

DIVIDENDBELEID EN INKOOP EIGEN AANDELEN

De theorie en de praktijk in Nederland¹

Prof. dr. H. van Ees

Dr. J.H. von Eije

Dr. R.B.H. Hooghiemstra

Mei 2008

Rijksuniversiteit Groningen

¹ Deze rapportage betreft onderzoek in opdracht van Eumedion. De onderzoeksgroep bestaat uit onderzoekers werkzaam bij de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Zij zijn W. Kaufmann erkentelijk voor zijn bijdrage aan de informatieverzameling en verwerking van de gegevens.

Inhoudsopgave

1. Inleiding	3
2. De grondleggers van de dividendtheorie	5
3. De rol van marktimperfecties en irrationeel gedrag	8
4. Inzichten uit de 21 ^e eeuw	11
5. Dividendbeleid in verschillende West-Europese landen	17
6. De transparantie van het dividendbeleid	21
7. Contant dividend en inkoop eigen aandelen in Nederland	23
7.1. Inleiding	
7.2. Dividendpraktijk in Nederland	
7.3. Beleid inkoop eigen aandelen	
8. Een analyse van het dividendbeleid in Nederland	34
9. Samenvatting en conclusies	37

Bijlagen

- A. Geraadpleegde literatuur
- B. Lijst van onderzochte Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen
- C. Profiel onderzoekers

1. Inleiding

In 2006 hebben de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, volgens cijfers van het CBS, ruim 17 miljard euro dividend aan aandeelhouders uitgekeerd. Ook heeft de inkoop van eigen aandelen een hoge vlucht genomen. Volgens cijfers van KPMG gaven het afgelopen jaar de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen tussen de 11 en 12 miljard euro terug aan hun aandeelhouders. Over de verslaggeving en redengeving van dergelijke besluiten is in de Nederlandse Corporate Governance Code (de Code Tabaksblat) opgenomen dat de beursgenoteerde vennootschappen het reserverings- en dividendbeleid als apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders behandelen en verantwoorden (best practice bepaling IV.1.4). Het voorstel tot uitkering van dividend dient als apart agendapunt op de algemene vergadering te worden behandeld (best practice bepaling IV.1.5). Wat betreft de inkoop van eigen aandelen dient de algemene vergadering op grond van artikel 2:98 BW het bestuur hiertoe te machtigen en aan te geven hoeveel aandelen mogen worden verkregen, hoe zij mogen worden verkregen en tussen welke grenzen de prijs moet liggen.

Eumedion heeft in haar evaluatie van het aandeelhoudersvergaderingen- en jaarverslagenseizoen 2006 geconcludeerd dat de informatie over het reserverings- en dividendbeleid van de beursgenoteerde vennootschappen summier is. Het voorstel het bestuur te machtigen tot de inkoop van eigen aandelen is meestal een hamerpunt op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders. Veelal ontbreekt enige motivatie waarom er toestemming wordt gevraagd om eigen aandelen in te kopen. Een relatie met het dividendbeleid ontbreekt vrijwel altijd. Naast dit gebrek aan informatie is een ander punt van aandacht de (maximale) prijs waartegen de aandelen kunnen worden ingekocht. Deze varieert tussen 100, 110 en 115 procent van een op verschillende manieren gedefinieerde beurskoers.

Om bovenstaande redenen heeft Eumedion verzocht om onderzoek met de volgende twee doelstellingen:

1. Het verkrijgen van inzicht in het hedendaagse dividendbeleid² van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen.
2. Het verkrijgen van inzicht in het hedendaagse beleid ten aanzien van het inkopen van eigen aandelen.

De vraag hoeveel dividend eventueel moet worden uitgekeerd is complex (Black, 1976). Het zelfde geldt ten aanzien van de inkoop van eigen aandelen. Om door middel van onderzoek bovengenoemde doelstellingen te realiseren zal een combinatie van inventariserend en verklarend onderzoek worden uitgevoerd. Allereerst zal in dit rapport

² In onze optiek zijn het dividend- en reserveringsbeleid complementair aan elkaar. In het vervolg spreken we dan ook uitsluitend over dividendbeleid.

worden ingegaan op een aantal belangrijke theoretische grondslagen die het bestaan van dividend en de hoogte ervan ten dele verklaren³. Op basis van deze grondslagen wordt vervolgens geconcludeerd wat de belangrijkste motieven kunnen zijn voor het uitkeren van dividend en hoe bedrijven daarover kunnen rapporteren. De overgrote meerderheid van het bestaande empirische onderzoek heeft betrekking op de situatie in de Verenigde Staten. Meer recent zijn er ook studies over verschillende Europese landen verschenen. Van de laatste studies bespreken wij de belangrijkste. Bij het empirisch onderzoek voor dit rapport richten we ons op de situatie in Nederland en daarnaast ten dele ook op het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. Wij beperken ons tot de uitkering van gelden aan de aandeelhouders, in de vorm van contante dividenden (inclusief interim, slot- of extra dividenden) en in de vorm van inkoop van eigen aandelen. Dit betekent dat we in dit onderzoek niet ingaan op “dividenden” die worden “uitgekeerd” in de vorm van aandelen (stock dividend). In dit laatste geval vindt er namelijk geen echte uitkering plaats, maar komen er alleen extra aandelen van de onderneming op de markt⁴. Er zijn twee belangrijke redenen om stock dividend buiten beschouwing te laten. Enerzijds speelt mee dat een groot deel van eerdere studies naar dividenden eveneens stock dividenden buiten beschouwing laten (zie bijvoorbeeld Von Eije en Megginson (2007) en Fama en French (2001)). Een andere beperking betreft het gebrek van betrouwbare data ten aanzien van stock dividenden. Ook zullen we niet ingaan op de procedures van dividendbetaling⁵. Verder hebben in dit onderzoek de term “dividendbeleid” en alle hieraan gerelateerde termen, zoals “het uitkeren van dividenden” betrekking op beide vormen van het uitkeren van dividend. Als wij specifiek het uitkeren van contante dividenden bedoelen, zullen deze ook als zodanig worden aangeduid.

Na het overzicht van de relevante literatuur zal door middel van een systematische inventarisatie van publiekelijk beschikbare informatie worden getracht inzicht te krijgen in door de AEX-, AMX- en AMS-fondsen gebezigde praktijk op het gebied van het dividendbeleid en het beleid aangaande de inkoop van eigen aandelen. Op basis van deze inventarisatie kan inzicht worden verkregen in de praktijk van het dividendbeleid en het beleid aangaande inkoop eigen aandelen in Nederland. Na de inventarisatie en analyse van de redengeving wordt tenslotte door middel van regressieanalyse inzicht gegeven in de invloed

³ De verklaring kan slechts ten dele zijn, omdat het dividendbeleid een van de belangrijkste onopgeloste puzzles vormt binnen de financieringstheorie (Brealey, Myers en Allen, 2008).

⁴ Dit wil niet zeggen dat beleggers indifferent zijn tussen beide vormen van “dividend”. Zo laten Ang, Blackwell en Megginson (1991) zien dat de relatieve waardering sterk afhangt van het belastingregime.

⁵ Wij verwijzen hier naar Dorsman (1988) die in Nederland onderzoek heeft verricht naar onder andere de procedures rondom dividendaankondigingen en de gevolgen daarvan. Dann (1981) gaat in het bijzonder in op de procedures die worden gebruikt bij de inkoop van eigen aandelen. Ruim 40 jaar geleden ging Stevenson (1966) al in op de noodzaak om tijdens de procedure van de inkoop van eigen aandelen de beleggers goed te informeren. Veelal wordt de procedure ook sterk bepaald door fiscale overwegingen. De vraag welke procedure fiscaal gezien het meest interessant is wordt hier evenmin beantwoord.

van factoren als hoogte van de winst, vrije kasstroom en een aantal andere uit de theorie af te leiden factoren op de hoogte van het dividend en het al dan niet inkopen van eigen aandelen.

De opzet van dit rapport is als volgt. In hoofdstuk 2 bespreken we de grondleggers van de dividendtheorie, Miller en Modigliani (1961) en Lintner (1956). Hoofdstuk 3 gaat in op het debat over de theoretische aannames van Miller en Modigliani (1961). Hoofdstuk 4 bevat een weergave van nieuwe inzichten en een samenvatting van de belangrijkste motieven om dividend uit te keren. In hoofdstuk 5 presenteren we het dividendbeleid in de genoemde West-Europese landen in de jaren 1995, 2000 en 2005. Hoofdstuk 6 relateert vervolgens de theorievorming aan de transparantie van de motieven voor het dividendbeleid. Aansluitend wordt in hoofdstuk 7 de feitelijke rapportage van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen over het dividendbeleid geïnventariseerd en geanalyseerd. Hoofdstuk 8 sluit het onderzoek af met een regressieanalyse van de relatie tussen belangrijke determinanten van dividendbeleid in Nederland. De samenvatting en conclusies vindt men tenslotte in hoofdstuk 9.

2. De grondleggers van de dividendtheorie

De theorievorming over het dividendbeleid begint bij Miller en Modigliani (1961). Zij gaan uit van perfecte vermogensmarkten en van rationeel gedrag van aandeelhouders. Onder dergelijke condities is dividendbeleid irrelevant. Immers, het maakt niet uit voor de aandeelhouders of in een bepaald jaar wel of niet extra dividend wordt uitgekeerd. De oorspronkelijke aandeelhouders krijgen namelijk naast de waarde van de dividenden (D_t) ook de resterende waarde van het bedrijf ($V_t - D_t$). Een hogere dividenduitkering betekent slechts een verdeling over deze twee grootheden ten faveure van de eerste. Een hogere dividenduitkering heeft verder tot gevolg dat er meer nieuwe aandeelhouders aangetrokken moeten worden als er winstgevende investeringen moeten worden gedaan, maar dat is niet problematisch omdat er geen transactiekosten bestaan in deze abstracte wereld. Structureel kan er echter alleen meer dividend worden uitgekeerd als er meer winst met gunstige investeringsprojecten wordt gegenereerd zodat de waarde van V_t stijgt. Dividenduitkeringen zijn als het ware de resultante van de investeringsbeslissingen. Verder maakt het ook geen verschil of er in een bepaald jaar geen dividend wordt uitgekeerd, want de extra ingehouden gelden kunnen in principe worden belegd tegen een risicovrij rendement met een netto contante waarde van 0. Het jaar daarop kan dus het ingehouden dividend met de extra rente eventueel wel worden uitgekeerd. Dividend is ook irrelevant omdat beleggers in perfecte markten eenvoudig een contante uitkering kunnen doen aan zichzelf door een deel van hun aandelen te gelde te maken.

In een dergelijke perfecte marktsituatie leidt het uitkeren van contante dividenden niet tot waardecreatie, en dat geldt ook voor de inkoop van eigen aandelen. Bij beide vormen treedt een uitstroom van geld op en daalt dus de waarde van de activa. Omdat de uitstromende geldmiddelen veelal minder riskant zijn dan de resterende activa stijgt het risico op de activa. Het verschil tussen beide dividenduitkeringen ligt in het feit dat er na de inkoop van eigen aandelen minder aandelen zijn en de prijs van de aandelen stijgt. Er treedt echter geen waardecreatie binnen de onderneming op, omdat met de extra inkomsten die men per aandeel krijgt het risico van het aandeel navenant stijgt (Steenbeek, 2004). Ook ten opzichte van een contante dividenduitkering treedt er geen waardecreatie op bij inkoop van eigen aandelen: weliswaar is de waarde van het aandeel na inkoop hoger dan na de betaling van contante dividenden, maar daar staat tegenover dat de resterende aandeelhouders na de inkoop geen contant dividend hebben ontvangen.

Vijfenvertig jaar na Miller en Modigliani laten DeAngelo en DeAngelo (2006, 2007) theoretisch zien dat dividendbeleid inderdaad irrelevant is als alle overtollige geldmiddelen ook ooit eens worden uitgekeerd. Een beleid dat structureel niet alle overtollige geldmiddelen uitkeert, zal daarentegen wél leiden tot een lagere waarde voor de aandeelhouders. In die situatie is niet alleen het investeringsbeleid bepalend voor de waarde die aandeelhouders aan het bedrijf ontleen, maar ook dividendbeleid. Dit betekent dat een eeuwigdurend reserveringsbeleid tot een lagere waarde voor de aandeelhouders zal leiden. Waardemaximerende managers zullen het volle bedrag aan vrije kasstromen moeten uitkeren⁶.

Naast Miller en Modigliani (1961) wordt ook Lintner (1956) beschouwd als een grondlegger van de theorie over dividendbeleid. Lintner geeft aan dat de belangrijkste dividendbeslissing gaat over de verandering van het uitkeringspercentage (dividenden in procenten van de netto winst⁷). Dit betekent dat het huidige uitkeringspercentage als referentiepunt dient en dat dividendbeleid daarmee inherent conservatief is. Het idee daarachter is dat managers aannemen dat de beleggers stabiele dividendgroei positief

⁶ DeAngelo en DeAngelo komen daarmee ook weer dicht bij Gordon en Shapiro die in 1956 reeds lieten zien dat de waarde van een aandeel gerelateerd is aan de omvang en de groei van het dividend. DeAngelo en DeAngelo gaan daarbij wel uit van een zuiver theoretische redenering. In de praktijk kan het structureel inhouden van te veel geldmiddelen alleen maar optreden bij verspillende acties van het bestuur (zoals aangegeven door Jensen, 1986). Als er namelijk geen investeringen in projecten met een negatieve netto contante waarde worden ondernomen, zijn dergelijke agentschapskosten afwezig. In dat geval wordt het echter waarschijnlijk dat het excessieve reserveringsbeleid uiteindelijk zal leiden tot een overnemende partij. Deze zal bereid zijn de waarde van zowel de toekomstige investeringsprojecten als een deel van de excessief opgebouwde kasmiddelen te betalen. Na de overname zal men zich dan alsnog de structureel excessief opgebouwde geldmiddelen toe-eigenen. In dat geval zal er dus uiteindelijk ook geen sprake kunnen zijn van eeuwigdurend structureel excessief reserveren.

⁷ De netto winst is volgens de door Lintner geïnterviewde managers de belangrijkste variabele omdat hierover relatief vaak wordt gerapporteerd en dit ook de grootte is die aandeelhouders het beste begrijpen.

waarderen. Managers trachten veranderingen in het uitkeringspercentage te vermijden als die het volgende jaar toch weer teruggedraaid moeten worden. Het bestuur hanteert als het ware een doelstelling van een optimaal uitkeringspercentage en werkt hier in de loop van de tijd naar toe. Om deze reden zal het feitelijke uitkeringspercentage jaarlijks slechts gedeeltelijk aan het optimum worden aangepast. Lintner (1956) merkt daarbij op dat dit beleid ook comfortabel is voor het management, omdat in goede tijden een buffer voor slechte tijden wordt opgebouwd. Dat er toch dividend wordt uitgekeerd komt voornamelijk omdat managers veronderstellen dat hun persoonlijke positie verzwakt als zij niet een redelijk percentage van de winsten aan aandeelhouders uitkeren.

