

PARVEST GLOBAL
KOMPARTIMENT VAN PARVEST
SICAV NAAR LUXEMBURGS RECHT

TIJD VOOR WERELDWIJD BELEGGEN IN AANDELEN

EN OBLIGATIES PARVEST GLOBAL belegt internationaal in een waaier van aandelen van uitstekende ondernemingen en in obligaties van eersterangsdebiteuren in diverse munten. Omdat PARVEST GLOBAL de samenstelling van haar portefeuille steeds aanpast aan de economische verwachtingen in bepaalde landen of continenten, vermijdt de belegger kostenverwekkende arbitrages tussen fondsen. Dit verhoogt in belangrijke mate de netto-opbrengst van het kapitaal. Vraag de prospectus en het laatste periodiek verslag over PARVEST in één van de Paribas-kantoren.



PARIBAS BANK
BELGIE

PARIBAS BANK BELGIE N.V. - Emile Jacqmainlaan 162 - 1210 Brussel
Tel. 02/220.41.11 - Fax 02/218.51.42

Véronique Weets *

Marc Jegers *

Jef Vuchelen *

Het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet: lange-termijninvloed op de investeringen

De invloed van het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet op de investeringen is in onze studie onderzocht door middel van gepaarde steekproeven van Cooreman- en niet-Cooreman-ondernemingen die behoren tot de 2000 grootste Belgische bedrijven. Op basis van de tweezijdige Kolmogorov/Smirnov-test concluderen we dat beide groepen zich, wat hun investeringsniveau betreft, vóór de aandelenwet in een gelijksoortige uitgangspositie bevinden. Vanaf 1984 zijn de investeringen in financiële en materiële vaste activa fors gestegen. Deze trend heeft zich op lange termijn voortgezet. De Cooreman-ondernemingen presteerden voor de financiële en immateriële vaste activa beter dan de niet-Cooreman-ondernemingen.

1. Inleiding: de aandelenwet

A. Doelstellingen van het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet

In het begin van de jaren tachtig werd vastgesteld dat de financiële structuur van de Belgische ondernemingen zeer ongunstig was, en dat misschien als gevolg daarvan het investeringspeil zeer laag was.¹ Ver-

¹ Zo was b.v. de bruto kapitaalvorming van de Belgische ondernemingen gedaald van 13% van het BNP in 1974 tot 8,5% in 1981 (Farber, 1984, blz. 370).

* Vrije Universiteit Brussel

schillende elementen kunnen naar voren worden gebracht om dat te verklaren. Enerzijds werden de Belgische ondernemingen geconfronteerd met zeer ongunstige conjuncturele vooruitzichten. Ze hadden bovendien af te rekenen met een verslechterde internationale concurrentiepositie. Deze situatie bleek voor vele ondernemingen onhoudbaar, des te meer door de combinatie van de hoge graad van schuldfinanciering (tengevolge van de fiscale discriminatie van het eigen vermogen) en de uiterst hoge stand van de rentevoeten tijdens diezelfde periode. De Belgische overheid trachtte een bedrijfsvriendelijker klimaat te creëren, o.m. via een loonmatigingspolitiek en de devaluatie van de Belgische frank in 1982 (zie o.m. Ooghe e.a., 1985).

De zogenaamde aandelenwet voorzag o.m. in een beperkte vrijstelling van vennootschapsbelasting voor ondernemingen die in 1982 of in 1983 werden opgericht of die tijdens diezelfde periode hun kapitaal verhoogden onder welbepaalde voorwaarden (zie voor meer details Bettonville, Jegers en Vuchelen, 1993). De twee doelstellingen van het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet waren de verbetering van de financiële structuur van de Belgische ondernemingen (ESB, 1986, blz. 12) en de verhoging van hun investeringspeil (CEPESS, 1985, blz. 8-9).

Het effect van een dergelijke eenmalige (en budgettair vrij dure) fiscale maatregel kan in het ergste geval tijdelijk zijn. Doch zelfs in die situatie kan een positieve korte-termijneffect invloed verantwoord en zinvol zijn, o.m. als begeleidende steunmaatregel tijdens een conjuncturele crisisperiode. Uit onderzoek blijkt dat de korte-termijneffect van de aandelenwet op de financiële structuur bijzonder gunstig was (Bettonville e.a., 1993).

Tevens zou men een positief effect op de financiële structuur op lange termijn kunnen verwachten. Uit de studie bleek dat het verhoopte succes van de aandelenwet voor de financiële structuur op lange termijn gerealiseerd werd (zij het iets gematigder dan de korte-termijneffect).

In dit artikel onderzoeken we of deze verbetering van de financiële structuur samenging met een stimulerend effect op de investeringen van de Belgische ondernemingen.

