasury shares, intangible assets, goodwill
	Shareholdings in financial and insurance companies
	Insufficient provisions in relation to the expected loss
	Gains or losses from cash flow
Miscellaneous	
Tier 2	Lower Tier 1
	Equity instruments able to absorb losses, satisfying certain conditions
	Instruments of the same nature held in other financial institutions (banks, insurance)
	Subordinated loans which have a period of at least five years and which meet certain conditions
	Instruments of the same nature held in other financial institutions (banks, insurance)

Na de recente financiële crisis werd de nood aan een groter eigen vermogen benadrukt. Onder de huidige Basel (II) wetgeving wordt er een minimum core tier 1 van 2% vereist. Deze wordt verhoogd naar 4.5% onder Basel III. De minimum Tier 1 ratio stijgt van 4% naar 6%. Om verliezen tijdens crisisperiodes op te vangen werden twee additionele buffers geïntroduceerd onder Basel III: De capital conservation buffer en de countercyclical buffer. De eerste buffer, de capital conservation buffer, werd ontworpen om een minimum level aan kapitaal tijdens een economische recessie vast te leggen. Deze buffer bedraagt 2.5% Core Tier 1 items. De tweede buffer, de countercyclical buffer, werd op verzoek van de nationale wetgevers geïntroduceerd om met sectorrisico om te gaan tijdens periodes van sterke kredietgroei. Het is een variabele ratio die gerelateerd is aan een aantal macro-economische variabelen en moet bestaan uit Tier 1 kapitaal. In onderstaande tabel wordt het procentueel vereist eigen vermogen duidelijk weergegeven.

Tabel 7: Vereist kapitaal onder Basel III (door Marius, 2013).

	Core Tier 1	Totaal Tier 1	Totaal kapitaal
Minimum	4.50%	6.00%	8.00%
Conservation Buffer (CB)	2.50%		
Minimum (incl. CB)	7.00%	8.50%	10.50%
Countercyclical Buffer	0 – 2.50%	8.50 – 11.00%	10.50 – 13.00%
Systemic Risk Buffer		Nog te bepalen	

4.4 Inkoopactiviteiten na de financiële crisis

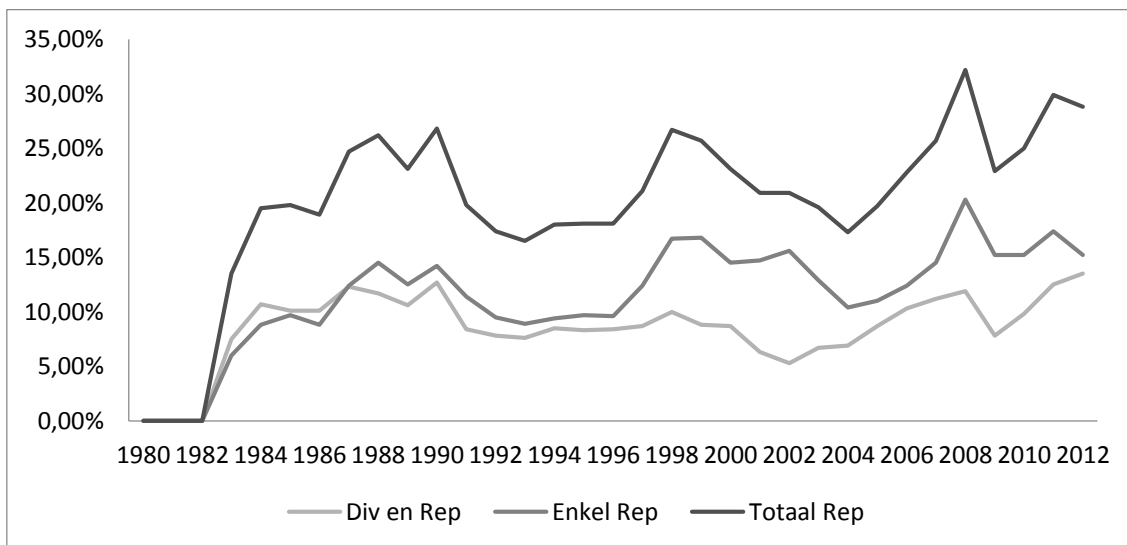
4.4.1 Bedrijven

"Bye-Bye Buy-Backs" is de titel van een artikel dat de inkoopactiviteiten van 2008 in het Verenigd Koninkrijk beschrijft. Het aantal aankondigingen van inkoopprogramma's door Engelse bedrijven daalde van 2124 in het laatste kwartaal van 2007 naar slechts 579 in het laatste kwartaal van 2008. De hoofdreden van de daling was de kredietcrisis en de groei van liquiditeitszorgen (Finn ea., 2009).

Niet enkel in het Verenigd Koninkrijk, maar over heel de wereld daalde het aantal inkoopactiviteiten drastisch, aangezien de financiële (krediet) crisis een globaal fenomeen was. Als we naar de industriële bedrijven kijken in de Verenigde Staten zien we dat veel bedrijven hun inkoopprogramma's annuleerden in de nasleep van de crisis.¹ Terwijl dividenden systematisch en gestaag - van \$221 miljard in 2007 naar \$209 miljard in 2009 - daalden, werden inkoopprogramma's agressief geschrapt. Het bedrag uitgegeven aan de inkoopprogramma's daalde drastisch van \$453 miljard in 2007 naar \$312 miljard in 2008 en \$130 miljard in 2009 (Floyd ea., 2014). Dit steeg echter terug naar \$216 miljard in 2010 en \$336 miljard in 2011 (boven het niveau van dividenduitgaven). In onderstaande grafiek wordt de trend van de fractie bedrijven dat haar eigen aandelen inkoop in de Verenigde Staten duidelijk weergegeven.

Figuur 2: Verloop fractie industriële bedrijven met een inkoopprogramma.

Bron: Data door Floyd ea., 2014.



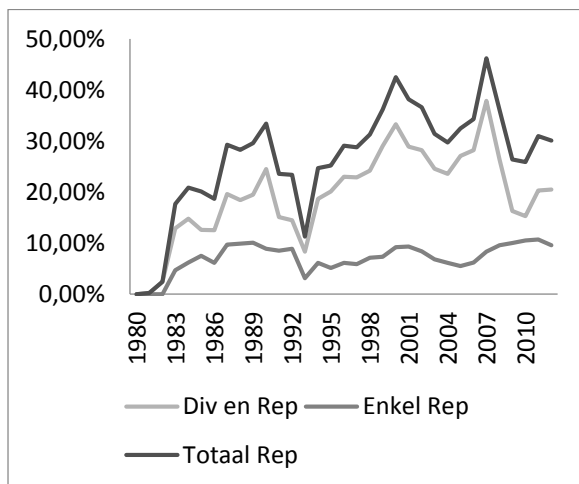
4.4.2 Financiële instellingen

Tijdens de financiële crisis schroefden de banken in de Verenigde Staten hun inkoopactiviteiten spoedig terug van \$ 24.4 miljard in 2007 naar \$0.3 miljard in 2008 (Floyd ea, 2014). De fractie van banken dat haar eigen aandelen inkocht daalde van 51% in 2007 naar 26% in 2008, 13% in 2009 en 10% in 2010. Vervolgens steeg het naar 20% in 2011 en 2012. Maar de historisch hoge fractie van 51% werd niet meer bereikt. Het valt op dat banken eerder bereid waren hun inkoopprogramma's te schrappen dan hun dividenden te verlagen. Dit valt te verklaren door het

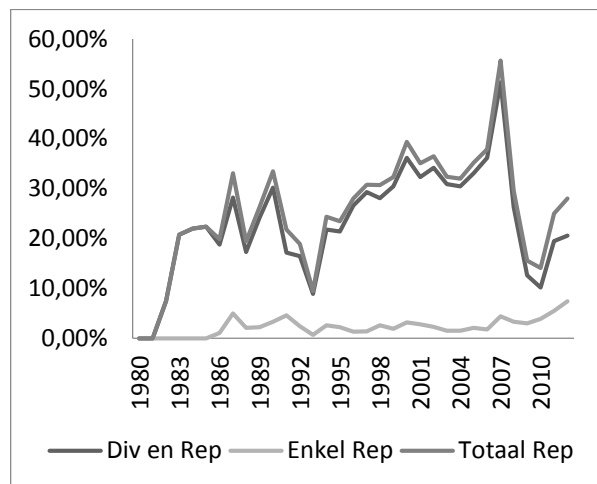
¹ Zie bijlage 8, tabel 20.

feit dat banken zeer signaal gevoelig zijn. Voor hun gaat eerder de signaalhypothese op. Inkoopprogramma's zijn hierbij eerder flexibel, terwijl een dividendverlaging een negatief signaal de markt instuurt. In onderstaande grafieken – links de grafiek voor de financiële instellingen (FI) in de VS² en rechts de grafiek voor de commerciële banken (CB) in de VS³ – wordt de daling van het aantal bedrijven met een inkoopprogramma na de financiële crisis duidelijk weergegeven.

Figuur 3: FI met een inkoopprogramma in de VS.
Bron: data van Floyd ea., 2014.



Figuur 4: CB met een inkoopprogramma in de VS.
Bron: data van Floyd ea., 2014



4.5 Conclusie

Voor de crisis was er algemeen een explosie van uitkeringen aan de aandeelhouders. Sinds de crisis is er echter toch een verschil tussen de banken en de andere bedrijven. Hoewel ze beiden hun inkoopprogramma's drastisch terugdrongen in 2008 en 2009, is het verloop van inkoopprogramma's sinds 2010 verschillend. In grote bedrijven worden inkoopprogramma's vaak aangewend als smoothing methode voor het dividend. Een dividendverhoging komt zelfden voor, aangezien men voorzichtig is en een dividendverlaging in de toekomst wilt vermijden. Een bank daarentegen gebruikt het dividend als signaleringsmechanisme voor haar financiële sterkte. Het is dan ook eerder geneigd haar dividend te verhogen in haar competitieve omgeving. Een inkoopprogramma wordt dus niet zozeer gebruikt om het dividend te smoothen. Sinds Basel III dient een bank haar kapitaal ook op te krikken. Dit betekent dat er minder vrije cash in omloop is, wat samen met de preferentie van dividenden, de lage fractie van banken met een inkoopprogramma verklaart.

² Zie bijlage 9, tabel 21.

³ Zie bijlage 10, tabel 22.

Deel III: Empirisch onderzoek

Hoofdstuk 5: Hypothesen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de hypothesen voorgesteld die aan de basis liggen van dit onderzoek. Uit hoofdstuk 3 van de literatuurstudie zijn er een tweetal theorieën naar voor gekomen, waaruit de eerste vier hypothesen zijn opgesteld. Hoofdstuk 4 heeft geleid tot het opstellen van de vijfde tot en met de achtste hypothese.

5.2 Het Korte termijneffect

In paragraaf 3.2 wordt het korte termijneffect van de terugkoop van aandelen op de prijs van het onderliggend aandeel beschreven. Volgens de signaalhypothese (Vermaelen, 1980) leidt de aankondiging van een inkoopprogramma tot een abnormaal rendement. Anders gezegd, de aankondiging van een inkoopprogramma heeft een positief effect op de aandelenprijs. In dit onderzoek is het de bedoeling de theorie na te gaan voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. Op die manier wordt de eerste deelvraag - *"Wat is het korte termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?"* - beantwoord. Een belangrijke voorwaarde voor de signaalhypothese is dat de vermelde reden van de inkoop aankondiging onderwaardering van het aandeel is. Dit is opgenomen in de tweede hypothese. Hieronder volgen de nulhypothesen en de alternatieve hypothesen die tot het antwoord op de eerste deelvraag moeten leiden. Indien de signaalhypothese opgaat, zal de eerste nulhypothese verworpen worden.

- H1₀: Het aankondigen van een inkoopprogramma van aandelen heeft geen effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.
- H1_a: Het aankondigen van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.
- H2₀ : Het aankondigen van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven met als expliciete voorwaarde dat onderwaardering het motief is.
- H2_a : Het aankondigen van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven ongeacht het motief.

5.3 Het lange termijn effect

In hoofdstuk 3 paragraaf 3.5 komt een tweede theorie naar voor: de market timing theorie. Deze spreekt de signaaltheorie tegen en beweert dat de markt op het korte termijn inefficiënt reageert. Hierdoor voeren managers na de aankondiging van een inkoopprogramma dit programma effectief uit. Volgens de theorie kunnen managers de "market timen". Eigen aandelen worden door het bedrijf ingekocht wanneer de aandelenprijs te laag staat. Op het lange termijn resulteert dit in een abnormaal rendement. Anders gezegd, het inkopen van eigen aandelen heeft op het lange termijn een positief effect op de prijs van het onderliggend aandeel. Dit wordt opnieuw nagegaan voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven in dit onderzoek onder de tweede deelvraag: *"Wat is het lange termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde"*

bedrijven?” De twee hypothesen die moeten leiden tot een antwoord op de tweede deelvraag, worden hieronder vermeld.

- H3₀ : Het uitvoeren van een inkoopprogramma van aandelen heeft geen effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.
- H3_a : Het uitvoeren van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.
- H4₀ : Het uitvoeren van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven met als expliciete voorwaarde dat onderwaardering het motief is.
- H4_a : Het uitvoeren van een inkoopprogramma van aandelen heeft een positief effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven ongeacht het motief.

5.4 Inkoopprogramma's na de crisis

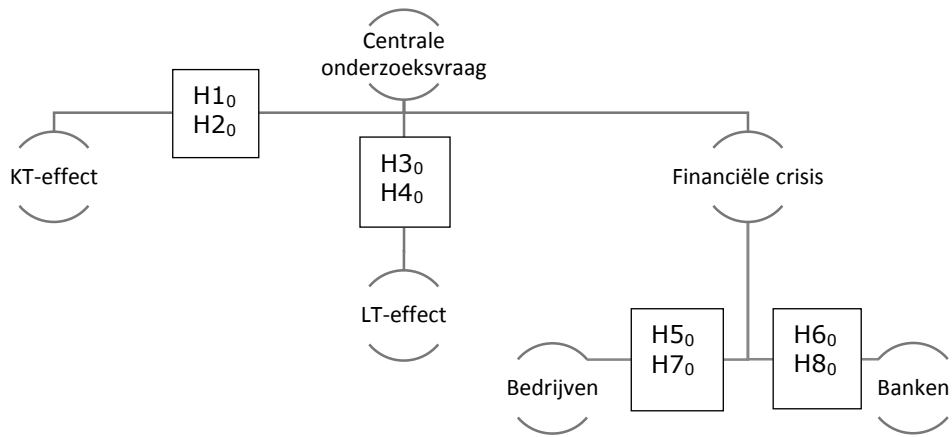
Volgens het derde hoofdstuk van de literatuurstudie, dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen de inkoopactiviteiten van banken en andere bedrijven na de recente financiële crisis. De banken zijn terughoudender geworden met hun inkoopactiviteiten. Enerzijds is dit te wijten aan de preferentie van een dividendverhoging boven het inkopen van eigen aandelen en anderzijds aan de nieuwe verstrengde maatregelen die onder Basel III worden ingevoerd. De andere bedrijven daarentegen hebben volgens de literatuurstudie na de financiële crisis weer massaal gebruik gemaakt van inkoopprogramma's om hun vrije cash te laten stromen naar hun aandeelhouders. Om een antwoord te bieden op de derde (*Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor Belgische beursgenoteerde bedrijven?”*) en vierde deelvraag (*Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor financiële Belgische beursgenoteerde bedrijven?”*) zijn onderstaande hypothesen opgesteld.

- H5₀: Na de financiële crisis is het aantal effectief uitgevoerde inkoopprogramma's niet toegenomen in België.
- H5_a: Na de financiële crisis is het aantal effectief uitgevoerde inkoopprogramma's toegenomen in België.
- H6₀: Na de financiële crisis is het aantal effectief uitgevoerde inkoopprogramma's van banken toegenomen in België.
- H6_a: Na de financiële crisis is het aantal effectief uitgevoerde inkoopprogramma's van banken niet toegenomen in België.
- H7₀: Na de financiële crisis is het totaal bedrag aan ingekochte aandelen niet toegenomen in België.
- H7_a: Na de financiële crisis is het totaal bedrag aan ingekochte aandelen toegenomen in België.
- H8₀: Na de financiële crisis is het totaal bedrag aan ingekochte aandelen van banken toegenomen in België.
- H8_a: Na de financiële crisis is het totaal bedrag aan ingekochte aandelen van banken niet toegenomen in België.

