

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
accountancy en financiering*

Masterproef

*Dividendpolitiek en de informatiewaarde hiervan getest
op Belgische beursgenoteerde ondernemingen*

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Dries Martens

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*

2011

2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
accountancy en financiering*

Masterproef

*Dividendpolitiek en de informatiewaarde hiervan getest
op Belgische beursgenoteerde ondernemingen*

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Dries Martens

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering*

Woord vooraf

Deze eindverhandeling is het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Deze masterproef beoogt een inzicht te geven in de dividendpolitiek van beursgenoteerde Belgische ondernemingen en de informatie die ze hierdoor naar de kapitaalmarkt sturen.

Het heeft mij de mogelijkheid gegeven om mezelf te verdiepen in een onderwerp waarvoor mijn persoonlijke interesse en belangstelling groot is. Zonder tijd, moeite en discipline komt een eindverhandeling niet tot stand. Maar als je zelfstandigheid, kennisverruiming en onderzoeksvaardigheden als vruchten kan plukken van dit proces, kan ik vaststellen dat het zeker de moeite waard was.

Graag wil ik een woord van dank richten tot de mensen die mij doorheen dit proces gesteund en geholpen hebben. Zonder hen zou het resultaat niet hetzelfde zijn. Allereerst wil ik mijn promotor Prof. Dr. Roger Mercken bedanken voor zijn persoonlijke begeleiding en het deskundige advies. Zowel zijn expertise als zijn feedback hebben deze eindverhandeling tot een hoger niveau gebracht. Ook wil ik Prof. Dr. Wim Voordeckers bedanken voor zijn inzichten en kennis inzake de Belgische kapitaalmarkt. Verder wil ik mijn ouders bedanken voor de kans die zij mij hebben gegeven om aan deze opleiding te beginnen. Ten slotte wil ik mijn vriendin bedanken voor het naleeswerk en de morele steun.

Samenvatting

Bedrijven hebben veel belanghebbenden zoals banken, beleggers en investeerders. Zij wensen op de hoogte te blijven van het doen en laten van het bedrijf waarin zij geïnvesteerd hebben. In financieel onzekere tijden is de nood aan goede informatie onmisbaar. Een manier voor bedrijven om informatie de markt in te sturen is door middel van hun dividendpolitiek. De markt interpreteert wijzigingen van het dividend als signalen over toekomstige prestaties.

In deze masterproef wordt onderzocht of de algemene literatuur inzake de informatiewaarde van dividendpolitiek ook van toepassing is voor de Belgische beursgenoteerde markt. De centrale onderzoeksvraag die hieruit volgt is: "Welke signalen en informatie geven Belgische beursgenoteerde bedrijven aan de kapitaalmarkt met hun dividendpolitiek?".

In het eerste hoofdstuk wordt de probleemstelling beschreven en worden de deelvragen toegelicht die uit de centrale onderzoeksvraag ontstaan zijn.

In het tweede hoofdstuk wordt het algemene gedeelte over resultaatbestemming behandeld. Een onderneming kan zijn winst uitkeren of in de onderneming houden. Mogelijkheden van uitkering zijn: het dividend, de inkoop van eigen aandelen, het tantième, de aflossing van het kapitaal of een uitkering aan het personeel. Als het bedrijf zijn winst in de onderneming wil houden, kan het zijn winst toekennen aan: de wettelijke reserve, de onbeschikbare reserve, de beschikbare reserve, de belastingvrije reserve of overdragen naar het volgende boekjaar. Bij een verlies wordt dit ook overgedragen naar het volgende boekjaar. Deze verschillende mogelijkheden worden stuk voor stuk behandeld en besproken. Ook wordt rekening gehouden met de wettelijke verplichtingen en beperkingen inzake resultaatbestemming.

Het derde hoofdstuk legt zich toe op de dividendpolitiek van bedrijven. In de literatuur kregen meerdere invalshoeken omtrent dit thema de nodige aandacht. Er zijn vier belangrijke theorieën. De eerste theorie is de irrelevantie theorie van Modigliani en Miller (1961) waarbij dividendpolitiek niet relevant is voor de waarde van het bedrijf in perfecte kapitaalmarkten. De tweede theorie is de principaal-agent theorie (Rozeff, 1982) die stelt dat een stijgend dividend de kosten van controle van de bedrijfsleiders door de aandeelhouders laat dalen. De derde theorie is de belastingtheorie (Elton & Gruber, 1970) waarbij de persoonlijke belastingssituatie van de aandeelhouders een grote rol speelt. De vierde en laatste theorie is de theorie van Lintner (1956) die stelt dat managers het dividend stabiel laten stijgen en met vertraging aanpassen aan de winst. Naast deze vier grote theorieën zijn er nog enkele determinanten die de dividendpolitiek mee bepalen: de sector, de grootte van het bedrijf, de fase van het bedrijf, de aandeelhoudersstructuur, de financiële structuur en de transactiekosten. Deze theorieën en determinanten geven de nodige theoretische kennis aan de lezer om een goed beeld te vormen betreffende dividendpolitiek.

Het vierde hoofdstuk legt zich toe op de informatiewaarde van dividendpolitiek. Aandacht wordt geschonken aan de verplichte en vrijwillige informatieverstrekking van bedrijven. De Belgische naamloze vennootschappen dienen elk jaar verplicht een jaarrekening, een jaarverslag en een controleverslag neer te leggen (art. 95, 98 en 143 W. Venn.). Beursgenoteerde bedrijven hebben nog extra periodieke informatieverplichtingen zoals het halfjaarlijks verslag. Bedrijven kunnen ook vrijwillig informatie de markt insturen. De motivatie hiervoor is bij de meeste bedrijven het verlagen van de kapitaalkost (Gray et al., 1995). Het begrip marktefficiëntie, alsook de drie vormen hiervan, worden verhelderd in dit hoofdstuk. Ten slotte wordt het kernstuk van deze eindverhandeling besproken, namelijk de informatiewaarde van dividendpolitiek. Dividendwijzigingen zijn in de literatuur meermaals onderzocht. In deze masterproef wordt wereldwijd bewijs opgenomen dat dividendwijzigingen zorgen voor abnormale rendementen op de beurskoers. Ook is er bewijs gevonden dat dividendwijzigingen informatie geven over toekomstige prestaties van het bedrijf. Hierbij denken we aan de evolutie van het jaarresultaat en de kasstromen. In dit hoofdstuk komen ook enkele tegenovergestelde theorieën aan bod. Deze theorieën zullen ons helpen met de interpretatie van de gevonden resultaten.

Het vijfde hoofdstuk is een bespreking van vier Belgische beursgenoteerde bedrijven: Umicore, Bekaert, AB Inbev en Colruyt. Centraal staan de dividendpolitiek en de dividendaankondigingen van deze vier bedrijven. Net zoals in Australië en het Verenigd Koninkrijk worden resultaat- en dividendaankondigingen in België gelijktijdig de markt ingestuurd. Belangrijk bij aankondigingen van het resultaat is of deze verwacht worden in de markt of niet. Een onverwachte wijziging van het resultaat is namelijk nieuwe informatie die de markt ingestuurd wordt. Op de dag van aankondiging wordt voor het eerst een voorstel gedaan omtrent het jaardividend van het boekjaar. Beleggers kennen op dit moment pas de totale dividendgrootte. De goedkeuring door de algemene vergadering van de aandeelhouders omtrent het dividend, gebeurt pas een tijd later. Het meest positieve signaal dat de markt ingestuurd kan worden is een stijging van het dividend en een resultaat dat beter is dan verwacht. Het meest negatieve signaal is een daling van het dividend en een resultaat dat slechter is dan verwacht.

In het zesde hoofdstuk wordt de informatiehypothese onderzocht op de Belgische beursgenoteerde markt voor de boekjaren 2007-2010. De informatiehypothese onderzoekt twee belangrijke deelhypotesen. Enerzijds de hypothese dat bij een dividendwijziging de beurskoers in dezelfde richting evolueert en anderzijds dat een dividendwijziging informatie bevat over toekomstige prestaties van het bedrijf. De prestaties van het bedrijf kunnen het best gemeten worden door het resultaat en de kasstromen. Deze hypothese wordt zowel getest op de enkelvoudige cijfers als de geconsolideerde cijfers. De resultaten van de eerste hypothese leunen sterk aan bij de theorie. Abnormale rendementen worden behaald bij zowel dividendstijgingen als dividenddalingen. Dit wijst op een belangrijke signaalwaarde van het dividend. Volgens de resultaten van de tweede hypothese zijn enkel dividendstijgingen

conform de conventionele theorie. De resultaten van de dividenddalingen kunnen dan weer verklaard worden volgens een andere theorie.

In het zevende hoofdstuk wordt de dividendpolitiek van Belgische beursgenoteerde ondernemingen onderzocht voor de periode 2004-2010. Meer bepaald wordt de theorie van Lintner (1956) getest. Volgens deze theorie keren bedrijven elk jaar een stabiel stijgend dividend uit dat gebaseerd is op een doeluitkeringsratio. De twee belangrijkste determinanten van het model van Lintner (1956) zijn: het resultaat per aandeel van het huidige jaar en het dividend per aandeel van het vorige boekjaar. Uit de resultaten van dit hoofdstuk blijkt dat Belgische beursgenoteerde bedrijven een stabiel stijgende dividendpolitiek volgden waarbij het dividend van het vorige boekjaar een grote rol speelt. Behalve in het crisisjaar 2008 bleek er geen gemiddelde procentuele stijging van het dividend plaats te vinden. Dit verwondert ons niet aangezien dit het zwaarste crisisjaar was.