Deze benadering heeft grote gevolgen voor investerings- en financieringsbeslissingen en voor liquide middelen en ingehouden winsten. Zo blijkt volgens Lintner (1956) dat de dividenduitkering in het algemeen niet in gevaar wordt gebracht door investeringswensen. Allereerst kunnen het werkkapitaal en daarbinnen de liquide middelen van de onderneming als buffer dienen om extra investeringen te financieren. In de tweede plaats kan men de investeringsmogelijkheden nog eens extra beoordelen op het feit dat men dan mogelijk externe fondsen moet verwerven. Omdat bij een vertraagde aanpassing van het uitkeringspercentage de netto winst sterker fluctueert dan de dividenden, zal per definitie de ingehouden winst jaarlijks nog sterker fluctueren dan de netto winst. De door Lintner gevonden kwalitatieve relatie kan men met de volgende formule weergeven:

$$\Delta D_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot (r \cdot N_t - D_{t-1}) \dots\dots\dots(1)$$

Hierin geldt:

- ΔD_t = de verandering in dividenden van periode t-1 naar periode t,
- r = de doelstelling voor het uitkeringspercentage; dit is kleiner dan 1 als de ondernemingsdoelstelling ook winstinhouding omvat.
- N_t = de netto winst in periode t,
- D_{t-1} = de dividenden uitgekeerd in jaar t-1,
- α_0 = een constante; deze is vaak groter dan nul, omdat managers liever dividenden verhogen dan verlagen.
- α_1 = de coëfficiënt die aangeeft hoe snel de onderneming het dividend aanpast aan de gewenste waarde (weergegeven met $r \cdot N_t$); volgens Lintner zal deze coëfficiënt dus kleiner zijn dan 1.

Door vergelijking 1 te herschrijven vindt men:

$$\Delta D_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot r \cdot N_t - \alpha_1 \cdot D_{t-1} \dots\dots\dots(2)$$

In deze vergelijking geeft de gecombineerde coëfficiënt $\alpha_1 \cdot r$ de mate aan waarin dividend verandert tengevolge van het netto inkomen. Vergelijking 2 wordt nog steeds gehanteerd en nu met name om te onderzoeken in hoeverre de coëfficiënten $\alpha_1 \cdot r$ en α_1 in de loop van de tijd

veranderd zijn (zie voor Nederland bijvoorbeeld De Haan (1995) en meer recentelijk internationaal ook Skinner, 2008 en Von Eije en Megginson, 2007).

3. De rol van marktimperfecties en irrationeel gedrag

Na het fundamentele artikel van Miller en Modigliani (1961) waaruit zou blijken dat dividendbeleid irrelevant is als rationele beleggers opereren op perfecte kapitaalmarkten, hebben veel auteurs gezocht naar marktimperfecties en irrationeel gedrag, want dat zou dividendbeleid wel relevant maken. Het is ondoenlijk om in een kort bestek recht te doen aan alle literatuur op dit gebied. We bespreken hier alleen de belangrijkste benaderingen. De grootste groep van schrijvers richt zich op imperfecties op de kapitaalmarkt. De handboeken van Brealey, Myers en Allen (2008), Grinblatt en Titman (2002) en Ross, Westerfield, Jaffe en Jordan (2008) geven als belangrijkste marktimperfecties, de inkomstenbelasting, transactiekosten, agentschapskosten en asymmetrische informatie⁸.

Inkomstenbelasting. In veel landen zijn contante dividenduitkeringen onderhevig aan inkomstenbelasting, terwijl deze belasting in mindere mate drukt op de waardeinstijging die een aandeel ondergaat als er geen contant dividend wordt uitgekeerd^{9 10 11}. In dergelijke gevallen

⁸ Voor een beknopt literatuuroverzicht op drie van deze terreinen verwijzen we naar Bhattacharyya (2007).

⁹ In Nederland is het sinds 2001 door het box III systeem voor particuliere beleggers eerder andersom. Dit tonen we aan door middel van een hypothetisch voorbeeld waarin door contante dividendbetaling het aandelenvermogen in een jaar gelijk blijft omdat precies de waardegroei van het aandeel wordt uitgekeerd, ten opzichte van een situatie waarin het contante dividend niet wordt uitgekeerd. De belastingheffing op contante dividenden en ingehouden winsten blijkt dan mede afhankelijk van de consumptieve bestedingen. Particuliere beleggers kunnen de betaalde contante dividendbelasting van 15% (voorafgaand aan 2007 25%) weer terugvorderen bij hun belastingaangifte. Het ontvangen dividend is dus voor 85% vrij besteedbaar in het dividendjaar en voor 15% in het (daaropvolgende) jaar van de belastingteruggave. Als het contante dividend echter niet wordt besteed, zal het voor 85% tot vermogensaanwinst leiden in het eerste jaar en voor 15% in het daaropvolgende jaar. Over het vermogen wordt via box III 1,2% belasting geheven (30% over een fictief rendement van 4%) en over vermogensgroei in een bepaald jaar de helft hiervan (0,6%). Als het dividend niet wordt uitgekeerd (en de aandelen ook niet worden verkocht om te gebruiken voor consumptieve bestedingen) drukt de 1,2% belasting het eerste jaar voor 50% op de vermogensgroei van aandelen en wordt het gehele bedrag van niet uitgekeerd dividend de volgende jaren belast met 1,2%. Bij het niet besteden van de ontvangen contante dividenden wordt er in het eerste jaar dus 0,51% ($0,6\% \cdot 0,85$) belasting geheven en in het tweede jaar 1,11% ($1,2\% \cdot 0,85 + 0,6\% \cdot 0,15$). Deze percentages zijn in de eerste twee jaar dus lager dan bij inhouding van dividenden waar het respectievelijk 0,6% en 1,2% bedraagt. Per saldo worden ingehouden winsten dus zwaarder belast dan contante dividenden; zelfs als de contante dividenden niet worden besteed.

In een scriptie over het effect van de aankondiging van wijzigingen in de Nederlandse dividendbelasting per 2001 vindt Timmermans (2003) trouwens geen aanwijzingen voor significante rendementswijzigingen bij 18 vennootschappen met een continue notering aan de AEX. Een mogelijke reden is dat het aandelenbezit van particuliere Nederlandse beleggers in deze vennootschappen slechts circa 30% bedraagt. Wel bleken de vennootschappen die relatief weinig dividend uitkeerden hun dividendpercentage te vergroten.

¹⁰ Een discussie over de vraag of een belastingregime dat leidt tot meer ingehouden winsten ook leidt tot extra investeringen en tot extra economische groei vindt men bij Feldstein (1970). Verder geven Morck en Yeung (2005) aan dat er discussie bestaat over het feit dat contante dividenden twee keer

kunnen bedrijven beter geen of weinig contante dividenden uitkeren. In empirisch onderzoek komt dan ook vaak een variabele naar voren die de relatieve fiscale bevoordeling van contante dividenden boven het inhouden van de winsten meet. Omdat belastingregimes in de loop van de tijd veranderen is het mogelijk dat aandelen die geen contant dividend uitkeren relatief meer waard zijn in de periode dat contant dividend meer wordt belast, maar minder waard worden als contant dividend relatief minder wordt belast (Ang, Blackwell en Megginson, 1991). Uiteraard kan dit ook gelden voor landen die verschillende belastingregimes hebben¹².

Bepaalde beleggers (zoals kerkelijke instellingen, natuurschoonlichamen en lichamen met een sociale functie in Nederland en partijen waarvoor een deelnemingsvrijstelling geldt) hoeven geen dividendbelasting te betalen. Naast instituties kan men ook zogenaamde dividendclientèle vinden onder particuliere beleggers: diegenen met hoge marginale belastingtarieven zullen kiezen voor aandelen die geen dividend uitkeren. Personen die relatief weinig dividendbelasting hoeven te betalen kunnen echter kiezen voor dividenduitkerende aandelen¹³.

Transactiekosten Het uitkeren van contante dividenden en het inkopen van aandelen leiden tot minder geld in een onderneming. Dit is in een perfecte markt niet problematisch voor investeringen als men gemakkelijk extra middelen kan verkrijgen uit een emissie van aandelen of vreemd vermogen. Omdat echter zowel het uitkeren van dividend als het aantrekken van nieuwe middelen geld kost, vormen de transactiekosten een variabele waar men rekening mee zal houden. Vooral tussen landen kunnen transactiekosten verschillen,

worden belast (en keer via de vennootschapsbelasting en een keer via de inkomstenbelasting). Dit zou dus oppotting van de geldmiddelen bevorderen en ook ondernemingsfinanciering met vreemd vermogen relatief goedkoper maken dan financiering met eigen vermogen. Morck en Yeung geven echter ook aan dat het heffen van dividendbelasting voordelen heeft op het gebied van corporate governance. Zo leidt dividendbelasting voor particulieren ertoe dat van dividendbelasting vrijgestelde instellingen, zoals pensioenfondsen, meer zullen investeren in dividendbetalende bedrijven. Doordat deze instellingen relatief veel aandelen hebben, zullen ze ook meer macht in de vennootschappen kunnen uitoefenen dan de individuele beleggers, waardoor de agentschapskosten kleiner worden.

¹¹ Een alternatieve theoretische benadering komt van Moerland (1975) die de collectiviteit van aandeelhouders een nutsfunctie, waarin belastingen een belangrijke rol spelen, laat optimaliseren.

¹² Black en Scholes (1974) -het meest bekend van de optietheorie- behoren ook tot de auteurs die al in een vroeg stadium de effecten van belastingheffing onderzochten. Zij vinden dat de rendementen van portefeuilles die veel contant dividend uitkeren niet significant afwijken van portefeuilles die weinig contant dividend betalen. Door de onzekerheid gepaard gaand met een dergelijke insignificante relatie heeft het geen zin dat beleggers zich beperken tot aandelen met een hoog of met een laag dividend; zeker niet omdat dan ook de diversificatiemogelijkheden minder worden. In een recente studie naar de effecten van politieke beslissingen (zoals belastingheffing en dividendrestricties) op dividenden in het Verenigd Koninkrijk vinden Bank, Cheffins en Goergen (2006) ook geen effect. Anderen, zoals Bell en Jenkinson (2002) en ook auteurs geciteerd door Bank, Cheffin en Goergen (tabel 1) vinden soms echter wel effecten.

¹³ In recente onderzoeken komen de bovenstaande inzichten nog regelmatig naar voren. Zo vinden Graham en Kumar (2006) dat beleggers uit lagere inkomensgroepen en oudere beleggers aandelen die contant dividend uitkeren prefereren. Grinstein en Michaely (2005) vinden ook dat dividenden bepalen of er institutionele aandeelhouders zijn. De institutionele aandeelhouders prefereren dividendbetalende vennootschappen, maar daarbij prefereren ze vennootschappen die weinig dividend uitkeren. Ook prefereren ze vennootschappen die regelmatig aandelen inkopen. Verder vinden zij trouwens geen effect van instituties op het dividendbeleid van vennootschappen.

zodat men bij een internationale vergelijking van dividendbeleid hiermee rekening moet houden. Overigens, dit zullen wij in ons vergelijkend onderzoek in hoofdstuk 5 niet doen. In de eerste plaats omdat een degelijk onderzoek naar de transactiekosten de mogelijkheden van dit onderzoek te boven gaat. In de tweede plaats omdat de Europese integratie zowel de kosten van het uitkeren van dividenden als het aantrekken van middelen in zekere mate zal uniformeren; te meer ook omdat vennootschappen tegenwoordig veel minder dan vroeger van hun locale financiële markten afhankelijk zijn.

Agentschapskosten Een van de belangrijkste imperfecties ontstaat door de scheiding van bestuur en aandeelhouders. De centrale vraag is daarbij of het bestuur als agent van de aandeelhouders wel genoeg rekening houdt met de belangen van de principalen (aandeelhouders). Het uitkeren van dividenden is (naast bijvoorbeeld het aantrekken van relatief veel vreemd vermogen) een middel om de agentschapskosten te reduceren (Jensen, 1986). De redenering hierbij is dat agentschapskosten toenemen als het bestuur meer vrijheid heeft om zichzelf ten koste van de aandeelhouders te bevoordelen. Een van de methoden om de vrijheid van het bestuur te beperken is het uitkeren van relatief veel dividend.^{14 15}

Asymmetrische informatie Omdat het bestuur zicht heeft op de mogelijkheden van de onderneming kunnen buitenstaanders uit de beslissingen van het bestuur soms iets afleiden. Aandeelhouders zijn vaak relatieve buitenstaanders en leiden uit de dividenden iets af over de toekomstige mogelijkheden van de onderneming (Bhattacharya, 1979). De vraag is hierbij echter of het uitkeren van extra dividend zou betekenen dat men minder groeimogelijkheden heeft in de toekomst, of -precies omgekeerd- dat men in de toekomst meer winst verwacht en dus ook meer dividend kan uitkeren. Zo vindt bijvoorbeeld Vermaelen (1981) in dit kader dat

¹⁴ Easterbrook (1984) onderscheidt hierbij controle-(monitoring)kosten en risico-aversie van managers. Naarmate er meer dividend wordt uitgekeerd zal men meer een beroep moeten doen op de externe kapitaalmarkt. Veel -vooral grote- externe financiers zijn beter in de controle dan individuele beleggers en door de dividenduitkering krijgt het bestuur regelmatig te maken met deze externe partijen. Een tweede reden is dat managers hun arbeid slechts inzetten voor één bedrijf. Dit maakt ze risicomijdend en dat zal hen aanzetten de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen te laten groeien. Dit resulteert vervolgens in een geringer risico voor de vreemd vermogensverschaffers. Omdat de beloning van vreemd vermogen echter al eerder in contracten is gefixeerd, worden de vreemd vermogensverschaffers dan beloond voor een risico dat ze niet (meer) dragen en betalen de aandeelhouders dus te veel voor het vreemde vermogen. Het uitkeren van dividend kan dit tegengaan. Meer recent vindt ook Officer (2007) dat dividendinitiaties agentschapskosten verminderen.