5.5 Overzicht

Hieronder worden de deelvragen met de bijhorende hypothesen weergegeven in een schematisch overzicht.

Figuur 5: Overzicht centrale onderzoeksvraag, deelvragen en hypothesen.



Hoofdstuk 6: Onderzoekopzet

6.1 Inleiding

Ten eerste wordt hieronder de dataverzameling, die geleid heeft tot de datasets, beschreven. Daarnaast wordt de onderzoeksmethode die gehanteerd wordt voor het oplossen van de vier deelvragen toegelicht.

6.2 Data

Voor dit onderzoek zijn er vier verschillende datasets opgesteld die een antwoord helpen geven op de drie deelvragen. Hieronder worden ze een voor een toegelicht.

6.2.1 Deelvraag 1 en deelvraag 2

Volgens de Belgische wetgeving – zie paragraaf 2.3 – dient een vennootschap die haar eigen aandelen wenst in te kopen zich te houden aan enkele publicatievereisten. Ten eerste dient het de aankondiging van haar inkoopprogramma te vermelden in de toelichting van haar jaarverslag. Daarnaast hoort de aankondiging ook in de pers en op de website van de vennootschap vermeld te worden. Ten tweede hoort de informatie omtrent de uitvoering van het inkoopprogramma ook in de pers en op de website van de vennootschap gepubliceerd te worden.

Hoewel er nog marge is voor de navolging van deze wetgeving door beursgenoteerde vennootschappen (Noben, 2014), zijn de vennootschappen opgenomen in de Bel20 in orde conform de wetgeving. Hierdoor kon via de website van deze bedrijven alle relevante informatie omtrent een inkoopprogramma – datum aankondiging, motief, prijs inkoop, inkooporder en totaal bedrag besteed aan eigen aandelen – verzameld worden voor de periode 01/01/2011 tot en met 05/05/2015. Deze gegevens zijn op dagbasis aangezien volgens de wetgeving de specifieke datum van inkoop gepubliceerd dient te worden. Uit deze gegevens kon de eerste dataset worden opgesteld. Hier wordt een dummyvariabele voorzien die ermee rekening houdt of het motief van de inkoopprogramma al dan niet “onderwaardering” was. Daarnaast bestaat de dataset uit bedrijven die tussen 01/01/2011 en 05/05/2015 een inkoopprogramma effectief hebben uitgevoerd. Ook hier werd een dummyvariabele voorzien die rekening houdt met het motief.

Om de eerste en tweede deelvraag te beantwoorden, zijn niet enkel de gegevens betreffende de aankondiging en de uitvoering van een inkoopprogramma nodig. Ook de dagelijkse koersnotering van de bedrijven genoteerd op de Bel20 waren vereist om het korte en lange termijneffect van een inkoopprogramma erop te schatten. Deze gegevens zijn via <http://finance.yahoo.com/> verzameld en in de tweede dataset gegoten.

6.2.2 Deelvraag 3 en deelvraag 4

Naast het ophalen van de gegevens van de vennootschappen genoteerd op de Bel20, zijn de jaarlijkse bedragen besteed aan een inkoopprogramma door alle Belgische beursgenoteerde bedrijven verzameld via de databank Belfirst (Bureau Van Dijk). Deze gegevens zitten in de derde dataset en betreffen de jaren 2005 tot en met 2013. Hoewel er 125 bedrijven beursgenoteerd zijn op Euronext Brussel, waren er slechts gegevens beschikbaar over 78 van hen. Van deze 78 zijn er nog eens 13 bedrijven uit de dataset weerhouden wegens het ontbreken van informatie. Van de

uiteindelijke dataset (65 Bedrijven) hebben slechts 37 bedrijven effectief gedurende de periode eigen aandelen ingekocht.¹ In deze dataset is er ook een dummyvariabele aangemaakt voor de financiële instellingen. Dit was nodig voor het beantwoorden van de derde en vierde deelvraag. Helaas zijn er slechts 2 bedrijven met een financieel karakter in de dataset aanwezig.

Ook is er gebruik gemaakt van een vierde dataset waarin de gegevens betreffende bestedingspolitiek via de jaarrekeningen van 87 Belgische beursgenoteerde bedrijven verzameld is voor de periode 2008 tot en met 2013. In deze dataset staat per bedrijf gegeven of het gebruik heeft gemaakt van een dividend en/of een inkoopprogramma.

Aan de hand van de derde en vierde dataset wordt een antwoord geformuleerd op deelvraag 3. Voor deelvraag 4 zijn er te weinig gegevens die een duidelijk beeld vormen over de inkoopactiviteiten van financiële instellingen.

6.3 Onderzoeksmethode

Het effect van een inkoopprogramma – zowel op de korte als op de lange termijn – wordt in dit onderzoek geschat aan de hand van twee eventstudies. De eerste taak bij een eventstudie is het bepalen van het event en de periode waarin de aandelenprijzen worden onderzocht.

6.3.1 Het Korte termijn effect

Om het korte termijn effect te schatten van een inkoopprogramma op de aandelenprijs, wordt het marktmodel² gehanteerd. De returns van de bedrijven met een aankondiging worden vergeleken met de return van een representatieve marktindex, zijnde de Bel20.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \beta_i R_{m,t} \quad (1)$$

Het abnormaal rendement ($AR_{i,t}$) wordt per dag berekend door het reëel rendement op dezelfde dag ($R_{i,t}$) te verminderen met het normaal rendement, dat geschat wordt aan de hand van twee variabelen: de typische relatie tussen de koersprijs van het bedrijf (β_i) en de marktindex, zijnde de Bel20 ($R_{m,t}$). Ter simplificatie wordt bij het korte termijn effect een beta van 1 gehanteerd voor alle bedrijven opgenomen in de eventstudie. Dit resulteert in volgende formule:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

Voor alle bedrijven alsook voor de Bel20-marktindex wordt het rendement ($R_{i,t}$) berekend door het verschil van de logaritmes van de aandelenprijs van bedrijf i op tijdstip t en $t-1$ te nemen. Hierbij staat $p_{i,t}$ voor de aandelenprijs van het aandeel i op tijdstip t (Sollis, 2012).

$$R_{i,t} = \log(p_{i,t}) - \log(p_{i,t-1}) \quad (3)$$

¹ Via de rubriek "Beleggingen in Eigen Aandelen" in de databank Belfirst werden deze gegevens bekomen. Dit is echter slechts een benadering, aangezien de gegevens van de bedrijven die hun eigen aandelen vernietigd hebben niet in de rubriek vervat zitten.

² Dit komt overeen met de methode voorgesteld door MacKinlay (1997) en gehanteerd door Andriosopoulos (2014), Ikenberry et al. (1995), Peyer and Vermaelen (2005) and Zhang (2005).

De eventperiode loopt van 2 dagen voor de aankondiging van het inkoopprogramma tot en met twee dagen na de aankondiging ervan $([-2,2])$. De aankondiging van het inkoopprogramma wordt dus gezien als het event en vormt bijgevolg het eventtijdstip 0.

Het abnormaal rendement van elke observatie $(AR_{i,t})$ wordt bij elke tijdstip i opgeteld en gedeeld door het aantal observaties (N) dat tijdstip. Dit resulteert in het gemiddeld abnormaal rendement (AAR_t) . Ter verduidelijking onderstaande formule:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

Om uiteindelijk het totaal effect van de aankondiging van een inkoopprogramma over de eventperiode te meten, wordt het gemiddeld abnormaal rendement opgeteld. Hierdoor bekomen we het "cumulatief gemiddeld abnormaal rendement" $(CAAR)$. Dit wordt weergegeven in equatie (5).

$$CAAR(t_{i-1}, t_i) = \sum_{t=t_{i-1}}^{t_i} AAR_t \quad (5)$$

6.3.2 Het Lange termijneffect

6.3.2.1 Portefeuille

Om het lange termijneffect van een inkoopprogramma te schatten wordt allereerst een portefeuille samengesteld van bedrijven die hun inkoopprogramma uitvoeren. De dag dat een bedrijf met haar inkoopprogramma start, wordt gelijkgesteld aan tijdstip 0. Vervolgens wordt dit bedrijf drie jaar (783 dagen) in de portefeuille bewaard.³

Ook het lange termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs van een bedrijf wordt geschat aan de hand van het marktmodel. Hier wordt het dagelijks abnormaal rendement van de inkoopportefeuille opnieuw vergeleken met het abnormaal rendement van de markt, zijnde de Bel20 index. Het verschil met de formule van het korte termijn effect is echter dat ditmaal wel rekening wordt gehouden met de beta's van de bedrijven opgenomen in de portefeuille.⁴ Formule (1) wordt dus niet vereenvoudigd en blijft als volgt:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \beta_i R_{m,t} \quad (1)$$

Om het rendement van de portefeuille te berekenen wordt opnieuw formule (4) gehanteerd. Met andere woorden wordt opnieuw het gemiddeld abnormaal rendement berekend.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

Naast dit gemiddeld abnormaal rendement zijn we vooral geïnteresseerd in het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement. Specifiek wordt er het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement van de tijdstippen $t=261$, $t=522$ en $t=783$ gekeken. Op die manier is het duidelijk wat

³ Dit komt overeen met de methode die Ikenberry ea (2000) hanteren in hun studie. Hier behouden ze de bedrijven die hun inkoopprogramma uitvoeren ook drie jaar lang in de portefeuille. Volgens de literatuurstudie is er een lange termijn effect na het eerste jaar aanwezig. Hierdoor werd er in mijn onderzoek geopteerd om bedrijven evenzeer drie jaar lang in de portefeuille te bewaren.

⁴ Aangezien het vergaren van de beta's nog niet is toegelicht onder de paragraaf 6.2, zal dit onder paragraaf 6.3.2.2 worden toegelicht. De keuze om de verzameling van de beta's hier te beschrijven, is gemaakt door het feit dat het beter aansluit op paragraaf 6.3.2.1.

het abnormaal rendement van de bedrijven met een inkoopprogramma na een jaar $CAAR(t_0, t_{261})$, twee jaar $CAAR(t_0, t_{522})$ en drie jaar $CAAR(t_0, t_{783})$ bedraagt. Vervolgens wordt er evenzeer gekeken naar het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement van het eerste jaar $CAAR(t_0, t_{261})$, het tweede jaar $CAAR(t_{262}, t_{522})$ en het derde jaar $CAAR(t_{523}, t_{783})$.

6.3.2.2 De beta's

De beta's die gebruikt worden voor het berekenen van het abnormaal rendement kunnen zelf geschat worden of verzameld worden via verschillende bronnen. Aangezien er verschillende bronnen voorhanden zijn, is de keuze gemaakt de beta's te verzamelen. Er bleek echter een groot verschil te zijn tussen de beta's van de verschillende bronnen.⁵ Dit wordt verklaard door de keuzes die men kan maken bij het berekenen van de beta's. De drie variabelen die bepalend zijn voor de berekening van het betagetel zijn:

- De onderliggende beursindex
- De granulariteit
- Het aantal periodes dat men terug gaat in de tijd

De beta's die gebruikt zijn voor het berekenen van het abnormaal rendement, zijn verzameld uit een masterproef van Wardenier (2014).⁶ Hier zijn de beta's van de bedrijven die deel uitmaken van de Bel20 index, berekend volgens volgende variabelen:

- ✓ De onderliggende beursindex: Eurostoxx600
- ✓ De granulariteit: Dagelijks datapunt
- ✓ Het aantal periodes dat men terug gaat in de tijd: vijf jaar (tot 01/04/2014)

Aangezien de data in dit onderzoek afkomstig zijn uit de periode 01/01/2011 tot 05/05/2015, leken deze beta's het meest relevant te zijn voor de berekeningen.

6.3.3 Het verloop na de financiële crisis

Om de deelvragen 3 en 4 te beantwoorden dient er naar de twee datasets –beschreven onder paragraaf 6.2.2 – gekeken te worden.

In de eerste dataset, waarin de jaarlijkse inkoopactiviteiten van een 65-tal bedrijven weergegeven wordt, is de jaarlijkse fractie van bedrijven die gebruik maakt van een inkoopprogramma berekend. Daarnaast wordt ook het totaalbedrag besteed aan de inkoop van eigen aandelen opgeteld per jaar. Vervolgens kan er een vergelijking gemaakt worden van deze twee elementen doorheen de jaren.

In de tweede dataset wordt er gefocust op de bestedingspolitiek van bedrijven doorheen de jaren. Hierbij wordt de fractie van bedrijven die gebruikt maakt van een dividend, een dividend en een inkoopprogramma, enkel een inkoopprogramma (geen dividend) en een inkoopprogramma (met of zonder dividend) berekend per jaar. Vervolgens kan opnieuw de vergelijking doorheen de jaren gemaakt worden.

⁵ Zie bijlage 11, tabel 23 (door Wardenier, 2014).

⁶ Zie bijlage 12, tabel 24 (door Wardenier, 2014).

Hoofdstuk 7 beschrijvende statistiek

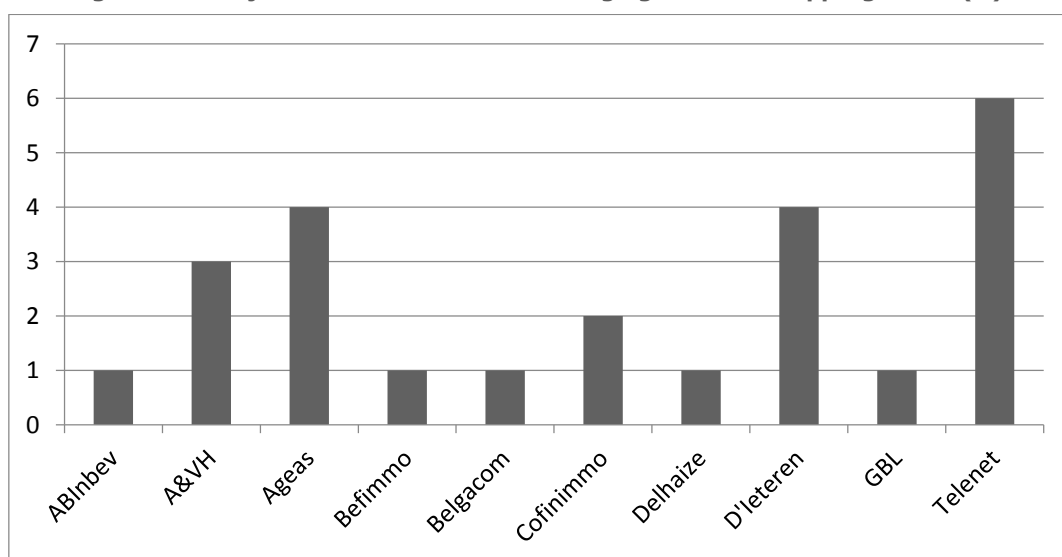
7.1 Inleiding

Het doel van dit hoofdstuk is de data die gebruikt wordt voor de analyse grondiger te bespreken. In hoofdstuk 6 onder paragraaf 6.2 is er concreet ingegaan op de verzameling van de data. Aan de hand van paragraaf 6.3 is vervolgens duidelijk gemaakt dat op basis van twee datasets –zie paragraaf 6.2.1 - twee eventstudies konden worden opgezet. Hieronder zullen de data, die gebruikt worden voor het onderzoeken van zowel het korte termijn- als het lange termijneffect, toegelicht worden. Daarnaast zullen ook de data, die gebruikt worden voor het beantwoorden van de derde en vierde deelvraag, besproken worden.