Inhoudstabel

WOORD VOORAF

SAMENVATTING

HOOFDSTUK 1: ALGEMENE INLEIDING 1

1.1 PROBLEEMSTELLING	1
1.2 CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG EN DEELVRAGEN	2
1.3 ONDERZOEKSOPZET	2

HOOFDSTUK 2: RESULTAATBESTEMMING 5

2.1 INLEIDING	5
2.2 UITKERING	5
2.2.1 <i>Het dividend</i>	6
2.2.1.1 Definitie	6
2.2.1.2 Roerende voorheffing	6
2.2.1.3 Soorten dividenden	7
2.2.2 <i>Het tantième</i>	8
2.2.3 <i>Een tantième of dividend?</i>	9
2.2.4 <i>Inkoop eigen aandelen</i>	11
2.2.4.1 Algemeen	11
2.2.4.2 Motieven inkoop eigen aandelen	12
2.2.5 <i>Aflossing van het kapitaal</i>	15
2.2.6 <i>Personeel</i>	15
2.3 RESERVERING	16
2.3.1 <i>De wettelijke reserve</i>	17
2.3.2 <i>De belastingvrije reserves</i>	17
2.3.3 <i>De onbeschikbare reserves</i>	18
2.3.3.1 Onbeschikbare reserve voor eigen aandelen	18
2.3.3.2 Andere onbeschikbare reserves	19
2.3.4 <i>De beschikbare reserves</i>	19

HOOFDSTUK 3: DIVIDENDPOLITIEK 21

3.1 INLEIDING	21
3.2 VERSCHILLENDE THEORIEËN OMTRENT DIVIDENDPOLITIEK	21
3.2.1 <i>De irrelevantie theorie</i>	21
3.2.2 <i>De bird-in-the-hand theorie</i>	22
3.2.3 <i>Belastingen</i>	22
3.2.3.1 De tax-preference theorie	22
3.2.3.2 Het cliënteleeffect	23
3.2.3.3 Het statisch en het dynamisch model	24
3.2.3.4 Andere factoren naast belastingen	25
3.2.4 <i>De principaal-agent theorie</i>	26
3.2.4.1 Algemeen	26
3.2.4.2 Agentkosten	26

3.2.4.3 Vermindering agentkosten	27
3.2.5 De theorie van Lintner	28
3.3 ANDERE DETERMINANTEN VAN DIVIDENDPOLITIEK	28
3.3.1 Sector.....	28
3.3.2 Grootte	29
3.3.3 Aandeelhoudersstructuur.....	29
3.3.4 Fase van het bedrijf	30
3.3.5 Financiële structuur	30
3.3.6 Transactiekosten	30
HOOFDSTUK 4: DE INFORMATIEWAARDE VAN DIVIDENDPOLITIEK	31
4.1 INLEIDING.....	31
4.2 BEDRIJFSINFORMATIE.....	31
4.2.1 Verplichte informatie.....	31
4.2.2 Vrijwillige informatieverstrekking	32
4.3 EFFICIËNTE FINANCIËLE MARKTEN	33
4.4 DE SIGNAALWAARDE VAN DIVIDENDPOLITIEK	34
4.4.1 De informatiehypothese	34
4.4.2 Globaal Empirisch bewijs.....	35
4.4.3 Informatiewaarde van een stijgend dividend.....	39
4.4.4 Informatiewaarde van een dalend dividend.....	40
HOOFDSTUK 5: CASUSSEN.....	43
5.1 INLEIDING.....	43
5.2 UMICORE	43
5.2.1 Dividendbeleid	44
5.2.2 Umicore op de beurs.....	44
5.3 BEKAERT	45
5.3.1 Dividendbeleid	45
5.3.2 Bekaert op de beurs.....	46
5.4 COLRUYT.....	46
5.4.1 Dividendbeleid	46
5.4.2 Colruyt op de beurs.....	47
5.5 AB INBEV	47
5.5.1 Dividendbeleid	47
5.5.2 AB Inbev op de beurs	48
HOOFDSTUK 6: DE INFORMATIEHYPOTHESE GETEST OP DE BELGISCHE BEURSGENOTEERDE MARKT	49
6.1 INLEIDING.....	49
6.2 DE BELGISCHE KAPITAALMARKT	49
6.3 HYPOTHESE 1.....	50
6.3.1 Data	50
6.3.2 Aankondigingen.....	52
6.3.3 Methodologie	53
6.3.3.1 Resultaat- en dividendaankondigingen.....	53
6.2.3.3 Abnormaal rendement.....	54
6.3.4. Resultaten.....	55
6.3.5 Besluit.....	59

6.4 HYPOTHESE 2.....	59
6.4.1 Data.....	60
6.4.2 Methodologie.....	61
6.4.3 Resultaten.....	61
6.4.4 Besluit.....	63
HOOFDSTUK 7: DIVIDENDPOLITIEK OP DE BELGISCHE MARKT.....	65
7.1 INLEIDING.....	65
7.2 DATA.....	65
7.2.1 Dividenden.....	65
7.2.2 Resultaat per aandeel.....	67
7.3 METHODOLOGIE.....	68
7.4 RESULTATEN.....	68
7.5 BESLUIT.....	70
HOOFDSTUK 8: ALGEMENE CONCLUSIE.....	71
8.1 CONCLUSIE.....	71
8.2 AANBEVELINGEN VOOR VERDER ONDERZOEK.....	72
8.3 OPMERKINGEN.....	72
LIJST VAN DE GERAADPLEEGDE WERKEN.....	75
LIJST VAN FIGUREN.....	85
LIJST VAN TABELLEN.....	87
BIJLAGEN.....	89

Hoofdstuk 1: Algemene inleiding

1.1 Probleemstelling

Het afgelopen decennium stond de kapitaalmarkt in het midden van de belangstelling. Wereldwijd heerst er grote financiële onzekerheid en zijn er sterke fluctuaties in de effectenkoersen. Recente gebeurtenissen waren ondermeer de financiële problemen van Griekenland en de grote schommelingen op de Europese en Amerikaanse beurzen.

Het is voor elk bedrijf noodzakelijk om winst te maken en financieel gezond te zijn opdat het zich kan handhaven in de fluctuerende markt van vandaag. Om zich op lange termijn te kunnen vestigen in de markt moet men verstandig met deze winst kunnen omgaan. De raad van bestuur werkt een voorstel uit omtrent de resultaatbestemming. Dit voorstel wordt dan voorgelegd aan de algemene vergadering ter goedkeuring. Deze beslissingen verschillen, net zoals het resultaat, van jaar tot jaar. Dit is o.a. te wijten aan de conjunctuur waar een land of sector zich in begeeft. Om maar enkele voorbeelden te geven uit het verleden: "Grootste bedrijven maken 38 procent meer winst" (De Standaard, 17/03/2007), "Gezamenlijke winst van Bel20-bedrijven gehalveerd" (De Standaard, 28/08/2009) en "Totale winst industriële bedrijven zit op record" (De Tijd, 05/03/2011).

Bedrijven hebben veel belanghebbenden zoals banken, beleggers en investeerders. Zij wensen graag op de hoogte te blijven van het reilen en zeilen van het bedrijf waar zij mee gerelateerd zijn. Het bedrijf heeft meestal uitgebreide wettelijke verplichtingen tot informatieverstrekking, maar kan ook vrijwillig bijkomende informatie de markt insturen. Een motief voor vrijwillige informatieverstrekking is om de kapitaalkost te laten dalen (Gray & Meek, Roberts, 1995). Toch is het voor de belanghebbenden niet makkelijk om over alle relevante informatie te beschikken. Interne informatie is vaak niet makkelijk beschikbaar en vergt meestal een hoge kostprijs om deze in handen te krijgen (Booth & Chang, 2011). Ondernemingen kunnen met hun dividendpolitiek informatie versturen naar de kapitaalmarkt. Beleggers en investeerders interpreteren deze informatie en reageren hierop (Booth & Chang, 2011). De markt interpreteert onverwachte dividendwijzigingen als een signaal over toekomstige prestaties van het bedrijf (Baker & Powell, 1999). Algemeen wordt gesteld dat een stijging van het dividend een positief signaal geeft en een daling van het dividend een negatief signaal verstuurt naar de kapitaalmarkt (Michaely & Allen, 1995).

In het verleden is dit meermaals getoetst met behulp van de hypothese van de informatiewaarde van het dividend. Deze hypothese gaat uit van een informatie-imperfecte kapitaalmarkt, waarin de aankondiging van een dividendwijziging wordt opgevat als een signaal over toekomstige prestaties. Een aangekondigde toename van het dividend zorgt ervoor dat aandeelhouders positief reageren met een stijgende beurskoers tot gevolg. Een afname van het dividend heeft het tegenovergestelde effect en veroorzaakt een koersdaling (Van Der Sar, 2008). Bedrijven kunnen dus met behulp van hun dividendpolitiek signalen

sturen naar de kapitaalmarkt. De asymmetrische kloof tussen de beleggers en de bedrijven wordt hierdoor verkleind (Booth & Chang, 2011).

In de financiële literatuur is er veel bewijs gevonden op verschillende markten over dit onderwerp. Toch is er niet veel bekend over de Belgische markt. Met deze eindverhandeling wordt getracht een antwoord te vinden op de vraag hoe beleggers reageren op dividendaankondigingen van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

De centrale onderzoeksvraag luidt:

“Welke signalen en informatie geven Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan de kapitaalmarkt met hun dividendpolitiek?”.

Deze onderzoeksvraag wordt opgesplitst in verschillende deelvragen om alle invalshoeken en perspectieven over deze vraag duidelijk en helder te maken.

Een onderneming kan de winst uitkeren of binnen de onderneming houden. Logische deelvragen betreffende dit aspect zijn: *“Wat zijn de diverse mogelijkheden voor ondernemingen inzake resultaatbestemming”* en *“Wat zijn de verschillende factoren en motieven die meespelen om te kiezen voor een reservering of uitkering?”*.

Een tweede belangrijk aspect is de dividendpolitiek van een onderneming. Deelvragen die over dit onderwerp opduiken zijn: *“Wat is de informatiewaarde van dividendpolitiek?”* en *“Welke factoren bepalen de dividendpolitiek?”*.

Verder wordt doorheen deze masterproef een antwoord gezocht op de volgende onderzoeksvragen:

- *Waarom reageren beleggers negatief/positief op een vermindering/stijging van het dividend?*
- *Wat gebeurt er met het resultaat en de kasstromen (in het huidige jaar tot verdere jaren) nadat gekozen is voor een dividend stijging/daling?*
- *Worden er abnormale rendementen behaald na een aankondiging van een dividendwijziging?*
- *Welke dividendpolitiek wordt toegepast door Belgische beursgenoteerde bedrijven?*

1.3 Onderzoeksopzet

Deze masterproef bestaat uit drie grote delen die noodzakelijk zijn voor het formuleren van een gepast antwoord op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen.

Het eerste deel is een uitgebreide literatuurstudie bestaande uit drie hoofdstukken: resultaatbestemming, dividendpolitiek en de informatiewaarde van dividendpolitiek.

Aangezien deze masterproef enkel de beursgenoteerde bedrijven onderzoekt, wordt in de literatuurstudie enkel ingegaan op de naamloze vennootschapsvorm. Voor het hoofdstuk omtrent resultaatbestemming werd vooral gebruik gemaakt van wetboeken en adviezen van de commissie van boekhoudkundige normen (C.B.N.). Hier wordt al direct een antwoord geformuleerd op de vragen: *"Wat zijn de diverse mogelijkheden voor ondernemingen inzake winstbestemming?"* en *"Wat zijn de verschillende factoren en motieven die meespelen om te kiezen voor een reservering of uitkering?"*. In de twee volgende hoofdstukken over dividendpolitiek en de informatiewaarde van dividendpolitiek werd vooral gebruik gemaakt van wetenschappelijke artikels die te raadplegen waren via de EBSCOhost database. Vragen die in deze twee hoofdstukken beantwoord worden zijn: *"Welke factoren bepalen de dividendpolitiek?"*, *"Waarom reageren beleggers negatief/positief op een vermindering/stijging van het dividend?"* en *"Wat is de informatiewaarde van dividendpolitiek?"*.

Het tweede gedeelte behandelt vier casussen van Belgische beursgenoteerde bedrijven (Umicore, Bekaert, AB Inbev en Colruyt). Informatie voor dit hoofdstuk werd vooral teruggevonden op de websites van deze bedrijven. Er wordt vooral aandacht besteed aan de aankondiging van een dividendwijziging en hoe de beurs hierop gereageerd heeft.