B. De fiscale aspecten van het Cooreman-gedeelte en het investeringsgedrag

Theoretisch kan men stellen dat additionele investeringen zullen optreden tengevolge van minstens twee effecten, die eventueel in combinatie kunnen optreden: een vermindering van financieringsbeperkingen² en een verlaging van de kapitaalkosten.

Financieringsbeperkingen, zoals die traditioneel begrepen worden in het investeringsgedrag van ondernemingen, ontstaan in een situatie waarbij intrinsiek rendabele investeringen niet worden uitgevoerd tengevolge van ontoereikende financieringsmogelijkheden. Dat tekort is het gevolg van informatie-asymmetrie tussen het management en de kapitaalverschaffers. Het is volgens ons duidelijk dat het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet daar eventueel indirect op inwerkt door een sensibilisering van vermogensbezitters die investeringen in ondernemingen vóór de invoering van deze wet niet in overweging namen, of voor wie de verhoging van het verwachte rendement, dat ontstaat tengevolge van het ontstane fiscale voordeel, zwaarder weegt dan de onveranderde informatiekloof. Een rechtstreeks effect op investeringen wordt eerder verwacht tengevolge van een vermindering van de kapitaalkosten. Of een dergelijke vermindering zal optreden, hangt af van het resultaat van de combinatie van twee tegengestelde effecten. Enerzijds worden de absolute kosten van het eigen vermogen lager onder de aandelenwet, met een evident gevolg voor de kosten van het totale vermogen. Anderzijds dalen ook de relatieve kosten van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen, waardoor substitutie kan optreden van (goedkoper) vreemd vermogen door eigen vermogen (Boodway en Wildasin, 1984, blz. 326). Tot slot wijzen we erop dat een volledige analyse van de invloed van de fiscaliteit op het investeringsgedrag ook de verwachte belastingvoeten in rekening dient te brengen (Atkinson en Stiglitz, 1980, blz. 131). We gaan daar echter niet op in. Evenmin bespreken we de invloed van andere dan financiële en fiscale elementen (Van Delft e.a., 1981, blz. 40).

Een aantal auteurs heeft getracht te evalueren hoe het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet de investeringen op korte termijn heeft beïnvloed. Van Wesemael (1985, blz. 86) komt tot het besluit dat het

² Voor een overzicht van de literatuur over investeringen en financieringsbeperkingen, zie Deloof, 1994.

effect vrij beperkt was. Farber (1984, blz. 374-376) stelt, weliswaar op basis van summier geaggregeerde gegevens, vast dat het de Belgische ondernemingen niet zozeer aan kapitaal ontbrak, doch eerder aan rendabele projecten. Het aantal investeringen dat rechtstreeks aan het Cooreman-gedeelte is toe te schrijven, zou dus vrij beperkt zijn. Tot die voorlopige conclusie komen ook andere auteurs, zij het om andere redenen.

Ceyssens (1984, blz. 13 en 22) maakte einde 1984 een eerste balans op van de directe resultaten van de wet. Hij komt tot de conclusie dat de massale geldinjectie in het bedrijfsleven door de aandelenwet op korte termijn niet heeft geleid tot directe investeringen. Wel is hij ervan overtuigd dat het bedrijfsleven op langere termijn beter bestand zal zijn tegen de gevaren die afzet en werkgelegenheid bedreigen, dankzij de verbeterde en versterkte financiële structuur.

Mommen (1985, blz. 1262-1264) haalt een aantal argumenten aan die verklaren waarom de effecten van de Belgische aandelenwet (De Clercq en Cooreman) wel eens minder gunstig zouden kunnen zijn dan over het algemeen werd aangenomen. Ten eerste stelt hij de rol die de aandelenwet heeft gespeeld bij het stimuleren van de economische heropleving ter discussie. Daarnaast meent hij dat deze wet zeker niet heeft bijgedragen tot het populariseren van beleggingen in risicodragend kapitaal, daar veel beleggers volgens hem zouden terugkeren naar meer vertrouwde en minder risicogebonden beleggingen. De aandelenwet heeft tenslotte onmiskenbaar een negatieve invloed gehad op het overheidstekort. Om de toename van dat tekort te financieren, moet de overheid een beroep doen op de kapitaalmarkt, waardoor de spanningen op die markt toenemen.

In een meer algemene studie over de invloed van de vennootschapsbelasting op o.m. de investeringen in België vinden Plasmans en Vanneste (1991, blz. 15) evenmin een significant effect van de aandelenwet op de investeringen.³ De coëfficiënt van de effectieve belastingvoet had wel een significant negatief teken. Bovendien blijkt uit een enquête (Bellefontaine e.a., 1984) dat in bijna 77% van de gevallen de geplande investeringen eveneens zouden hebben plaatsgevonden, zij het weliswaar op

3 Zij voeren een regressie uit met de methode van de kleinste kwadraten. De jaarlijkse gegevens over de periode 1963-1987 worden onderzocht; voor de ontbrekende gegevens gebruiken ze de standaardprocedures in TSP-software.

een later tijdstip en zij het via financiering met vreemde middelen, in 70,9% van de beschouwde gevallen.