7.2 Het korte Termijneffect

Voor het korte termijneffect was het nodig via persberichten van de in het onderzoek opgenomen bedrijven relevante informatie te verzamelen rond de aankondiging van een inkoopprogramma. In dit onderzoek werden enkel de bedrijven die opgenomen zijn in de Bel20 in beschouwing genomen. Zoals reeds aangehaald is de informatie en transparantie bij deze bedrijven conform de wetgeving. In een periode van 01/01/2011 tot 05/05/2015 was het mogelijk slechts 24 aankondigingen van inkoopprogramma's te identificeren, hoewel het aantal effectieve inkoopprogramma's veel hoger lag.¹ Dit is te verklaren door de mogelijkheid in de wet die de Raad van Bestuur van een onderneming toelaat het management de bevoegdheid te verschaffen om beslissingen te nemen betreffende inkoopactiviteiten. Hierdoor dient het management geen aankondiging van het inkoopprogramma uit te voeren, maar volstaat de publicatie van de gegevens bij effectieve uitvoering van het inkoopprogramma. Van de inkoopprogramma's die wel werden aangekondigd, werden 22 oftewel 91,67% effectief uitgevoerd.

Figuur 6: Bedrijven met het aantal aankondigingen van inkoopprogramma('s).



¹ Zie tabel 25 in bijlage 13. In deze tabel, wordt het bedrijf, de datum van de aankondiging van het inkoopprogramma, het motief en het feit of het inkoopprogramma al dan niet is uitgevoerd gegeven.

Niet alle ondernemingen opgenomen in de Bel20 maakten in de vierjarige periode gebruik van een inkoopprogramma.² In bovenstaande figuur staan de bedrijven weergegeven die een inkoopprogramma aankondigden in het verleden (vanaf 01/01/2011) alsook het aantal keer dat ze dit deden. We zien dat Telenet veruit het meest aantal aankondigingen heeft gepubliceerd in de afgelopen periode. Van deze 6 inkoopprogramma's werden er 4 effectief uitgevoerd. Naast Telenet hebben D'Ieteren en Ageas een viertal programma's aangekondigd en uitgevoerd. Volgers in de rij zijn Ackermans & van Haaren en Cofinimmo. De overige bedrijven hebben slechts eenmalig een inkoopprogramma aangekondigd.

Als er naar het motief van de bedrijven bij de aankondiging van de inkoopprogramma's gekeken wordt, zien we dat slechts viermaal - door twee bedrijven - "onderwaardering" als motief opgegeven wordt. Door de schaarste aan aankondigingen van inkoopprogramma's gekoppeld aan dit motief is het niet mogelijk H2₀ direct te testen. Echter is het wel mogelijk een conclusie te trekken uit het globaal resultaat. Als er een gemiddeld abnormaal rendement blijkt te zijn over alle aankondigingen, is het niet nodig "onderwaardering" als motief ter uitvoering van een inkoopprogramma op te geven om dit te bewerkstelligen. Verder is het indekken van werknemersaandelenopties (ESO) het meest gebruikelijk onder de motieven. Dit komt overeen met de resultaten uit eerder onderzoek van Wouters (2010). In onderstaande tabel is weergegeven hoe vaak een bepaald motief voorkomt bij de aankondiging van de inkoopprogramma's.

Tabel 8: Aantal keer dat een motief voorkomt bij de aankondiging van een inkoopprogramma.

Motief	Aantal
Onderwaardering	4
Dekking aandelenopties	10
Liquiditeitsprogramma	1
Solvabiliteit	7
Niet vermeld	2

7.3 Het Lange Termijneffect

Zoals reeds aangehaald onder paragraaf 6.3.2.1 wordt het lange termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs onderzocht door een portefeuille samen te stellen van bedrijven, opgenomen in de Bel20, die een inkoopprogramma effectief uitvoerden en deze drie jaar lang (783 dagen) in deze portefeuille te bewaren. Uit de beschrijving van de data, gebruikt voor het onderzoek van het korte termijneffect, is reeds gebleken dat een aantal bedrijven meermaals binnen de onderzochte periode (01/01/2011-05/05/2015) een inkoopprogramma hebben aangekondigd en deze effectief hebben uitgevoerd. Hierdoor was er in zekere mate een overlap

² KBC en Delta Lloyd werden niet in het onderzoek opgenomen door hun financieel karakter. Elia, GDF-Suez en Solvay maakten geen gebruik van een inkoopprogramma gedurende de vierjarige periode. De informatie rondom de activiteiten van BPost liet evenzeer niet toe dit bedrijf in het onderzoek op te nemen.

van inkoopprogramma's gedurende de eventperiode (783 dagen).³ Om deze overlap te beperken werden inkoopprogramma's van een bedrijf slechts eenmaal opgenomen in het onderzoek. Hierdoor konden in totaal 13 inkoopprogramma's opgenomen worden in het onderzoek.⁴ De bedrijven zijn reeds geïdentificeerd in bovenstaande paragraaf. Onder deze inkoopprogramma's was er slechts bij twee programma's sprake van "onderwaardering" als opgegeven motief ter uitvoering van het programma. Toch kan de H_0 getest worden. Indien de portefeuille namelijk beter presteert dan de markt (zie formule (1) paragraaf 6.3.2.1), wordt de vierde nulhypothese verworpen.

7.4 Het verloop na de financiële crisis

Zoals reeds vermeld onder paragraaf 6.2.2 wordt er aan de hand van twee datasets naar een antwoord gezocht op deelvraag 3 en 4. In de eerste dataset, die de inkoopactiviteiten van een 65-tal Belgische beursgenoteerde ondernemingen in kaart brengt van de periode 2005 tot en met 2013, wordt er naar twee aspecten gekeken: de fractie van bedrijven die een inkoopactiviteit heeft uitgevoerd en het totaalbedrag besteed aan de inkoop van eigen aandelen. In de tweede dataset zal er enkel naar de fractie van bedrijven gekeken worden die een dividend uitkeerden en/of een inkoopprogramma uitvoerden gedurende de periode 2008 tot en met 2013. In deze dataset zijn er 87 Belgische beursgenoteerde bedrijven opgenomen. Zowel in de eerste als in de tweede dataset zijn de gegevens rond de inkoopactiviteit van financiële instellingen echter schaars. Hierdoor kon er geen antwoord gevonden worden op deelvraag 4. De antwoorden bekomen op deelvraag 3 zullen in het volgend hoofdstuk gedetailleerd besproken worden.

³ Illustratie: Ackermans & van Haaren kondigde op 25/11/2011 en op 26/06/2013 een inkoopprogramma aan. Aangezien het initieel inkoopprogramma op 22/12/2011 van start ging - dus als eventperiode 0 wordt beschouwd - wordt het tot 22/12/2014 in de portefeuille opgenomen. Hierdoor wordt het inkoopprogramma van 26/06/2013 niet als event in de portefeuille opgenomen. Een opmerking hierbij is dat dit inkoopprogramma echter wel een effect heeft op de returns van de portefeuille.

⁴ D'Ieteren wordt niet opgenomen in de portefeuille wegens het gebrek aan volledige en accurate informatie van historische aandelenprijzen.

Hoofdstuk 8: Resultaten

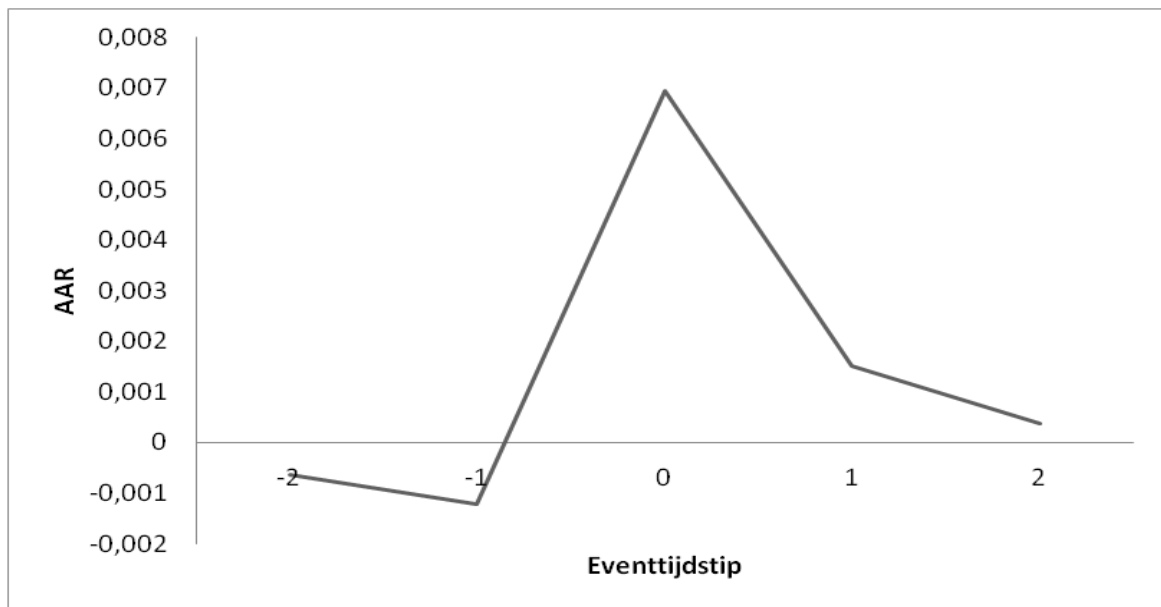
8.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen de resultaten van het onderzoek besproken worden. Onder paragraaf 8.2 wordt het resultaat van de eventstudie op het effect van de aankondiging van een inkoopprogramma op de aandelenprijs besproken. Hierbij wordt getracht een antwoord te geven op deelvraag 1: "Wat is het korte termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?" Vervolgens wordt onder paragraaf 8.3 het resultaat van het onderzoek op het lange termijneffect van een inkoopprogramma behandeld. Daarbij wordt deelvraag 2 beantwoord: "Wat is het lange termijneffect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven?" Tenslotte zal onder 8.4 deelvraag 3 - "Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor Belgische beursgenoteerde bedrijven?" - beantwoord worden. Zoals reeds vermeld onder de bespreking van de dataverzameling, lieten de data niet toe deelvraag 4 te behandelen.

8.2 Het Korte termijneffect

Uit de analyse van het korte termijneffect werd een gemiddeld abnormaal rendement (AAR) van 0,006952 oftewel 0.7% bekomen.¹ Op onderstaande grafiek is het verloop van het gemiddeld abnormaal rendement weergegeven van 2 dagen voor de aankondiging van het inkoopprogramma tot en met 2 dagen na de aankondiging. Het verloop toont duidelijk aan dat er op eventtijdstip 0 een forse stijging blijkt te zijn in het gemiddeld abnormaal rendement.

Figuur 7: AAR op de korte termijn.

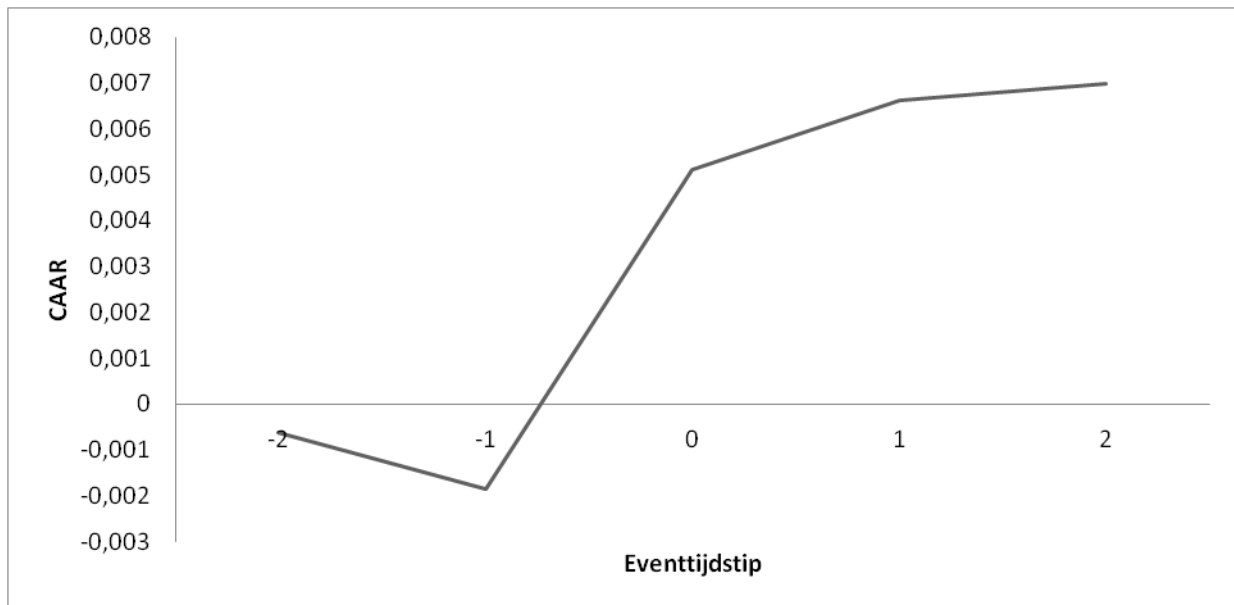


AAR van 24 aankondigingen van Belgische bedrijven opgenomen in de Bel20. Eventtijdstip 0 staat voor de aankondiging van het inkoopprogramma. Uit de grafiek valt ook op dat er reeds een stijging is in het gemiddeld abnormaal rendement op tijdstip -1. Op tijdstip 1 blijkt er overigens een forse daling te zijn in het gemiddeld abnormaal rendement tot onder het niveau 0.

¹ Zie bijlage 14, tabel 26 en bijlage 16, tabel 28. In tabel 26 wordt het AR van de observaties op elk eventtijdstip weergegeven. In tabel 28 wordt het AAR en het CAAR per tijdstip weergegeven.

Wanneer vervolgens het patroon van het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement (CAAR) in kaart wordt gebracht, lijkt deze significant te stijgen op eventtijdstip 0. Het CAAR bedraagt dan 0.5108%. Dit cijfer ligt lager dan het CAAR - 1.06% -bekomen uit de studie van Lasfer (2002). Deze studie was echter enkel gevoerd op bedrijven die de openmarkt-inkoopmethode hanteerden om eigen aandelen in te kopen. In dit onderzoek was de openmarkt-inkoopmethode in 21 van de 24 gevallen de methode om het aandeel in te kopen.

Figuur 8: CAAR op de korte termijn.



CAAR van 24 aankondigingen van Belgische bedrijven opgenomen in de Bel20. Eventtijdstip 0 staat voor de aankondiging van het inkoopprogramma. Uit de grafiek valt ook op dat er reeds een stijging is in het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement op tijdstip -1. Op tijdstip 1 blijkt er overigens een daling te zijn in het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement.

Het gemiddeld abnormaal rendement en het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement laten vermoeden dat de eerste nulhypothese (H_{10}) – “Het aankondigen van een inkoopprogramma van aandelen heeft geen effect op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven”

- kan verworpen worden. Het lijkt er namelijk op dat de aankondiging van een inkoopprogramma een positief abnormaal rendement teweegbrengt. Met andere woorden lijkt het event voor een stijging in de aandelenprijs te zorgen. Uit een different means t-test blijkt dit echter slechts op het 10% s.n. significant te zijn.² Dit kan te verklaren zijn door het kleine aantal observaties. Tevens is het mogelijk dat het abnormaal rendement van de observaties wordt onderschat door de Bel20 als benchmark te gebruiken in vergelijking (2) onder paragraaf 6.3.1. De Bel20 bevat namelijk slechts 20 bedrijven. Aangezien de bedrijven opgenomen in dit onderzoek allen tot de bel20 behoren, zit het effect van de aankondiging van een inkoopprogramma vervat in de Bel20 index en weegt deze benchmark zwaar door in vergelijking (2). Het zou dus mogelijk zijn dat wanneer de Eurostoxx600 of Euronext 100 als vergelijkende marktindex wordt gebruikt, het gemiddeld abnormaal rendement wel statistisch verschilt van 0. De eerste nulhypothese kan dus aan de hand van deze gegevens niet verworpen worden op het 5% s.n.. Toch lijken de gegevens een duidelijke indicatie weer te geven. Namelijk dat op de korte termijn een inkoopprogramma tot een positief abnormaal rendement leidt, wat de aanvaarding van de signalingtheorie (Vermaelen, 1981) impliceert. Verder

² Zie bijlage 18, tabel 32 en tabel 33.