Het laatste deel bestaat uit twee hoofdstukken waarbij een empirische analyse uitgevoerd wordt met behulp van SPSS op de Belgische beursgenoteerde markt. Informatie wordt gevonden op de website van de financiële tijd, de Belfirst databank en de jaarverslagen van de onderzochte bedrijven die te raadplegen zijn op de website van de Nationale Bank. In dit gedeelte wordt de informatiehypothese van dividendpolitiek getest voor de periode 2008-2011. Hier zal de hoofdvraag: *"Welke signalen en informatie geven Belgische bedrijven aan de kapitaalmarkt met hun dividendpolitiek?"* onderzocht worden. Deelvragen die hier beantwoord worden zijn *"Wat gebeurt er met het resultaat en de kasstromen (in het huidige jaar tot verdere jaren) nadat gekozen is voor een dividend stijging/daling?"* en *"Worden er abnormale rendementen behaald na een aankondiging van een dividendwijziging?"*. Verder wordt de dividendpolitiek van Belgische beursgenoteerde bedrijven onderzocht. Hier wordt een antwoord gevonden op de deelvraag: *"Welke dividendpolitiek wordt toegepast door Belgische beursgenoteerde bedrijven?"*.

Hoofdstuk 2: Resultaatbestemming

2.1 Inleiding

Zoals al eerder vermeld, wordt in deze masterproef enkel de naamloze vennootschapsvorm besproken. De inhoud van dit hoofdstuk heeft dan ook enkel betrekking op deze vorm.

De algemene vergadering van aandeelhouders neemt na de opstelling van de jaarrekening door de raad van bestuur en voor de openbaarmaking ervan, een beslissing over de goedkeuring. Deze beslissing bepaalt de omvang van de winst en de resultaatbestemming (Van Hulle, Maes & Lybaert, 2010). Artikel 92 § 1 van het Wetboek van Vennootschappen (W. Venn.) luidt: *“De zaakvoerders of de bestuurders zijn verplicht elk jaar een inventaris alsmede een jaarrekening op te maken in de vorm en met de inhoud bepaald door de Koning. Die jaarrekening bestaat uit de balans, de resultatenrekening en de toelichting, en vormt een geheel. De jaarrekening moet binnen zes maanden na de afsluitingsdatum van het boekjaar worden voorgelegd aan de algemene vergadering”*. Ze hebben de keuze om de winst onder diverse vormen uit te keren of in de onderneming te houden. Indien het resultaat op het einde van het boekjaar een negatief saldo is, wordt dit overgedragen naar het volgende boekjaar of kunnen de vennoten beslissen dit verlies ten laste te nemen (C.B.N. advies 121-2). Indien de onderneming haar winst in de onderneming wil houden en pas later een bestemming aan wenst te geven, wordt deze ook overgedragen naar volgend boekjaar (Jorissen, Lybaert, Reyns & Vanneste, 2007).

2.2 Uitkering

Als de vennootschap kiest om de winst geheel of gedeeltelijk uit te keren zal het vermogen van de vennootschap dalen aangezien de winst niet in de onderneming blijft. Er zijn drie belangengroepen die recht hebben op een deel hiervan: de aandeelhouders, de bestuurders en andere rechthebbenden zoals het personeel. Voor de aandeelhouders gaat het om het dividend. Dit dividend kan meerdere vormen aannemen en hierbij denken we aan: het interim-dividend, het tussentijdsdividend, de liquidatiebonus en het jaardividend. De bestuurders of bedrijfsleiders kunnen ook een deel van de winst ontvangen in de vorm van tantièmes. Ook het personeel kan soms een uitkering ontvangen. Al deze verschillende soorten van uitkeringen worden hierna besproken. Als de vennootschap kiest voor een uitkering, moet ze rekening houden met enkele beperkingen. Volgens het artikel 617 W. Venn.: *“mag geen uitkering geschieden indien op de datum van afsluiting van het laatste boekjaar het netto-actief, zoals dat blijkt uit de jaarrekening, is gedaald of tengevolge van de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het gestorte kapitaal, vermeerderd met alle reserves die volgens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd. Onder netto-actief moet worden verstaan: het totaalbedrag van de activa zoals dat blijkt uit de balans, verminderd met de voorzieningen en schulden..”*. Verder vermeldt het derde lid van artikel 617 W. Venn. dat voor de uitkering van dividenden en tantièmes het eigen vermogen niet mag omvatten: enerzijds het nog niet afgeschreven bedrag van de kosten van oprichting en

uitbreiding en anderzijds het nog niet afgeschreven bedrag van de kosten van onderzoek en ontwikkeling. Met eigen vermogen, vermeld in lid 3, wordt het netto-actief bedoeld.

2.2.1 Het dividend

2.2.1.1 Definitie

Volgens het derde lid van artikel 617 van het wetboek van vennootschappen, mogen vennootschappen uit de winst een dividend uitkeren. De algemene vergadering van de aandeelhouders bepaalt de datum waarop de uitkering plaatsvindt. Dividenden omvatten volgens artikel 18, 1^o Wetboek van Inkomstenbelasting (W.I.B.): *"Alle voordelen toegekend door een vennootschap aan aandelen en winstbewijzen hoe ook genaamd, uit welken hoofde en op welke wijze ook gekregen"*.

In het vademecum vennootschapsbelasting van Chevalier (2010) vinden we volgende definitie van een dividend: *"Principieel zijn dividenden een fractie van de winst opgetekend door de vennootschap in de loop van haar boekjaar. Dividenden kunnen ook worden toegekend door onttrekking aan de reserves die de vennootschap met vroeger gereserveerde winsten heeft aangelegd"* (p.1038).

Als effectenhouder draag je altijd een zeker risico. Je weet namelijk nooit op voorhand of de onderneming zich kan handhaven op de markt en financieel gezond kan blijven. Indien de vennootschap rendabel is, kan het een dividend uitkeren om de aandeelhouders te belonen. De genierter kan een natuurlijk persoon of een rechtspersoon zijn. Volgens artikel 460 van het Wetboek van Vennootschappen bestaan er in de naamloze vennootschap (NV) vier soorten effecten: aandelen, winstbewijzen, obligaties en warrants. Van deze vier effecten geven winstbewijzen, zoals de naam al deed vermoeden, en aandelen een vermogensrecht op een deel van de winst. In tegenstelling tot aandelen, vertegenwoordigen winstbewijzen het maatschappelijke kapitaal niet (art. 483 W. Ven.). De resultaatbestemming moet conform de statuten zijn. Hierin kan onder meer de uitkering van een preferent dividend bepaald zijn voor bepaalde aandeelhouders. De commissaris van de vennootschap ziet hierop toe (art. 144 W. Venn.; Van Hulle et al., 2010).

2.2.1.2 Roerende voorheffing

Een dividend is een roerend inkomen (art. 17 W.I.B.) en wordt belast tegen een aanslagvoet van 25% (art 269, 2^o W.I.B.). Lagere tarieven van 15% en 20% gelden voor de dividenden vermeld in artikel 269 van het W.I.B. (art. 269, lid 2, 1^o en 2^o W.I.B.). Vanaf 2012 gelden nieuwe regels betreffende de belastingen op roerende inkomens. Volgens de wet van 28 december 2011 worden dividenden voortaan belast aan een tarief van 25% of 21%. De tarieven van 25%, die reeds bestonden, worden in 2012 behouden. Het tarief van 21% komt er in de plaats van de lagere tarieven. Wanneer de genierter meer dan 20 000 euro in dividenden ontvangt wordt er een extra heffing van 4% aangerekend, bovenop het tarief van

21% (Wet van 28 december 2011). De liquidatiebonus, die bij uitkering als dividend wordt aanschouwd, blijft belast tegen 10% (art. 18, 1^e lid, 2^o ter W.I.B.).

De roerende voorheffing wordt afgehouden door de vennootschap en doorgestort naar de staat, zodat de genietende deze roerende voorheffing niet meer hoeft op te nemen in zijn personenbelasting. Als een dividend wordt uitgegeven tussen vennootschappen, wordt dit belast bij de gevende vennootschap, maar niet bij de ontvangende vennootschap. Bij de ontvangende vennootschap zal het dividend niet nogmaals belast worden om economische dubbele belastingen te vermijden (De Broe, 2010). De dividenden worden dan in hoofde van de ontvangende vennootschap afgetrokken van de belastbare winst voor 95% (art. 204 W.I.B.). Natuurlijk hangen hier enkele voorwaarden aan vast. Zo moet de uitkerende vennootschap onderworpen zijn aan de vennootschapsbelasting (art. 203 W.I.B.), een minimumparticipatie hebben van ten minste 10% of met een aanschaffingswaarde van ten minste 1,2 miljoen euro, een minimum bezitsduur van 1 jaar en een voorwaarde inzake de boekhoudkundige kwalificatie van de aandelen (art. 202, §2, 1^o en 2^o W.I.B.).

2.2.1.3 Soorten dividenden

Een eerste vorm van dividenduitkering is het interim-dividend. Artikel 618 W. Venn. vermeldt dat *"bij de statuten kan aan de raad van bestuur de bevoegdheid verleend worden om op het resultaat van het boekjaar een interim-dividend uit te keren.."*. De uitkering mag enkel geschieden op de winst van het lopende boekjaar, zonder onttrekking aan de reserves die volgens een wettelijke of statutaire bepaling zijn of moeten worden gevormd (art. 618 W. Venn.). Deze bepaling houdt ook in dat de beschikbare reserves niet mogen aangewend worden voor de uitkering van een interim-dividend (C.B.N. advies 2009/1). De winst kan echter wel verminderd worden met het overgedragen verlies of vermeerderd worden met de overgedragen winst. De raad van bestuur moet ook nagaan of de winst van het lopende boekjaar voldoende is. Een commissaris spreekt zich hierover uit en stelt een verificatieverslag op. Het besluit van de raad van bestuur om een interim-dividend uit te keren, mag niet later worden opgenomen dan twee maanden na datum van de opgemaakte staat van activa en passiva. Tot slot mag er ook geen uitkering gebeuren in de loop van de eerste zes maanden, na de afsluiting van het voorgaande boekjaar en nadat de jaarrekening over dat boekjaar is goedgekeurd. Na een eerste interim-dividend kan pas ten vroegste over drie maanden besloten worden tot de uitkering van een volgend interim-dividend. Hieruit volgt dat maximaal twee interim-dividenden in een klassiek boekjaar uitgekeerd kunnen worden (art. 618 W. Venn.; C.B.N. advies 2009/1). Indien het interim-dividend het bedrag van het jaardividend te boven gaat, wordt het beschouwd als een voorschot op het volgende dividend (art. 618 W. Venn.).