¹⁵ LaPorta e.a. (2000) testen twee benaderingen van de agentschapstheorie in relatie met contant dividendbeleid. Dit zijn het uitkomstmodel en het substitutiemodel. In het uitkomstmodel kunnen minderheidsaandeelhouders het ondernemingsbestuur dwingen om dividenden uit te keren als er weinig groeimogelijkheden zijn. De druk van de minderheidsaandeelhouders zal echter in deze landen duidelijk verminderen als het bedrijf extra groeimogelijkheden heeft. Bij het substitutiemodel vormen dividenden daarentegen een substituuat voor een minder goede belangenbehartiging van minderheidsaandeelhouders in het desbetreffende land. Dit leidt ertoe dat in dergelijke landen de contante dividenden sterker zullen stijgen naarmate de groeimogelijkheden toenemen. Immers alleen dan kunnen de managers laten blijken de minderheidsaandeelhouders serieus te nemen en alleen daardoor zal men ook extra middelen uit de markt kunnen aantrekken voor de vereiste extra investeringen. Overigens vinden de genoemde auteurs empirisch een sterke ondersteuning van het uitkomstmodel.

het inkopen van eigen aandelen betekent dat bedrijven ondergewaardeerd zijn, terwijl Ikenberry, Lakonishok en Vermaelen (1995) vinden dat de onderwaardering het grootst is bij value stocks en dat gemiddeld zelfs nog in het derde jaar na de aankondiging van inkoop eigen aandelen een positief abnormaal rendement waarneembaar is.

Irrationele beleggers Naast de imperfecties op de financiële markt heeft men ook onderzoek verricht naar “irrationele” beleggers. Zo zouden sommige beleggers liever contante dividenden ontvangen dan waardebehoud of waardeaan groei van het aandeel onder het motto “beter één vogel in de hand”. Contant dividend is immers geld op de eigen bankrekening, terwijl niet uitgekeerd contant dividend is opgeslagen in een aandeel, waarbij het aandeel staat voor “tien vogels in de lucht”. Als men aanneemt dat het geld in beide situaties evenveel voor de beleggers opbrengt, is deze houding irrationeel. Immers, de beleggers zouden bijvoorbeeld ook 10% van hun aandelen kunnen verkopen, om een dividendum uitkering van 10% te verkrijgen. Toch zouden bijvoorbeeld oudere beleggers vooral graag contante dividenden willen ontvangen, omdat ze zich bezwaard kunnen voelen om hun kapitaal voor de oude dag (bestaande uit aandelen) aan te spreken. Dat gevoel zou minder spelen bij het ontvangen van contante dividenden dan bij het verkopen van een bepaald percentage van hun aandelen. Zo vinden Graham en Kumar (2006) bijvoorbeeld dat oudere beleggers vaker kiezen voor aandelen die contant dividend uitkeren. Het zal trouwens duidelijk zijn dat irrationele én rationele beleggers liever eerder contant dividend willen ontvangen als de transactiekosten op de verkoop van aandelen hoger zijn dan de transactiekosten op contante dividendum uitkeringen. Illiquide bedrijven (met relatief weinig transacties op de beurs en met daardoor relatief hoge transactiekosten bij de aan- en verkoop) en/of bedrijven met extreem dure aandelen (correct gewaardeerd, maar door een relatief gering aantal hoog geprijsd) zouden dus mogelijk ook eerder contante dividenden uitkeren.

4. Inzichten uit de 21^e eeuw

Sinds de eeuwwisseling zijn er belangrijke nieuwe inzichten in het dividendbeleid ontwikkeld. Wij bespreken er zeven. Voor zover beschikbaar geven wij daarbij aan wat de bevindingen van Von Eije en Megginson (2007) zijn in hun recente onderzoek naar dividendbeleid in de Europese Unie.

1) Fama en French (2001) constateren dat in de loop van de tijd steeds minder bedrijven contant dividend uitkeren. Met deze bevinding vestigen Fama en French de aandacht niet meer op de omvang van het dividend maar op de kans dat een bedrijf contant dividend uitkeert. In de Verenigde Staten was deze kans 68.5% in 1978 maar slechts 21.3% in 1998. Fama en French vinden dat relatieve grootte en return on assets (ROA) deze kans positief beïnvloeden, terwijl de markt-to-boekratio (M/B ratio) van de vennootschap en de relatieve groei in activa deze kans verminderen. Dit verschil kan mogelijk ook verband

houden met het onderscheid tussen value en growth stock. Voor value stock is return on assets een belangrijke indicator, terwijl voor growth stock de markt-to-boekratio meer relevant is. Hoe dan ook, de ontwikkeling van deze variabelen is zodanig dat steeds minder bedrijven contant dividend uitkeren. Dit verklaart echter slechts ongeveer 1/3 van de totale daling. De autonome daling in de geneigdheid tot het betalen van contant dividend is (met 30.8 procentpunt) verantwoordelijk voor de rest. Ferris, Sen en Yu (2006) vinden gelijksoortige ontwikkelingen in het Verenigd Koninkrijk. Zij kunnen dit niet toeschrijven aan de toeneming van de inkoop van eigen aandelen. Denis en Osobov (2006) vinden ook een daling van de autonome geneigdheid tot het betalen van contant dividend in het Verenigd Koninkrijk en bovendien ook in Duitsland en Frankrijk. Ook Von Eije en Megginson (2007) vinden deze ontwikkelingen in de Europese Unie, waarbij er in de drie genoemde landen tussen 2004 en 2005 echter weer een stijging optreedt. Voor heel Europa vinden zij in de periode 1989-1993 dat gemiddeld 83.5% van de bedrijven contant dividend uitkeerde, maar in 2005 is dit 52,8%. Voor 5.2 procentpunt wordt dit veroorzaakt door een veranderde samenstelling van de bedrijven met verschillende kenmerken, en voor 25.4 procentpunt door een autonome daling in de geneigdheid cash dividend te betalen. Von Eije en Megginson bepalen ook de kans dat er inkoop van eigen aandelen plaats vindt in de Europese Unie. Zij vinden dat 5% van de bedrijven dit deed in de periode 1989-1993, maar dat in 2005 de kans is toegenomen naar 17.8%. Deze stijging is volledig toe te schrijven aan de extra geneigdheid van bedrijven om aandelen in te kopen. Deze autonome stijging is met andere woorden vooralsnog niet te verklaren uit veranderingen in de zogenaamde fundamentals.

2) Grullon en Ikenberry (2000) en Grullon en Michaely (2004) vinden een sterke stijging in het aantal bedrijven dat aandelen inkoop en in de bedragen die daarmee zijn gemoeid. Volgens Skinner (2008) is er in de Verenigde Staten zelfs al meer geld gemoeid met de inkoop van eigen aandelen dan met de contante dividenden. Even opmerkelijk is de bevinding van Weston en Siu (2003) en Weston (2007) dat in de Verenigde Staten contante dividenden tezamen met de bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen in bepaalde jaren meer dan 100% bedragen van de winst na belasting. Von Eije en Megginson (2007) vinden voor de Europese Unie ook een sterke stijging van de bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen: in 2005 is dit 58,8 miljard euro (uitgedrukt in prijzen van 2000) en daarmee bedraagt de inkoop van eigen aandelen circa een derde van het totaal uitgekeerde dividendbedrag.

3) DeAngelo, DeAngelo en Skinner (2004) vinden een sterke concentratie van contante dividenduitkeringen. In de Verenigde Staten nemen de 25 grootste bedrijven 50% van de contante dividendbetalingen voor hun rekening. Denis en Osobov (2006) vinden in Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk ook een concentratie van contante dividenden. Von Eije en Megginson (2007) vinden dit voor de gezamenlijke 15 landen die

voor 2004 deel uitmaakten van de Europese Unie. In 1989 keerde het deciel met de grootste hoeveelheid activa 72,9% van de contante dividenden uit en in 2005 is dit 86,0%. De concentratie van de inkoop van eigen aandelen is nog groter, maar stijgt toch nog in de loop van de tijd. De percentages bedragen daar 87,9% in 1989 en 93,3% in 2005.

4) Brav e.a. (2005) concluderen op basis van enquêtes -in overeenstemming met Lintner (1956)- dat managers nog steeds streven naar stabiele contante dividenden en dat de gevoeligheid van contante dividenden voor de winst is verminderd. De flexibiliteit komt nu vooral uit de inkoop van eigen aandelen. Dit wordt bevestigd door empirisch onderzoek van Skinner (2008) bij bedrijven uit de Verenigde Staten die met enige regelmaat dividend in beide vormen uitbetalen. Uit zijn onderzoek blijkt dat de gevoeligheid van contante dividenden voor de winsten zwakker wordt, maar dat die van de totale dividenduitkeringen sterker. Impliciet betekent dit dus ook dat de gevoeligheid van de inkoop van eigen aandelen voor de winst toeneemt. Von Eije en Megginson (2007) vinden ook dat de inkoop van eigen aandelen tegenwoordig meer gevoelig is voor de veranderingen in de winst, maar zij vinden geen eenduidige indicatie voor een lagere gevoeligheid van contante dividenden in de Europese Unie.

5) Recentelijk is er ook weer aandacht voor de signaalfunctie van dividenden. Nissim en Ziv (2001) concluderen dat de contante dividenden extra informatie bevatten over de toekomstige winstgevendheid naast de informatie die men uit markt- en accounting data kan halen. Koch en Sun (2004) vinden dat contante dividenden een signaalfunctie hebben omdat ze een indicatie geven voor het blijvende karakter van de winst. Grullon, Michaely en Swaminathan (2002) vinden echter geen effect van contante dividenduitkeringen op de winstgevendheid, maar wel een daling van het systematische risico. Grullon en Michaely (2004) vinden na de inkoop van eigen aandelen evenmin een stijging van de operationele performance van de onderneming. Wel vinden de laatst genoemde auteurs dat de inkoop van eigen aandelen gepaard gaat met een reductie van systematisch risico en met een vermindering van de vermogenskosten. Dit geldt vooral voor bedrijven die met grote waarschijnlijkheid te veel zouden kunnen investeren. Zij vinden zelfs dat er niet alleen positieve aankondigingsrendementen optreden, maar ook nog later na de aankondiging. Ook Boudoukh, e.a. (2007) vinden dat de rendementen van aandelen deels verklaard kunnen worden door het dividendrendement, maar dat dit nog sterker geldt als men ook met de inkoop van eigen aandelen rekening houdt. Het sterkste effect wordt echter gevonden als men de netto dividendrendementen (na aftrek van de verkoop van aandelen) als voorspeller hanteert.

6) Door de toenemende betekenis van de inkoop van eigen aandelen is dit een apart onderdeel aan het worden van onderzoek naar dividendbeleid. Dittmar (2000) en Weston en Siu (2003) inventariseren de motieven van bedrijven om eigen aandelen in te kopen. In de

eerste plaats kunnen bedrijven met aandeleninkoopprogramma's deels hetzelfde bereiken als met het uitkeren van contante dividenden. Zo kan het bestuur ermee aantonen dat het de overtollige gelden niet zal verspillen. Ook kan men er betere toekomstige resultaten mee signaleren¹⁶. Specifiek voor het inkopen van eigen aandelen is dat in sommige landen dit met minder belastingen gepaard gaat dan het uitkeren van contant dividend, waardoor beleggers inkoopprogramma's prefereren boven contante dividenden. Ook is het inkopen van eigen aandelen een relatief meer flexibel instrument om gelden terug te geven aan de aandeelhouders (zie ook Jagannathan, Stephens en Weisbach, 2000). Bovendien verminderen ook de agentschapskosten doordat managers veelal niet hun aandelen verkopen, zodat de inkoop van eigen aandelen leidt tot een toeneming van het eigendom van managers in de onderneming. Ook koopt men extra aandelen in als de beurskoers gedaald is. Weston en Siu (2003) tonen aan dat als de onderneming werkelijk te laag gewaardeerd is, de inkoop van eigen aandelen een extra groot rendement oplevert voor de aandeelhouders¹⁷.

De inkoop van aandelen gebeurt verder om de verhouding vreemd tot eigen vermogen te verhogen. Dit komt niet alleen omdat het eigen vermogen minder wordt, maar ook omdat men bij de bepaling van het vreemde vermogen vaak excessieve hoeveelheden cash ervan aftrekt. Dat kan echter niet meer als de excessieve geldmiddelen zijn uitgekeerd. Het effect komt nog sterker in metingen van de verhouding vreemd tot eigen vermogen tot uiting als men bij een M/B (markt-tot-boek) ratio groter dan 1 de aandelen tegen kostprijs van het eigen vermogen mag aftrekken; en dit is volgens GAAP toegestaan. Het zal trouwens geen verbazing wekken dat de vreemd vermogensverschaffers niet blij zijn met het verminderen van hun dekking (Maxwell en Stephens, 2003). Verder helpt het inkopen van eigen aandelen om een minder aantrekkelijke overnamekandidaat te worden. Niet alleen komen -net als bij contant dividend- er minder liquide middelen, maar ook kunnen de voorwaarden van de inkoop van eigen aandelen minstens even aantrekkelijk zijn als die geboden kunnen worden door een potentiële overnemer. Tenslotte hebben de resterende aandeelhouders een hoger

¹⁶ Anderzijds kan het een signaal zijn voor de aandeelhouders dat de onderneming niet meer voldoende hoge winstgenererende projecten voorziet, waardoor per saldo de beurskoers daalt (zie ook hiervoor Weston en Siu (2003)). Gillingler en L'Her (2006) vinden dat in Frankrijk er vooral positieve effecten optreden als de kans klein is dat de onderneming wordt overgenomen en als er weinig kans bestaat dat de minderheidsaandeelhouders benadeeld kunnen worden. Ook is het volgens hen goed nieuws als er een buitenlandse institutionele belegger bij de onderneming is betrokken en als er een tweede grote aandeelhouder is. Guay en Harford (2000) vinden trouwens dat er ook qua signalering verschillen bestaan tussen contante dividenden en de inkoop van eigen aandelen. Zo zullen contante dividendstijgingen signaleren dat extra cashflows in het verleden ook in de toekomst gecontinueerd zullen worden. Bij het inkopen van aandelen via de open markt treedt er echter geen blijvend hoge toekomstige cashflow op.

¹⁷ Het rendement op de inkoop van eigen aandelen is gelijk aan het geëiste rendement op eigen vermogen gedeeld door de ratio van de feitelijke marktwaarde ten opzichte van de intrinsieke waarde van het aandeel. Het probleem is dat zelfs insider managers niet altijd een goede inschatting maken van de intrinsieke waarde en dus aandelen tegen een te hoge prijs inkopen. Weston (2007) geeft dan ook aan dat er door onder andere Hewlett-Packard, Intel en Microsoft aandeleninkoopprogramma's zijn gestart die miljarden verliezen met zich meebrachten.

waardeoordeel over de onderneming dan de verkopende aandeelhouders en ook dit kan ertoe bijdragen dat overnemende partijen het moeilijker kunnen krijgen, omdat er een hogere premie geëist zal gaan worden.