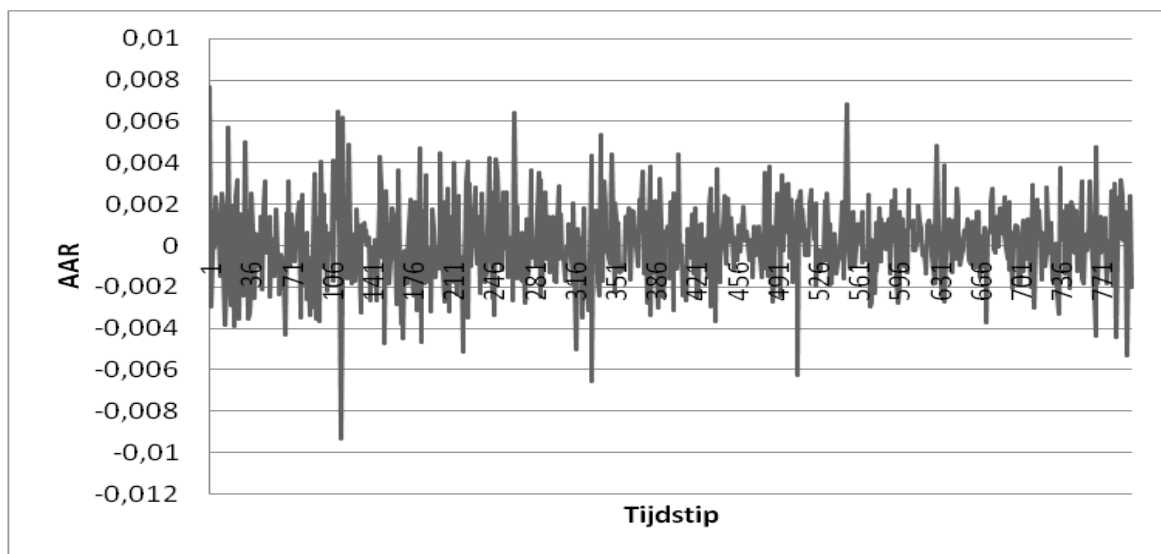
valt het laag percentage (0.7%) te verklaren door het feit dat een inkoopprogramma door de algemene vergadering van een bedrijf dient goedgekeurd te worden. Hierdoor is de kans reëel dat deze informatie de markt kan instromen alvorens de aankondiging van het inkoopprogramma. Het verrassingseffect is hierdoor beperkt en de markt zal bijgevolg minder agressief reageren op eventtijdstip 0. Om uitsluiting te geven en de nulhypothese al dan niet te verwerpen op het 5% s.n. dienen er echter meer observaties verzameld te worden. Het is aan te raden in een toekomstig onderzoek het bereik uit te breiden naar alle Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Wat de tweede nulhypothese betreft lijkt het resultaat te impliceren dat het niet nodig is "onderwaardering" als motief ter uitvoering van een inkoopprogramma op te geven om tot een positief abnormaal rendement te leiden. In een verdere studie zou eventueel wel het verschil tussen het gemiddeld abnormaal rendement van aankondigingen met onderwaardering als motief en aankondigingen met een ander motief onderzocht kunnen worden.

8.3 Het lange termijneffect

Om allereerst een beeld te vormen van het gemiddeld abnormaal rendement van de portefeuille opgesteld van 13 Belgische bedrijven die genoteerd staan op de Bel20, wordt in onderstaande grafiek het verloop ervan gedurende de eventperiode weergegeven.

Figuur 9: AAR op de lange termijn

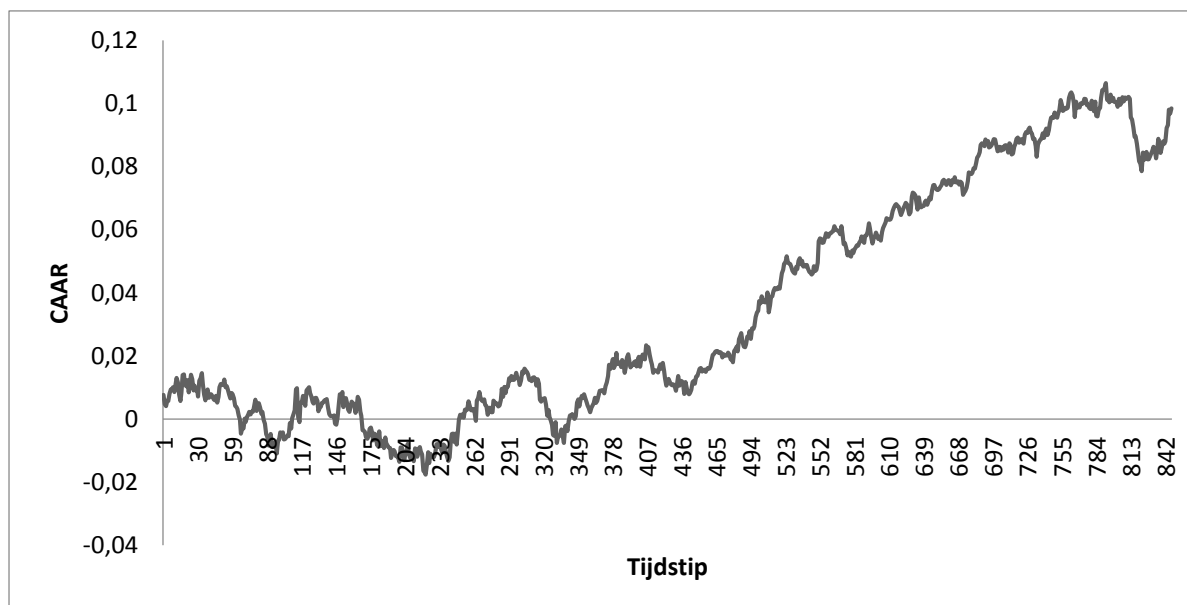


AAR van 13 Belgische bedrijven opgenomen in de Bel20. Tijdstip 0 staat voor de eerste dag van de uitvoering van het inkoopprogramma.

Aangezien er niet veel uit bovenstaande grafiek kan opgemaakt worden, is er evenzeer een grafiek opgesteld waarin het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement van de 13 bedrijven wordt weergegeven. Hierop is duidelijk te zien dat in het tweede en derde jaar het cumulatief abnormaal rendement van de portefeuille stijgt.³

³ Zie bijlage 15, tabel 27; bijlage 16, tabel 28 en bijlage 17, tabellen 30 en 31.

Figuur 10: CAAR op de lange termijn.



CAAR van 13 Belgische bedrijven opgenomen in de Bel20. Tijdstip 0 staat voor de eerste dag van de uitvoering van het inkoopprogramma.

Het CAAR van het eerste jaar bedraagt 0.32%. het gemiddelde over 261 dagen blijkt volgens een different means t-test niet significant te verschillen van 0. Het CAAR van het tweede en het derde jaar verschillen significant van deze van het eerste jaar. Van het tweede jaar bedraagt deze 4.60% en van het derde jaar 5.14%. Volgens de different means t-test verschillen de gemiddeldes van deze beiden CAAR's van het getal 0 op het 1% s.n.. Over de drie jaar bedraagt het CAAR 10.06% wat gelijk staat aan een gemiddeld CAAR van 3.29% per jaar. Het gemiddelde van het cumulatief gemiddeld abnormaal rendement over de drie jaar verschilt evenzeer van het getal 0 op het 1% s.n..⁴ Dit ligt in lijn met de resultaten van onderzoek gevoerd op bedrijven genoteerd op de beurs van de Verenigde Staten (Vermaelen, 2005). Er kan dus geconcludeerd worden dat de uitvoering van een inkoopprogramma door Belgische beursgenoteerde bedrijven op de lange termijn tot een positief abnormaal rendement leidt. Met andere woorden leidt het uitvoeren van een inkoopprogramma op de lange termijn tot een stijging van de aandelenprijs. Dit resultaat wordt gesteund door de market-timingtheorie. Deze stelt namelijk dat het management van een bedrijf de markt kan timen en het aandeel inkoopt wanneer deze ondergewaardeerd is. Kort samengevat kunnen we dus stellen dat de derde nulhypothese verworpen kan worden op het 1 % s.n. en er een duidelijk antwoord gegeven kan worden op onze tweede deelvraag. Namelijk dat op de lange termijn het uitvoeren van een inkoopprogramma een positief effect heeft op de prijs van het onderliggend aandeel bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Ook de vierde nulhypothese kon op het 1% s.n. verworpen worden. Het opgeven van onderwaardering als motief ter uitvoering van een inkoopprogramma is namelijk geen expliciete voorwaarde om tot een abnormaal rendement te leiden. Tussen de inkoopprogramma's opgenomen in de analyse was onderwaardering namelijk slechts bij 2 programma's het motief.

⁴ Zie bijlage 18, tabel 34 en 35.

8.4 Het verloop na de financiële crisis

Zoals reeds vermeld wordt er aan de hand van twee datasets gekeken naar de inkoopactiviteit van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Via de eerste dataset (2005-2013) komen we te weten hoe het verloop van enerzijds het aantal bedrijven met een inkoopprogramma doorheen de jaren gewijzigd is. Anderzijds wordt ook het totaal bedrag uitgegeven aan de inkoop van eigen aandelen in kaart gebracht doorheen de jaren. Via de tweede dataset (2008-2013) kan er een vergelijking gemaakt worden tussen het dividendbeleid en het inkoopbeleid van bedrijven doorheen de jaren.⁵

8.4.1 Inkoopactiviteit voor en na de financiële crisis (2008)

Om een antwoord op deelvraag 3 en 4 te bekomen was het nodig het aantal Belgische beursgenoteerde bedrijven met een inkoopprogramma te vergelijken doorheen de jaren. Onder paragraaf 6.2 en 7.4 is reeds vermeld dat er geen antwoord op deelvraag 4 bekomen kon worden door de schaarste van de gegevens omtrent financiële instellingen.

Ten eerste is er gekeken naar de fractie van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven die een inkoopprogramma hebben uitgevoerd doorheen de jaren. In onderstaande tabel staan de gegevens weergegeven per jaar.

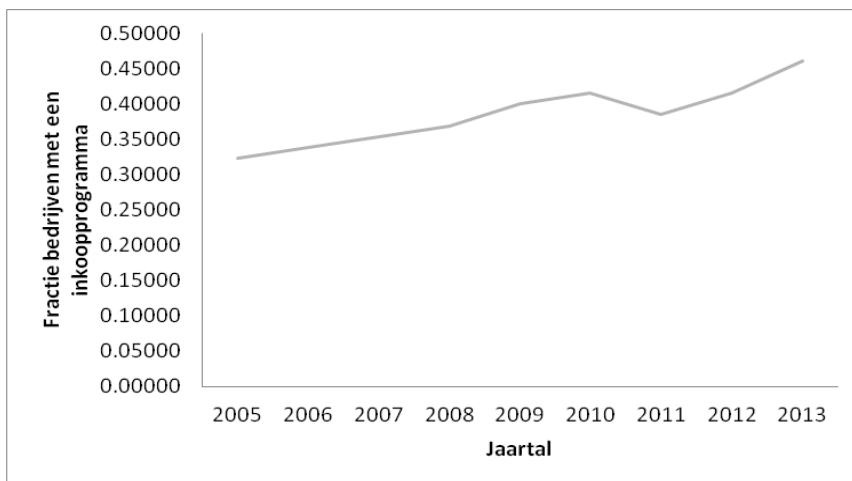
Tabel 9: Jaarlijkse fractie bedrijven met een inkoopprogramma.

Jaartal	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fractie	32.31%	33.85%	35.38%	36.92%	40.00%	41.54%	38.46%	41.54%	46.15%

Deze cijfers impliceren dat het aantal inkoopprogramma's doorheen de jaren gestegen is met uitzondering van het jaar 2011. Dit komt niet overeen met de empirische bevindingen wereldwijd. Wereldwijd zijn het aantal inkoopprogramma's agressief geschrapt in de nasleep van de financiële crisis. Vanaf 2010 steeg het aantal inkoopprogramma's opnieuw (Floyd ea., 2014). Het is mogelijk dat het verschil tussen de empirische bevindingen kan verklaard worden door het kleine aantal observaties in de dataset (2005-2013). Aangezien er slechts 65 van de 125 beursgenoteerde bedrijven in deze dataset vervat zaten, kan het beeld vertekend zijn. Om meer duidelijkheid hierover te bekomen is het handig gebruik te maken van de resultaten van de tweede dataset. Dit wordt onder de bespreking van het bestedingsbeleid doorheen de jaren grondig behandeld. Om toch een beeld te vormen van bovenstaande gegevens worden deze in figuur 11 grafisch weergegeven.

⁵ Gezien de gegevens rond het bedrag uitgegeven aan de inkoop van eigen aandelen niet blijken te kloppen, worden deze buiten beschouwing gelaten.

Figuur 11: Jaarlijkse fractie bedrijven met een inkoopprogramma.



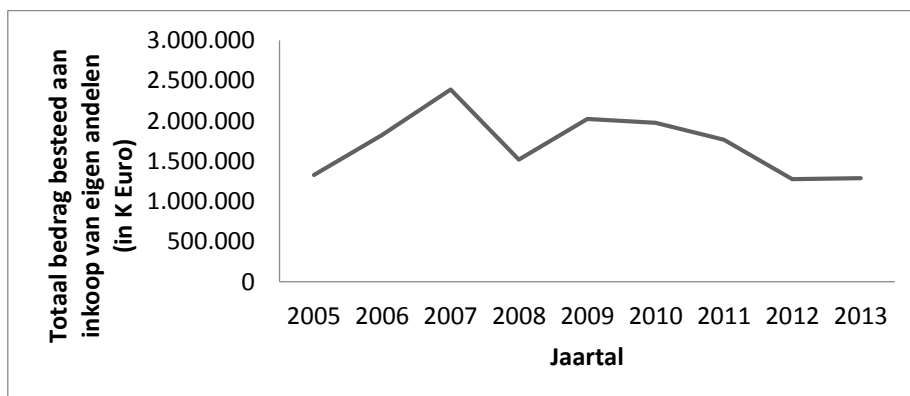
Naast de fractie van bedrijven met een inkoopprogramma is er ook gekeken naar het totaalbedrag per jaar uitgegeven aan inkoopprogramma's. In onderstaande tabel staan deze bedragen weergegeven van het jaar 2005 tot en met 2013.

Tabel 10: Jaarlijkse bedragen besteed aan eigen aandelen.

Jaartal	Bedrag(in K €)
2005	1.326.427
2006	1.824.419
2007	2.388.731
2008	1.518.644
2009	2.024.059
2010	1.973.058
2011	1.763.599
2012	1.276.357
2013	1.285.403

Om een duidelijk beeld te vormen van het verloop van deze bedragen is opnieuw een grafiek – figuur 12 - opgesteld die dit verloop grafisch weergeeft.

Figuur 12: Jaarlijkse bedragen besteed aan eigen aandelen.



Dit verloop lijkt evenzeer te verschillen met de empirische bevindingen over het bedrag besteed aan inkoopprogramma's doorheen de jaren in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. We zien dat er een stijging is in het bedrag uitgegeven aan eigen aandelen tot € 2.388.731.000 in 2007. Daarna daalt het bedrag drastisch tot € 1.518.644.000 in 2008. Het stijgt daarna opnieuw tot € 2.024.059.000 in 2009 om vervolgens opnieuw gestaag doorheen de jaren te dalen tot een bedrag van € 1.276.357.000 in 2012. In 2013 is er opnieuw een lichte stijging van € 9.046.000.

8.4.2 Bestedingspolitiek na de financiële crisis (2008)

Via de tweede dataset waarin 87 Belgische beursgenoteerde bedrijven zijn opgenomen is er opnieuw getracht een antwoord te bekomen op de derde deelvraag. Specifiek is hier gekeken naar de bestedingspolitiek van Belgische beursgenoteerde bedrijven na de financiële crisis (2008). Aangezien in hoofdstuk 4 van deze masterproef evenzeer in het kort het dividendbeleid van bedrijven ten opzichte van het inkoopbeleid is besproken, werden dividenduitgaven ook in beschouwing genomen. Deze gegevens worden evenzeer gebruikt om de validiteit van de eerste dataset (Belfirst) te testen. Als het verloop van de fractie bedrijven met een inkoopprogramma volgens de eerste en de tweede dataset gelijk blijken te zijn is er een eenduidig antwoord. Indien dit niet het geval blijkt te zijn, worden de gegevens via de Belfirst databank in twijfel getrokken. In onderstaande tabel staan de gegevens omtrent de bestedingspolitiek van de 87 Belgische beursgenoteerde bedrijven weergegeven. Hier is het de bedoeling om het aantal bedrijven dat in het verleden een dividend, een dividend en een inkoopprogramma, enkel een inkoopprogramma en een inkoopprogramma (met of zonder dividend) hadden uitstaan te achterhalen.