Ooghe e.a. (1988) verwijzen in hun onderzoek naar de sterke heropleving van de financiële investeringen in de jaren 1982-1983 en een terugval in 1984. De materiële investeringen vertonen daarentegen in 1982-1983 een min of meer stabiele, lichtjes achteruitgaande tendens, en nemen toe in 1984. Als verklaring daarvoor geven Ooghe e.a. het feit dat vele ondernemingen hun kapitaal verhoogden in de loop van 1983.

Uit het voorgaande volgt dat, na een dieptepunt in het begin van de jaren tachtig, het totale investeringspeil op korte termijn zonder enige twijfel is toegenomen. Men kan zich echter de kritische vraag stellen of die heropleving al dan niet in hoofdzaak te danken is aan de aandelenwet. Een aantal factoren wijzen er alleszins op dat de invloed van het Cooreman-gedeelte van die wet moet worden genuanceerd.

In paragraaf 2 trachten we via een empirisch onderzoek een antwoord te geven op de vraag of de aandelenwet op korte en op lange termijn een significante invloed heeft gehad op de investeringen in België, m.a.w. of er een verschil is tussen de ondernemingen die een beroep hebben gedaan op de wet en de andere. Terwijl de meeste andere onderzoeken een meer algemene aanpak volgden, maken wij gebruik van bedrijfseconomische gegevens. Men mag daarbij niet uit het oog verliezen dat tijdens de periode onder studie het fiscale effect van de aandelenwet nog steeds van toepassing was.

2. De lange-termijneffecten van de aandelenwet op het investeringsgedrag: een empirische studie

A. Populatie en steekproef

Voor dit onderzoek vertrokken we van de jaarrekeningen van de ongeveer 2000 grootste niet-financiële ondernemingen die bij de Nationale Bank van België werden neergelegd in de periode 1981-1991. Voor de ondernemingen die op elk van deze banden voorkwamen (1.041 in totaal) zochten we naar de Cooreman-ondernemingen (hierna meestal C-ondernemingen). Het daarbij gehanteerde criterium was minimum één gepubliceerde kapitaalsverhoging in de periode 1982-1984 in de

bijlagen van het *Belgisch Staatsblad* mét in de kapitaalsverhogingsakte verwijzing naar de toepassing van KB nr. 15 of KB nr. 150.⁴ Ter controle gebruikten we enerzijds de lijst van Cooreman-ondernemingen uit Ooghe e.a. en anderzijds een lijst met ongeveer 22.000 C-ondernemingen die senator E. Cooreman ons ter beschikking stelde (zie ook Bettonville e.a., 1993). Dat leverde ons 258 C-ondernemingen op, waarvoor de tests die vermeld zijn in de bijlage, werden uitgevoerd. Uiteindelijk bleken voor het onderzoek in verband met de materiële vaste activa (hierna MVA), de immateriële vaste activa (hierna IVA) en de financiële vaste activa (hierna FVA) respectievelijk 191, 232 en 111 C-ondernemingen te voldoen aan onze kwaliteitsnormen.

Het effect van het Cooreman-gedeelte van de aandelenwet op de investeringen is bestudeerd door middel van de techniek van de gepaarde steekproef. De niet-Cooreman-ondernemingen (hierna meestal NC-ondernemingen) (ondernemingen die helemaal geen kapitaalsverhoging doorvoerden in de beschouwde periode enerzijds, en die welke een kapitaalsverhoging doorvoerden maar daarbij geen gebruik maakten van de fiscale voordelen van de Cooreman-maatregel) werden geselecteerd uit het oorspronkelijke bestand van 1.041 ondernemingen, waaruit de 258 C-ondernemingen verwijderd werden. Dat leverde ons 782 NC-ondernemingen op. Na controle van de jaarrekeningen werden die NC-ondernemingen aan de groep van C-ondernemingen gekoppeld op basis van twee criteria: de NACE-code en het omzetcijfer.

De NACE-code bestaat uit een getal dat, naargelang van het geval, gevormd wordt met 1, 2, 3 of maximaal 4 'digits'. Eerst is getracht een NC-onderneming te koppelen aan een C-onderneming op basis van 4 'digits', vervolgens op basis van 3, 2, 1 'digits'. Enkel wanneer daarvoor verschillende NC-ondernemingen in aanmerking kwamen, werd de uiteindelijke keuze gemaakt rekening houdend met het tweede selectie criterium, namelijk het omzetcijfer van de betrokken ondernemingen (rubriek 70 van het volledige schema van de jaarrekening).

4 Aangezien artikel 1, § 2 van KB 150 de ondernemingen verplicht de aangegeven verbin-
tenis tegenover de inschrijvers te publiceren in de akte van kapitaalsverhoging, is de kans
klein dat een Cooreman-onderneming als niet-Cooreman-onderneming gecatalogiseerd
wordt.