Een tweede vorm van dividenduitkering is het tussentijdsdividend. Deze vorm is niet uitdrukkelijk geregeld in het Wetboek van Vennootschappen. Het Hof van Cassatie heeft op 23 januari 2003 vastgelegd dat de algemene vergadering van aandeelhouders op elk moment

een dividend kan uitkeren dat onttrokken wordt aan de beschikbare reserves. Toch heerst er nog wat onduidelijkheid of dit ook kan voor de overgedragen winst aangezien dit niet kan afgeleid worden uit bovenvermeld arrest (Cass., 2003; C.B.N. advies 2009/1). De commissie voor boekhoudkundige normen (C.B.N. advies 2009/1) heeft hieromtrent ook een advies uitgesproken om geen tussentijdsdividend uit te keren tussen de datum van het einde van het boekjaar en het moment van goedkeuring van de jaarrekening door de jaarvergadering. Dit omwille van twee redenen. Enerzijds zou een goedkeuring van een tussentijds dividend in deze periode ervoor zorgen dat de feitelijke toestand van de onderneming niet meer strookt met de werkelijkheid. Anderzijds zijn de beperkingen in artikel 617 W. Venn. ook van toepassing op het tussentijds dividend. Het netto-actief moet bepaald worden op de datum van afsluiting van het laatste boekjaar. Zolang de jaarrekening niet vastgesteld is, zal het niet mogelijk zijn om het netto-actief te bepalen op basis van de jaarrekening van dat boekjaar (C.B.N., advies 2009/1). Advies 2009/1 vermeldt dat het verschil tussen een tussentijdsdividend en een interim-dividend *“bestaat in het feit dat de tussentijdse dividenden worden uitbetaald op basis van de uitkeerbare winst zoals die blijkt uit de jaarrekening op datum van het laatst afgesloten boekjaar, zonder dat kan worden geput uit de winst van het lopende boekjaar”* (p. 5).

Een derde vorm is het jaardividend dat op de jaarlijkse vergadering van aandeelhouders wordt goedgekeurd (art. 92, § 1 W. Venn.).

Een vierde vorm die als dividend beschouwd wordt is de liquidatiebonus bij een stopzetting van een onderneming. Dit is de meerwaarde die uitgekeerd wordt aan de aandeelhouders bij de verdeling van het vermogen van de vennootschap (art. 18, 1^e lid 2^o ter W.I.B.).

Voor de eerste drie vormen zijn er drie wijzen waarop de uitkering kan gebeuren. De vennootschap kan kiezen voor een cashdividend, een keuzedividend of een stockdividend. Het cashdividend is logischerwijze de uitbetaling in contanten. De aandeelhouder krijgt per aandeel dat hij bezit een contante waarde uitbetaald. De vennootschap kan er ook voor kiezen deze uitbetaling uitsluitend in aandelen te doen, wat het geval is bij het stockdividend. De aandeelhouder ontvangt dan per x aantal aandelen, één aandeel als dividend. Dit kan het geval zijn bij snel groeiende ondernemingen. Deze hebben vaak nood aan cash voor de investeringsprojecten te financieren. Een andere oorzaak kan de zwakke financiële positie van de onderneming zijn die geen cashdividenden toelaat en ze de aandeelhouders toch wil belonen. In België is het niet zo gebruikelijk dat ondernemingen stockdividenden uitkeren (Dombrecht, Heremans, Plasschaert & Vanneste, 2005). Bij het keuzedividend heeft de aandeelhouder de keuze tussen de uitbetaling in contanten of in aandelen.

2.2.2 Het tantième

Volgens artikel 617 van het Wetboek van Vennootschappen mag de vennootschap een deel van de winst uitkeren als tantième. In het Koninklijk Besluit van 24 december 1993 lezen we in art. 8 dat tantièmes *“alle winstuitkeringen uitgekeerd aan bestuurders en zaakvoerders van*

vennootschappen, in welke vorm ook, met uitsluiting van dividenden” zijn. Een tantième is dus een vergoeding voor de bestuurders en dit goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders. In artikel 32, tweede lid W.I.B. staat dat vaste of veranderlijke tantièmes eveneens behoren tot de bezoldiging van bedrijfsleiders. Aangezien het tantième deel uitmaakt van de bezoldiging van de bedrijfsleiders wordt dit in de personenbelasting belast. Men moet ook rekening houden met de sociale bijdrage die hierop betaald moet worden. Laten we er wel op wijzen dat een tantième ook de enige bezoldiging kan zijn van de bedrijfsleiders. Zo bepaalt art. 517 W. Venn. dat *“naamloze vennootschappen worden bestuurd door natuurlijke of rechtspersonen, al dan niet bezoldigd”*. Het bedrag van de tantièmes hangt af van de berekeningswijze die is opgenomen in de statuten. Als de algemene vergadering een globaal tantième toekent aan de raad van bestuur dan moet deze laatstgenoemde bij de verdeling ervan rekening houden met de statutaire bepalingen (Chevalier, 2010).

Een tantième kan fiscaal interessant zijn. Stel dat in de helft van 2011 door de algemene vergadering wordt gekozen voor de uitkering van een tantième. Dit zal dan effect hebben op de winst van 2010 omdat het slaat op de winstuitkering van afgelopen boekjaar. Maar aangezien de bedrijfsleiders deze extra vergoedingen ontvangen in 2011, zullen ze ook in dat inkomstenjaar belast worden, dus in het aanslagjaar van 2012. Tantièmes zijn namelijk in hoofde van een bedrijfsleider belastbaar voor het belastbare tijdperk van betaling of toekenning (art. 204, 3°, b K.B. 27 augustus 1993.).

Als we het voorgaande kort samenvatten stellen wij enkele grote verschillen vast tussen dividenden en tantièmes. Een eerste verschil met het dividend is de begunstigde. Bij het dividend zijn het de aandeelhouders en bij het tantième de bestuurders en zaakvoerders die de uitkering in ontvangst nemen. Een tweede verschil is dat een dividend ook doorheen het boekjaar kan gegeven worden, namelijk door middel van het tussentijdsdividend en het interim-dividend. Tantièmes kunnen enkel jaarlijks uitgekeerd worden op het einde van het lopende boekjaar uit de belastbare winst. Enkel dividenden (het tussentijdsdividend) kunnen uit de reserves gehaald worden, dit geldt niet voor tantièmes. Een derde verschil is de aftrekbaarheid. Omdat tantièmes als bezoldiging worden gezien, is het een kost die de vennootschap kan aftrekken van de winst. Voor dividenden kan dat niet, aangezien ze deel uitmaken van de belastbare winst.

2.2.3 Een tantième of dividend?

Met de volgende twee voorbeelden wordt aangetoond welke soort uitkering fiscaal het voordeligst kan zijn. Omdat het belastingtarief verschilt naargelang de winst, wordt een voorbeeld gegeven van beide gevallen. Het normale tarief is 33,99% maar voor de vennootschappen met een belastbare winst kleiner dan 322 500 euro zijn er de voordeligere tarieven van 24,98%, 31,93% en 35,54% (art. 215 W.I.B.). Het onderstaande voorbeeld is

gebaseerd op een gelijkaardig voorbeeld verschenen in de nieuwsbrief van het bedrijf DKF Fiduciaire (DKF Fiduciare, 2009).

De vennootschappen A en B realiseren een boekhoudkundige winst van respectievelijk 25 000 en 550 000 euro. Men beslist in beide vennootschappen deze winst volledig uit te keren als tantièmes of als dividend.

GEVAL 1: Fiscale berekening bij uitkering tantième

We krijgen volgende berekening voor de *vennootschapsbelasting*:

	Vennootschap A	Vennootschap B
Belastbare winst	€ 25 000	€ 550 000
Uitkering tantièmes	€ 25 000	€ 550 000
Belastingen	€ 0	€ 0

We krijgen volgende berekening voor de *personenbelasting*:

	Bedrijfsleiders A	Bedrijfsleiders B
Tantièmes	€ 25 000	€ 550 000
Belastingen*	€ 12 500	€ 275 000

*We gaan er vanuit dat dit extra loon in de hoogste schijf valt van 50%

Globale belastingdruk geval van uitkering tantième:

	A	B
Globale belastingdruk	€ 12 500	€ 275 000

GEVAL 2: Fiscale berekening bij uitkering dividend

We krijgen volgende berekening voor de *vennootschapsbelasting*:

	Vennootschap A	Vennootschap B
Belastbare winst	€ 25 000	€ 550 000
Belastingen	€ 6 245*	€ 186 945*

* (25 000*0.2498) en (550 000*0.3399)

Voor de roerende voorheffing krijgen we:

	Aandeelhouders A	Aandeelhouders B
Dividend	€ 18 755	€ 363 055
Roerende voorheffing 0.25*	€ 4 689	€ 90 764
Roerende voorheffing 0.21*	€ 3 938	€ 28 875
Roerende voorheffing 0.15*	€ 2 813.25	€ 54 458.25

* (Dividend*0.25, 0.21 of 0.15)

Globale belastingdruk geval van uitkering dividend:

	A	B
Globale belastingdruk*1	€ 10 931	€ 277 708
Globale belastingdruk*2	€ 10 183	€ 263 186
Globale Belastingdruk*3	€ 9 058.25	€ 241 403.25

*1 Met roerende voorheffing 25%, *2 met roerende voorheffing 21% en *3 met roerende voorheffing 15%

Vennootschap A en B hebben de minste belastingdruk wanneer ze een dividend uitkeren en dit dividend belast wordt tegen 15% of 21%. Toch moet opgemerkt worden dat we van een schijf van 50% zijn uitgegaan in de personenbelasting. Indien de ontvanger van een tantième maar een klein inkomen heeft kan het zijn dat de uitkering van een tantième het voordeligste is. De voordelen in de personenbelasting spelen dan ook een grotere rol. Voordelen in de personenbelasting zijn bijvoorbeeld: de belastingsverminderingen (art. 145 W.I.B.), de belastingvrije som (art. 131 W.I.B.) en het aantal kinderen ten laste (art. 132 W.I.B.). Vanaf 2012 worden de dividenden die voorheen belast waren tegen 15% nu belast tegen 21%. Hierdoor wordt de uitkering van deze dividenden iets minder aantrekkelijk gemaakt.

Met deze voorbeelden van twee verschillende vennootschappen wordt duidelijk gemaakt dat het niet altijd zo vanzelfsprekend is welke winstuitkering fiscaal het voordeligste is. Dit zal afhangen van situatie tot situatie. Om toch een sneller beeld te krijgen van hoeveel het totale percentage belastingdruk is, in een aantal verschillende gevallen van dividenduitkering, kan tabel 2.1 gebruikt worden.