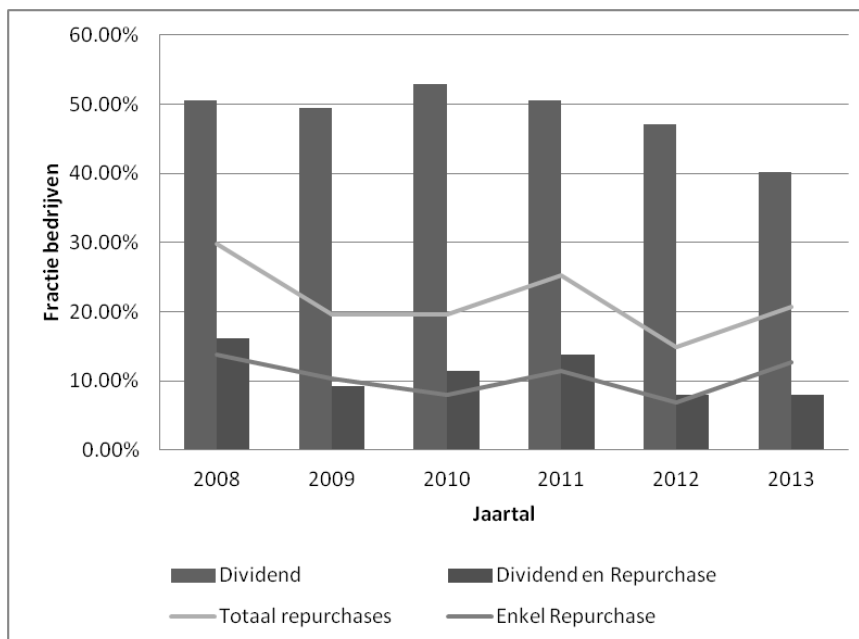
Tabel 11: Jaarlijkse fractie bedrijven met een dividend en/of inkoopprogramma.

Fractie Bedrijven met:	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividend	50.57%	49.43%	52.87%	50.57%	47.13%	40.23%
Div en rep	16.09%	9.20%	11.49%	13.79%	8.05%	8.05%
Enkel repurchase	13.79%	10.34%	8.05%	11.49%	6.90%	12.64%
Totaal repurchase	29.89%	19.54%	19.54%	25.29%	14.94%	20.69%

Om een duidelijk beeld te vormen over het verloop van deze bedragen is opnieuw een grafiek – figuur 13 - opgesteld die dit verloop grafisch weergeeft.

In de grafiek valt op dat de fractie bedrijven met een dividend rond hetzelfde punt (50%) blijft tot en met 2011. Hierna daalt het aantal bedrijven met een uitstaand dividend. In 2013 bedraagt de fractie 40.23%. We kunnen dus stellen dat bedrijven met een dividend deze niet drastisch verlaagden in de nasleep van de financiële crisis. Wanneer de bedrijven met een inkoopprogramma – lees "repurchase" - in beschouwing worden genomen, is het verloop van de fractie doorheen de jaren erg verschillend. We zien dat vanaf 2008 het aantal bedrijven dat enkel gebruik maakt van een inkoopprogramma (geen uitstaand dividend), daalt tot en met 2010. Dat jaar voert slechts 8.05% een inkoopprogramma uit. In 2011 stijgt dit aantal echter weer tot 11.49%, waarna het opnieuw daalt tot 6.90% in 2012. In 2013 is er uiteindelijk een stijging tot 12.64%.

Figuur 13: Jaarlijkse fractie bedrijven met een dividend en/of inkoopprogramma.



Het verloop van de fractie van bedrijven die een inkoopprogramma uitvoeren ongeacht of ze een uitstaand dividend hebben, verloopt min of meer hetzelfde als de fractie van bedrijven die enkel een inkoopprogramma uitvoeren. Slechts in het jaar 2010 blijft het aantal bedrijven met een inkoopprogramma gelijk aan het aantal in 2009. In tegenstelling is er een daling in de fractie tussen het jaar 2009 en 2010 wanneer enkel de bedrijven in beschouwing worden genomen die een inkoopprogramma uitvoeren maar geen dividend hebben uitstaan. Hoewel de fracties van deze twee variabelen min of meer hetzelfde patroon vertonen doorheen de jaren, vertegenwoordigt het aantal bedrijven dat een inkoopprogramma uitvoert wanneer het dividend 0 is, ongeveer de helft van het aantal bedrijven met een inkoopprogramma. Dit toont aan dat de inkoop van eigen aandelen in België niet noodzakelijk als smoothing-methode voor het dividend gebruikt wordt. Het verloop van het aantal Belgische beursgenoteerde bedrijven met een inkoopprogramma komt evenzeer overeen met de resultaten van studies uitgevoerd in de Verenigde Staten (Floyd ea., 2014).

Tenslotte verschilt het verloop van het aantal bedrijven met een inkoopprogramma (ongeacht het dividendbeleid) doorheen de jaren van deze dataset (2008-2013) van het verloop van het aantal bedrijven met een inkoopprogramma doorheen de jaren van de andere dataset (2005-2013). Dit en het feit dat de resultaten van de dataset (2005-2013) evenzeer niet overeenkomen met de resultaten van de studie gevoerd in de Verenigde Staten (Floyd ea., 2014) tonen aan dat de gegevens van de dataset (2005-2013) niet lijken te kloppen.

Er kan geconcludeerd worden dat er deels een antwoord op deelvraag 3 -"Hoe is de inkooppolitiek gewijzigd sinds de financiële crisis voor niet-financiële Belgische beursgenoteerde bedrijven?"- is bekomen. Het aantal bedrijven met een inkoopprogramma is namelijk afgenomen tussen de jaren 2008 en 2009. In 2010 werd het niveau van aantal bedrijven in 2009 behouden om in 2011 te stijgen. Maar het niveau van 2008 werd niet meer behaald. In 2013 kochten 20.69% van de 87 bedrijven eigen aandelen in.

Aangezien de eerste dataset (2005-2013) in twijfel wordt getrokken aan de hand van de tweede dataset (2008-2013), kan er over het totaal bedrag besteed aan eigen aandelen doorheen de jaren niet veel gezegd worden. Ook is er uit de twee datasets geen antwoord gevonden op deelvraag 4 door de schaarste van data rond financiële instellingen.

8.5 Overzicht en conclusie

Op deelvraag 1 is helaas geen statistisch significant antwoord kunnen verschaft worden. Hierdoor zijn evenzeer de eerste en tweede nulhypothese niet verworpen kunnen worden op het 5% s.n.. Toch geeft de studie een indicatie weer: Op het korte termijn lijkt er een positief abnormaal rendement van 0.7% te zijn (aanvaard op het 10% s.n.). Het aankondigen van een inkoopprogramma lijkt een positief effect te hebben op de aandelenprijs ongeacht het motief. Om de alternatieve hypothesen te kunnen aanvaarden op het 5% s.n. valt het aan te raden in de toekomst de analyse uit te breiden op alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Ook kan men de periode die men in het onderzoek opneemt uitbreiden.

Ook deelvraag 2 is beantwoord aan de hand van bovenstaande analyse. De resultaten van dit onderzoek komen overeen met de bevindingen uit de literatuur. In het eerste jaar is het gemiddelde van het CAAR niet verschillend van 0. In het tweede en derde jaar verschilt het gemiddelde van het CAAR significant van 0 op het 1% s.n.. De uitvoering van een inkoopprogramma heeft dus een positief effect op de aandelenprijs van het onderliggend aandeel. Met andere woorden is er op de lange termijn een positief abnormaal rendement bij bedrijven die het eigen aandeel inkopen. De derde nulhypothese kon dus verworpen worden. De vierde nulhypothese wordt evenzeer indirect verworpen door het aanvaarden van de derde alternatieve hypothese. Het is namelijk niet nodig dat "onderwaardering" als motief dient opgegeven te worden ter uitvoering van een inkoopprogramma om tot een positief abnormaal rendement te leiden. Een opmerking die gemaakt moet worden bij deze analyse is echter dat het aantal bedrijven ook beperkt is. Daarom is het evenzeer aan te raden in een toekomstig onderzoek dit aantal op te trekken door alle Belgische beursgenoteerde vennootschappen op te nemen. Daarnaast is er onder paragraaf 7.3 vermeld dat de overlap beperkt is geweest door bedrijven eenmalig in de portefeuille op te nemen. Toch kan er een vertekend beeld ontstaan door deze bedrijven in het onderzoek op te nemen. Het positief abnormaal rendement in het tweede en/of derde jaar zouden namelijk beïnvloed kunnen zijn door de nieuwe inkoopprogramma's. Om dit te vermijden in de toekomst is het aan te raden deze bedrijven buiten beschouwing te laten en uit het onderzoek te weerhouden. Deze beperkingen worden gedetailleerd in hoofdstuk 9 behandeld.

Deelvraag 3 is voor een stuk beantwoord. Hoewel het totaalbedrag uitgegeven aan de inkoop van eigen aandelen per jaar niet in kaart kon worden gebracht, is er wel een beeld geschetst over het aantal bedrijven dat een inkoopprogramma had lopen van de periode 2008 tot en met 2013. De vijfde nulhypothese kon worden verworpen. Na de financiële crisis werd de fractie van bedrijven met een effectieve inkoopprogramma van 2008 niet meer behaald. De zesde hypothese kon helaas niet onderzocht worden wegens de tekortkomingen van de datasets.

Deelvraag 4 is evenzeer niet beantwoord door de tekortkomingen van de datasets. De zevende en achtste nulhypothese konden dus niet onderzocht worden. Voor verder onderzoek is het aan te raden via de websites van de Belgische financiële instellingen de vereiste gegevens te verzamelen.

Het onderzoeken van de eerste en tweede deelvraag heeft uiteindelijk geleid tot een antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Hoewel het antwoord op de eerste deelvraag slechts statistisch significant is op het 10% s.n., volstaat het antwoord op de tweede deelvraag om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden. Een inkoopprogramma heeft een positief effect op de prijs van het aandeel bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Met andere woorden wordt er een positief abnormaal rendement behaald op het aandeel van bedrijven met een inkoopprogramma. Met zekerheid kunnen we zeggen dat dit op de lange termijn gebeurt. Voor het korte termijn effect is zoals reeds aangehaald verder onderzoek vereist. In onderstaande tabel wordt een duidelijk overzicht gegeven over de deelvragen en hypothesen die onderzocht en beantwoord zijn.

Tabel 12: Overzicht van de deelvragen en de hypothesen die onderzocht en beantwoord zijn.

Deelvraag	Hypothese	Onderzocht	Aanvaard	Verworpen
1	H1 ₀	Ja	5% s.n.	10% s.n.
	H2 ₀	Ja	/	10% s.n.
2	H3 ₀	Ja		1% s.n.
	H4 ₀	Ja		1% s.n.
3	H5 ₀	Ja	✓	
	H7 ₀	Ja	/	/
4	H6 ₀	Nee	/	/
	H8 ₀	Nee	/	/

Deel IV: Conclusie en kritische reflectie

Hoofdstuk 9: Conclusie en kritische reflectie

9.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zullen allereerst de conclusies van het onderzoek opgesomd worden. Hierin wordt kort toegelicht wat de bevindingen waren uit de literatuurstudie en tot welk resultaat het empirisch onderzoek heeft geleid. Vervolgens wordt in de kritische reflectie een aantal beperkingen van dit onderzoek verschaft. Deze beperkingen hebben tot een aantal aanbevelingen voor een verder onderzoek geleid en worden behandeld in paragraaf 9.4.

9.2 Conclusies

In Deel II is het inkopen van eigen aandelen uitgebreid behandeld geweest aan de hand van een literatuurstudie. In hoofdstuk 2 zijn de definitie, de wettelijke vereisten, de methodes, de motieven en het verloop van inkoopprogramma's doorheen de jaren besproken. Hieruit is gebleken dat het inkopen van eigen aandelen in België nog niet zo gebruikelijk is als in de Verenigde Staten. Daarnaast maakt de openmarktaankoop veruit het grootste deel uit van de gehanteerde inkoopmethodes. Belangrijk voor dit onderzoek zijn evenzeer de wettelijke vereisten die naar voor zijn gekomen. Deze stellen namelijk dat een vennootschap gehouden is tot het publiceren van de gegevens rond de aankondiging en de uitvoering van een inkoopprogramma. Hierdoor was het mogelijk deze gegevens van de bedrijven opgenomen in dit onderzoek te verzamelen via de website van de bedrijven.

In hoofdstuk 3 is het effect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bediscussieerd voor de korte en de lange termijn. Betreffende het korte termijneffect kwam de signalingtheorie van Vermaelen (1981) naar voor. Volgens de theorie brengt het aankondigen van een inkoopprogramma een positief effect teweeg op de aandelenprijs. Het lange termijneffect van een inkoopprogramma wordt daarentegen verklaard door de market-timingtheorie. Deze stelt dat managers de markt kunnen timen door aandelen in te kopen wanneer deze ondergewaardeerd zijn en vrij te geven wanneer deze overgewaardeerd zijn. Het uitvoeren van een inkoopprogramma heeft bijgevolg een positieve invloed op de aandelenprijs.

In hoofdstuk 4 werd gefocust op het verloop van inkoopprogramma's na de financiële crisis (2008) en op financiële instellingen en de specifieke beperkingen die hun worden opgelegd onder Basel III. Uit de literatuur werd opgemaakt dat in tegenstelling tot dividenduitgaven, de inkoopprogramma's in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten agressief werden geschrapt na de financiële crisis (Finn ea., 2009; Floyd ea., 2014). Vanaf het jaar 2010 zijn deze laatsten echter terug in aantal beginnen te stijgen.

Aan de hand van het kader dat geschetst werd rond de vier deelvragen, is uiteindelijk een empirisch onderzoek verricht. Na het opstellen van de hypothesen en het verzamelen van de data is er op basis van twee eventstudies een antwoord gegeven op de eerste en tweede deelvraag. Voor het korte termijneffect waren de resultaten helaas niet doorslaggevend. De eventstudie impliceert dat de aankondiging van een inkoopprogramma een effect heeft op de prijs van het aandeel op de dag van de aankondiging. Dit kon echter slechts op het 10% s.n. aanvaard worden. De tweede eventstudie zorgde daarentegen wel voor een duidelijk antwoord op de tweede

deelvraag. Het effectief uitvoeren van een inkoopprogramma zorgt op de lange termijn (3jaar) voor een significant positief effect op de aandelenprijs. Het eerste jaar blijkt het gemiddelde van het CAAR niet significant te verschillen van 0. In het tweede en het derde jaar blijkt er wel een significant verschil aanwezig te zijn.

Uit de analyse van de twee eventstudies kan geconcludeerd worden dat een inkoopprogramma een positief effect heeft op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dit vormt het antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

Tenslotte werd er aan de hand van een beschrijvende studie een antwoord bekomen op de derde deelvraag. Het patroon van het aantal Belgische beursgenoteerde bedrijven met een inkoopprogramma loopt min of meer gelijk met het patroon in de Angelsaksische landen. Dat wil zeggen dat het aantal bedrijven met een inkoopprogramma in de nasleep van de financiële crisis gedaald is, waarna het vanaf 2010 opnieuw is gestegen. Helaas kon er niets geconcludeerd worden over het totaalbedrag per jaar besteed aan eigen aandelen wegens de invaliditeit van de data. Daarnaast kon evenzeer deelvraag 4 niet beantwoord worden wegens de schaarste van gegevens rond financiële instellingen. Dit zal onder volgende paragraaf verder bediscussieerd worden.