Tabel 1 geeft een overzicht van de op die manier samengestelde verza-
meling van gekoppelde ondernemingen.

Tabel 1. Niveau van sectorgelijkheid voor de drie steekproeven.

Aantal 'digits'	Aantal ondernemingen		
	Materiële vaste activa	Immateriële vaste activa	Financiële vaste activa
0	0	0	2
1	11	9	20
2	48	38	25
3	47	71	34
4	85	114	30
Totaal	191	232	111

Tabel 2 geeft het totale omzetcijfer en het balanstotaal voor de steek-
proeven in 1981.

Tabel 2. Totale omzet en balanstotaal voor de steekproeven in 1981 (BEF).

	Omzet		Balanstotaal	
	Cooreman- ondernemingen	Niet-Cooreman- ondernemingen	Cooreman- ondernemingen	Niet-Cooreman- ondernemingen
Immateriële vaste activa	579.500.876	493.878.576	407.422.944	256.567.777
Materiële vaste activa	487.797.386	515.997.247	309.007.498	375.249.709
Financiële vaste activa	269.205.922	252.284.559	164.976.648	170.042.190

B. Resultaten

Om de invloed van de aandelenwet op de investeringen na te gaan,
onderzochten we de investeringen in materiële, immateriële en finan-
ciële vaste activa. Eerst berekenden we de indexcijfers van de jaarlijkse
investeringen, daarna vergeleken we enkele belangrijke ratio's.

1. Meting aan de hand van de jaarlijkse investeringen

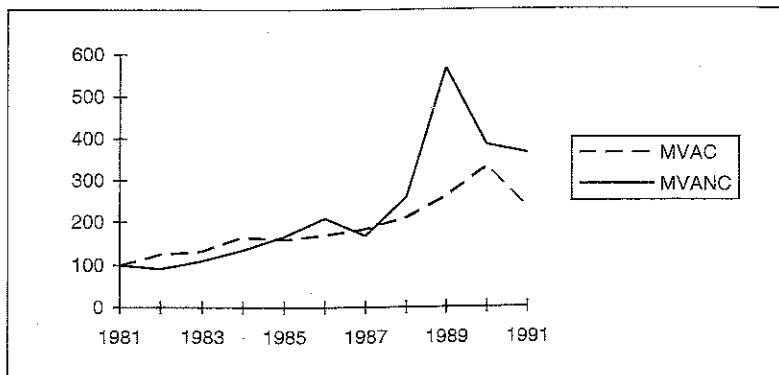
Uit de jaarrekeningen kan gemakkelijk het bedrag van de jaarlijkse investeringen worden afgeleid (zie bijlage).⁵ Indexcijfers over de periode 1981-1991 werden berekend. Tabel 3 geeft de investeringen in 1981 van de C- en de NC-ondernemingen.

Tabel 3. Investerings door de C- en de NC-ondernemingen in 1981.⁶

	Materiële vaste activa	Immateriële vaste activa	Financiële vaste activa
Cooreman-ondernemingen	19.639.721	1.615.680	1.944.220
Niet-Cooreman-ondernemingen	14.172.486	436.045	1.855.390

Figuur 1 t.e.m. 3 geven de indexcijfers voor de investeringen in materiële, immateriële en financiële vaste activa.

Figuur 1. Investerings in materiële vaste activa (MVA) (1981 = 100).



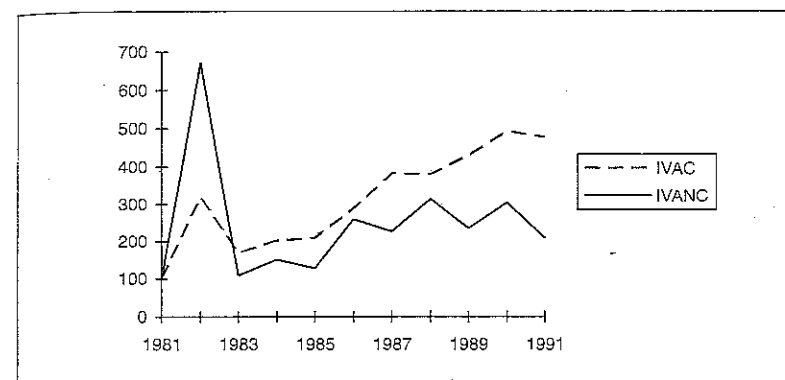
Legende

MVAC = investeringen in materiële vaste activa door Cooreman-ondernemingen
MVANC = investeringen in materiële vaste activa door niet-Cooreman-ondernemingen.

5 Omdat we hier werken met gegevens uit de jaarrekeningen van de betrokken ondernemingen, is het gehanteerde cijfermateriaal vooraf onderworpen aan bepaalde tests, voornamelijk tests op volledigheid en op consistentie. Zie Bettonville, Jegers en Vuchelen, 1995. De toegepaste tests en berekeningen staan in de bijlage.