TABEL 2.1: Overzicht belastingdruk						
Vennootschapsbelasting	33,99%	33,99%	33,99%	24,98%	24,98%	24,98%
Roerende voorheffing	25%	21%	15%	25%	21%	15%
<i>Belastbare winst</i>	€1000	€1000	€1000	€1000	€1000	€1000
<i>Vennootschapsbelasting</i>	€339.9	€339.9	€339.9	€249.8	€249.8	€249.8
<i>Winst van het boekjaar</i>	€660.1	€660.1	€660.1	€750.2	€750.2	€750.2
<i>Roerende voorheffing</i>	€165.0	€138.6	€99.02	€187.55	€157.54	€112.5
	3	2				3
<i>Belastingdruk</i>	50,4%	47,8%	43,9%	43,7%	40,7%	36,2%

2.2.4 Inkoop eigen aandelen

2.2.4.1 Algemeen

De algemene vergadering kan ervoor kiezen om met de winst eigen aandelen aan te kopen (art. 620, § 1 W. Venn.). Hiervoor dient op de algemene vergadering wel de helft van het maatschappelijke kapitaal en de helft van het totale aantal winstbewijzen, aanwezig te zijn. Voor de goedkeuring is een meerderheid van vier vijfde noodzakelijk (art. 559 W. Venn.). De

aandelen kunnen ook aangekocht worden om ze vervolgens aan te bieden aan het personeel. Hiervoor is zelfs geen goedkeuring nodig van de algemene vergadering (art. 620, §1, 5° W. Venn.). In de statuten mag ook vermeld staan dat wanneer er een ernstig en dreigend nadeel op komst is, er geen beslissing nodig is van de algemene vergadering als de inkoop van eigen aandelen dit nadeel voorkomt (Chevalier, 2010). De eigen aandelen die verkregen worden mogen enkel volgestorte aandelen zijn (art. 620, §1, 2° en 4° W. Venn.). Verder werd het artikel 620, §1, 2° recent versoepeld en mag de inkoop niet hoger zijn dan 20% i.p.v. 10%, wat vroeger het geval was, van het geplaatste kapitaal.

Bovendien moet er een onbeschikbare reserve worden aangelegd die gelijk is aan de waarde van de verkregen aandelen en winstbewijzen (art. 623, lid 1 W. Venn.). De stemrechten verbonden aan de aandelen worden geschorst (art. 622, § 1, lid 1 W. Venn.) en de raad van bestuur beslist over een eventuele opschorting van de dividenden (art. 622, §1, lid 2 W. Venn.). Verder bepaalt de algemene vergadering het maximum aantal te verkrijgen aandelen, de duur van de bevoegdheid alsook de minimum- en maximumwaarde van de vergoeding (art. 620 § 1, 5° W. Venn.). De aankoop kan gebeuren op vijf verschillende manieren: het aanbod per opbod, de private aankoop, het openbaar bod, de open markt aankopen en de optiecontracten (Deweirdt, Goeminne & Van Campenhout, 2004). Deze verschillende manieren worden niet verder besproken.

In het jaarverslag moeten volgende zaken vermeld worden: de reden van verkrijging, het aantal aandelen in portefeuille en het aantal en de waarde van de vervreemde aandelen (art. 624, 1°, 2°, 3° en 4° W. Venn.).

Na de aankoop kan de onderneming kiezen wat ze doet met de verkregen eigen aandelen. Een eerste mogelijkheid is dat ze de aandelen in de portefeuille van de vennootschap houdt. Daarnaast kan het bedrijf er ook voor kiezen om de aandelen te vernietigen of te vervreemden. De onderneming is vrij in haar keuze, er is namelijk geen wettelijke verplichting. Bij vervreemding of vernietiging dient er geen onbeschikbare reserve meer behouden te worden (C.B.N. advies 121-3).

2.2.4.2 Motieven inkoop eigen aandelen

Er zijn verschillende redenen waarom een vennootschap zou kiezen voor de inkoop van eigen aandelen. Een eerste motief is de ondersteuning van de beurskoers. Als managers vinden dat hun aandeel ondergewaardeerd is, kunnen ze overgaan tot inkoop van eigen aandelen. Deze ondersteuning kan er zelfs voor zorgen dat potentiële vijandige overnemers worden afgeschrikt (Van Arendonk, 1992). De inkoop van eigen aandelen zorgt er dus voor dat de overnameprijs gaat stijgen. Bedrijven die een hoog risico lopen op overnames zullen eerder geneigd zijn om eigen aandelen in te kopen (Bagwell, 1991). Tijdens de Amerikaanse crash in 1987 van de aandelenbeurs kochten Amerikaanse bedrijven massaal eigen aandelen in om

een positief signaal naar buiten te sturen en hoopten dat de aandelen hierdoor in waarde zouden stijgen (Allen & Michaely, 2002).

Een tweede reden is dat de vennootschap haar verplichtingen moet kunnen nakomen. Dit zijn verplichtingen die ontstaan bij de uitgifte van converteerbare vermogenstitels, call-warrants, toegekende personeelsopties en de aandelenruil bij fusie (Duffhues, 2000 in Deweirdt et al., 2004).

Als derde motief kunnen we de signaalwaarde aanhalen. Doordat een vennootschap eigen aandelen inkoopt, geeft ze een positief signaal aan de kapitaalmarkt over toekomstige winstgevendheid (Ofer & Thakor, 1987). Toch moeten we bemerken dat aan dit signaal niet altijd een eenduidige interpretatie kan worden gegeven. Zo kan het zijn dat de vennootschap geen rendabele investeringsmogelijkheden vindt om haar middelen aan te spenderen (Balthus & Schauten, 2000).

Een vierde motief kan verklaard worden door het principaal-agent probleem. Vooral in grotere bedrijven is er meestal een scheiding tussen de bestuurders van de onderneming en de aandeelhouders. Doordat beide partijen hun eigen nut nastreven, geeft dit aanleiding tot onderlinge conflicten (Jensen en Meckling, 1976). Het management van de vennootschap kan streven naar de groei van de onderneming en dit ten kosten van de rendabiliteit, doordat er elk jaar investeringen moeten gedaan worden voor de toekomst. De aandeelhouders van hun kant willen de rendabiliteit van de onderneming graag zo hoog mogelijk zien (Deweirdt et al., 2004). De inkoop van eigen aandelen kan in bepaalde gevallen leiden tot agent-principaal problemen. Als het management zelf aandelenopties bezit, heeft het er alle belang aan om de beurskoers zo hoog mogelijk te houden. En hierdoor zullen ze de inkoop van eigen aandelen verkiezen boven een dividenduitkering. De lagere beurskoers na de dividenduitkering zal de uitoefenprijs namelijk niet aanpassen. De waarde van de aandelenoptie kan wel stijgen door het inkopen van eigen aandelen (Vermaelen, 1998 in Deweirdt et al., 2004). Een tweede conflict kan ontstaan als de beloning van het management gekoppeld is aan de rendabiliteit van het eigen vermogen of de winst per aandeel. Dit kan aanleiding geven tot verkeerde financierings- en investeringsbeslissingen. Zo kan de onderneming kiezen om niet te investeren in toekomstige projecten, die wel voldoende winstgevend zijn, maar de globale rendabiliteitsratio's omlaag halen. In plaats van deze investeringen zullen ze eigen aandelen inkopen (De Boeck, 1999).

Een vijfde reden is dat de inkoop van eigen aandelen een substituut is voor dividenduitkering. Bedrijven met een overschot aan kasmiddelen, die niet geïnvesteerd kunnen worden in een winstgevend investeringsproject, kunnen dit overschot aan liquiditeit uitkeren als dividenden of door eigen aandelen in te kopen (Deweirdt, 2004). Toch moet men opmerken dat de verhoging van een dividend door de markt als permanent kan worden beschouwd. Een latere verlaging van het dividend geeft dan een negatief signaal aan de markt. Dit probleem

ontstaat niet bij aangekondigde inkoopprogramma's die naderhand niet worden voltooid (Vermaelen, 1998 in Deweirtdt et al., 2004).

Een zesde reden die kan aangehaald worden is de verandering van de financiële structuur. Extra schulden aangaan kan namelijk fiscaal voordelig zijn. Interesten kunnen namelijk fiscaal afgetrokken worden. Zo zal er een optimale kapitaalstructuur zijn die de waarde van de onderneming maximaliseert (Myers, 1984). Doordat een onderneming eigen aandelen inkoop zal haar eigen vermogen dalen en stijgen de schulden in verhouding. Hierdoor laat het de onderneming toe om haar gewenste schuldratio te bereiken (Dittmar, 2000).

Niet enkel de financiële structuur kan door inkoop gewijzigd worden, ook de aandeelhoudersstructuur. Dit brengt ons bij het zevende motief. Grote aandeelhouders kunnen hun deelneming afbouwen door middel van inkoop van eigen aandelen door het bedrijf en dit zonder de beurskoers te beïnvloeden (De Boeck, 1999). Wel moeten we opmerken dat de aandeelhouderstructuur enkel aangepast kan worden als de aandelen niet evenredig of willekeurig op de beurs worden aangekocht (Evers, 2001 in Deweirtdt et al., 2004). Een tweede reden kan zijn om de minderheidsaandeelhouders uit te kopen. Verschillende kleine aandeelhouders brengen verschillende kosten met zich mee zoals het opsturen van de jaarrekening (van Arendonk, 1992). Een derde reden is dat de macht en invloed van het management verzwakt is door het uitoefenen van personeelopties. Door de inkoop van eigen aandelen versterken ze zeggenschap (Duffhues, 2000 in Deweirtdt et al., 2004). Er moet wel opgemerkt worden dat bij de inkoop van eigen aandelen in België de stemrechten opgeschorst worden (art. 622 § 1 W. Venn.).

Als laatste kunnen we het fiscaal motief aanhalen. In Artikel 186 W.I.B. lezen we dat *"wanneer een vennootschap op enige wijze aandelen verkrijgt, wordt als uitgekeerd dividend aangemerkt het positieve verschil tussen de verkrijgingprijs of, bij ontstentenis daarvan, de waarde van die aandelen, en het gedeelte van het gerevalueerde gestorte kapitaal dat de verkregen aandelen vertegenwoordigen"*. Op de verkrijging van eigen aandelen staat een roerende voorheffing van 10% (art. 269, lid 1, 2°bis W.I.B.) en vanaf 2012 een roerende voorheffing van 21% (Wet van 28 december 2011). Dit op de momenten wanneer op de verkregen aandelen waardeverminderingen worden geboekt, wanneer de aandelen worden vervreemd, wanneer de aandelen worden vernietigd en ook bij ontbinding en vereffening van de vennootschap (art. 186, lid 2, 1°, 2°, 3 ° en 4° W.I.B.). We merken op dat dit toch voordeliger is dan de roerende voorheffing van 25% voor de meeste dividenden (art. 269 lid 1 2° en lid 2 1°;2° W.I.B.). Als de onderneming de aandelen in portefeuille houdt, worden ze niet belast. De fiscale administratie zorgt zowel voor toezicht als controle en zal proberen verdoken dividenden te herkwalficeren. De roerende voorheffing van 10% is pas ingegaan op 1 januari 2003 (Wet van 24 december 2002). Voordien werd de inkoop van eigen aandelen niet belast. In het verleden werd hier veel misbruik van gemaakt en konden bedrijven de roerende voorheffing van dividenden omzeilen.