Fenn en Liang (2001) vinden een duidelijk negatief verband tussen contante dividenden en het aandelenoptiebezit van managers en een positief verband tussen de inkoop van eigen aandelen en het bezit van deze opties. Zij denken dat de groei van aandelenopties in handen van het bestuur er mede toe heeft geleid dat er relatief steeds meer dividend wordt uitgekeerd via de inkoop van eigen aandelen. Echter, de beloning met behulp van aandelenopties kan ook leiden tot verwatering van de winst per aandeel als de uitgeoefende opties worden omgezet in nieuwe aandelen. Het gebruik van ingekochte eigen aandelen - ingekocht rondom de periode van uitoefening van de opties- kan dit echter tegengaan. Kahle (2002) noemt dit de “option funding” hypothese. Daarnaast onderkent zij ook de substitutiehypothese, waarbij managers de inkoop van eigen aandelen prefereren boven contante dividenden omdat de laatste de prijs van het aandeel en daarmee de managementbeloning lager maken. Zij vindt voor beide hypothesen ondersteuning¹⁸.

Dittmar en Dittmar (2006) laten verder zien dat de inkoop van eigen aandelen een golfpatroon vertoont in de loop van de tijd. Met name de tijdelijke extra inkomsten zullen worden omgezet in de inkoop van eigen aandelen. Gingingler en Hamon (2007) vinden voor Frankrijk dat de inkoop van eigen aandelen plaats vindt na een daling van de koers. De inkoop wordt echter niet als een gunstig signaal geïnterpreteerd, want na de inkoop van eigen aandelen stijgt de beurskoers niet. Ook vinden Gingingler en Hamon een kleine relatieve spreiding van bied- en laatkoers bij bedrijven die aandelen inkopen en ook een relatief diep orderboek. Op dagen dat er echter werkelijk aandelen worden ingekocht wordt de relatieve spreiding groter en vermindert de diepte van het orderboek. Zij komen hierdoor tot de conclusie dat het inkopen van eigen aandelen eerder tot asymmetrische informatie leidt, dan dat deze erdoor wordt verminderd.

7) Naast de bovengenoemde inzichten en trends ontdekt men in de literatuur ook nieuwe variabelen die helpen het dividendbeleid beter te verklaren.

7a) DeAngelo, DeAngelo, en Stulz (2006) vinden bijvoorbeeld dat de kans dat bedrijven dividend uitkeren toeneemt naarmate de ingehouden winst een groter percentage is van het totale eigen vermogen. Deze variabele (en dus de kans op contante dividendbetalingen) is groter bij oudere bedrijven (value stocks) en daarom introduceren zij binnen de dividendtheorie de levenscyclus van de onderneming als een belangrijke variabele.

¹⁸ Volgens geënquêteerde managers (Brav e.a., 2005) speelt het tegengaan van verwatering door werknemersopties inderdaad een belangrijke rol bij de inkoop van aandelen. Dezelfde managers zijn het er echter meestal niet mee eens dat de daling van de waarde van het aandeel door contante dividenden ertoe leidt dat ze liever eigen aandelen inkopen.

7b) Baker en Wurgler (2004a,b) ontwikkelen de “catering theory of dividends”. Zij stellen dat vennootschappen hun dividenden aanpassen om aan de wens van beleggers te kunnen voldoen. Als beleggers vennootschappen die dividend uitkeren relatief hoog waarderen, dan zullen vennootschappen beginnen met dividend uit te keren. Dat wordt echter minder in perioden dat dividenduitkerende bedrijven juist minder gewaardeerd worden. Om het effect in de tijd te meten bepalen zij voor elk jaar een dividendpremie gebaseerd op de relatieve markt tot boek (M/B) ratio's van dividend- en niet-dividenduitkerende bedrijven¹⁹.

7c) Banerjee, Gatchev en Spindt (2005) geven aan dat de geneigdheid om contant dividend uit te keren kan afhangen van de mate van liquiditeit van een aandeel. Immers, naarmate een aandeel meer liquide is, zal het ook gemakkelijker omgezet kunnen worden in cash. Omdat de handel via de aandelenbeurzen tegenwoordig veel gemakkelijker en sneller gaat en met minder kosten, hechten beleggers mogelijk ook minder aan contante dividenden. De afnemende geneigdheid tot het betalen van dividenden zou hierdoor kunnen worden verklaard.

7d) Johnson e.a. (2000) geven aan dat houders van grote pakketten aandelen minder contant dividend wensen te betalen, omdat de betalingen ook naar buitenstaanders gaan. Dergelijk gedrag kan zelfs nog worden versterkt als de houders van grote aandelenpakketten ook zeggenschap hebben in andere bedrijven. Dan zou men prefereren de overvloedige geldmiddelen uit het ene bedrijf naar het bedrijf waar men nog meer zeggenschap over heeft te kanaliseren (een verschijnsel dat bekend staat als “tunneling”). Een dergelijke redenering leidt er ook toe dat de waardering van dividenden stijgt in vennootschappen met een minder goede bescherming van minderheidsaandeelhouders. Pinkowitz, Stulz en Williamson (2006) vinden dit effect dan ook in landen met een minder goede corporate governance.

7e) Wood (2001) geeft aan dat de signaleringskracht van dividenden in Europa in de loop van de tijd relatief minder is geworden. Dit komt doordat de financiële verslaggeving en het ondernemingsbestuur in Europa verbeteren. Hij vindt met name dat de correlatie tussen dividenden en aandelenprijs in de jaren 90 van de vorige eeuw afneemt, terwijl die tussen winst en aandelenprijs toeneemt. Vennootschappen die vaker over hun winsten rapporteren en

¹⁹ Ferris, Sen en Yui (2006) vinden een bevestiging van deze theorie in het Verenigd Koninkrijk. Dennis en Osobov (2006) vinden een bevestiging van deze theorie in de landen met “common law” zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, maar nauwelijks in de landen met “civil law”, zoals Frankrijk en Duitsland. Zij vragen zich af of dit niet komt doordat de catering premie ten dele ook groeimogelijkheden van een bedrijf kan representeren. In lijn met het uitkomstmodel van LaPorta e.a. (2000) besproken in een vorige voetnoot zullen extra groeimogelijkheden leiden tot minder contante dividendbetalingen in common law landen (en mogelijk ook tot minder geneigdheid onder de niet-betalers om te beginnen met dergelijke betalingen), maar zal dit nauwelijks optreden in civil law landen. Impliciet stellen Denis en Osobov (2006) daarmee dat het substitutiemodel van LaPorta e.a. (2000) mogelijk verklarende waarde heeft in civil law landen.

vennootschappen die beter geleid worden, zouden dus minder gauw dividend hoeven uit te keren²⁰.

Von Eije en Megginson (2007) hebben de aspecten 7a tot en met 7e in onderzoek naar dividendbeleid in de Europese Unie betrokken. Hun significante bevindingen komen hier kort ter sprake (op basis van tabel 7 in hun paper). Ad 7a) Zij meten de levenscyclustheorie van het bedrijf op twee manieren; enerzijds met het percentage van ingehouden winsten op het totale eigen vermogen en anderzijds direct met de leeftijd van het bedrijf. Zij vinden een positief effect van de leeftijd op de kans dat bedrijven contant dividend uitkeren. Bovendien leiden beide variabelen tot meer contante dividenden als er zulk dividend wordt uitgekeerd. Ad 7b) Voor de Europese Unie vinden ze verkeerde (negatieve) tekens van een cateringpremie. Ad 7c) Relatief meer verhandelde (liquide) aandelen leiden tot relatief grotere bedragen voor de inkoop van eigen aandelen, althans als er eigen aandelen worden ingekocht. Ad 7d) Aandeelhouders die minstens 50% van de aandelen in een onderneming bezitten, zullen lagere bedragen besteden aan de inkoop van aandelen als ze aandelen inkopen. Ad 7e) Naarmate bedrijven vaker rapporteren, is de kans kleiner dat ze contant dividend uitkeren. Verder is de kans groter dat bedrijven in landen met het “common law” systeem (het Verenigd Koninkrijk en Ierland) contant dividend uitkeren, maar de kans dat ze aandelen inkopen is juist lager.

5. Dividendbeleid in verschillende landen

Wereldwijd gelden volgens Megginson (1997) voor diverse bedrijfstakken andere gebruiken ten aanzien van het dividendbeleid. Zo kennen winstgevende vennootschappen in volgroeide bedrijfstakken (value stocks) een hoger uitkeringspercentage dan bedrijven in jonge snel groeiende bedrijfstakken (growth stocks). De belangrijkste determinanten zijn daarbij de industriële groeivoet, de behoefte aan investeringen, de winstgevendheid, de variabiliteit in de winstgevendheid en het relatieve percentage immateriële activa. Binnen een bedrijfstak is het uitkeringspercentage vaak nog gerelateerd aan de omvang van het bedrijf. Het gevolg hiervan is dat landen met een verschillende bedrijfstakstructuur ook verschillen in dividendbeleid laten zien.

²⁰ In empirisch onderzoek naar de hoeveelheid financiële middelen komt ondernemingsbestuur ook duidelijk naar voren als een belangrijke determinant. Dittmar, Mahrt-Smith en Servaes (2003) vinden dat in landen waar de aandeelhouders minder bescherming genieten meer liquide middelen in de bedrijven worden aangehouden. Harford, Mansi and Maxwell (2008) geven echter aan dat in een land waar de aandeelhouders goede bescherming genieten (de Verenigde Staten), de aandeelhouders het niet problematisch vinden als een onderneming extra liquide middelen aanhoudt als de onderneming zelf geleid wordt door een bestuur dat goed rekening houdt met de aandeelhouders. Eenzelfde conclusie komt ook naar voren bij Renneboog en Trojanowsky (2007), die voor het Verenigd Koninkrijk laten zien dat als er belangrijke meerderheidscoalities onder aandeelhouders te vormen zijn, dat deze dan leiden tot minder dividenduitkeringen.

Verder is volgens Megginson (1997) de eigendomsstructuur van belang. In een structuur waarin bedrijven of aandeelhouders nauw met elkaar samenwerken heeft men minder behoefte aan de signaleringsfunctie van dividend. Dit geldt zowel voor familiebedrijven als voor vennootschappen die in een groepsstructuur samenwerken. Ook keren volgens Megginson bedrijven met een beperkt aantal aandeelhouders relatief minder dividend uit dan beursgenoteerde bedrijven met een gespreid aandeelhouderschap. Ook dit heeft gevolgen voor de dividenduitkeringen per land. Zo zal men in landen met veel onderlinge verwevenheid van bedrijven (zoals Japan en India) of in landen met minder beursgenoteerde vennootschappen minder dividenden verwachten.

Tenslotte zullen volgens Megginson (1997) landen waarin bedrijven zich sterk op de financiële markt oriënteren voor hun financiering (zoals het Verenigd Koninkrijk) tenderen naar hogere uitkeringspercentages dan de landen waarin bedrijven meer afhankelijk zijn van financiële intermediairs (zoals Duitsland). Landen met een relatief sterke socialistische traditie, zoals Frankrijk, neigen er volgens Megginson toe om dividenduitkeringen aan particuliere beleggers te ontmoedigen²¹.

Het dan ook niet verwonderlijk dat Von Eije en Megginson (2007) inderdaad verschillen per land aantreffen. Voor 2005 vinden zij dat de uitkeringspercentages (gebaseerd op contante dividenden en inkoop van eigen aandelen) in het Verenigd Koninkrijk (49%) groter zijn dan in Duitsland (46%), terwijl het in Frankrijk met 40% nog weer lager is. Wel varieert de rangorde over de tijd. Dit kan dus veroorzaakt worden door onder andere wijzigingen in bedrijfstakstructuur, wijzigingen in de eigendomsverhoudingen en wijzigingen in de andere determinanten van dividenden. Tenslotte lijkt er ook een tendens tot convergentie van deze percentages binnen de Europese Unie op te treden.

De navolgende tabel 5.1 geeft een overzicht van de aantallen beursgenoteerde bedrijven in de industrie en de bedragen die gemoeid zijn met dividenden voor vier Europese landen. Uit tabel 5.1 blijkt dat het aantal dividendwaarnemingen van beursgenoteerde industriële bedrijven in het Verenigd Koninkrijk geleidelijk stijgt. Voor Nederland, Duitsland en Frankrijk is daarentegen het jaar 2000 het jaar met het grootste aantal dividendwaarnemingen van beursgenoteerde industriële bedrijven. In alle landen, behalve Frankrijk, is het aantal betalers van contant dividend in 2005 kleiner dan in 1995. Desondanks is er tussen 1995 en 2005 een stijging van de contante dividendbedragen waar te nemen. In alle landen zijn er in dezelfde periode aanzienlijk meer bedrijven gekomen die eigen aandelen inkopen en ook zijn de bedragen zeer sterk gestegen. Een andere blik op deze ontwikkelingen krijgt men via tabel 5.2.

²¹ Opmerkelijk is wel dat Bank, Cheffins en Goergen (2006) geen relatie vinden tussen dividendbeleid en de politieke wisselingen in het Verenigd Koninkrijk.

Tabel 5.1 Aantal waarnemingen van al dan niet dividendbetalende industriële beursgenoteerde bedrijven, aantal industriële beursgenoteerde dividendbetalers en bedragen gemoeid met dividendbetalingen van deze bedrijven gesplitst naar contante dividenden en inkoop van eigen aandelen (Nederland, Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk in 1995, 2000 en 2005, bedragen in prijzen van 2000).

Jaar	Aantal waarnemingen over contant dividend	Aantal			Bedragen	
		waarnemingen over de inkoop van eigen aandelen	Aantal betalers van contant dividend	Aantal inkopers van eigen aandelen	Bedragen besteed aan contant dividend (mln. €)	Bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen (mln. €)
Nederland						
1995	142	130	112	10	6197	5
2000	160	123	101	22	9455	1443
2005	119	102	80	20	13509	7383
Verenigd Koninkrijk						
1995	1171	1162	988	38	23144	898
2000	1436	1348	872	147	42607	10518
2005	1632	1608	688	203	41090	29344
Duitsland						
1995	369	146	256	1	4783	2
2000	733	378	351	53	11619	4583
2005	592	323	238	36	10726	3508
Frankrijk						
1995	432	249	326	8	6112	252
2000	749	314	436	34	13803	4291
2005	598	381	332	115	19578	6184

Bron: Cijfers beschikbaar gesteld door Von Eije en Megginson (2007)

Tabel 5.2 Betalingskansen en gemiddelde dividendbedragen van industriële beursgenoteerde bedrijven gesplitst naar contante dividenden en inkoop van eigen aandelen (Nederland, Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk in 1995, 2000 en 2005, bedragen in prijzen van 2000).