6 Zoals een referee terecht heeft opgemerkt, geeft deze tabel enkel een vergelijking van de investeringen in absolute bedragen. De omrekening naar indexen voor de figuren relativeert de invloed van de grootte van de ondernemingen.

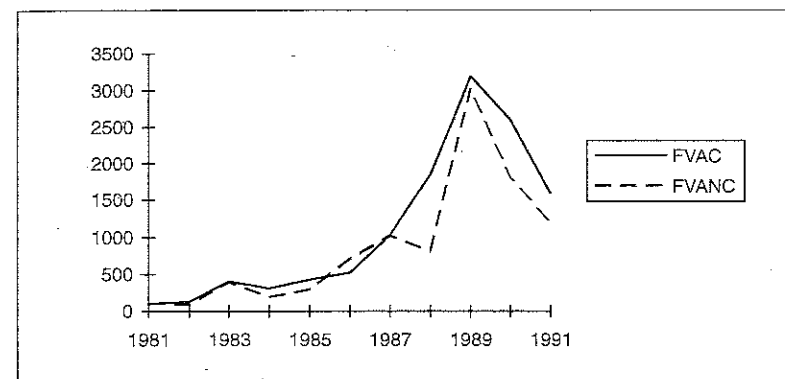
Figuur 2. Investerings in immateriële vaste activa (IVA) (1981 = 100).



Legende

IVAC = investeringen in immateriële vaste activa door Cooreman-ondernemingen
IVANC = investeringen in immateriële vaste activa door niet-Cooreman-ondernemingen.

Figuur 3. Investerings in financiële vaste activa (FVA) (1981 = 100).



Legende

FVAC = investeringen in financiële vaste activa door Cooreman-ondernemingen
FVANC = investeringen in financiële vaste activa door niet-Cooreman-ondernemingen.

Met betrekking tot de aanschaffing van materiële vaste activa over de periode 1981-1991 kunnen we de volgende conclusies trekken. De aanschaffingen vertonen een stijgende tendens, zowel voor de C- als voor de NC-ondernemingen. De C-ondernemingen investeren meer tot 1985, waarna de NC-ondernemingen een inhaalbeweging inzetten. We moeten

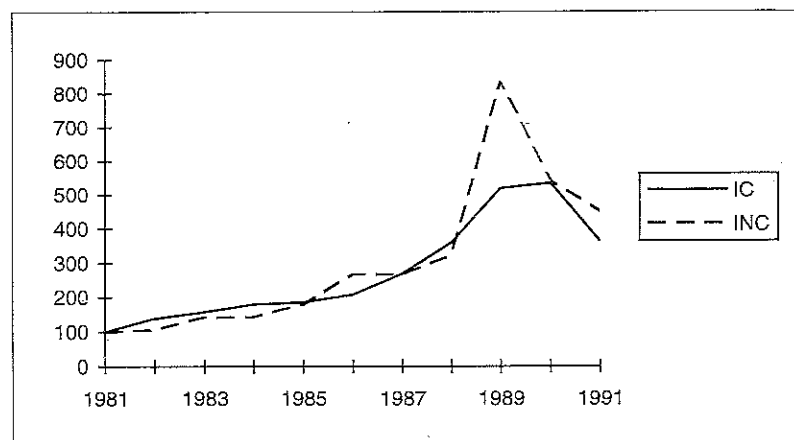
hier echter opmerken dat het niet uitgesloten is dat de wet, via eventuele participaties van de C-ondernemingen in de NC-ondernemingen, onrechtstreeks heeft bijgedragen tot investeringen in materiële vaste activa in de tweede groep.

Voor de aanschaffing van immateriële vaste activa over de periode 1981-1991 zien we ook een stijging over de hele periode. De C-ondernemingen vertonen na de aandelenwet een uitgesproken sterkere positieve groei ten opzichte van de NC-ondernemingen. De piek in 1982 is, voor zowel de C-als de NC-ondernemingen, het gevolg van de investeringen in één onderneming.

Inzake financiële vaste activa is er een sterke toename van de investeringen tot 1989, waarna de investeringen opnieuw fors dalen. De C-ondernemingen investeren over de hele periode meer dan de NC-ondernemingen, met uitzondering van 1986.

Figuur 4 geeft de evolutie van het indexcijfer van de totale investeringen. Voor de totale investeringen zien we ongeveer hetzelfde profiel als voor de materiële vaste activa.

Figuur 4. Totale investeringen (1981 = 100).