2.2.5 Aflossing van het kapitaal

De aflossing van het kapitaal is geregeld in artikel 615 van het W. Venn.: *"De statuten kunnen bepalen dat een gegeven gedeelte van de winst dat zij vaststellen, bestemd zal worden voor de aflossing van het kapitaal door terugbetaling a pari van de door het lot aan te wijzen aandelen, zonder vermindering van het in de statuten vastgelegde kapitaal.."*

De terugbetaling gebeurt a pari, dus tegen nominale waarde. De aandelen worden vervangen door bewijzen van deelgerechtigheid. De aandeelhouders waarvan de aandelen zijn afgelost behouden al hun rechten, behalve het recht op terugbetaling van de inbreng en het recht op uitkering van een eerste dividend op niet-afgeloste aandelen, waarvan het bedrag door de statuten wordt bepaald (art. 615 W. Venn.). Bij de aflossing van het kapitaal gelden ook weer de beperkingen van art. 617 W. Venn. die we eerder al vermeld hebben.

Doordat de aflossing van het kapitaal uit de winst gebeurt, wordt deze niet beschouwd als een kapitaalsvermindering. De aflossing van kapitaal kan dus gezien worden als een speciale vorm van winstuitkering (Dirix, Montangie & Vanhees, 2005). De statuten kunnen ook bepalen dat een reserve dient aangelegd te worden voor de aflossing van het kapitaal. Hier komen we in het volgende hoofdstuk op terug (C.B.N. advies 121/5).

Aangezien het hier gaat om een winstuitkering is, net zoals bij het dividend, de roerende voorheffing verschuldigd. De commissie voor boekhoudkundige normen (C.B.N. advies 121/5) brengt duidelijkheid hieromtrent: *"In casu gaat het voor de vennootschap die haar aandelen terugbetaalt geenszins om een kapitaalvermindering door terugbetaling aan de aandeelhouders. Wel om de bestemming van winst, mogelijk als vroeger speciaal daartoe gereserveerd, en niet om een terugbetaling van kapitaal, aangezien het bedrag van het kapitaal, krachtens de vennootschapswet, ongewijzigd blijft. De fiscale wet hanteert dezelfde benadering. Zij beschouwt een dergelijke verrichting niet als een effectief gestorte terugbetaling van kapitaal, maar als een bestemming van winst, waarop de aandeelhouder vennootschapsbelasting en roerende voorheffing betaalt"*.

Verder moet ook opgemerkt worden dat de aflossing van het kapitaal een aantasting is van de gelijke behandeling van de aandeelhouders. De aandeelhouders die geen aflossing gekregen hebben, worden bij faillissement van de vennootschap zwaar benadeeld doordat zij hun inbreng verliezen.

2.2.6 Personeel

Als laatste mogelijkheid kan de vennootschap ook winst toekennen aan haar personeel. Winstdeelname van het personeel in het kapitaal wordt door de wet van 22 mei 2001 als volgt gedefinieerd: *"Het bedrag van de winst van het boekjaar door een vennootschap uitgekeerd in*

speciën aan de werknemers krachtens het participatieplan". De vennootschap kan er ook voor kiezen om deze winst uit te betalen in een kapitaalvergoeding. De wet van 22 mei 2011 definieert dit als volgt: *het bedrag van de winst van het boekjaar toegekend aan de werknemers, krachtens het participatieplan, in aandelen of deelbewijzen met stemrecht en uitgegeven of uit te geven door één der betrokken vennootschappen of door een met één van die vennootschappen verbonden vennootschap*".

Het participatieplan wordt uitgeschreven in een specifieke collectieve arbeidsovereenkomst (CAO) tussen werkgever en werknemer (art. 3 § 2, Wet van 22 mei 2001).

Logischerwijze hangen er enkele beperkingen aan vast. Een belangrijke beperking inzake uitkering lezen we in artikel 6 van de wet van 22 mei 2001: *"Het totaal bedrag van deelnames in het kapitaal en in de winst, toegekend aan de werknemers, overeenkomstig de bepalingen van deze wet en bij toepassing van het participatieplan, mag, bij afsluiting van het betreffende boekjaar, één van de volgende limieten niet overschrijden: 10% van de totale bruto loonmassa; 20% van de winst van het boekjaar na belasting, zoals bedoeld in het uitvoeringsbesluit van het Wetboek van vennootschappen"*. Een tweede beperking lezen we in artikel 11 §1 van de wet van 22 mei 2001. Hierin staat dat de ontvangen aandelen of deelbewijzen minimaal voor een zekere periode moeten aangehouden worden. Deze periode varieert, naargelang de CAO, van twee tot vijf jaar.

De uitkering in de vorm van speciën of aandelen wordt, in tegenstelling tot het tantième, niet met een bezoldiging gelijkgesteld. Voor de deelnames in het kapitaal bedraagt het belastingtarief 15% en voor de deelnames in de winst dient er 25% belastingen betaald te worden (art. 117 §1, Wet van 22 mei 2001). De reden waarom een vennootschap kiest voor een dergelijke uitkering is om het personeel nauwer te betrekken. Hierdoor stijgt hun motivatie en dit zal de rendabiliteit van de vennootschap gunstig beïnvloeden. Op deze manier wordt het personeel voor een lange tijd gebonden aan de onderneming en ontstaat er een sfeer van vertrouwen (Dupont et al., 2006).

2.3 Reservering

Als de algemene vergadering beslist om de gerealiseerde winst van het boekjaar geheel of gedeeltelijk te reserveren, dan stijgt het eigen vermogen van de onderneming. De Backer et al. (2009) omschrijft een reserve als volgt: *"De winst die in de vennootschap wordt gehouden en die niet wordt overgedragen naar volgend boekjaar of wordt uitgekeerd, wordt reserve genoemd"* (p.857). De vennootschap heeft hier niet altijd een keuze in en moet rekening houden met de wettelijke en statutaire verplichtingen. Een voorbeeld van zulke verplichting is de toevoeging van een wettelijke reserve (art. 616 W. Venn.). Naast de wettelijke reserves kan of moet de vennootschap ook een deel van de winst toevoegen aan de onbeschikbare

reserves, de beschikbare reserves en de belastingvrije reserves (art. 88, K.B. 30 januari 2001).

2.3.1 De wettelijke reserve

Artikel 616 van W. Venn. luidt: *"Jaarlijks houdt de algemene vergadering een bedrag in van ten minste een twintigste van de nettowinst voor de vorming van een reservefonds; de verplichting tot deze afnemingshoudt op wanneer het reservefonds een tiende van het maatschappelijk kapitaal heeft bereikt"*. Men moet wel opmerken dat eerst de overgedragen verliezen van vorige jaren, indien aanwezig, aan te zuiveren zijn vooraleer over te gaan tot de berekening van de wettelijke reserve (De Backer et al., 2009).

De wetgever heeft met de wettelijke reserve de doelstelling voor ogen om het kapitaal van de onderneming in stand te houden. In de rechtspraak wordt 'nettowinst' niet expliciet verklaard. Algemeen wordt aangenomen dat met nettowinst, 'de winst van het boekjaar' bedoeld wordt en waarbij er geen rekening gehouden wordt met de overgedragen winst (De Backer et al., 2009).

2.3.2 De belastingvrije reserves

In artikel 95, §2 van het Koninklijk Besluit van 30 januari 2001 staat het volgende over belastingvrije reserves: *"Deze post omvat de gerealiseerde meerwaarden en de winsten- na aftrek van de desbetreffende uitgestelde belastingen- waarvoor belastingvrijdom of -uitstel slechts geldt als zij in het vermogen van de vennootschap behouden blijven, met uitzondering van de meerwaarden die met toepassing van artikel 63 in de overlopende rekeningen zijn geboekt. In deze rubriek worden ook de afschrijvingen opgenomen die geboekt werden op materiële en immateriële vaste activa, voor zover ze gevestigd zijn op een basis die hoger is dan de aanschaffingsprijs van die activa, wanneer de afschrijving op die verhoogde basis in fiscaal opzicht een aftrekbare last is"*.

Anders gezegd zijn belastingvrije reserves dus opbrengsten die slechts tijdelijk vrijgesteld zijn van belastingen. Zolang ze in het vermogen van de vennootschap behouden blijven, dus op de passiefrekening, geldt er een vrijstelling van belastingen. Dit principe wordt ook het onaantastbaarheidprincipe genoemd. De bedoeling van deze voorwaarde is om de belasting uit te stellen en niet af te stellen (De Broe, 2010).

De overheid vond in 2007 dat er heel wat slapend kapitaal in de ondernemingen ongebruikt bleef. Een gevolg hiervan was de invoering van een tijdelijke wijziging in de wet. Deze wijziging had betrekking op een voordelig verlaagd belastingtarief op de aanslagjaren 2008-2010 (Wet van 25 april 2007). Op deze manier hoopte de overheid dat de ondernemingen de belastingvrije reserves opnamen in hun belastbare resultaten en hier dan voordeliger belast

werden. De overheid wilde enerzijds extra staatsinkomsten genereren maar anderzijds ook investeringen aanwakkeren (beleidsverklaring 17 oktober 2006). Dit klinkt toch niet als echt rationeel gedrag. Elke euro reserve die een onderneming heeft, waarbij het niet uitmaakt of deze is belast, is geïnvesteerd in de onderneming. Met deze maatregel van de overheid zouden bedrijven vrijwillig belastingen betalen voor een voordeel dat ze al bezitten. In bepaalde gevallen is dit wel interessant. Bedrijven die hun activiteiten wilden stopzetten, konden op deze manier voordeliger belast worden voor hun belastingvrije reserves die anders belast werden tegen het normale tarief van 33,99%. Ook hebzuchtige aandeelhouders die graag meer dividend willen krijgen dan de reeds aanwezige belaste beschikbare reserves kunnen via deze manier aan hun trekken komen (Van Duyse, 2006).

Natuurlijk gold dit niet voor alle belastingvrije reserves. In artikel 106 van de wet van 25 april 2007 staat dat de voordelige tarieven betrekking hebben op de investeringsreserve die is aangelegd gedurende het aanslagjaar 1982 en op sommige eerder verwezenlijkte meerwaarden. Zo gold voor 2008 een belastingpercentage van 16,5% voor de opname van de belastingvrije reserves en werd dit verlaagd tot 10% als er in hetzelfde aanslagjaar eenzelfde bedrag opnieuw werd geïnvesteerd. Bij deze herinvestering zijn ook enkele beperkingen, zo is bijvoorbeeld een herinvestering in een personenauto niet toegelaten. Voor de jaren 2009 en 2010 bedroegen deze percentages respectievelijk: 20%-12% en 25%-14% (art. 106 wet van 25 april 2007).

Het is dus duidelijk dat ook hier fiscale motieven meespelen op de resultaatbestemming van ondernemingen en dat de overheid deze kan beïnvloeden door wijzigingen in de wet aan te brengen.

2.3.3 De onbeschikbare reserves

De onbeschikbare reserves kunnen we opsplitsen in reserves voor eigen aandelen en andere onbeschikbare reserves.