Jaar	% contante dividend betalers	% inkopers van eigen aandelen	Gemiddeld betaald aan contante dividenden (mln. €)	Gemiddeld betaald voor de inkoop van eigen aandelen (mln. €)	Per contante betaald aan contante dividenden (mln.€)	Per inkoper betaald voor de inkoop van eigen aandelen (mln. €)
Nederland						
1995	79	8	43.64	0.04	55.33	0.48
2000	63	18	59.09	11.74	93.61	65.61
2005	67	20	113.53	72.38	168.87	369.16
Verenigd Koninkrijk						
1995	84	03	19.76	0.77	23.43	23.64
2000	61	11	29.67	7.80	48.86	71.55
2005	42	13	25.18	18.25	59.72	144.55
Duitsland						
1995	69	1	12.96	0.01	18.69	2.05
2000	48	14	15.85	12.12	33.10	86.47
2005	40	11	18.12	10.86	45.07	97.43
Frankrijk						
1995	75	3	14.15	1.01	18.75	31.53
2000	58	11	18.43	13.67	31.66	126.21
2005	56	30	32.74	16.23	58.97	53.77

Bron: Gebaseerd op tabel 5.1

Tabel 5.2 geeft aan dat tussen 1995 en 2005 in alle landen het relatieve aantal contante dividendbetalers is gedaald. In Nederland vindt men in 2005 nog het grootste relatieve aantal contante dividendbetalers (67%), terwijl het relatieve aantal industriële beursgenoteerde vennootschappen dat contant dividend betaalt in zowel het Verenigd Koninkrijk als in Duitsland tot rond de 40% is gedaald. Opmerkelijk is dat Nederland in 1995 de koploper was bij het relatieve aantal bedrijven dat eigen aandelen inkocht, maar dat die positie is overgenomen door Frankrijk waar in 2005 30% van de industriële beursgenoteerde bedrijven

eigen aandelen inkocht. De gemiddelde contante dividenduitkeringen zijn in alle landen gestegen. Dit geldt ook voor een vergelijking van de gemiddelde bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen over de periode 1995-2005, hoewel in Frankrijk het gemiddelde bedrag besteed door aandeleninkopers in 2005 kleiner is dan in 2000. Een ander opmerkelijk verschijnsel is dat de gemiddelde contante dividenden betaald door industriële beursgenoteerde bedrijven in Nederland elk jaar substantieel hoger zijn dan die in andere landen. Ook met betrekking tot de gemiddelde bedragen gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen is Nederland koploper in 2005. Het gaat in dit bestek te ver om exact te achterhalen waardoor deze veranderingen zijn ontstaan. Zoals eerder aangegeven zijn er immers een groot aantal factoren die bepalen of er in een land meer of minder dividenden worden uitgekeerd. Ons eerste vermoeden is dat de structureel hoge omvang van (vooral contante) dividendbetalingen in Nederland wel eens veroorzaakt kan zijn door het relatieve grote aantal multinationals in ons land. Ook is het mogelijk dat de Nederlandse bedrijfsstructuur gekenmerkt wordt door relatief veel value stocks. Zo blijkt uit cijfers verkregen van Von Eije en Megginson (2007) dat de Nederlandse industriële bedrijven in 2005 gemiddeld bijna 70 jaar oud zijn, terwijl de bedrijfsleeftijden voor het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk respectievelijk 26, 41 en 35 jaar bedragen.

6. De transparantie van het dividendbeleid

Tot nu toe hebben we diverse verklaringen voor -en determinanten van- dividendbeleid besproken. Niet alle verklaringen zijn terug te voeren op motieven van het management. Zo kan men denken aan het feit dat het verschil uitmaakt of het hoofdkantoor in een land met het “common law” systeem is gevestigd of niet. De rapportage kan hierdoor worden beïnvloed, maar het is niet waarschijnlijk dat het bestuur dan zal benadrukken dat men vaker of meer dividend uitkeert omdat men in een “common law” land gevestigd is. Ook is het niet waarschijnlijk dat men onder normale omstandigheden melding zal maken van de betekenis van het landelijk belastingregime of van de transactiekosten die op de lokale beurs gelden. Gelijksoortige redeneringen gelden ook voor bedrijfstak- of ondernemingsgebonden aspecten. Zo is het niet waarschijnlijk dat expliciet in het kwartaal- of jaarverslag wordt gerapporteerd dat de gemiddelde MB-ratio in de bedrijfstak of de leeftijd van het bedrijf belangrijke variabelen zijn voor het dividendbeleid. Ook is het niet waarschijnlijk dat men zal vermelden dat contant dividend wordt uitgekeerd omdat de aandeelhouders van de onderneming worden gedomineerd door institutionele beleggers of omdat men te maken heeft met irrationele of relatief oude particuliere beleggers.

Met inachtneming van bovengenoemde aspecten resteren er zaken waarvan aandeelhouders waarschijnlijk wel graag willen weten wat het beleid inhoudt. In dit bestek kunnen wij niet compleet ingaan op de motieven van het management; ook omdat zulk

onderzoek enquêtes, en mogelijk zelfs diepte-interviews zou vereisen. Voor een recent overzicht van een veelheid van motieven in de Verenigde Staten verwijzen wij naar Brav e.a. (2005). Bovendien is het de vraag of managers wel werkelijk het achterste van de tong willen laten zien en ook of dat dan wel verstandig zou zijn.

Desalniettemin zijn er ook zaken waarover het bestuur de aandeelhouders wel zou kunnen informeren, zonder schade te berokkenen aan de eigen bedrijfsvoering. Zo geven DeAngelo en DeAngelo (2006, 2007) in hun kritiek op Miller en Modigliani (1961) aan dat het beste dividendbeleid een beleid is van volledige uitbetaling van overtollige winsten. Bovendien zal volgens Jensen (1986) een hogere contante dividenduitkering leiden tot minder agentschapskosten. Indien het bestuur van een winstgevend bedrijf zich niet uitspreekt over het dividendbeleid, behoudt het zoveel vrijheidsgraden voor zichzelf dat de vraag rijst of dat wel in het belang is van de aandeelhouders.

Uitgaande van het onderzoek van Fama en French (2001) en van een onderneming die (nog) geen dividend uitkeert verwachten wij dat aandeelhouders van dergelijke bedrijven graag willen weten wanneer en onder welke condities het bestuur dat overweegt te gaan doen²². Voor bedrijven die overwegen dividend uit te keren wordt het -aansluitend bij Von Eije en Megginson (2007)- van belang te weten of en wanneer er eventueel sprake zal zijn van inkoop van eigen aandelen. Aansluitend bij Lintner (1956) en Skinner (2008) vermoeden we dat aandeelhouders ook graag willen horen hoe groot het beoogde uitkeringspercentage op lange termijn bedraagt en of het bestuur daar snel of langzaam naar toewerkt. Indien het bestuur dat langzaam doet, is het waarschijnlijk een goede zaak om de reden hiervoor aan te geven.²³

Dit alles leidt tot een redelijk voorspelbaar -zo niet transparant- dividendbeleid waar aandeelhouders ook hun visie op zullen kunnen geven. Dit betekent niet dat men hier niet meer van kan afwijken, maar dat het noodzakelijker wordt de afwijking te motiveren. Ook daarin komt de kwaliteit van het bestuur naar voren. Zo is het voorstelbaar dan een

²² Zo is het de vraag of de aankondiging van Microsoft op 20 juli 2004 om plotseling extra dividend uit te keren van in totaal 70 miljard dollar (Megginson, Smart en Gitman, 2007, p. 528) zorgvuldig beleid is. Weliswaar steeg de koers daarop met 5%, maar de aandeelhouders die het aandeel Microsoft de dag ervoor hadden verkocht zullen niet hebben staan juichen.

²³ De gewenste snelheid van reageren kan per land verschillen en afhangen van de belangrijkste aandeelhouders. Zo vermelden Goergen, Renneboog en DaSilva (2005), dat het in Duitsland niet ongewoon is dividendbetalingen te stoppen als er sprake is van een verslechtering van inkomsten op permanente basis en dat dit nog gemakkelijker gebeurt als de belangrijkste aandeelhouder een bank is. Zij vermelden tevens dat het beëindigen van dividendbetalingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk minder gebeurt en dat men daar eerder het uitgekeerde dividendbedrag zal korten. Net als in Duitsland vindt Gugler (2003) in Oostenrijk dat familiebedrijven hun dividenduitkeringen nauwelijks "smoothen" en jaarlijks een vast (laag) percentage van de winst uitkeren, terwijl bedrijven met de overheid als belangrijkste aandeelhouder juist hele stabiele dividenden vertonen. Ook Dewenter en Warther (1998) vinden in dit kader verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten en binnen Japan tussen keiretsu en niet-keiretsu vennootschappen, waarbij de Japanse bedrijven sneller dividenden aanpassen en binnen Japan de keiretsu vennootschappen dit nog sneller doen. Zij menen dat de snellere reacties voortvloeien uit minder asymmetrische informatie en minder agentschapskosten.

onderneming in moeilijkheden niet zal worden afgestraft voor het stoppen van dividendbetalingen, terwijl dat voor een onderneming die extra investeringen wil doen nog maar de vraag is omdat men dan ook signaleert dat het aantrekken van externe financiers relatief moeilijk -of kostbaar- is. Dit alles laat onverlet dat woorden en motieven minder belangrijk zijn dan feiten: de uitbetaling van dividend, de wijze waarop en de omvang ervan zijn harde signalen die de beleggers -met de door het bestuur erbij uitgezonden boodschap- op hun merites proberen te beoordelen.

7. Contant dividend en inkoop eigen aandelen in Nederland

7.1. Inleiding

Na het overzicht van de theorievorming en de vergelijkende analyse van het dividendbeleid in een aantal geselecteerde Europese landen wordt in dit deel van het onderzoek aandacht besteed aan de wijze waarop in de jaarverslagen over het dividendbeleid en het beleid inkoop eigen aandelen wordt gerapporteerd door Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Daartoe wordt allereerst kort de gehanteerde onderzoeksmethode uiteengezet. In paragraaf 7.2 volgt een bespreking van de resultaten van een inventarisatie van de rapportage ten aanzien van het in Nederland gevoerde dividendbeleid. Enerzijds wordt hierbij ingegaan op de informatie die ten aanzien van het beleid in publieke toegankelijke bronnen verschaft wordt. Anderzijds wordt aandacht besteed aan de feitelijke uitvoering van het beleid over de periode 1998-2006. In paragraaf 7.3 komt het beleid op het gebied van inkoop eigen aandelen aan de orde. Paragraaf 7.4 beoogt inzicht te geven in de factoren die van invloed zijn op zowel het contante dividendbeleid als ook op het beleid inkoop eigen aandelen.

Door middel van een systematische inventarisatie van publiekelijk beschikbare informatie is inzicht verkregen in de hedendaagse praktijk aangaande het contante dividendbeleid en het beleid inkoop eigen aandelen. In het bijzonder zijn in het kader van het onderhavige onderzoek de volgende informatiebronnen gehanteerd:

- Het meest recente jaarverslag van de onderneming; in de regel zal dit het jaarverslag over boekjaar 2006 zijn.
- De statuten van de onderneming.
- De notulen van de meest recente Algemene Vergadering van Aandeelhouders.
- De persberichten van de onderneming in de periode 1 januari 2006 tot en met 1 januari 2008, voor zover deze betrekking hebben op dividendbeleid.

Om een representatief beeld te krijgen van de Nederlandse situatie hebben we ons gericht op de fondsen opgenomen in de AEX-, AMX- en AMS-indices (zie bijlage B). In

totaal is aldus voor 67 fondsen informatie verzameld over de door hen gebezigde praktijk op het gebied van het contante dividendbeleid en het beleid aangaande de inkoop van eigen aandelen. Hiervan betroffen 23 AEX fondsen, 21 AMX fondsen en 23 AMS-fondsen. Teneinde een systematisch beeld te krijgen over het beleid is een vragenlijst opgesteld die voorafgaand aan de feitelijke dataverzameling getoetst is op vijftien fondsen.

Om inzicht te krijgen in de ontwikkeling van het uitgekeerde contante dividend in de afgelopen 9 jaren, is de Reach-database geraadpleegd.²⁴ Voor Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen is informatie verzameld over de hoogte van het uitgekeerde (contante) dividend evenals over de payout ratio (uitgekeerd dividend gedeeld door netto-inkomen, eerder ook uitkeringspercentage genoemd). Bij de feitelijke analyse van het uitgekeerde contante dividend (zie paragraaf 7.2) wordt ook informatie verstrekt over het aantal vennootschappen.

7.2. Dividendpraktijk in Nederland

7.2.1. Contant dividendbeleid

In deze paragraaf gaan we in op het contante dividendbeleid (inclusief keuzedividend) zoals dat door 67 Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen anno 2006/2007 is gevoerd. Tabel 7.1 biedt daartoe een eerste overzicht. Een eerste belangrijke constatering op basis van ons onderzoek is dat de vennootschappen in het algemeen in zeer beperkte mate informatie verschaffen waardoor het moeilijk is concreet inzicht te krijgen in het contante dividendbeleid. In publiekelijk toegankelijke informatie is het in de regel wel goed mogelijk om inzicht te krijgen over de hoogte van het over 2006 uitgekeerde contante dividend, alsmede of vennootschappen naar een constante payout ratio streven dan wel naar een stijgende.

²⁴ REACH is een afkorting voor Review en Analysis of Companies in Holland.

Tabel 7.1 Contant dividendbeleid (inclusief keuzedividend) in Nederlandse vennootschappen

Algemeen	AEX	AMX	AMS	Totaal
Uitkering 2006	20	17	21	58
Constante payout	17	14	20	51
Stijgende payout	3	3	1	7
Keuzedividend	6	15	8	29
Interimdividend	14	6	4	24
Motivatie				
-Hoogte winst	12	6	17	35
-Financiering groei	1	5	0	6
-Balansverhouding	5	5	1	11
-Stabiel dividend	0	1	2	3
-Kasstromen	5	0	1	6
-Overig	3	2	1	6
-Geen informatie verstrekt	0	6	3	9

Zoals uit tabel 7.1 blijkt, hebben in totaal 58 van de 67 (ofwel: 87%) onderzochte fondsen contant dividend uitgekeerd. De meerderheid van deze fondsen geeft aan een contant dividendbeleid na te streven waarbij de payout ratio constant blijft: 88% van de fondsen die in 2006 contant dividend uitkeerden geven expliciet aan hiernaar te streven. De overige 12% van de fondsen geven aan een stijgende payout ratio te willen realiseren. Uit de publiekelijk toegankelijk informatie blijkt voorts dat 29 fondsen (ofwel: 50%) de mogelijkheid biedt te kiezen tussen een uitkering in contanten, danwel een uitkering in aandelen. Wat hierbij zonder meer opvalt, is dat vooral de AMX-fondsen deze mogelijkheid bieden. Tot slot heeft een minderheid van de onderzochte fondsen die in 2006 contant dividend uitkeerden een tussentijdse uitkering gedaan (41%).