Legende
 IC = totale investeringen door Cooreman-ondernemingen
 INC = totale investeringen door niet-Cooreman-ondernemingen

2. Meting aan de hand van de boekwaarde van de activa

De invloed van investeringen op de balansstructuur van ondernemingen kan worden geanalyseerd door middel van de volgende ratio's⁷:

- materiële vaste activa / totaal actief (MVA/TA)
- immateriële vaste activa / totaal actief (IVA/TA)
- financiële vaste activa / totaal actief (FVA/TA).

Om na te gaan of er reeds vóór de Cooreman-maatregel significante verschillen bestonden tussen de activastructuur van de C-ondernemingen enerzijds en de groep NC-ondernemingen anderzijds, berekenen we de medianen van de financiële kengetallen (MVA/TA, IVA/TA, FVA/TA) voor het boekjaar 1981. Vervolgens berekenen we dezelfde kengetallen voor de respectieve boekjaren 1984, 1985 en 1989.⁸ De mediaanwaarden staan in tabel 4.

Tabel 4. Resultaten van de ratio-analyse: mediaanwaarden van de respectieve aandelen van de materiële, immateriële en financiële vaste activa in het totaal actief op 31/12 van het beschouwde boekjaar.

Ratio	1981		1984		1985		1989	
	C	NC	C	NC	C	NC	C	NC
MVA/TA ^a	0,153	0,136	0,168*	0,126*	0,167*	0,128*	0,154	0,129
IVA/TA ^b	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
FVA/TA ^c	0,007	0,006	0,020	0,008	0,029*	0,008*	0,049*	0,016*

a MVA/TA = materiële vaste activa / totaal actief

b IVA/TA = immateriële vaste activa / totaal actief

c FVA/TA = financiële vaste activa / totaal actief

* Een significant (= 5%) hogere waarde voor de Cooreman- dan voor de niet-Cooreman-ondernemingen.

Bron: Bettonville e.a., 1993.

Tenslotte gingen we ook na in welke mate de C-ondernemingen anders evolueerden ten opzichte van de NC-ondernemingen, en dat voor de

7 De bijlage geeft een overzicht van de verschillende definities die bij de berekening van de kengetallen gehanteerd zijn.

8 De jaren zijn als volgt gekozen:

- 1981 is het laatste jaar vóór de inwerkingtreding van de aandelenwet
- 1984 en 1985 werden in andere studies gehanteerd (zoals Ooghe e.a., 1989)
- 1989 was het laatste jaar waarvoor de gegevens beschikbaar waren in Bettonville e.a. (1993).

periodes 1981-1984, 1981-1985, 1981-1989 en 1985-1989. Tabel 5 geeft de resultaten van die analyse. Daarbij horen de volgende toelichtingen:

- Een +(-)-teken staat voor een toename (afname) van de betrokken ratio.
- Een >(<)-teken staat voor een grotere (kleinere) toe- of afname van de Cooreman- ten opzichte van de niet-Cooreman-ondernemingen.
- + - staat voor een toename in de waarde van de betrokken ratio bij de Cooreman-ondernemingen, terwijl de niet-Cooreman-ondernemingen een afname vertonen.
- +> staat voor een afname bij de Cooreman-ondernemingen en een toename bij de niet-Cooreman-ondernemingen.

Tabel 5. Resultaten van de ratio-analyse: evolutie van de financiële ratio's.

	1981-1984	1981-1985	1981-1989	1985-1989
MVA/TA ^a	+	+		+
IVA/TA ^b				
FVA/TA ^c	+	+>	+>	+>

- a MVA/TA = materiële vaste activa / totaal actief
 b IVA/TA = immateriële vaste activa / totaal actief
 c FVA/TA = financiële vaste activa / totaal actief

Bron: Bettonville e.a., 1993.

Uit de berekeningen blijkt dat het aandeel van de financiële vaste activa en van de materiële vaste activa, zij het in mindere mate, beduidend groter is bij de C- dan bij de NC-ondernemingen, terwijl vóór de inwerkingtreding van de aandelenwet geen significant verschil tussen beide groepen wordt opgemerkt.

Ook de evolutie van de C-ondernemingen ten opzichte van de NC-ondernemingen verliep significant gunstiger. Interessant is vast te stellen dat die positieve invloed zich niet alleen op korte maar ook op lange termijn heeft doen gelden (Bettonville e.a., 1993).

Algemeen besluit

Vanaf 1984 zijn de investeringen in vaste activa fors gestegen. Die trend heeft zich op lange termijn voortgezet. Aan de hand van de financiële ratio's zien we dat de Cooreman-ondernemingen op korte termijn beter presteerden dan de niet-Cooreman-ondernemingen. De indexcijfers to-

nen aan dat dit voor de immateriële vaste activa en de financiële vaste activa ook geldt op lange termijn. De niet-Cooreman-ondernemingen investeren vanaf 1985 wel meer in materiële vaste activa dan de Cooreman-ondernemingen.