Er kan geconcludeerd worden dat dit onderzoek een bijdrage heeft geleverd aan het empirisch onderzoek rond het effect van de bestedingspolitiek van Belgische beursgenoteerde bedrijven op de aandelenprijs, meer specifiek rond het effect van een inkoopprogramma op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hoewel hierboven de conclusies duidelijk zijn opgesomd, kampt elk onderzoek met beperkingen, waarvan dit onderzoek geen uitzondering is. Deze beperkingen zullen samen met de aanbevelingen voor een verder onderzoek hieronder worden toegelicht.

9.3 Kritische reflectie

Zoals aangehaald onder paragraaf 6.2 zijn de bedrijven, waarvan de informatie gebruikt werd in dit onderzoek, opgenomen in de Bel20. Dit heeft gezorgd voor twee beperkingen. Ten eerste is het aantal bedrijven - en het aantal observaties - beperkt. Dit kan er mede voor gezorgd hebben dat er geen doorslaggevend bewijs is voor het verwerpen van de eerste en tweede nulhypothese. Daarnaast zijn er voor het lange termijneffect enkel 13 bedrijven in de eventstudie opgenomen. Hoewel de derde en vierde nulhypothese verworpen zijn, is het interessant de eventstudie over te doen voor alle Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Ten tweede is het mogelijk dat de sample bedrijven in dit onderzoek niet representatief is voor alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. De bedrijven die opgenomen zijn in de Bel20 presteren in het algemeen beter dan de overige Belgische beursgenoteerde bedrijven. Het is mogelijk dat de conclusies van dit onderzoek niet doorgetrokken kunnen worden naar alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Ook om deze reden is het interessant de eventstudie over te doen voor alle Belgische beursgenoteerde bedrijven.

De data betreffende de bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen verdient ook de nodige kritiek. Allereerst blijken de gegevens opgehaald via de databank Belfirst niet te kloppen. Dit kan het gevolg zijn van de gekozen rubriek: Beleggingen in Eigen Aandelen. Ook de bedragen

besteed aan de inkoop van eigen aandelen in de tweede databank blijken niet te kloppen. Het is dus aan te raden dit beter in kaart te brengen in een volgend onderzoek.

Ook is er een beperking aan het gekozen model - het marktmodel - om het abnormaal rendement te berekenen wegens de simpliciteit van het model. Hoewel het marktmodel een goede benadering is om het abnormaal rendement te berekenen, zit hier een foutmarge in die niet is geïdentificeerd en waarmee dus geen rekening is gehouden. Men kan in een toekomstig onderzoek gebruik maken van een multifactor model - het marktmodel is een one factor model - waarbij meer rekening wordt gehouden met de variantie van de abnormale returns (Het marktmodel doet dit door enkel de vergelijking te maken tussen het reëel rendement en het rendement van de markt). Zo kan men bijvoorbeeld rekening houden met de type industrie en de grootte van de onderneming.

Tenslotte kan het kiezen van de bel20 index als benchmark voor het berekenen van het abnormaal rendement zorgen voor een onderschatting van dit abnormaal rendement. Het effect van de aankondiging van het inkoopprogramma zit namelijk in de index vervat. Het rendement van deze index aftrekken van het reëel rendement weegt dus zwaar door op het abnormaal rendement. Dit zou er voor gezorgd kunnen hebben dat op de korte termijn het gemiddeld abnormaal rendement op eventtijdstip 0 niet van 0 verschilt op het 5% s.n..

9.4 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit onderzoek vormt een goede basis voor verder onderzoek in het domein van het effect van de bestedingspolitiek op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bovenstaande paragraaf heeft duidelijk gemaakt dat er enkele beperkingen zijn binnen dit onderzoek. De aanbevelingen die hieruit voortvloeien zullen een voor een opgesomd worden en kunnen als uitgangspunt voor een eventueel toekomstig onderzoek gebruikt worden.

Het is aan te bevelen dat in een toekomstig onderzoek:

1. het bereik van dit onderzoek uitgebreid wordt naar alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Aangezien de transparantiewetgeving van 2009 dateert, zullen veel Belgische beursgenoteerde bedrijven tegenwoordig conform de wet zijn. Het is dus mogelijk alle beschikbare informatie rond de inkoop van eigen aandelen te verzamelen via de website van deze bedrijven. Hierdoor is het evenzeer mogelijk een duidelijk antwoord op de derde en vierde deelvraag van dit onderzoek te bekomen.
2. het aantal jaar dat men opneemt in het onderzoek doorgetrokken wordt tot en met 2009. Hierdoor kunnen evenzeer meer observaties bekomen worden. Een bemerking hierbij is echter dat in 2009 veel bedrijven nog niet in orde waren met de wettelijke bepalingen. Hierdoor is het mogelijk dat een groot deel van de inkoopprogramma's anno 2009 en 2010 niet opgenomen kunnen worden in het onderzoek.
3. de totaalbedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen per jaar in België beter in kaart worden gebracht. Dit kan eenvoudigweg door punt 1 van deze aanbevelingen toe te passen.
4. het marktmodel vervangen wordt door een multifactor model. Hierdoor kan er naast de covariantie met de marktindex, rekening gehouden worden met de type industrie en de

grootte van het bedrijf. Ook kan men variabelen zoals de inkooporder, de prijs betaald voor het eigen aandeel en het motief van het inkoopprogramma in de studie opnemen. Verder is het interessant een onderscheid te maken naargelang het al dan niet uitgeven van een dividend.

5. er een andere benchmark dan de Bel20 index gebruikt wordt om het reëel rendement van een bedrijf mee te vergelijken om het abnormaal rendement te bekomen. Enkele suggesties zijn de Eurostoxx600 index en de Euronext 100 index.

Lijst van de geraadpleegde werken

1. Boeken

Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Verenigde Staten, New York: Macmillan.

Bruloot, D., Cuypers, D., De Boeck, A., De Groot, B., De Jonckheere, M., Demarsin, B., Geinger, H., Heijerick, N., Keirsbilck, B. & Torfs, N. (2014-2015). *Codex Economie Verzameling van wetteksten voor economen*. België, Brugge: Die Keure.

Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance*. Verenigd Koninkrijk: Pearson.

Hull, J.C. (2012). *Options, Futures, And other Derivatives*. Wereldwijd: Pearson.

Saunders, A. & Cornett, M.M., (2014). *Financial institutions management: a risk management approach*. Singapore: McGraw-Hill Education.

Sollis, R. (2012). *Empirical Finance for finance and banking*. Verenigd Koninkrijk: John Wiley & Sons.

2. Wetenschappelijke artikels

Anderson, R.W. & Hamadi, M. (2009). Large powerful shareholders and cash holding. *CEPR Discussion Papers*, 631.

Andriosopoulos, D. & Hoque, H. (2013). The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, vol. 27, p.65-76.

Babenko, I. (2010). Share repurchases and pay-performance sensitivity of employee compensation contracts. *Journal of Finance*, vol. 64, nr. 1, p. 177-150.

Boven, J. (2000). De inkoop van eigen aandelen door Belgische beursgenoteerde bedrijven. *Masterproef Universiteit Hasselt: Academiejaar 1999-2000*.

Bradley, M. & Wakeman, L. (1983). The wealth effect of targeted share repurchases. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, p. 301-328.

Comment, R. & Jarrell, G. (1991). The relative power of Dutch-auction and fixedpriced self-tender offers and open market share repurchases. *Journal of Finance*, vol. 46, nr. 4, p. 1243-1271.

Dann, L. Masulis, R. & Mayers, D. (1991). Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, nr. 3, p. 217-251.

Ditmar, A. (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, vol. 73, nr. 3, p. 331-355.

D'Mello, R. & Schroff, P. K. (2000). Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. *Journal of Finance*, vol. 55, nr. 4, p.2399-2424.

Farrell, K., Unlu, E. & Yu, J. (2014). Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, p.1-15.

- Floyd, E., Nan, L. & Skinner, D.J., (2014). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Chicago Booth, working paper nr. 12-01*.
- Gaspar, J.-M., M. Massa, M., Matos, P., Patgiri, R. & Rehman, Z. (2005). Can buybacks be a product of shorter time horizons? *Journal of Financial Economics, vol. 76, nr. 1*, p.135–166.
- Grullon, G. & R. Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *Journal of Finance, vol. 59, nr. 2*, p. 651–680.
- Haw, I.M. , Ho, S.S.M., Hu, B. & Zhang, X. (2012). Legal Institutions, Ownership Concentration, and Stock Repurchases Around the World: Signal Mimicking? *The International Journal of Accounting, vol. 48, nr. 4*, p. 427–458.
- Ikenberry, D. Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *Journal of Finance, vol. 55, nr. 5*, p. 2373–2397.
- Ikenberry, D. & Vermaelen, T. (1996). The option to repurchase stock. *Financial Management, Vol. 25, nr. 4*, p. 9–24.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market repurchases," *Journal of Financial Economics, vol. 39, nr. 2-3*, p. 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, Vol. 57, nr. 3*, p. 355-384.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review, Vol. 76, nr. 2*, p. 323-329.
- Kahle, K.M. (2002). When a buyback isn't a buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics, vol. 63, nr. 2*, p. 235–261.
- Lasfer, M. A. (2002). The market valuation of share repurchases in Europe. *Working Paper, City University Business School*.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review, Vol. 46, nr. 2*, p. 97-113.
- MacKinlay, A.C., (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature, Vol. 35, nr. 1*, p. 13-39.
- Marius, M.M., (2013). The Framework resulting from the Basel III regulations. *Economic Science Series, Vol. 22, nr. 1*, p. 1103-1105.
- Morgan, J.P. (2014). 2014 Distribution Policy, challenging conventional wisdom about dividends and buybacks. *Corporate Finance Advisory, Maart 2014*, p. 1-10.

- Netter J.M. & Mitchell, M. L. (1989). Stock repurchase announcements and insider transactions after the October 87 crash. *Financial Management*, vol. 18, nr. 1, p. 84–96.
- Nohel, T. & Tarhan, V.(1998). Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics*, vol. 49, nr. 2, p. 187–222.
- Persons, J. C. (1994). Signaling and takeover deterrence with stock repurchases: Dutch auction versus fixed price tender offers. *Journal of Finance*, vol. 49, nr. 4, p. 1373–1402.
- Pettit, J.(2001). Is a share buyback right for your company?. *Harvard business Review*, vol. 79, nr. 4, p. 141-148.
- Pettit, R.R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market. *The Journal of Finance*, vol. 27, nr. 5, p. 993–1007.
- Peyer, U.C. & Vermaelen, T. (2005).The many facets of privately negotiated share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, vol. 75, nr. 2, p. 361–395.
- Roosenboom, P.G.J., Goriaev, A.P. & Van Den Beemt, A. (2001). Aandeleninkoop nog niet gewaardeerd. *Economisch Statistische Berichten*, Vol. 86, nr. 4296, p. 184-185.
- Scott, L. Mikkelson, W.H. & Partch, M.M. (1992). Managers' Trading Around Stock Repurchases *Journal of Finance*, vol. 47, nr. 5, p. 1947–1961.
- Sinha, S. (1991). Share repurchase as a takeover defense. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 26, nr. 2, p. 233–244.
- Theys, B. (2002). De signaalfunctie van de inkoop van eigen aandelen. *Masterproef Universiteit Hasselt: Academiejaar 2001-2002*.
- Vermaelen, T. (1982). De Terugkoop van aandelen als informatiesignaal. *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 27, nr. 3, p. 337-352.
- Vermaelen, T. (1981).Common stock repurchases and market signaling. *Journal of Financial Economics*, vol. 9, nr. 2, p. 139-183.
- Vermaelen, T.(2005).share repurchases. *Foundation and trends in Finance*, vol. 1, nr. 3, p. 171-258.
- Von Eije, H. & Megginson, W.L. (2008).Dividends and share repurchases in the european Union. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, nr. 2, p. 347-374.
- Wansley, J.W., Lane, W. & Sarkar, S. (1989). Management's view on share repurchase and tender offer premiums. *Financial Management*, vol. 18, nr. 3, p. 97–110.
- Wardenier, J. (2014). Het bepalen van de risicopremie voor aandelen: theorie en praktijk. *Masterproef Universiteit Gent, academiejaar 2013-2014*.

Wouters, J. (2010). De verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen. *Masterproef Universiteit Hasselt: academiejaar 2009-2010*.

3. Internet

Boedts, T. (2009). *Nieuwe regels voor inkoop van eigen aandelen door genoteerde vennootschappen: meer flexibiliteit, maar ook strengere openbaarmakingsverplichtingen*.

Opgevraagd op 07 november 2014 via <http://www.eubelius.com/nl/spotlight/nieuwe-regels-voor-inkoop-van-eigen-aandelen-door-genoteerde-vennootschappen-meer>

Koster, J. (2012). *Warren Buffett on Share Repurchase*. Opgevraagd op 15 april 2015 via <http://www.valueinvestingworld.com/2012/09/warren-buffett-on-share-repurchases.html>

De Greeve, G. (z.d.). *Liquidatietarief naar 25% - reserves omzetten in kapitaal tegen 10% - dividendbelasting terug naar 15%*. Opgevraagd op 26 februari 2015 via <http://motmansvanhavermaet.be/nieuwsbrief-artikel/liquidatietarief-naar-25-reserves-omzetten-kapitaal-tegen-10-dividendbelasting-t>

Mampaey, S. (03 maart 2015). *2015 wordt topjaar voor inkoop aandelen*. Opgevraagd op 05 maart 2015 via http://www.tijd.be/markten_live/nieuws_aandelen/2015_wordt_topjaar_voor_inkoop_aandelen.9606903-3453.art

Vekeman, J. (04 maart 2015). *Het management begrijpt vaak toch meer van een bedrijf dan de beurs*. Opgevraagd op 07 maart 2015 via <http://www.tijd.be/detail.art?a=9607238&n=1615&highlight=het%20management%20begrijpt%20Ovaak%20toch%20meer%20van%20een%20bedrijf%20dan%20de%20beurs&ckc=1>

Financiële instellingen. (z.d.). Opgevraagd op 05 april 2015, via <http://www.nbb.be/pub/stats/institutes/institutes.htm?l=nl>

Bijlagen

Bijlage 1

Tabel 13: Inkoopmotief in België (door Deweirdt ea., 2004).

<i>Motief</i>	<i>% (*)</i>
Leveringsverplichtingen personeelsopties en warrants	13
Signalisatie van onderwaardering	10
Ondersteuning beurskoers	10
Verhoging winst per aandeel	9
Overtollige kasmiddelen – gebrek investeringsopportunities	9
Alternatief voor dividenduitkering	8
Vermijden of verhinderen van verzwakking aandeel	7
Financiering overname	7
Verhinderen overname	6
Optimale kapitaalstructuur	6
Verhoging financiële hefboom	5
Vrijwaring zeggenschap	3
Vermindering aandelenaanbod	3
Conversiedoeleinden	3
Besloten status	3
Andere	1

Bijlage 2

Tabel 14: Inkoopmethodes globaal (door Vermaelen, 2005).

Year	Dutch Auctions		Fixed Price Tender		Open Market		Private		Open/Private		Total	
	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)
1985	6	1 123	35	14 229	98	13 074	52	4 502	26	2 705	217	35 633
1986	11	2 332	18	5 526	104	13 768	44	5 246	54	8 001	231	34 873
1987	7	1 226	36	5 052	227	44 158	35	4 672	35	7 103	340	62 211
1988	23	7 829	28	3 878	191	27 286	56	4 223	57	6 521	355	49 737
1989	23	5 119	46	1 826	356	49 596	88	8 625	131	13 860	644	79 026
1990	11	1 934	44	3 509	587	25 055	94	4 297	248	8 902	984	43 697
1991	3	738	40	2 463	272	13 618	95	4 386	101	5 023	511	26 228
1992	8	1 636	63	2 797	445	29 548	72	2 191	139	5 743	727	41 915
1993	6	1 296	59	2 553	444	24 835	84	2 846	136	11 529	729	43 059
1994	11	951	41	3 028	850	59 988	82	3 076	254	17 579	1 238	84 622
1995	9	974	26	597	889	68 163	102	14 603	291	23 707	1 317	108 044
1996	27	2 971	29	3 558	1 213	130 274	97	14 632	382	52 232	1 748	203 667
1997	42	6 632	37	4 142	1 150	158 334	147	18 194	303	38 735	1 679	226 037
1998	26	2 728	28	5 038	1 942	251 470	81	9 409	467	47 395	2 544	316 040
1999	27	4 663	56	4 930	1 719	195 718	73	13 277	427	47 077	2 302	265 665
2000	31	4 096	82	18 061	1 126	209 662	56	5 922	268	33 224	1 563	270 965
2001	24	1 872	70	16 648	909	180 407	65	17 898	252	40 066	1 320	256 891
2002	15	1 029	85	5 484	1 028	148 150	90	10 945	174	27 856	1 392	193 464
2003	20	2 099	75	3 801	1 310	129 776	93	9 865	225	61 886	1 723	207 427
Total	330	51 248	898	107 120	14 860	1 772 880	1 506	158 809	3 970	459 144	21 564	2 549 201

Bijlage 3

Tabel 15: Inkoopmethodes Verenigde Staten (door Vermaelen, 2005).