Behoudens het verkrijgen van inzicht in de feitelijke uitkering van contant dividend is ook nagegaan op welke wijze ondernemingsbesturen de hoogte van het uitgekeerde contante dividend motiveren. Deze motivatie wordt geacht een weerspiegeling te zijn van het door vennootschappen nagestreefde contante dividendbeleid. Met name ten aanzien van de motivatie is de verstrekte informatie bijzonder summier. Enerzijds waren er diverse fondsen (9 van de 67; ofwel 13%) die in het geheel geen motivatie verschaften. Anderzijds zijn de vennootschappen opvallend kort in hun motivatie. Ook wordt de transparantie niet gediend indien relevante informatie op diverse plaatsen wordt verstrekt (zoals: website, jaarverslag en

notulen van de Algemene vergadering van Aandeelhouders). Voor de vennootschappen is geïnventariseerd welke redenen worden aangedragen om de hoogte van het uitgekeerde contante dividend te motiveren. Daarbij is het mogelijk dat vennootschappen *meerdere* redenen aangeven.

Uit tabel 7.1 blijkt dat, zoals te verwachten is, de hoogte van het uitgekeerde contante dividend vooral afhankelijk is gesteld van de hoogte van de in een bepaald jaar behaalde winst. Iets meer dan de helft (52%) van de gebezigde motivaties heeft betrekking op dit argument. Een tweede veel gehanteerd motief betreft de gewenste balansverhouding; dit argument wordt in 16% van de aangetroffen motivaties gehanteerd. Andere gehanteerde argumenten betreffen: de mogelijkheid om de groei van de onderneming te kunnen blijven financieren en het uitkeren van overtollige kasmiddelen.

Behoudens het contante dividendbeleid zijn ook de procedures ten aanzien van contante dividenden geanalyseerd. Het resultaat van deze analyse is weergegeven in tabel 7.2 en gebaseerd op informatie aangetroffen in enerzijds de jaarverslagen en anderzijds, de statuten van de vennootschap.

Tabel 7.2 presenteert informatie ten aanzien van enerzijds, de besluitvorming over de hoogte van het contante dividend en anderzijds, de wijze waarop de betaling van het contante dividend is georganiseerd. Uit tabel 7.2 blijkt dat een ruime meerderheid van de onderzochte vennootschappen (79%) een procedure kent waarin feitelijk de raad van bestuur de beslissing neemt en de raad van commissarissen deze beslissing goedkeurt. Vervolgens is dan in de statuten bepaald dat het resterende deel van de winst ter vrije beschikking staat van de algemene vergadering van aandeelhouders. Uit deze bepalingen leiden wij af dat, in het algemeen, de raad van bestuur de beslissingen neemt over de hoogte van het contant dividend.

Uit het onderzoek blijkt voorts dat ten aanzien van de betaalbaarstelling van contante dividenden de informatie summier is. In ruim 91% van de onderzochte vennootschappen kennen de statuten geen specifieke bepalingen ten aanzien van de termijn waarbinnen en de wijze waarop de betaalbaarstelling moet worden aangekondigd. De gevallen dat de statuten hier wél specifiek op ingaan, betreffen veelal een regeling waarin de bevoegdheid geheel bij het bestuur wordt gelegd.

Tabel 7.2 Procedures rondom contante dividenduitkeringen

Beslissing tav hoogte reservering	AEX	AMX	AMS	Totaal
-RvC alleen	1	1	0	2
-RvB alleen	3	1	2	6
-RvC op voorstel RvB	1	2	1	4
-RvB alleen RvC doet voorstel	18	15	19	52
-anders	0	2	0	2
 Betaling contant dividend				
Aankondiging				
-geen informatie	18	20	23	61
-wel informatie	5	1	0	6
Betaalbaarstelling				
-Geen informatie	13	3	9	25
-RvB bepaalt specifieke datum	3	5	7	15
-Termijn is bepaald in statuten	7	13	7	27
Verval recht op betaling				
-Geen informatie	6	5	7	18
-Na 5 jaar	15	15	15	45
-Een andere termijn	2	1	1	4

Ten aanzien van de feitelijke betaalbaarstelling van het contante dividend nadat deze eenmaal is vastgesteld, kan worden geconcludeerd dat 25 fondsen (37%) hierover geen specifieke bepalingen in de statuten hebben opgenomen. Het is hierbij opmerkelijk dat de helft daarvan betrekking heeft op AEX-fondsen. Voor de 42 fondsen die wél bepalingen in de statuten hebben opgenomen, stellen 15 (36%) dat de raad van bestuur hierover beslist, terwijl in de overige 25 (64%) gevallen er een specifieke datum wordt genoemd. Daarbij wordt veelal gekozen voor ofwel binnen 14 dagen na vaststelling dan wel 30 dagen na vaststelling.

Tot slot blijkt dat de overgrote meerderheid van de fondsen een bepaling in de statuten heeft opgenomen die regelt dat eenmaal vastgestelde contante dividenden binnen een termijn van 5 jaar opgeëist moeten worden. Deze regeling wordt door tweederde van de onderzochte fondsen gehanteerd. Ook hier valt het op dat 27% geen enkele bepaling hieromtrent in de statuten heeft opgenomen.

7.2.2. *Contante dividenduitkeringen Nederlandse fondsen 1998-2006*

Met behulp van de Reach-database is informatie verzameld over de hoogte van de gedane contante dividenduitkeringen en de payout ratio's in de periode 1998-2006. Zoals is vermeld in paragraaf 7.1 hebben we in lijn met de methode van Julio en Ikenberry (2005) twee correcties toegepast op de informatie afkomstig uit de Reach-database. Enerzijds zijn alle negatieve payout ratio's omgezet naar een payout ratio van 100%. Anderzijds zijn de payout ratio's gemaximaliseerd op 100%. Anders gezegd, indien Reach een payout ratio van bijvoorbeeld 150% rapporteert, is deze in de analyses omgezet naar een payout ratio van 100%. De belangrijkste reden hiervoor is dat we van mening zijn dat de analyses niet te veel dienen te worden beïnvloed door dergelijke uitbijters en we dus in staat zijn een representatiever beeld te geven over de praktijk aangaande het contante dividend beleid in de afgelopen 9 jaar.

Tabel 7.3 geeft een overzicht van de praktijk ten aanzien van de uitgekeerde contante dividenden in de periode 1998-2006. Panel A presenteert informatie over het uitgekeerde contante dividendbedrag in € (per aandeel). Panel B geeft informatie over de payout ratio.

Tabel 7.3 Contante dividendpraktijk Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen 1998-2006

Panel A									
Uitgekeerde contante dividenden in €									
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Aantal ²⁵	112	109	108	108	109	108	106	101	98
Geen contante dividenduitkering	31	34	32	37	39	28	28	20	17
Dividendrendement in procenten	2.48	2.28	2.85	2.61	3.20	2.78	2.67	2.71	2.82
Gemiddelde contante dividenduitkering per aandeel	1.14	0.89	0.75	0.68	0.73	0.76	0.91	0.78	0.82
Percentage bedrijven waarvan het contante dividendbedrag steeg t.o.v. jaar ervoor	57%	54%	47%	35%	26%	33%	51%	57%	-

²⁵ De verschillen ten opzichte van de aantallen genoemd in het literatuurgedeelte (op basis van Von Eije en Megginson (2007)) zijn als volgt te verklaren. Allereerst kijken Von Eije en Megginson in hun onderzoek uitsluitend naar industriële ondernemingen en laten met andere woorden de financiële instellingen buiten beschouwing. Een tweede verschil betreft de wijze waarop met gedeliste ondernemingen is omgegaan. In het onderzoek van Von Eije en Megginson zijn waarnemingen van gedeliste ondernemingen zo veel mogelijk voor de eerdere jaren meegenomen. In dit onderzoek was dat niet mogelijk. Een derde verschil is dat in dit onderzoek uitsluitend Nederlandse vennootschappen zijn meegenomen. Anders gezegd Reach bevat geen informatie over bedrijven als Corus, Royal Dutch en Arcelor Mittal. Dergelijke bedrijven zijn wél in het onderzoek van Von Eije en Megginson meegenomen.

Panel B									
Payout ratio									
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Aantal vennootschappen	112	109	108	108	109	108	106	101	98
Payout ratio > 100%	5	2	8	6	3	4	4	4	1
Payout ratio < 0%	0	0	1	7	8	8	2	1	2
Geen contante dividenduitkering	31	34	32	37	39	28	28	20	17
Gemiddelde payout ratio (%)	49.97	50.00	58.40	62.56	53.25	51.76	43.33	45.70	39.76

Uit tabel 7.3, Panel A blijkt dat het aantal vennootschappen dat geen contante dividenden uitkeert in een bepaald jaar redelijk constant is gebleven. Na de eeuwwisseling ligt dit rond de 30% (daarvoor lag het rond de 20%). Voorts valt op dat vooral de laatste twee jaren het gemiddelde contante dividendbedrag per aandeel aanzienlijk is gestegen. Lag het gemiddelde uitgekeerde contante dividend per aandeel na de eeuwwisseling rond de €0,75 in 2005 was dat €0,89 terwijl zij in 2006 op maar liefst €1,14 lag. In geval van 2006 kan de stijging voor een deel worden verklaard uit het door Nutreco uitgekeerde superdividend á €10,60, hetgeen een verzevenvoudiging van het over 2005 door Nutreco uitgekeerde contante dividend betekende. Echter ook als we dit superdividend buiten beschouwing laten, is sprake van een gemiddelde contante dividenduitkering van circa €1.03. Uiteraard kan ook de toenemende neiging tot inkoop van eigen aandelen hebben geleid tot een geringer aantal aandelen, waardoor de contante dividenduitkering per aandeel kan zijn gestegen. Verder is het opmerkelijk dat zelfs in de conjunctureel slechtere jaren 2001, 2002 en 2003 er nog altijd meer dan 25% van de ondernemingen hun contante dividenden jaarlijks konden laten stijgen. Intussen was dit percentage in 2006 weer opgelopen naar 57.

Als we ons richten op het percentage dat van de netto-winst wordt uitgekeerd in de vorm van contant dividend (payout ratio, zie Tabel 7.3, panel B), dan kan worden geconstateerd dat de gemiddelde payout ratio binnen een interval van 40-65 procent is gebleven. Opmerkelijk is ook dat er in de periode 1998 tot en met 2004 steeds ondernemingen zijn geweest die verliezen maakten, maar toch contant dividend uitkeerden. Dergelijke

situaties deden zich trouwens de laatste twee jaar niet meer voor, terwijl er in 2005 en 2006 wel 2 respectievelijk 4 ondernemingen verlies leden.

7.3. **Beleid inkoop eigen aandelen**

Voor de periode 1 januari 2006 tot en met 1 januari 2008 is op basis van publiekelijk toegankelijke informatie in het algemeen en jaarverslagen en persberichten in het bijzonder vastgesteld in hoeverre de 69 beursgenoteerde vennootschappen eigen aandelen hebben ingekocht.

Tabel 7.4 presenteert informatie ten aanzien van de in 2006 en 2007 ingekochte eigen aandelen.

Tabel 7.4 Inkoop eigen aandelen				
2007	AEX	AMX	AMS	Totaal
Inkoop eigen aandelen	13	7	5	25
Motiveringen				
-belonen aandeelhouders	6	3	3	12
-balansverhouding	2	1	0	3
-share-based payments	2	2	3	7
-verkleinen aandelenkapitaal	3	0	0	3
-verwatering/stockdividend	0	0	0	0
-overig	1	0	0	1
-geen	2	2	0	4
2006	AEX	AMX	AMS	Totaal
Inkoop eigen aandelen	9	3	10	22
Motiveringen				
-belonen aandeelhouders	1	0	0	1
-balansverhouding	2	1	0	3
-share-based payments	1	2	4	7
-verkleinen aandelenkapitaal	2	0	0	2
-verwatering/stockdividend	1	1	4	6
-overig	0	0	0	0
-geen	2	1	2	5

Uit tabel 7.4 blijkt dat in 2006 en 2007 totaal 22 (33%) respectievelijk 25 (37%) vennootschappen zijn overgegaan tot het inkopen van eigen aandelen. Aan de hand van persberichten en de in jaarverslagen verstrekte informatie is ook nagegaan welke motiveringen vennootschappen geven voor de ingekochte eigen aandelen. Uit tabel 7.4 blijkt dat enerzijds dat het bestuur middels inkoop van eigen aandelen de aandeelhouders wil belonen met een extra 'uitkering'. Dit argument werd vooral in 2007 gebezigd. Een ander veel gehanteerd argument is dat men over is gegaan tot de inkoop van eigen aandelen in verband met de uitstaande optieplannen. In zowel 2006 als 2007 hanteerden 7 vennootschappen dit argument. In 2006 werd voorts het tegengaan van het verwateringseffect als gevolg van een uitkering van stock dividend meermalen als argument genoemd om eigen aandelen in te kopen.

Behoudens de argumenten is ook informatie verzameld over het bedrag waarvoor eigen aandelen zijn ingekocht. De gegevens zijn in Tabel 7.5 opgenomen. Uit tabel 7.5 kan worden opgemaakt dat zowel in 2006 als in 2007 voor circa €15 miljard aan eigen aandelen is ingekocht door in totaal 22 respectievelijk 25 vennootschappen.