Aangezien we in ons onderzoek werken met een staal van gekoppelde ondernemingen die behoren tot de 2000 grootste Belgische bedrijven, en aangezien die koppeling gebeurde op basis van twee selectiecriteria (sector en omzetcijfer), mogen we uitgaan van de veronderstelling dat de internationale conjuncturele heropleving en andere economische stimulerende factoren, zoals loonmatigheden in het begin van de jaren tachtig, de devaluatie van de BEF in 1982 enz., beide groepen in min of meer dezelfde mate hebben beïnvloed.

Uit het cijfermateriaal besluiten we dat beide groepen zich vóór de aandelenwet (1981) in een ongeveer gelijksoortige uitgangspositie bevonden (cf. de financiële ratio's). Indien we enkel kijken naar de aanschaffing van vaste activa, is er ook reeds vóór de aandelenwet een duidelijk verschil tussen beide groepen in het voordeel van de Cooreman-ondernemingen. Bovendien evolueert de Cooreman-groep nadien significant gunstiger en sneller dan de niet-Cooreman-groep. Hieruit kunnen we concluderen dat de heropleving van de investeringen in vaste activa bij de Belgische Cooreman-ondernemingen voor een groot deel toe te schrijven is aan de aandelenwet. Het feit dat de investeringen in vooral financiële vaste activa op hun beurt (mogelijk) geleid hebben tot de aanschaffing van materiële vaste activa in de filialen, wordt bovendien niet uitgesloten.

De aandelenwet is dus ontegensprekelijk geslaagd in een van haar belangrijkste doelstellingen, namelijk het aanzwengelen van het investeringsniveau in de industriële en handelsondernemingen, ook op lange termijn. Ongetwijfeld heeft de rechtgetrokken financiële structuur bijgedragen tot die positieve lange-termijneffecten. Uiteraard dienen deze resultaten gerelateerd te worden aan de budgettaire kostprijs van de operatie. Schattingen van die kostprijs schommelen tussen 87 miljard BEF (Pacolet, 1985) zonder rentelasten en 133,7 miljard BEF (Van Wesemael, 1985) mét rentelasten. Of het bereikte resultaat die prijs waard is, is uiteraard een subjectieve afweging.

Bibliografie

- ATKINSON, A.B. en J.E. STIGLITZ (1980), *Lectures on public economics*, Londen, McGraw-Hill.
- BELLEFONTAINE, T., OOGHE, H., VAN WYMEERSCH, C. en VERBAERE, E. (1984), 'Volet "Cooreman" des arrêtés nr. 15 et 150: résultats d'un sondage BBL-FNDP-RUG', *La revue de la Banque*, januari.
- BETTONVILLE, H., JEGERS, M. en VUCHELEN, J. (1995), 'De formele kwaliteit van de jaarrekeningen van de grootste Belgische ondernemingen: 1977-1990', *Kwartaalschrift voor Accountancy en Bedrijfskunde*, nr. 4, maart, blz. 33-38.
- BETTONVILLE, H., JEGERS, M. en VUCHELEN, J. (1993), 'De effecten op korte en lange termijn van het Cooreman-luik van de aandelenwet op de financiële structuur van de Belgische ondernemingen', *Cahiers Economiques de Bruxelles*, nr. 138.
- BOADWAY, R.W. en WILDASIN, D.E. (1984), *Public Sector Economics*, Little, Brown & Company.
- CEPESS (1985), *Bevordering van het investeringsklimaat in België*, 18 november.
- CEYSSENS, M. (1984), 'Belgische ervaringen met aandelenbeleggingsstimulering', *Tijdschrift Financieel Management*, nr. 3, blz. 13-22.
- DELOOF, M. (1994), *Financieringsbeperkingen, liquiditeit en investeringen van grote industriële ondernemingen in België*, working paper, VUB, Centrum voor Financiële Analyse en Beleid.
- Economische Berichten Paribas* (1986), nr. 34.
- FARBER, A. (1984), 'Avantages fiscaux et relance: tentative de bilan', *Cahiers Economiques de Bruxelles*, nr. 103.
- MOMMEN, A. (1985), 'De aandelenwet in België', *Ekonomisch Statistische Berichten*, jg. 70, nr. 3539.
- OOGHE, H., LIEVENS, M., VAN KEYMEULEN, R., VERBAERE, E. en MORTIER, K. (1988), 'Invloed van de aandelenwet op de financiële structuur van de Belgische ondernemingen', *Accountancy, Bedrijfsfinanciering en Beleidsinformatie*, september.
- OOGHE, H., COENE, F. en LIEVENS, M. (1985), *Mogelijkheden van stimulering van risicodragend kapitaal van nieuwe en groeiende ondernemingen*, Brussel, VLIR-DIRV.
- PACOLET, J. (1985), 'Vier jaar aandelenwet: tijd voor een eindbalans', *De Gids op Maatschappelijk Gebied*, nr. 12, december.
- PLASMANS, J. en VANNESTE, J. (1991), 'The incidence of corporate taxation in Belgium on employment and investment', *Cahiers Economiques de Bruxelles*, nr. 129.
- VAN DELFT, A., MINNEN, B. en NOORDMAN, H.G. (1981), *Het effect van investeringsstimulerende maatregelen*, Den Haag, Centraal Planbureau, 23.
- VAN WESEMAEL, E. (1985), 'De aandelenwet: een evaluatie', *Kwartaaloverzicht van de Economie*, nr. 2177-9.
- De wet van 17 juli 1975 met betrekking tot de boekhouding en de jaarrekeningen van ondernemingen en de uitvoeringsbesluiten* (1992), Commissie voor Boekhoudkundige Normen, april.