Table 3.2 Buyback activity 1985-2003: USA

Year	Dutch Auctions		Fixed Price Tender		Open Market		Private		Open/Private		Total	
	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)
1985	6	1 123	33	14 080	97	13 072	51	4 412	26	2 705	213	35 392
1986	11	2 332	17	5 502	102	13 474	44	5 246	54	8 001	228	34 555
1987	7	1 226	33	4 721	223	43 299	33	3 749	35	7 103	331	60 098
1988	23	7 829	24	3 728	186	26 851	53	3 826	57	6 521	343	48 755
1989	23	5 119	37	1 093	337	44 944	85	4 181	130	13 749	612	69 086
1990	11	1 934	34	3 163	551	22 453	85	3 475	248	8 902	929	39 927
1991	3	738	32	2 394	201	10 742	80	3 372	101	5 023	417	22 269
1992	8	1 636	44	2 158	336	27 683	57	1 898	139	5 743	584	39 118
1993	6	1 296	50	1 525	350	24 097	72	2 343	135	11 519	613	40 780
1994	11	951	30	3 004	645	54 697	68	1 091	250	17 478	1 004	77 221
1995	9	974	19	520	670	61 486	83	13 620	287	23 276	1 068	99 876
1996	24	2 773	19	2 748	940	113 219	68	9 479	369	48 287	1 420	176 506
1997	36	5 212	23	3 247	819	131 367	107	12 979	295	37 726	1 280	190 531
1998	24	2 671	14	4 174	1 387	176 663	50	4 133	445	46 556	1 920	234 197
1999	22	3 819	24	1 788	1 031	110 720	43	3 078	412	43 764	1 532	163 169
2000	22	2 730	25	13 450	498	124 315	28	2 342	258	32 981	831	175 818
2001	14	485	27	1 006	356	112 153	47	5 519	241	38 949	685	158 112
2002	12	860	28	1 440	231	86 160	55	5 583	162	27 782	488	121 825
2003	17	1 794	28	968	192	36 632	44	2 607	220	61 782	501	103 783
Total	289	45 502	541	70 709	9 152	1 234 027	1 153	92 933	3 864	447 847	14 999	1 891 018

Bijlage 4

Tabel 16: inkoopmethodes buiten de VS (door Vermaelen, 2005).

Year	Dutch Auctions		Fixed Price Tender		Open Market		Private		Open/Private		Total	
	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)
1985			2	149	1	2	1	90			4	241
1986			1	23	2	294					3	317
1987			3	331	4	859	2	923			9	2 113
1988			4	150	5	435	3	397			12	982
1989			9	734	19	4 652	3	4 443	1	111	32	9 940
1990			10	346	36	2 602	9	823			55	3 771
1991			8	69	71	2 876	15	1 013			94	3 958
1992			19	639	109	1 864	15	293			143	2 796
1993			9	1 029	94	738	12	503	1	10	116	2 280
1994			11	24	205	5 291	14	1 985	4	101	234	7 401
1995			7	77	219	6 677	19	982	4	431	249	8 167
1996	3	197	10	810	273	17 056	29	5 153	13	3 945	328	27 161
1997	6	1 420	14	896	331	26 967	40	5 214	8	1 009	399	35 506
1998	2	57	14	864	555	74 806	31	5 276	22	839	624	81 842
1999	5	844	32	3 142	688	84 998	30	10 199	15	3 313	770	102 496
2000	9	1 366	57	4 611	628	85 347	28	3 580	10	243	732	95 147
2001	10	1 387	43	15 642	553	68 254	18	12 380	11	1 117	635	98 780
2002	3	169	57	4 045	797	61 990	35	5 362	12	74	904	71 640
2003	3	305	47	2 833	1 118	93 143	49	7 257	5	104	1 222	103 642
Total	41	5 745	357	36 414	5 708	538 851	353	65 873	106	11 297	6 565	658 180

Table 3.3 Buyback activity 1985–2003: non-US data

Bijlage 5

Tabel 17: Inkoopmethode Europa (door Vermaelen, 2005).

Year	Dutch Auctions		Fixed Price Tender		Open Market		Private		Open/Private		Total	
	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)	N	Value (M\$)
1985					1		2				1	
1986												
1987					1		5	1	689		2	694
1988			1	65	1		8				2	73
1989			2	155	6	3 093	2	4 404			10	7 652
1990			2	273	7	157	5	751			14	1 181
1991			1	3	12	1 361	7	228			20	1 592
1992			7	349	17	235	11	197			35	781
1993			6	921	16	198	7	417			29	1 536
1994			5	13	38	2 355	12	1 984	3	83	58	4 435
1995			2	9	51	2 249	13	682	3	430	69	3 370
1996			3	527	50	6 933	14	4 501	3	160	70	12 121
1997	1	21	9	640	60	11 327	25	4 005	1	269	96	16 262
1998	1	13	7	518	166	57 231	22	3 042	8	659	204	61 463
1999	1	679	9	2 547	299	64 944	11	6 908	9	3 242	329	78 320
2000			26	3 260	153	61 029	10	1 824	1	11	190	66 124
2001			21	13 826	66	24 334	5	10 810	1	273	93	49 243
2002			27	2 076	40	18 102	10	630			77	20 808
2003	1	99	15	779	78	30 449	17	3 958	2	16	113	35 301
Total	4	812	143	25 961	1 062	284 012	172	45 030	31	5 143	1 412	360 958

Bijlage 6

Tabel 18: Abnormaal rendement rond openmarkt inkoop goedkeuringen (Data V.S.) (door Vermaelen, 2005).

Authors	Time Period	# observations	CAR (-1, +1)	Percentage of shares targeted
Vermaelen [110]	1970-1978	243	3%	5%
Netter and Mitchell [87]	October 1987	337	3.5%	5.6%
Comment and Jarrell [20]	1985-1988	1197	2.3%	NA
Vafeas and Joy [109]	1985-1991	162	3.2%	NA
Ikenberry <i>et al.</i> [47]	1980-1990	1239	3.5%	6.6%
Kahle [59]	1993-1996	712	1.5%	6.4%
Gaspar <i>et al.</i> [37]	1984-2000	3989	2.9%	NA
Grullon and Michaely [42]	1982-1997	4443	2.7%	6.8%
Peyer and Vermaelen [94]	1984-2001	6470	2.39%	7.4%

Bijlage 7

Tabel 19: Rendement na aankondiging van openmarkt aankoopprogramma's (Data niet-V.S.) (door Vermaelen, 2005).

Authors	Time period	# observations	CAR	% of shares targeted
<i>Canada</i>				
Ikenberry <i>et al.</i> [48]	1989–1997	1060	0.93%	5.2%
Li and McNally [73]	1989–1992	183	0.87%	5.4%
Barnes, Burnie and Gunay [9]	1987–1995	223	1.43%	NA
<i>UK</i>				
Lafler [67]	1985–1998	465	1.64%	9.4%
Rau and Vermaelen [98]	1985–1998	198	1.14%	93.8%
<i>Continental Europe</i>				
Lafler [67]	1985–1998	177	1.06%	11.6%
<i>Japan</i>				
Zhang [117]	1995	39	5.98%	4.37%

Bijlage 8

Tabel 20: Fractie Industriële bedrijven met een inkoopprogramma in de VS (door Floyd ea., 2014).

Year	Firms that only pay dividends		Firms that pay dividends and repurchase		Firms that only repurchase		Non-payers		All dividend payers		All repurchase firms		Total firms
1980	2,119	57.2%	0	0.0%	0	0.0%	1,587	42.8%	2,119	57.2%	0	0.0%	3,706
1981	2,055	48.6%	0	0.0%	0	0.0%	2,170	51.4%	2,055	48.6%	0	0.0%	4,225
1982	1,923	45.6%	0	0.0%	0	0.0%	2,290	54.4%	1,923	45.6%	0	0.0%	4,213
1983	1,498	33.0%	342	7.5%	270	6.0%	2,426	53.5%	1,840	40.6%	612	13.5%	4,536
1984	1,252	27.3%	490	10.7%	404	8.8%	2,432	53.1%	1,742	38.1%	894	19.5%	4,578
1985	1,189	26.3%	458	10.1%	437	9.7%	2,443	54.0%	1,647	36.4%	895	19.8%	4,527
1986	1,073	22.9%	472	10.1%	413	8.8%	2,733	58.3%	1,545	32.9%	885	18.9%	4,691
1987	885	18.4%	593	12.3%	599	12.4%	2,745	56.9%	1,478	30.7%	1,192	24.7%	4,822
1988	872	19.0%	535	11.7%	665	14.5%	2,515	54.8%	1,407	30.7%	1,200	26.2%	4,587
1989	907	20.5%	470	10.6%	553	12.5%	2,493	56.4%	1,377	31.1%	1,023	23.1%	4,423
1990	765	17.6%	551	12.7%	617	14.2%	2,418	55.6%	1,316	30.2%	1,168	26.8%	4,351
1991	917	20.9%	370	8.4%	501	11.4%	2,604	59.3%	1,287	29.3%	871	19.8%	4,392
1992	965	21.0%	360	7.8%	439	9.5%	2,839	61.7%	1,325	28.8%	799	17.4%	4,603
1993	981	19.9%	374	7.6%	441	8.9%	3,138	63.6%	1,355	27.5%	815	16.5%	4,934
1994	907	17.5%	444	8.5%	489	9.4%	3,355	64.6%	1,351	26.0%	933	18.0%	5,195
1995	927	15.9%	485	8.3%	567	9.7%	3,838	66.0%	1,412	24.3%	1,052	18.1%	5,817
1996	897	14.1%	536	8.4%	612	9.6%	4,311	67.8%	1,433	22.5%	1,148	18.1%	6,356
1997	803	12.6%	557	8.7%	790	12.4%	4,245	66.4%	1,360	21.3%	1,347	21.1%	6,395
1998	638	10.2%	624	10.0%	1,039	16.7%	3,933	63.1%	1,262	20.2%	1,663	26.7%	6,234
1999	562	8.8%	561	8.8%	1,070	16.8%	4,165	65.5%	1,123	17.7%	1,631	25.7%	6,358
2000	449	7.2%	544	8.7%	905	14.5%	4,364	69.7%	993	15.9%	1,449	23.1%	6,262
2001	529	9.1%	365	6.3%	855	14.7%	4,076	70.0%	894	15.3%	1,220	20.9%	5,825
2002	542	9.9%	289	5.3%	848	15.6%	3,774	69.2%	831	15.2%	1,137	20.9%	5,453
2003	569	11.1%	342	6.7%	662	12.9%	3,549	69.3%	911	17.8%	1,004	19.6%	5,122
2004	665	13.3%	345	6.9%	522	10.4%	3,477	69.4%	1,010	20.2%	867	17.3%	5,009
2005	636	13.2%	420	8.7%	530	11.0%	3,236	67.1%	1,056	21.9%	950	19.7%	4,822
2006	576	12.3%	484	10.3%	583	12.4%	3,047	65.0%	1,060	22.6%	1,067	22.8%	4,690
2007	521	11.4%	514	11.2%	662	14.5%	2,880	62.9%	1,035	22.6%	1,176	25.7%	4,577
2008	461	10.7%	514	11.9%	872	20.3%	2,457	57.1%	975	22.7%	1,386	32.2%	4,304
2009	571	13.9%	318	7.8%	621	15.2%	2,584	63.1%	889	21.7%	939	22.9%	4,094
2010	537	13.5%	391	9.8%	605	15.2%	2,452	61.5%	928	23.3%	996	25.0%	3,985
2011	481	12.3%	487	12.5%	679	17.4%	2,249	57.7%	968	24.8%	1,166	29.9%	3,896
2012	561	14.6%	520	13.5%	586	15.2%	2,178	56.6%	1,081	28.1%	1,106	28.8%	3,845
TOTAL	29,233	18.2%	13,755	8.6%	18,836	11.7%	99,003	61.6%	42,988	26.7%	32,591	20.3%	160,827

Bijlage 9

Tabel 21: Fractie Financiële instellingen met een inkoopprogramma in de VS (door Floyd ea., 2014).

Year	Firms that only pay dividends		Firms that pay dividends and repurchase		Firms that only repurchase		Non-payers	All dividend payers		All repurchase firms		Total number of firms	
1980	431	72.0%	0	0.0%	0	0.0%	168	28.0%	431	72.0%	0	0.0%	599
1981	438	66.0%	1	0.2%	0	0.0%	225	33.9%	439	66.1%	1	0.2%	664
1982	416	61.7%	16	2.4%	0	0.0%	242	35.9%	432	64.1%	16	2.4%	674
1983	355	51.1%	90	12.9%	33	4.7%	217	31.2%	445	64.0%	123	17.7%	695
1984	320	45.9%	103	14.8%	43	6.2%	231	33.1%	423	60.7%	146	20.9%	697
1985	337	47.1%	90	12.6%	54	7.5%	235	32.8%	427	59.6%	144	20.1%	716
1986	378	47.4%	100	12.5%	49	6.1%	270	33.9%	478	60.0%	149	18.7%	797
1987	349	41.2%	166	19.6%	82	9.7%	250	29.5%	515	60.8%	248	29.3%	847
1988	376	45.5%	152	18.4%	82	9.9%	216	26.2%	528	63.9%	234	28.3%	826
1989	365	45.4%	157	19.5%	81	10.1%	201	25.0%	522	64.9%	238	29.6%	804
1990	312	39.7%	192	24.5%	70	8.9%	211	26.9%	504	64.2%	262	33.4%	785
1991	363	44.7%	123	15.1%	69	8.5%	257	31.7%	486	59.9%	192	23.6%	812
1992	365	43.8%	121	14.5%	74	8.9%	273	32.8%	486	58.3%	195	23.4%	833
1993	834	55.5%	124	8.3%	46	3.1%	499	33.2%	958	63.7%	170	11.3%	1,503
1994	769	48.0%	299	18.7%	97	6.1%	436	27.2%	1,068	66.7%	396	24.7%	1,601
1995	787	48.5%	326	20.1%	82	5.1%	427	26.3%	1,113	68.6%	408	25.2%	1,622
1996	755	46.8%	371	23.0%	98	6.1%	389	24.1%	1,126	69.8%	469	29.1%	1,613
1997	718	46.7%	352	22.9%	90	5.9%	377	24.5%	1,070	69.6%	442	28.8%	1,537
1998	701	44.8%	379	24.2%	111	7.1%	373	23.8%	1,080	69.1%	490	31.3%	1,564
1999	648	39.1%	480	29.0%	121	7.3%	409	24.7%	1,128	68.0%	601	36.2%	1,658
2000	537	34.0%	527	33.3%	145	9.2%	372	23.5%	1,064	67.3%	672	42.5%	1,581
2001	566	37.3%	439	28.9%	141	9.3%	373	24.6%	1,005	66.2%	580	38.2%	1,519
2002	571	38.6%	417	28.2%	124	8.4%	368	24.9%	988	66.8%	541	36.6%	1,480
2003	633	43.7%	356	24.6%	99	6.8%	361	24.9%	989	68.3%	455	31.4%	1,449
2004	656	46.3%	334	23.6%	87	6.1%	339	23.9%	990	69.9%	421	29.7%	1,416
2005	616	44.0%	379	27.1%	77	5.5%	329	23.5%	995	71.0%	456	32.5%	1,401
2006	597	43.9%	383	28.2%	84	6.2%	296	21.8%	980	72.1%	467	34.3%	1,360
2007	446	34.2%	495	37.9%	108	8.3%	256	19.6%	941	72.1%	603	46.2%	1,305
2008	547	43.8%	330	26.4%	120	9.6%	251	20.1%	877	70.3%	450	36.1%	1,248
2009	567	46.6%	199	16.3%	122	10.0%	330	27.1%	766	62.9%	321	26.4%	1,218
2010	548	44.7%	188	15.3%	129	10.5%	361	29.4%	736	60.0%	317	25.9%	1,226
2011	497	40.8%	247	20.3%	130	10.7%	343	28.2%	744	61.1%	377	31.0%	1,217
2012	529	44.3%	245	20.5%	115	9.6%	306	25.6%	774	64.8%	360	30.1%	1,195
TOTAL	17,327	45.0%	8,181	21.3%	2,763	7.2%	10,191	26.5%	25,508	66.3%	10,944	28.5%	38,462

Bijlage 10

Tabel 22: Fractie Commerciële banken met een inkoopprogramma in de VS (door Floyd ea., 2014).