Tabel 7.5 Inkoop eigen aandelen in 2006 en 2007

Panel A		
Totaal bedrag ingekochte eigen aandelen (in €)		
	2006	2007
AEX	15.011.002.900	14.042.339.116
AMX	346.332.210	278.343.992
AMS	130.837.469	178.029.601
Totaal	15.488.174.585	14.498.714.716

Panel B		
Gemiddeld bedrag ingekochte eigen aandelen per onderneming (in €)		
	2006	2007
AEX	1.667.889.211	1.080.179.932
AMX	115.444.070	39.763.427
AMS	13.083.747	35.605.920
Totaal	1.796.417.028	1.155.549.279

Tot slot van deze paragraaf wordt nog stilgestaan bij de machtiging die aan het bestuur tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders is verleend om eigen aandelen in te kopen zonder daarvoor later nog apart toestemming aan de aandeelhouders te hoeven vragen. De onderzoeksresultaten staan in tabel 7.6. Uit tabel 7.6 blijkt ten eerste dat 57 van de

67 (85%) onderzochte vennootschappen tijdens de AvA die in 2007 is gehouden om een machtiging hebben gevraagd. Wat zonder meer opvallend te noemen is, is dat slechts 13 van de 57 fondsen (oftewel: 23%) een expliciete motivering geven voor de aanvraag tot machtiging. Daarbij wordt vooral gewezen op de benodigde flexibiliteit, alsmede omdat de machtiging nodig is om aandelen in te kopen met het oog op de uitstaande optieplannen. Voorts is vastgesteld dat van de 57 vennootschappen die om een machtiging vroegen er 51 (89%) ofwel een prijsrange waarbinnen, dan wel een maximale prijs waartegen, eigen aandelen zonder aparte goedkeuring van de AvA ingekocht kunnen worden. Daarbij is in ruime meerderheid gekozen voor een maximale prijs die ligt op 110% van de gemiddelde beurskoers geldend vijf dagen voorafgaand aan de inkooptransactie. Van de 51 vennootschappen die een maximale prijs noemen, hebben 36 (ofwel: 71%) gekozen voor deze optie. Daarnaast zijn er nog 15 andere bedrijven die een andere maximale prijs kennen, bijvoorbeeld gebaseerd op een gemiddelde over de 10 handelsdagen voorafgaand aan de transactie, danwel bijvoorbeeld 10% boven de beurskoers op de dag van de transactie zelf. Slechts een fractie van de vennootschappen (3 in totaal) motiveert de gekozen prijs.

Tabel 7.6

Machtiging inkoop eigen aandelen

Machtiging in 2007	AEX	AMX	AMS	Totaal
-ja	20	17	20	57
-motivatie	7	4	2	13
-geen motivatie	13	13	18	44
Motivatie				
-flexibiliteit	4	3	1	8
-optieplannen	2	2	1	5
-overig	2	0	0	2
Maximale prijs				
-ja	18	16	17	51
-0,01 < p < 110% gem. over				
5 beursdagen	6	2	4	12
-nominaal < p < 110%				
gem. over 5 beursdagen	8	9	7	24
-andere prijs	4	5	6	15
Motivatie prijs aanwezig; ja	3	0	0	3

8. Een analyse van het dividendbeleid in Nederland

In deze paragraaf worden de resultaten van een aantal (eenvoudige) regressie-analyses gepresenteerd waarbij enerzijds de vraag of een onderneming contant dividend heeft uitgekeerd en anderzijds het bedrag aan contant dividend per aandeel (in euro's) geregresseerd wordt op een aantal onafhankelijke variabelen.²⁶ In het bijzonder is een cross-sectionele analyse voor 2006 uitgevoerd, waarbij de belangrijkste in het literatuuroverzicht gepresenteerde variabelen zijn gehanteerd voor zover beschikbaar. De informatie is verzameld met behulp van de Reach database en waar nodig aangevuld met informatie die is gehaald van websites en/of uit jaarverslagen. De volgende variabelen zijn uiteindelijk opgenomen:

1. De omvang van de onderneming (gemeten via de decimale log van de marktkapitalisatie);
2. Winstgevendheid (bedrijfsresultaat gecorrigeerd voor belastingen/boekwaarde activa);
3. Variabiliteit van de netto marge (standaard deviatie van netto-resultaat/omzet op basis van cijfers over 2003 tot en met 2005);
4. Leeftijd van de onderneming (getransformeerd met de decimale logarithme);
5. Solvabiliteit (vreemd vermogen/eigen vermogen);
6. Groeimogelijkheden (gerepresenteerd door een M/B ratio, namelijk marktkapitalisatie/boekwaarde totale activa);
7. Ingehouden winst/eigen vermogen (het betreft hier de gecumuleerde ingehouden winsten uit het verleden);
8. Liquiditeit (liquide middelen/totale activa);
9. Inkoop eigen aandelen (dummy neemt de waarde van 1 aan indien in 2006 eigen aandelen zijn ingekocht).

Als eerste worden de uitkomsten van de cross-sectionele analyses ten aanzien van het al dan niet uitkeren van dividenden besproken met behulp van logitanalyse. Anders gezegd, in de regressie-analyse neemt de afhankelijke variabele ofwel de waarde '1' danwel '0' aan indien een onderneming in 2006 wel respectievelijk geen dividend heeft uitgekeerd. Tabel 8.1 presenteert de resultaten voor een drietal modellen.

²⁶ Daar waar de analyses in hoofdstuk 7 betrekking hadden op 67 ondernemingen die deel uitmaken van de AEX-, AMX- of AMS-indices, zijn in deze paragraaf de analyses gebaseerd op de ondernemingen waarvoor in Reach informatie is opgenomen. Hierbij de financiële instellingen vervolgens weer weggelaten, omdat de rapportage over deze ondernemingen in Reach anders is georganiseerd en de cijfers dientengevolge niet vergelijkbaar zijn. Per saldo resulteert echter een groter aantal ondernemingen.

Tabel 8.1 Cross-sectionele logit analyse van het al dan niet uitkeren van contant dividend in 2006

	Basis	Model A	Model B
Constante	-7.09 *	-6.43	-4.14
Omvang	1.06 **	0.90	0.92
Winstgevendheid	18.07 ***	16.70 ***	21.47 ***
Variabiliteit van de netto marge	-8.27 ***	-5.52 ***	-7.30 ***
Leeftijd	0.74	0.08	-0.20
Solvabiliteit	-2.50	0.07	-2.31
Groeimogelijkheden	-1.24 ***	-1.32 **	-1.54 ***
Ingehouden winst/eigen vermogen	--	2.08 ***	1.95 ***
Liquiditeit	--	--	-5.60
N	101	100	100
McFadden R-squared	0.36	0.52	0.54

***, **, * = p-waarde ≤ 0.01 , ≤ 0.05 , ≤ 0.10

Uit tabel 8.1 blijkt dat er een aantal variabelen zijn die, in diverse modelspecificaties, de kans dat een onderneming dividend uitkeert kunnen verklaren. Allereerst zien we enerzijds dat de winstratio een significante positieve invloed heeft op de kans dat dividenden worden uitgekeerd. Evenzeer is er sprake van een positief significant verband tussen de ratio van de vrije reserve ten opzichte van het totale vermogen en de kans dat dividenden worden uitgekeerd. Evenzo vinden wij dat naarmate het nettoresultaat minder stabiel is (een hogere standaard deviatie kent) de kans kleiner wordt dat een onderneming contant dividend uitkeert. Tenslotte vinden we een significant negatieve relatie tussen de markt tot boek ratio en de neiging om dividenden uit te keren. Een interpretatie van dit resultaat is dat ondernemingen met groeipotentieel minder snel geneigd zijn om dividenden uit te keren. Voor zover er bij deze ondernemingen al winst wordt gemaakt, zal deze dus eerder worden ingehouden om de groei mee te financieren. Alle vier de resultaten zijn logisch en in lijn met de EU-15 studie van Von Eije en Megginson (2007). Tot slot zien we dat de kans om contant dividend uit te keren niet beïnvloed wordt door de leeftijd van de onderneming, de solvabiliteit of de liquide middelen.

Voor een deel van de 100 ondernemingen is ook onderzocht of inkoop eigen aandelen en dividenden complementair aan elkaar zijn, dan wel als substituten door ondernemingen

worden gehanteerd.²⁷ In de analyse is conform de eerder uitgevoerde analyses het al dan niet uitkeren van contant dividend weer als afhankelijke variabele opgenomen. In de analyse is echter nu een dummy opgenomen voor het al dan niet inkopen van eigen aandelen in 2006 (deze dummy neemt een waarde van '1' aan indien in 2006 eigen aandelen zijn ingekocht; anders is de dummy 0).

Tabel 8.2 Cross-sectionele logit analyse van het effect van het inkopen van eigen aandelen op het al dan niet uitkeren van contant dividend in 2006

	Basis	Model A	Model B
Constante	1.50	17.43	30.45
Inkoop eigen aandelen	1.27	2.65	2.67
Omvang	--	-1.08	-2.18
Winstgevendheid		-22.19 **	-13.02
Variabiliteit van de netto marge		-123.61 ***	-152.98 *
Groeimogelijkheden		--	-1.31
Ingehouden winst/eigen vermogen		2.98 **	3.59 *
N	50	49	49
McFadden R-squared	0.04	0.61	0.67

***, **, * = p-waarde ≤ 0.01 , ≤ 0.05 , ≤ 0.10

De resultaten van de analyses zijn in tabel 8.2 weergegeven. Uit de tabel blijkt dat inkoop van eigen aandelen een positief teken heeft. Dit duidt op complementariteit: ondernemingen die aandelen inkopen betalen ook eerder contant dividend uit. Echter de coëfficiënten zijn niet significant, zodat wij slechts kunnen concluderen dat er geen effecten bestaan. Voorts zien we overwegend dezelfde resultaten zoals eerder beschreven zijn.²⁸

Tot slot van deze paragraaf presenteren wij de resultaten ten aanzien van de analyse van de pay-out ratio van 2006. Tabel 8.3 bevat de resultaten van deze analyse.

²⁷ Aangezien de Reach database geen informatie bevat ten aanzien van de inkoop eigen aandelen is uitgegaan van de in het kader van dit onderzoek verzamelde data. Omdat voor diverse ondernemingen ofwel niet alle informatie beschikbaar was in Reach, danwel een deel van de ondernemingen financiële instellingen betroffen kon de analyse worden uitgevoerd op maximaal 50 (van de 67) ondernemingen.

²⁸ Vanwege het geringe aantal waarnemingen waren ook de mogelijkheden tot het uitvoeren van regressie-analyses beperkt. Derhalve is op voorhand ervoor gekozen de variabelen die in eerder instantie niet significant waren buiten beschouwing te laten. Het betreft de variabelen leeftijd, solvabiliteit en liquiditeit.

Tabel 8.3 Gewone cross-sectionele regressie-analyse voor de pay-out ratio in 2006

	Basis	Model A	Model B
Constante	-16.57	-0.64	0.96
Omvang	5.26	2.47	2.54
Winstgevendheid	86.80 ***	76.90 ***	78.05 ***
Variabiliteit van de netto marge	-41.61 ***	-35.03 ***	-35.71 ***
Leeftijd	3.326	0.85	0.54
Solvabiliteit	12.69	30.94	28.93
Groeimogelijkheden	-4.76	-3.09	-2.88
Ingehouden winst/eigen vermogen	--	2.53 *	2.48 *
Liquiditeit	--	--	-8.73
N	101	101	101
Adjusted R-squared	0.17	0.19	0.18

***, **, * = p-waarde ≤ 0.01 , ≤ 0.05 , ≤ 0.10

Allereerst valt op dat de verklaringskracht van de drie modellen beperkt is, gezien de lage aangepaste R-kwadraten. Verder blijkt uit de resultaten gerapporteerd in Tabel 8.3 dat er in feite drie ondernemings specifieke variabelen zijn die de pay out ratio verklaren. Allereerst kan worden vastgesteld dat er, zoals is te verwachten, er een positieve relatie bestaat tussen de winstgevendheid van de onderneming en de hoogte van de pay-out ratio in 2006. Voorts is te constateren dat naarmate de ondernemingsprestaties minder stabiel zijn (anders gezegd: naarmate de standaarddeviatie van netto-resultaat ten opzichte van de omzet hoger is) de pay out ratio in 2006 ook lager is. Tot slot zien we dat er een significant positief verband bestaat tussen de hoogte van de dividenduitkering per aandeel en de relatieve omvang van de vrije reserves (als fractie van het eigen vermogen).

9. Samenvatting en conclusies

Uit ons onderzoek blijkt dat het aantal contante dividendwaarnemingen van beursgenoteerde industriële bedrijven stijgt in het Verenigd Koninkrijk maar in Nederland, Duitsland en Frankrijk is daarentegen het jaar 2000 het jaar met het grootste aantal contante dividendwaarnemingen van beursgenoteerde industriële bedrijven. In alle landen, behalve Frankrijk, is het aantal betalers van contant dividend in 2005 kleiner dan in 1995. Desondanks is sprake van een stijging van de contante dividendbedragen tussen 1995 en 2005. In alle vier

de onderzochte landen zijn er in deze periode meer bedrijven die eigen aandelen inkopen en de inkoopbedragen sterk gestegen. De gemiddelde contante dividenden betaald door industriële beursgenoteerde bedrijven in Nederland zijn elk jaar substantieel hoger dan die in andere onderzochte West-Europese landen. Ook met betrekking tot de gemiddelde bedragen gebruikt voor de inkoop van eigen aandelen is Nederland koploper in 2005. Het is mogelijk dat het relatieve grote aantal multinationals in ons land hierbij van belang is. Ook is het mogelijk dat de Nederlandse bedrijfsstructuur gekenmerkt wordt door relatief veel value stocks.

Ten aanzien van de rapportage omtrent het contante dividendbeleid van 69 industriële en niet- industriële Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen constateren we in de eerste plaats dat in het algemeen in zeer beperkte mate informatie wordt verschaft over het beleid. Dat maakt het moeilijk inzicht te verkrijgen in het contante dividendbeleid. Ook wordt de transparantie niet gediend indien relevante informatie op diverse plaatsen wordt verstrekt. In publiekelijk toegankelijke informatie is het doorgaans goed mogelijk om inzicht te krijgen in de hoogte van het over 2006 uitgekeerde contante dividend, alsmede of vennootschappen een constante dan wel een stijgende payout ratio nastreven. De hoogte van het uitgekeerde contante dividend is voor ongeveer 52% van de vennootschappen afhankelijk van de hoogte van de in een bepaald jaar behaalde winst. Andere argumenten betreffen de gewenste balansverhouding of de mogelijkheid om de groei van de onderneming te kunnen blijven financieren en het uitkeren van overtollige kasmiddelen. Vooral de raad van bestuur neemt de beslissingen over de hoogte van het contante dividend. Uit ons onderzoek blijkt vervolgens dat in totaal 22 (33%) respectievelijk 25 (37%) vennootschappen in 2006, respectievelijk, 2007 zijn overgegaan tot het inkopen van eigen aandelen. Doorgaans wil het bestuur middels inkoop van eigen aandelen de aandeelhouders belonen met een extra 'uitkering'. Een ander veel gehanteerd argument is dat de inkoop van eigen aandelen verband houdt met de uitstaande optieplannen. In 2006 werd voorts het tegengaan van het verwateringseffect als gevolg van een uitkering van stock dividend meermalen als argument genoemd om eigen aandelen in te kopen.