Abstract

Long Term Effects of the Cooreman Law on Investments

The Belgian Cooreman law (1982) consists of a number of fiscal measures meant to diminish the cost of equity. In the present study paired samples of Cooreman and non-Cooreman companies out of the 2000 largest Belgian companies were composed in order to investigate the effects of the Cooreman law on the investments. By means of the Kolmogorov-Smirnov test we see that both groups faced the same starting point with respect to their investment level before the law was enacted. From 1984 onwards the investments in financial and tangible fixed assets have substantially increased. The investments in financial and intangible fixed assets in the Cooreman companies have developed better and faster than those in the non-Cooreman companies.

Bijlage

Definities van de investeringen in de verschillende vaste activa (rubrieken uit de toelichting van de jaarrekening)

Periode 1977 tot en met 1983

Materiële vaste activa = 6336 + 6366 + 6396 + 6426 + 6456 + 6486

Immateriële vaste activa = 6306

Financiële vaste activa = 6546

Periode 1984 tot en met 1989

Materiële vaste activa = 8161 + 8162 + 8163 + 8164 + 8165 + 8166

Immateriële vaste activa = 8021 + 8022 + 8023 + 8024

Financiële vaste activa = 8361 + 8362 + 8363 + 8581 + 8582 + 8583

Tests toegepast bij de berekening van de verschillende vaste activa van 1981 tot 1983

Materiële vaste activa

6335 = 6336 + 6338 + 6339 + 6340 + 6341 + 6342 + 6344 + 6345 + 6346 + 6347

6348 = 6331 + 6335

6378 = 6361 + 6365

6365 = 6366 + 6368 + 6369 + 6370 + 6371 + 6372 + 6374 + 6375 + 6376 + 6377

6395 = 6396 + 6398 + 6399 + 6400 + 6401 + 6402 + 6404 + 6405 + 6406 + 6407

6408 = 6391 + 6395

6439 = 6421 + 6425

6425 = 6426 + 6428 + 6429 + 6430 + 6431 + 6432 + 6434 + 6435 + 6436 + 6437

6455 = 6456 + 6458 + 6459 + 6460 + 6461 + 6462 + 6464 + 6465 + 6466 + 6467
6468 = 6451 + 6455
6485 = 6486 + 6488 + 6489 + 6490 + 6491 + 6492 + 6494 + 6495 + 6496 + 6497
6498 = 6481 + 6485

Immateriële vaste activa

6305 + 6306 + 6308 + 6310 + 6311 + 6312 + 6314 + 6315 + 6316 + 6317
6318 + 6301 + 6305

Financiële vaste activa

6545 + 6546 + 6548 + 6549 + 6550 + 6551 + 6552 + 6554 + 6555 + 6556 + 6557
6558 + 6541 + 6545

Relatie balans - toelichting

299 + 6318
309 + 6348
319 + 6378
329 + 6408
339 + 6438
349 + 6468
359 + 6498
499 + 6558

Actief = Passief

1999 = 3999

Tests toegepast bij de berekening van de verschillende vaste activa vanaf 1984

Materiële vaste activa

8051 = 8011 + 8021 + 8031 + 8041
8052 = 8012 + 8022 + 8032 + 8042
8053 = 8013 + 8023 + 8033 + 8043
8054 = 8014 + 8024 + 8034 + 8044

Immateriële vaste activa

8134 = 8054 - 8124
8191 = 8151 + 8161 + 8171 + 8181
8192 = 8152 + 8162 + 8172 + 8182
8193 = 8153 + 8163 + 8173 + 8183
8194 = 8154 + 8164 + 8174 + 8184
8195 = 8155 + 8165 + 8175 + 8185
8196 = 8156 + 8166 + 8176 + 8186

Financiële vaste activa

8391 = 8351 + 8361 + 8371 + 8381
8392 = 8352 + 8362 + 8372 + 8382
8393 = 8353 + 8363 + 8373 + 8383

Relatie balans - toelichting

21 = 8131 + 8132 + 8133 + 8134
22 = 8331
23 = 8332
24 = 8333
25 = 8334
26 = 8335
27 = 8336
281 = 8641
283 = 8642
2858 = 8643

Actief = Passief

2058 = 1049