2.3.3.1 Onbeschikbare reserve voor eigen aandelen

In het eerste lid van artikel 623 W. Venn. staat dat zolang de eigen aandelen of winstbewijzen opgenomen zijn in de balans, een onbeschikbare reserve moet worden aangelegd, gelijk aan de waarde waarvoor de verkregen aandelen en winstbewijzen in de inventaris zijn ingeschreven. Bij waardeverminderingen verandert de inventaris en kan dus ook de onbeschikbare reserve worden aangepast. Het tweede lid van artikel 623 W. Venn. vermeldt dat in geval van nietigheid van aandelen of winstbewijzen de onbeschikbare reserves worden opgeheven.

We kunnen dit verduidelijken met een voorbeeld. Stel dat een vennootschap doorheen het jaar voor 18 000 euro eigen aandelen aangekocht heeft, dan moet ze onmiddellijk een onbeschikbare reserve aanleggen voor hetzelfde bedrag. Het is wel noodzakelijk dat het bedrag wat uitgetrokken is tot verkrijging voor uitkering vatbaar is (art. 52 bis Wetboek van Koophandel). Het aanleggen van dit bedrag gebeurt via de resultaatverwerking. Stel dat het bedrijf een winst van 40 000 euro heeft gemaakt. Aangezien de toevoeging aan de onbeschikbare reserve via de resultaatverwerking loopt, wordt de winst herleid tot 22 000 euro. De onderneming kan hier slechts een bestemming naar keuze aangeven als aan andere wettelijke verplichtingen voldaan is.

2.3.3.2 Andere onbeschikbare reserves

Dit zijn de reserves waarover de algemene vergadering van aandeelhouders volgens de statuten bij gewone meerderheid niet vrij over kan beschikken of waarop de vennoten in geval van uittreding of uitsluiting geen recht op hebben (artikel 95, §2, IV.B. Koninklijk Besluit van 30 januari 2001).

Door de algemene vergadering kan beslist worden, ingeval van een kapitaalvermindering, om een onbeschikbare reserve aan te leggen voor toekomstige verliezen. Deze reserve mag volgens artikel 614 W. Venn. niet hoger zijn dan 10% van het geplaatste kapitaal en mag, behoudens in geval van een latere vermindering van het kapitaal, niet aan de aandeelhouders worden uitgekeerd. De reserve mag enkel gebruikt worden ter aanzuivering van het verlies of voor een verhoging van het kapitaal door omzetting van de reserves (art. 614 W. Venn.). Dit wordt ook wel formele kapitaalsverhoging genoemd.

De statuten van de naamloze vennootschap bepalen of er reserves worden aangelegd tot aflossing van het kapitaal. De algemene vergadering kan elk boekjaar beslissen wanneer de effectieve aflossing plaats gaat vinden. We lezen het volgende in een advies van C.B.N (advies 121/5): "*Indien voor de terugbetaling een vroeger daartoe gevormde reserve wordt aangewend, gebeurt de boeking op identieke wijze. De onttrekking aan de reserve wordt dan uitgedrukt door overboeking van een dienovereenkomstig bedrag van de betrokken reserve naar de resultaatverwerking (rekening 792)*".

De vennootschap kan er ook voor kiezen zijn winst te reserveren voor de aflossing van lopende obligatieleningen.

2.3.4 De beschikbare reserves

De vennootschap kan haar winst ook toevoegen aan de beschikbare reserves. In het wetboek vinden we geen definitie van het begrip 'beschikbare reserves'. In tegenstelling tot de

onbeschikbare reserves, kan de algemene vergadering hier wel met gewone meerderheid over beslissen of moeten de statutaire bepalingen gevolgd worden (De Backer et al., 2009).

Deze reserves kunnen op verschillende manieren gebruikt worden. Een eerste manier is de toekenning van een uitkering aan de aandeelhouders. We hebben eerder gezien dat dit mogelijk is bij het tussentijdsdividend (Cass., 2003). Bij deze uitkering gelden ook weer de algemene beperkingen, opgelegd in artikel 617 van het wetboek van vennootschappen. Een tweede manier is ter aanzuivering van de geleden verliezen. Als derde kunnen de beschikbare reserves ook gebruikt worden bij kapitaalverhogingen. De reserves worden dan overgeboekt naar het kapitaal (De Backer et al., 2009).

Hoofdstuk 3: Dividendpolitiek

3.1 Inleiding

Een onderneming moet elk jaar drie belangrijke beslissingen nemen: de investeringsbeslissing, de financieringsbeslissing en de dividendbeslissing. De dividendbeslissing is het percentage van de winst van het boekjaar dat aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd. De onderneming maakt dus elk jaar de keuze welk bedrag het wil uitkeren aan zijn aandeelhouders enerzijds en welk bedrag het in de onderneming wil houden anderzijds (Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2009). Dividendpolitiek wordt ook beïnvloed door de investeringspolitiek. Bedrijven die een grote groei kennen zijn genoodzaakt forse investeringen te doen in winstgevendende projecten. Door deze uitgaven wil het bedrijf graag cash in de onderneming houden en is het bedrijf genoodzaakt een beleid met een lage dividendumuitkeringsratio na te streven (Rozeff, 1982). Dividendpolitiek en financiering zijn ook verbonden met elkaar. Als een bedrijf ervoor kiest om extra schulden aan te gaan, zal het bepaalde betalingsverplichtingen creëren die ervoor zorgen dat er minder dividenden worden uitgekeerd. Er ontstaat dus een negatieve relatie tussen schulden en dividenden (Gupta & Banga, 2010).

Ondanks de vele theorieën en empirische onderzoeken omtrent dividendpolitiek, blijft de kwestie onopgelost. Richtlijnen voor een optimaal beleid zijn er nog altijd niet. In de financiële literatuur wordt dit ook wel de dividendpuzzel genoemd (Naceur, Goaid & Belanes, 2006). Ross, Westerfield en Jaffe (1988) noteerden de volgende uitspraak: *"It is surprising that the results of such uniformly high-quality research can be so contradictory. One can only hope that the ambiguities will be cleared up in the future"* (p.497).

3.2 Verschillende theorieën omtrent dividendpolitiek

3.2.1 De irrelevantie theorie

Modigliani en Miller (1961) waren één van de pioniers om dividendpolitiek een belangrijke plaats te geven in de wetenschappelijke literatuur. Zij argumenteerden dat dividendpolitiek in perfecte kapitaalmarkten irrelevant is voor de waarde van een onderneming. Volgens hun redenering maakt het je als aandeelhouder niet uit of je opbrengsten in de vorm van dividenden of kapitaalwinsten ontvangt (Laveren et al., 2009).

De theorie van Modigliani en Miller (1961) veronderstelt wel enkele belangrijke assumpties. Eerst en vooral vindt deze dividendpolitiek plaats in een perfecte kapitaalmarkt. Volgens Modigliani en Miller (1961) is een perfecte kapitaalmarkt geen koper, verkoper of instelling groot genoeg om een merkbare impact te hebben op de marktprijs. In een perfecte kapitaalmarkt bezitten alle verhandelaars over dezelfde kosteloze informatie betreffende de

prijs en andere belangrijke eigenschappen van aandelen. Bovendien zijn er geen uitgifte- en transactiekosten en worden er geen belastingen geheven. Een tweede assumptie is dat de investeerders rationeel gedrag nastreven. Rationeel gedrag betekent dat de investeerder altijd streeft naar meer rijkdom. De investeerder is onverschillig naargelang de wijze waarop deze rijkdom wordt ontvangen. De laatste assumptie waaraan voldaan moet zijn in de theorie van Modigliani en Miller (1961), is dat de investeerders beschikken over perfecte zekerheid. Deze zekerheid heeft betrekking op de toekomstige investeringen en winsten van alle bedrijven (Modigliani & Miller, 1961).

3.2.2 De *bird-in-the-hand* theorie

Een theorie die haaks staat op deze van Modigliani en Miller (1961) is de *bird-in-the-hand* theorie. Aandeelhouders verkiezen volgens deze theorie dividenden boven kapitaalwinsten. Dividenden worden als een zekerheid aanzien, terwijl kapitaalwinsten gezien worden als risicovol en onzeker. Als de onderneming haar waarde wil maximaliseren, moet ze een hoge uitkeringsratio aanbieden (Baker & Powell, 1999). Toch kende deze theorie veel kritiek. Zo bestempelden Modigliani en Miller (1961) deze theorie als de *bird-in-the-hand-fallacy*. Bhattacharya (1979) argumenteerde dat de onderliggende redenering achter deze theorie niet klopt en het risico van de onderneming bepaald wordt door de lopende projecten. Een stijging van het dividend vandaag zal niet zorgen voor een vermindering van het risico van toekomstige kasstromen en zal de waarde van het bedrijf dan ook niet laten stijgen (Bhattacharya, 1979).

3.2.3 Belastingen

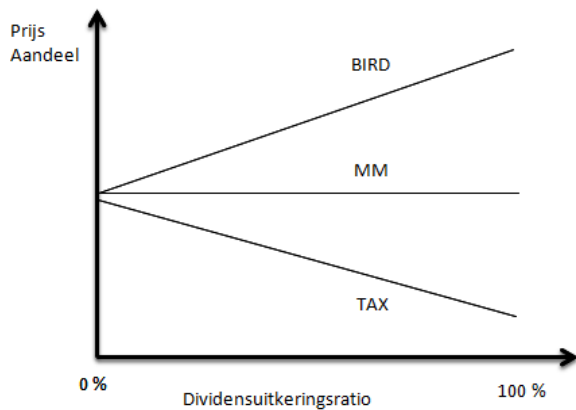
3.2.3.1 De *tax-preference* theorie

De *tax-preference* theorie stelt dat investeerders een specifieke voorkeur hebben voor enerzijds kapitaalwinsten en anderzijds dividenduitkeringen omwille van belastinggerelateerde redenen. De fiscaal voordelige behandeling bij sommige investeerders van kapitaalwinsten zorgt ervoor dat investeerders lage dividenduitkeringen verkiezen. Als de onderneming volgens deze theorie haar waarde wil maximaliseren, houdt ze best haar dividenden laag. Doordat de belastingvoeten verschillend zijn naargelang het type investeerder, worden zij aangetrokken tot de bedrijven die voor hen fiscaal het voordeligst zijn. Dit wordt in de literatuur het cliënteeffect genoemd. Investeerders met lage belastingvoeten op dividenden worden aangetrokken door bedrijven met hoge dividenduitkeringen. Omgekeerd geldt natuurlijk dezelfde redenering doordat investeerders met een hoge belastingvoet op dividenden aangetrokken worden door lage dividenduitkeringen (Baker & Powell, 1999).

Wanneer de belastingvoet op dividenden hoger is dan deze op kapitaalwinsten, dan moeten bedrijven met een hoge dividenduitkeringsratio een hoger rendement bieden voor

belastingen dan bedrijven met een lage dividenduitkeringsratio. Op deze manier wordt het nadelige belastingeffect tussen kapitaalwinsten en dividenden geneutraliseerd (Litzenberger & Ramaswamy, 1979).