Uit ons onderzoek blijkt voorts dat het aantal vennootschappen dat geen contant dividend uitkeert in een bepaald jaar redelijk constant is gebleven. Na de eeuwwisseling ligt dit rond de 30% (daarvoor lag het rond de 20%). Voorts valt op dat met name in de laatste twee jaren het gemiddelde contante dividendbedrag per aandeel aanzienlijk is gestegen. Sinds de eeuwwisseling is een steeds hoger percentage van de vennootschappen in staat om het jaarlijks het uitgekeerde contante dividend per aandeel te laten stijgen. Daarbij ligt de payout ratio binnen een interval van 40-65%. Zowel in 2006 als in 2007 is voor circa €15 miljard aan eigen aandelen ingekocht door in totaal 22, respectievelijk 25, vennootschappen. Daarbij is door 57 van de 67 (85%) onderzochte vennootschappen tijdens de AvA in 2007 om een

machtiging verzocht. Wat opvalt, is dat slechts 13 van de 57 fondsen (oftewel: 23%) expliciet motiveren waarom de machtiging wordt gevraagd. Daarbij wordt vooral gewezen op de benodigde flexibiliteit, alsmede de noodzaak aandelen in te kopen met het oog op de uitstaande optieplannen. Verder vinden we dat het al dan niet uitkeren van contant dividend positief afhangt van de winstratio en het relatieve percentage ingehouden winsten en negatief met de variabiliteit van de netto marge en de groeimogelijkheden. Het blijkt bovendien dat ondernemingen die aandelen inkopen nog steeds ook contante dividenden zullen uitkeren. Tenslotte is de pay-out ratio positief gerelateerd aan de winstgevendheid van de onderneming en de relatieve ingehouden winst en negatief aan de variabiliteit van de netto marge.

Concluderend kunnen we stellen dat de informatievoorziening ten aanzien van het contante dividendbeleid en het inkopen van eigen aandelen summier is en voor verbetering vatbaar. Bij de vormgeving van het dividendbeleid spelen diverse contingenties een belangrijke rol. Dergelijke contingenties zijn zowel landenspecifiek, bedrijfstak- en ondernemingsspecifiek. Het is omwille van de transparantie van het dividendbeleid in de rapportage niet altijd relevant om uitgebreid over dergelijke contingenties te rapporteren. Desalniettemin zijn er zeker ook aspecten te benoemen waarover het bestuur de aandeelhouders wel zou kunnen informeren, zonder schade te berokkenen aan de eigen bedrijfsvoering. Van een onderneming die (nog) geen dividend uitkeert mag worden verwacht dat zij haar aandeelhouders informeert onder welke condities het bestuur dat wel overweegt te gaan doen. Voor bedrijven die overwegen dividend uit te keren is het van belang te weten of en wanneer er eventueel sprake zal zijn van inkoop van eigen aandelen. Tevens vermoeden we dat aandeelhouders ook graag geïnformeerd willen worden over de omvang van het beoogde uitkeringspercentage op lange termijn en of het bestuur daar snel of langzaam naar toewerkt. Indien het bestuur daar langzaam naar toewerkt, is het goed aan te geven waarom dat gebeurt.

Bovengenoemde aanbevelingen beogen vooral te komen tot een redelijk voorspelbaar en transparant- dividendbeleid waar aandeelhouders ook hun visie op zullen kunnen geven. Het zou de transparantie ook ten goede komen indien de relatie tussen het dividendebeleid en mogelijke andere relevante aspecten van het strategische beleid van de onderneming zou kunnen worden geduid.. Men kan hierbij denken aan aspecten van lange termijn ontwikkeling, innovatie, fusies en overnames en de bezoldiging van bestuurders. Dit alles betekent niet dat men hier niet meer van kan afwijken, maar dat het meer noodzakelijk wordt een eventuele afwijking te motiveren. Ook daarin komt de kwaliteit van het bestuur naar voren. Dit alles laat onverlet dat woorden en motieven minder belangrijk zijn dan feiten: De uitbetaling van dividend, de wijze waarop en de omvang ervan zijn harde signalen die de beleggers -met de door het bestuur erbij verstrekte informatie- op hun merites proberen te beoordelen.

Bijlage A Referenties

- Ang, James, David Blackwell en William Megginson. 1991. The effect of taxes on the relative valuation of dividends and capital gains: Evidence from dual-class British investment trusts. *Journal of Finance* 46, 383-399.
- Baker, Malcolm en Jeffrey Wurgler. 2004a. A catering theory of dividends. *Journal of Finance* 59, 1125-1165.
- Baker, Malcolm en Jeffrey Wurgler. 2004b. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics* 73, 271-288.
- Banerjee, Suman, Gatchev, Vladimir A. en Spindt, Paul A. 2005. Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy (February 25, 2005), Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=391663>
- Bank, Steven A., Cheffins, Brian R. and Goergen, Marc, 2006. "Dividends and Politics (Revised)" . ECGI - Law Working Paper No. 24/2004 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=636523>
- Bell, Leonie en Tim Jenkinson. 2002. New evidence of the impact of dividend taxation and on the identity of the marginal investor. *Journal of Finance* 57, 1321-1346.
- Bhattacharya, Sudipto. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird In The Hand" Fallacy, *Bell Journal of Economics*. 10, 1, 259-70.
- Bhattacharyya, N., 2007. Dividend policy: a review, *Managerial Finance*, 33,1, 4-13.
- Black, Fischer, The dividend Puzzle. 1976. *The Journal of Portfolio Management*, 2, Winter, p. 5-8.
- Black, Fischer en Myron Scholes. 1974. The effects of dividend yields and dividend policy on common stock prices and returns, *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.
- Boudoukh, Jacob, Roni Michaely, Matthew Richardson, en Michael R. Roberts. 2007. On the implications of measuring payout yield: Implications for empirical asset pricing. *Journal of Finance* 62, 877-915.

- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, en Roni Michaely. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers en Franklin Allen. 2008. *Principles of Corporate Finance*, 9th ed., McGraw-Hill, Boston.
- Dann, Larry Y. 1981. Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics* 9, 113-138.
- DeAngelo, Harry en Linda DeAngelo. 2006. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics* 79, 1415-1431.
- DeAngelo, Harry en Linda DeAngelo. 2007. Payout policy pedagogy: What matters and why. *European Financial Management*, 13, 1, 11-27.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, en Douglas J. Skinner. 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics* 72, 425-456.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo en René M. Stulz. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Denis, David J. en Igor Osobov. 2006. Disappearing dividends, catering incentives and agency costs: International evidence. *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
- Dewenter, Kathryn L en Vincent A. Warther. 1998. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms, *The Journal of Finance*, LIII, 3, June, 879-904.
- Dittmar, Amy K., Why do firms repurchase stock? 2000. *Journal of Business*, 73, 3, 331-355.
- Dittmar, Amy K. en Robert F. Dittmar. 2006. *Stock repurchase waves: An explanation of the trends in aggregate corporate payout policy*. Beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=346548>

- Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith en Henri Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, March, p. 111- 133.
- Dorsman, André B., 1988, *Dividend en dividendpolitiek*, proefschrift, Stenfert Kroeze, Leiden.
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends, *The American Economic Review*, 74, 4, (September), 650-659.
- Eije, J.Henk von en William L. Megginson, 2007. Dividends and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming (Beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1045681>).
- Fama, Eugene F. en Kenneth R. French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- Feldstein, Martin S. 1970. Corporate Taxation and Dividend Behaviour, *The Review of Economic Studies*, 37, 1, januari, 57-72.
- Fenn, George W. en Nellie Liang. 2001. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.
- Ferris, Stephen P., Nilanjan Sen, en Ho Pei Yui. 2006. God save the Queen and her dividends: Corporate payout in the United Kingdom. *Journal of Business* 79, 1149-1173.
- Ginglinger, Edith en Jacques Hamon. 2007. Actual share repurchases, timing and liquidity. *Journal of Banking and Finance* 31, 915-938.
- Ginglinger, Edith en Jean-François L'Her. 2006. Ownership structure and open market stock repurchases in France. *European Journal of Finance* 12, 77-94.
- Goergen, Marc, Luc Renneborg, en Luis Correia da Silva. 2005. When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance* 11, 375-399.

- Gugler, Klaus. 2003. Corporate governance, dividend payout policy, and the interaction between dividends, RetD, and capital investment, *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Gordon, Myron J en Eli Shapiro. 1956. Capital equipment analysis: the required rate of profit, *Management Science*, 3, 1, October, 102-110.
- Graham, John R. en Alok Kumar. 2006. Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors, *The Journal of Finance*, Vol. LXI, 3, June, 1305-1336.
- Grinblatt, Mark en Sheridan Titman. 2002, *Financial markets and corporate strategy*, McGraw-Hill, Boston.
- Grinstein, Yaniv en Roni Michaely, 2005, Institutional holdings and payout policy, *Journal of Finance* 60, 1389-1426.
- Grullon, Gustavo en David L. Ikenberry. 2000. What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance* 13, 31-49.
- Grullon, Gustavo en Roni Michaely. 2004. The information content of share repurchases programs. *Journal of Finance* 59, 651-680.
- Grullon, Gustavo, Roni Michaely, Bhaskaran Swaminathan. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity, *Journal of Business*, 75, 3, 387-424.
- Guay, Wayne en Jarrad Harford. 2000. The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 385-415.
- Haan, L. de, 1995. Dividendbeleid van Nederlandse beursondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 774-785.
- Harford, Jarrad, Satter A. Mansi en William F. Maxwell, 2008, Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

- Ikenberry, David, Josef Lakonishok en Theo Vermaelen. 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- Jagannathan, Murali, Clifford Stephens en Michael Weisbach. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 355-384.
- Jensen, Michael. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes en Andrei Shleifer, 2000. Tunneling, *American Economic Review*, Vol. 90, 2, 22-27.
- Julio, Brandon and David Ikenberry. 2005. Reappearing dividends. *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 89-100.
- Kahle, Kathleen M. 2002. When a buyback isn't a buyback, open market repurchases and employee options, *Journal of Financial Economics*, 63, 235-261.
- Koch, Adam S. en Amy X. Sun. 2004. Dividend changes and the persistence of past earnings changes. *Journal of Finance* 59, 2093-2116.
- LaPorta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer en Robert W. Vishny. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55, 1-33.
- Lintner, John. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review* 46, 97-113.
- Maxwell, William F. en Clifford P. Stephens. 2003. The wealth effects of repurchases on bondholders. *Journal of Finance* 58, 895-919.
- Meggison, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, Reading-Massachusetts.
- Meggison, William L., Scott B. Smart en Lawrence J. Gitman. 2007. *Corporate Finance*, 2nd edition, Thomson, Austin.

- Miller, Merton en Franco Modigliani. 1961. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* 34, 411–433.
- Moerland, P.W. 1975. Optimaal dividendbeleid en belastingheffing: een nutsmodel, *De Economist*, 123, 2, 198-222.
- Morck, Randall en Bernard Yeung. 2005. Dividend taxation and corporate governance, *Journal of Economic Perspectives* 19, 3, 163-180.
- Nissim, Doron en Amir Ziv, 2001. Dividend changes and future profitability, *The Journal of Finance*, LVI, 6, December, 2111-2133.
- Officer, Micah. 2007. *Overinvestment, corporate governance and dividend initiations*. Working paper, Marshall School of Business, the University of Southern California, April
- Pinkowitz, Lee, René Stulz, en Rohan Williamson. 2006. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance* 61, 2725-2751.
- Renneboog, Luc en Grzegorz Trojanowski. 2007. Control structures and payout policy, *Managerial Finance*, 33, 1, 43-64.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe en Bradford D. Jordan, *Modern Financial Management*. 2008. McGraw-Hill, Boston.
- Skinner, Douglas J. 2008. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
- Steenbeek, O.W. 2004. Aandeleninkoopprogramma's creëren geen aandeelhouderswaarde, *Economisch Statistische Berichten*, 29 oktober, p. 513 - 515.
- Stevenson, Richard A. 1966. Corporate Stock Reacquisitions, *The Accounting Review*, 41, 2, april, 312-317.

- Timmermans, J.P. 2003. *Het effect van de belastingherziening op het dividendbeleid en de aandelenprijs*, Doctoraalscriptie, Universiteit van Tilburg, Tilburg.
- Vermaelen, Theo, 1981. Common stock repurchases and market signaling. *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.
- Weston, J. Fred. 2007. *New perspectives on payout policies*, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles, 30 januari.
- Weston, Fred en Juan Siu. 2003. Changing motives for share repurchases. *Finance Paper 3*, Anderson Graduate School of Management, UCLA.
- Wood, Adrian, 2001. Death of the dividend? *CFO Europe Research Report* (The Economist Group, London).

Bijlage B Lijst van onderzochte beursgenoteerde vennootschappen

AEX	Midkap	AMS
AEGON	Aalberts	Arcadis
Ahold	ASM Int.	Ballast Nedam
Akzo	BAM Groep	Beter Bed
Arcelor Mittal	BinckBank	Brunel
ASM Litho	Boskalis	Draka
Corp Expr	Corio	Eurocomm Prop
DSM	Crucell	Exact Holding
Fortis	CSM/C	Grontmij
Hagemeyer	Fugro	Hunter Douglas
Heineken	Heijmans	Imtech
ING	LogicaCMG	KTC
KPN	vd Moolen	Macintosh
Philips	Nutreco	OPG
Randstad	OCÉ	Pharming
RD Shell-A	Ordina	Sligro
Reed Elsevier	SNS Reaal	Smit
SBM Offshore	Tele Atlas	Super de Boer
TNT	USG People	Telegraaf
TomTom	Vopak	Unit 4
Unibail	Wereldhave	Van Lanschot
Unilever	Wessanen	Vastned Offices
Vedior		Vastned Retail
Wolters Kluwer		Wavin

Bijlage C Profiel Onderzoekers

Prof. dr. H. van Ees (projectleider)

Prof. dr. H. van Ees is als hoogleraar verbonden aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn onderzoeksgebied is strategie en organisatie, met als voornaamste onderwerpen: corporate governance, de rol van vertrouwen tussen en binnen organisaties, en de kenmerken van netwerken in relatie tot economische en organisatorische ontwikkeling.

Dr. J.H. von Eije

Dr. J.H. von Eije is als universitair hoofddocent verbonden aan de Vakgroep Finance van Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn onderzoeksgebied ligt op het vlak van de financiering en specifieke aandacht voor dividendbeleid vanuit internationaal perspectief, privatisering en fusies en overnames.

Dr. R.B.H. Hooghiemstra

Dr. R.B.H. Hooghiemstra is als universitair docent verbonden aan de Vakgroep Accountancy van de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn onderzoeksgebied ligt op het raakvlak van verslaggeving en corporate governance.

Contactadres

Rijksuniversiteit Groningen
Faculteit Econome en Bedrijfskunde
Postbus 800
9700 AV Groningen
050 – 363 3705
Email: H.van.Ees@rug.nl