Year	Firms that only pay dividends		Firms that pay dividends and repurchase		Firms that only repurchase		Non-payers		All dividend payers		All repurchase firms		Total number of firms
1980	178	98.9%	0	0.0%	0	0.0%	2	1.1%	178	98.9%	0	0.0%	180
1981	182	98.4%	0	0.0%	0	0.0%	3	1.6%	182	98.4%	0	0.0%	185
1982	178	89.4%	15	7.5%	0	0.0%	6	3.0%	193	97.0%	15	7.5%	199
1983	151	76.6%	41	20.8%	0	0.0%	5	2.5%	192	97.5%	41	20.8%	197
1984	141	73.8%	42	22.0%	0	0.0%	8	4.2%	183	95.8%	42	22.0%	191
1985	131	71.6%	41	22.4%	0	0.0%	11	6.0%	172	94.0%	41	22.4%	183
1986	134	72.0%	35	18.8%	2	1.1%	15	8.1%	169	90.9%	37	19.9%	186
1987	106	58.6%	51	28.2%	9	5.0%	15	8.3%	157	86.7%	60	33.1%	181
1988	134	70.2%	33	17.3%	4	2.1%	20	10.5%	167	87.4%	37	19.4%	191
1989	126	67.7%	45	24.2%	4	2.2%	11	5.9%	171	91.9%	49	26.3%	186
1990	111	61.0%	55	30.2%	6	3.3%	10	5.5%	166	91.2%	61	33.5%	182
1991	118	67.8%	30	17.2%	8	4.6%	18	10.3%	148	85.1%	38	21.8%	174
1992	104	63.4%	27	16.5%	4	2.4%	29	17.7%	131	79.9%	31	18.9%	164
1993	310	70.5%	39	8.9%	3	0.7%	88	20.0%	349	79.3%	42	9.5%	440
1994	269	59.3%	99	21.8%	12	2.6%	74	16.3%	368	81.1%	111	24.4%	454
1995	285	62.1%	98	21.4%	10	2.2%	66	14.4%	383	83.4%	108	23.5%	459
1996	266	59.5%	119	26.6%	6	1.3%	56	12.5%	385	86.1%	125	28.0%	447
1997	249	58.5%	125	29.3%	6	1.4%	46	10.8%	374	87.8%	131	30.8%	426
1998	269	58.2%	130	28.1%	12	2.6%	51	11.0%	399	86.4%	142	30.7%	462
1999	289	54.0%	163	30.5%	10	1.9%	73	13.6%	452	84.5%	173	32.3%	535
2000	247	47.0%	190	36.2%	17	3.2%	71	13.5%	437	83.2%	207	39.4%	525
2001	264	49.3%	173	32.3%	15	2.8%	83	15.5%	437	81.7%	188	35.1%	535
2002	259	48.7%	182	34.2%	12	2.3%	79	14.8%	441	82.9%	194	36.5%	532
2003	277	50.9%	168	30.9%	8	1.5%	91	16.7%	445	81.8%	176	32.4%	544
2004	274	51.2%	163	30.5%	8	1.5%	90	16.8%	437	81.7%	171	32.0%	535
2005	248	47.1%	174	33.1%	11	2.1%	93	17.7%	422	80.2%	185	35.2%	526
2006	234	46.2%	183	36.2%	9	1.8%	80	15.8%	417	82.4%	192	37.9%	506
2007	148	31.4%	242	51.3%	21	4.4%	61	12.9%	390	82.6%	263	55.7%	472
2008	248	54.4%	120	26.3%	15	3.3%	73	16.0%	368	80.7%	135	29.6%	456
2009	253	57.9%	55	12.6%	13	3.0%	116	26.5%	308	70.5%	68	15.6%	437
2010	229	51.9%	45	10.2%	17	3.9%	150	34.0%	274	62.1%	62	14.1%	441
2011	179	41.1%	85	19.5%	24	5.5%	148	33.9%	264	60.6%	109	25.0%	436
2012	193	44.7%	89	20.6%	32	7.4%	118	27.3%	282	65.3%	121	28.0%	432
TOTAL	6,784	56.5%	3,057	25.5%	298	2.5%	1,860	15.5%	9,841	82.0%	3,355	28.0%	11,999

Bijlage 11

Tabel 23: Bèta van alle BEL20 aandelen op 06/05/2014 volgens tijd.be, reuters.com en Datastream (door Wardenier, 2014).

Bedrijf	Bron		
	Tijd.be	Reuters.com	Datastream
AB Inbev	1.03	0.57	0.58
Ackermans &vHaar	0.83	0.76	0.80
Ageas	1.26	1.95	1.98
Befimmo	0.43	0.58	0.54
Bekaert	0.76	1.56	1.62
Belgacom	0.64	0.57	0.42
Bpost	-	-	-
Cofinimmo	0.65	0.62	0.45
Colruyt	0.38	0.13	0.28
D'ieren	0.92	1.19	0.79
Delhaize	0.39	0.49	0.97
Delta Lloyd	-	1.03	1.11
Elia	0.38	0.20	0.23
GBL	0.82	1.01	0.16
GDF Suez	0.94	0.82	0.58
KBC	1.21	3.13	3.26
Solvay	0.82	1.24	1.36
Telenet	0.66	0.59	0.46
UCB	0.83	0.64	0.16
Umicore	0.91	1.07	1.14

Bijlage 12

Tabel 24: Bèta van alle Bel20 bedrijven (door Wardenier, 2014).

Bedrijf	Beta
AB Inbev	0.77
Ackermans &vHaar	1.02
Ageas	1.81
Befimmo	0.64
Bekaert	1.39
Belgacom	0.51
Bpost	-
Cofinimmo	0.55
Colruyt	0.42
D'iereen	0.93
Delhaize	0.63
Delta Lloyd	-
Elia	0.23
GBL	0.88
GDF Suez	1.11
KBC	2.19
Solvay	1.12
Telenet	0.62
UCB	0.67
Umicore	1.37

Bijlage 13

Tabel 25: Aankondiging van inkoopprogramma's.

Bedrijf	Datum	Motief	Uitgevoerd:Ja/Nee
AB Inbev	26/02/2015	Dekking ESO	Ja
Ackermans & van Haaren	25/11/2011	Dekking ESO	Ja
	26/06/2013	Dekking ESO	Ja
	26/11/2014	Dekking ESO	Ja
Ageas	24/08/2011	Onderwaardering	Ja
	06/08/2012	Solvabiliteit/verwatering	Ja
	02/08/2013	Onderwaardering	Ja
	06/08/2014	Onderwaardering	Ja
Befimmo	21/05/2012	Onderwaardering	Ja
Belgacom	25/02/2011	Dekking ESO	Ja
Cofinimmo	21/03/2012	/	Ja
	01/03/2013	/	Ja
D'Ieteren	10/03/2014	Dekking ESO	Ja
	20/03/2014	Dekking ESO	Ja
	23/10/2014	Dekking ESO	Ja
	4/11/2014	Dekking ESO	Ja
Delhaize	03/08/2011	Dekking ESO	Ja
GBL	12/04/2011	Liquiditeit	Ja
Telenet	09/08/2011	Solvabiliteit/verwatering	Ja
	16/02/2012	Solvabiliteit/verwatering	Ja
	13/08/2012	Solvabiliteit/verwatering	Nee
	11/02/2013	Solvabiliteit/verwatering	Nee
	13/02/2014	Solvabiliteit/verwatering	Ja
	12/02/2015	Solvabiliteit/verwatering	Ja

Bijlage 14

Tabel 26: AR per observatie op de korte termijn.

Observatie	Window				
	-2	-1	0	1	2
1	0,0023	-0,0040	0,0083	0,0003	0,0005
2	0,0101	0,0011	-0,0001	0,0006	-0,0009
3	-0,0004	0,0007	0,0001	0,0065	-0,0008
4	0,0048	-0,0043	-0,0047	0,0062	0,0093
5	0,0066	-0,0012	-0,0053	0,0034	0,0011
6	-0,0062	-0,0007	0,0131	-0,0041	-0,0041
7	0,0086	0,0000	0,0000	-0,0026	-0,0056
8	-0,0004	0,0046	-0,0038	-0,0044	-0,0041
9	0,0056	-0,0036	-0,0159	-0,0027	0,0096
10	0,0030	0,0036	0,0189	-0,0008	-0,0066
11	-0,0018	-0,0042	0,0033	0,0067	0,0034
12	0,0034	0,0023	0,0008	-0,0045	0,0026
13	0,0009	0,0040	-0,0006	0,0204	0,0122
14	-0,0280	0,0317	0,0000	0,0211	-0,0043
15	-0,0057	0,0048	0,0103	-0,0123	0,0005
16	0,0010	-0,0038	0,0069	0,0157	-0,0098
17	-0,0060	-0,0147	0,0114	0,0061	-0,0154
18	-0,0010	-0,0036	0,0005	-0,0027	-0,0060
19	-0,0015	0,0026	0,0036	0,0027	0,0034
20	-0,0006	-0,0112	0,0105	-0,0104	0,0224
21	-0,0031	-0,0152	0,0840	-0,0089	0,0057
22	-0,0117	-0,0171	0,0305	-0,0007	0,0072
23	0,0045	-0,0005	-0,0044	0,0012	-0,0144
24	0,0002	0,0000	-0,0005	-0,0006	0,0030

Bijlage 15

Tabel 27: AR per bedrijf op de lange termijn: Voorbeeld weergave.

ABInbev	A&VH	Ageas	Befi	Bek	Belg	Cofin	Colr	Delh	GBL	Tele	UCB	Umic
-0.002	0.009	0.084	0.016	-0.007	0.004	0.006	-0.010	-0.004	-0.001	0.007	0.000	-0.004
0.001	-0.009	-0.009	-0.010	0.002	0.007	0.005	-0.009	-0.012	-0.001	-0.001	-0.004	0.001
-0.001	0.007	0.006	0.019	0.002	0.000	0.000	0.002	-0.010	0.001	-0.003	0.002	-0.035
-0.002	0.012	0.010	0.000	-0.001	0.004	0.004	0.004	0.003	-0.005	-0.002	-0.001	-0.005
-0.003	-0.014	0.006	-0.010	-0.005	0.001	0.005	0.004	0.000	0.005	0.002	0.001	0.006
-0.004	0.024	0.011	0.001	-0.001	-0.007	-0.001	0.004	0.002	0.000	-0.001	0.000	0.002
-0.001	-0.013	0.004	0.008	0.004	0.004	-0.004	0.002	-0.006	0.000	0.000	0.002	0.015
0.002	0.001	-0.020	-0.002	-0.001	0.011	0.000	0.000	0.002	-0.001	0.002	0.009	-0.004
0.009	0.000	-0.037	0.002	-0.001	0.009	-0.003	0.007	0.009	0.003	0.003	0.007	0.000
-0.002	0.000	-0.006	-0.010	0.004	-0.008	-0.006	-0.001	0.001	-0.002	0.002	-0.001	0.009
...
	0.003	0.030	-0.007		-0.003	-0.005	0.002	0.016		0.008	0.001	0.002
	-0.009	-0.010	0.001		-0.001	0.003	-0.002	0.003		0.000	-0.006	0.002
	-0.002	-0.006	0.000		0.002	0.006	-0.002	0.005		0.001	0.000	0.001
	-0.002	-0.001	-0.003		0.003	-0.003	0.000	0.001		0.000	0.000	0.000
	0.000	0.013	-0.005		-0.001	0.007	-0.001	0.009		-0.005	-0.005	0.002
	0.004	-0.004			0.000	-0.003	0.001	0.002		0.001	0.002	-0.006
	-0.001	-0.004			-0.001	0.000	0.001	0.000		0.000	-0.003	0.011
	0.001	0.002			0.001	0.003	0.001	0.003		0.001	0.003	-0.003
	0.002	-0.001			0.001	-0.001	0.004	-0.002		0.000	0.001	-0.002
	-0.001	-0.009			0.001	0.001	-0.003	-0.007		0.000	0.003	-0.002
	0.006	-0.001			-0.002	-0.008	-0.001	0.007		-0.002	-0.001	0.004
	-0.013	-0.002			0.002	-0.001	0.000	0.004		-0.002	0.005	-0.003
	0.009	0.004			0.004	0.003	-0.001	-0.001		-0.012	-0.009	0.000
	0.009	0.001			0.001	-0.008	-0.003	0.005		0.016	0.002	0.002
	-0.007	-0.005			-0.001	-0.003	-0.002	-0.002		0.007	0.001	-0.004
	-0.002	0.000			-0.006	-0.003	-0.002	-0.004		-0.005	0.001	0.009
	0.008	0.001			0.006	-0.001	0.003	0.003		0.004	-0.002	0.005

Bijlage 16

Tabel 28: Maandelijke CAAR.

Maand	CAAR
1/X1	0,0085
2/X1	0,0059
3/X1	-0,0046
4/X1	-0,0054
5/X1	0,0015
6/X1	0,0035
7/X1	0,0066
8/X1	-0,0043
9/X1	-0,0124
10/X1	-0,0169
11/X1	-0,0079
12/X1	0,0059
1/X2	0,0071
2/X2	0,0124
3/X2	-0,0010
4/X2	0,0074
5/X2	0,0136
6/X2	0,0180
7/X2	0,0173
8/X2	0,0101
9/X2	0,0204
10/X2	0,0253
11/X2	0,0370
12/X2	0,0480
1/X3	0,0496
2/X3	0,0555
3/X3	0,0604
4/X3	0,0681
5/X3	0,0675
6/X3	0,0757
7/X3	0,0794
8/X3	0,0851
9/X3	0,0907
10/X3	0,0954
11/X3	0,0988
12/X3	0,1065

Bijlage 17

Korte termijn

Tabel 29: AAR en CAAR.

Tijdstip	AAR	CAAR
-2	-0,00063	-0,00063
-1	-0,00121	-0,00184
0	0,006952	0,005108
1	0,001511	0,006619
2	0,000373	0,006993

Lange termijn

Tabel 30: CAAR per jaar.

$CAAR(t_0, t_{261})$	$CAAR(t_0, t_{522})$	$CAAR(t_0, t_{783})$	$ACAAR(t_0, t_{783})$
0.0032	0.0460	0.0514	0.0335

Tabel 31: CAAR gedurende de jaren

$CAAR(t_0, t_{261})$	$CAAR(t_{262}, t_{522})$	$CAAR(t_{523}, t_{783})$
0.0032	0.0492	0.1006

Bijlage 18

Tabel 32: AAR

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AR	24	,0070	,01886	,00385

Tabel 33: T-test AAR

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AR	1,806	23	,084	,00695	-,0010	,0149

Tabel 34: ACAR

One-Sample Statistics				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAR1	261	,0000	,00789	,00049
CAR2	261	,0113	,01108	,00069
CAR3	261	,0245	,01675	,00104
CARTOT	783	,0294	,03423	,00122

Tabel 35: T-test ACAR

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR1	,031	260	,975	,00002	-,0009	,0010
CAR2	16,547	260	,000	,01135	,0100	,0127
CAR3	23,625	260	,000	,02449	,0225	,0265
CARTOT	24,066	782	,000	,02944	,0270	,0318

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Het effect van de inkoop van eigen aandelen op de aandelenprijs bij Belgische beursgenoteerde bedrijven

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2015**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Satta, Stefano

Datum: **2/06/2015**