Als we de irrelevantie theorie van Modigliani en Miller (1961), de *bird-in-the-hand* theorie en de *tax-preference* theorie voorstellen met behulp van een schema, verkrijgen we het volgende:



Figuur 1: Invloed van dividendpolitiek op de aandelenprijs

Bron: Laveren et al. (2009)

3.2.3.2 Het cliënteeffect

Het cliënteeffect moet men situeren in een imperfecte markt waar er belastingen geheven worden. Doordat beleggers zich niet allemaal in dezelfde toestand bevinden omtrent belastingen, verschilt hun voorkeur inzake dividenduitkeringen. Dit betekent dat sommige beleggers dividenden verkiezen terwijl andere kapitaalwinsten prefereren (Borges, 2004). Zo onderzochten Elton en Gruber (1970) de relatie tussen de dividenduitkeringsratio en de belastingvoet van de aandeelhouders. Aandeelhouders die belast werden met hoge tarieven op dividenden hielden aandelen met een lage uitkeringsratio aan en aandeelhouders met een lage belastingvoet voor dividenden hielden aandelen met een hoge uitkeringsratio aan (Elton & Gruber, 1970). Het onderzoek van Elton en Gruber (1970) werd in 2004 getest op de Portugese markt. In Portugal worden dividenden gemiddeld hoger belast dan kapitaalwinsten. De resultaten van het onderzoek van Borges (2004) waren niet conform met de bevindingen van Elton en Gruber (1970). Investeerders die feller belast werden op dividenden hadden toch een voorkeur voor bedrijven met een hoge dividenduitkeringsratio. Dit kan nauwelijks rationeel gedrag genoemd worden volgens de *tax-preference* theorie (Borges, 2004). Wel leunen deze resultaten aan tegen de eerder vermelde *bird-in-the-hand* theorie waarbij dividenden als een zekerheid beschouwd worden.

Bajaj en Vijh (1990) stelden dat het bestaan van cliënteeffecten gedeeltelijk verklaard kan worden door de prijsreacties na aankondiging van dividendwijzigingen. In deze stelling wordt uitgegaan van de voorkeur van de aandeelhouders. In hun studie werd geconcludeerd dat aandelen met een hoge uitkeringsratio een sterker effect kenden bij dividendwijzigingen dan aandelen met een lage uitkeringsratio. Investeerders met een voorkeur in aandelen met een hoge uitkeringsratio reageerden dus sterker op dividendwijzigingen dan investeerders met een voorkeur in een lage uitkeringsratio (Bajaj & Vijh, 1990). Een stijging van het dividend zal dus beter nieuws zijn voor bedrijven met een hoge uitkeringsratio dan voor bedrijven met een lage uitkeringsratio. Omgekeerd zal een daling van het dividend zorgen voor een minder felle daling van de prijs van het aandeel voor bedrijven met een lage uitkeringsratio en feller dalen voor bedrijven met een hoge uitkeringsratio (Denis, Denis & Sarin, 1994).

Black en Scholes (1974) bevestigden de mogelijkheid van het bestaan van een cliënteeffect. Zij concludeerden dat bedrijven hun dividendpolitiek aanpasten om de aandeelhouders tevreden te houden. Deze auteurs erkennen twee soorten groepen: de groep die de voorkeur heeft voor een hoge uitkeringsratio en de groep die de lage uitkeringsratio prefereren. De eerste groep bestaat uit: bedrijven, met hogere belasting op kapitaalwinst dan op dividenden; fondsen, waar de begunstigen meestal enkel recht hebben op interesten en dividenden en investeerders, die dividenden prefereren omdat dit makkelijker is dan aandelen te verkopen of leningen aan te gaan. De tweede groep bestaat uit investeerders die hogere belastingen betalen op dividenden dan op kapitaalwinsten (Black & Scholes, 1974).

3.2.3.3 Het statisch en het dynamisch model

Het doel van de belastinggerelateerde literatuur was het onderzoek naar een belastingeffect bij dividendpolitiek. Er werd onderzocht of bedrijven die hoge dividenden uitbetaalden minder waard zijn dan bedrijven die lage dividenden uitbetaalden.

In het statische model worden alle investeerders op dezelfde manier belast en is de belastingvoet op dividenden hoger dan deze op kapitaalwinsten. Hier is de optimale politiek geen dividenden uit te betalen. Bedrijven met een hoge uitkeringsratio zijn in dit model minder waard dan bedrijven met een lagere uitkeringsratio. In realiteit is dit echter niet zo en daarom werd het statisch klant model naar voren gebracht. In dit model houden verschillende soorten investeerders andere soorten aandelen aan. Een eerste groep zijn de individuele personen die aandelen aanhouden met een lage uitkeringsratio. Aandelen die een gemiddeld dividend opleveren worden aangehouden door personen die belastingen kunnen vermijden of door belastingvrije instituten. De laatste groep zijn de bedrijven zelf die aandelen aanhouden met hoge dividenduitkeringen. Als in dit model geen rekening gehouden wordt met het risico dan is de prijs van het aandeel onafhankelijk van de dividenduitkering en dus ook van de dividendpolitiek (Allen & Michaely, 2002). Dit is conform de theorie van Modigliani en Miller

(1961). Er zijn veel tegenstrijdige resultaten wanneer er wel rekening gehouden wordt met het risico. Zo spreken Litzemberger en Ramaswamy (1979) van een belastingseffect waar dividendpolitiek relevant is terwijl Miller en Scholes (1982) van mening zijn dat er geen belastingseffect bestaat.

Het model wat hierop contrasteert, is het dynamische model. In het dynamische model, waarover Miller en Scholes (1978) als eerste over rapporteerden kunnen investeerders en beleggers meerdere handelingen stellen om zo de belastingdruk te verminderen. Zo argumenteerde Kalay (1982) dat in een risicovrije markt zonder transactiekosten, de prijs van een aandeel los staat van de belastingen op dividenden (Allen & Michaely, 1995). In de markt bestaan er namelijk partijen, zoals pensioenfondsen in het Verenigd Koninkrijk (Gosh, 1993), die geen belastingen hoeven te betalen. Deze partijen kopen de aandelen juist voor het moment van ex-dividend en verkopen ze vlak erna. De prijs van het aandeel zal gedaald zijn met de waarde van het dividend (Allen & Michaely, 1995).

Miller en Scholes (1982) stelden voor dat bedrijven hun dividendpolitiek moeten afstemmen op maat van hun klanten. In de kapitaalmarkt verkeren beleggers en investeerders in een andere positie omtrent belastingdruk. Om tot een gelijk resultaat na belastingen te komen hoeven de rendementen voor belastingen niet meer verschillend te zijn (Laveren et al., 2009). Toch bleef er in de literatuur weinig zekerheid betreffende dit aspect van dividendpolitiek en kwamen verschillende auteurs niet tot een algemene overeenstemming.

3.2.3.4 Andere factoren naast belastingen

Belastingen hebben een invloed op het dividendbeleid van de onderneming en hierdoor ontstaat een specifiek soort cliënteel. Chetty en Saez (2005) vonden een significante stijging van dividendinitiaties in 2003 op de Amerikaanse markt, na de ingang van een belastingvermindering op de uitkering van dividenden. Deze reactie bleek zich op lange termijn wel niet door te zetten en andere belangrijker factoren zoals de toekomstige kasstromen, het historische dividendbeleid, de cash op de balans en de investeringsopportunities in de markt speelden ook een belangrijke rol in het bepalen van hun dividendbeleid. Motieven van dividendinitiaties die vermeld werden in de pers waren in volgorde van vermelding: aandeelhouderswaarde creëren, een overschot aan kasstromen, een visie van lange termijn groei, de financiële sterkte van het bedrijf en slechts als vijfde meest vermelde motief, de belasting gerelateerde redenen (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2008).

Ook het feit of bedrijven al dividenden uitbetaalden of niet speelt een rol. Zo vonden Brav et al. (2008) dat publieke en private bedrijven die reeds dividenden uitbetaalden minder belang hechtten aan belastingwijzigingen dan bedrijven die voor het eerst een dividend uitbetaalden. De groep waarop de belastingwijziging effect heeft speelt ook een grote rol. De

belastingwijziging die door Brav et al. (2008) onderzocht werd, had enkel maar invloed op de individuele investeerders. Wijzigingen in het dividendbeleid waren bijgevolg dan ook kleiner wanneer het meeste aantal aandeelhouders van het institutionele type waren en dus bijgevolg niet fel beïnvloed werden door de belastingvermindering. Dit is conform met het cliënteffect eerder besproken (Brav et al., 2008).

3.2.4 De principaal-agent theorie

3.2.4.1 Algemeen

Jensen en Meckling (1976) definiëren een principaal-agent relatie als een contract waarbij de principaal (aandeelhouder), een agent (manager) aanwerft om een dienst te presteren in het belang van de principaal. Als beide partijen elk hun grootste nut nastreven, is het niet ondenkbaar om aan te nemen dat de manager niet altijd handelt in de belangen van de aandeelhouder (Jensen & Meckling, 1976). De aandeelhouders zijn geïnteresseerd in de winst van de onderneming die ze via dividenden of kapitaalwinsten ontvangen. Managers langs hun kant proberen het meeste voordeel te halen uit de geldelijke en niet-geldelijke vormen van beloning (Laveren et al., 2009).

3.2.4.2 Agentkosten

De aandeelhouder zal verschillende maatregelen treffen om ervoor te zorgen dat de manager in zijn voordeel zal handelen. Hier treden er agentkosten op. Dit zijn de reële kosten van toezicht en controle en *bonding* kosten. Jensen en Meckling (1976) formuleren *bonding* kosten als de kosten die een agent maakt om te garanderen dat hij geen acties onderneemt die de principaal kunnen schaden. Logischerwijze treden er ook opportuniteitskosten op doordat de managers suboptimale beslissingen nemen die ervoor zorgen dat de belangenconflicten geminimaliseerd worden (Laveren et al., 2009).

Rozeff (1982) vond een eerste bewijs, dat een stijging van het dividend de agentkosten laten dalen. Door de stijgende dividendumuitkering heeft de onderneming nood aan extern kapitaal waar transactiekosten mee verbonden zijn. Dit is in contrast met de theorie van Modigliani en Miller (1961) waar in de perfecte kapitaalmarkt geen transactiekosten worden geheven. Rozeff (1982) bepaalt dat er een optimale dividendpolitiek bestaat door een afweging van deze twee kosten. In deze optimale politiek zijn beide kosten minimaal. Door de noodzaak aan extern kapitaal wordt financiële informatie over de onderneming kenbaar gemaakt aan de nieuwe kapitaalverschaffers. Dit heeft tot gevolg dat de agentkosten zullen verminderen. Loyd, Jahera & Page (1985) en Easterbrook (1984) bevestigden de theorie van Rozeff (1982).

De principaal-agent theorie ziet de inkoop van eigen aandelen als een substituuut van dividendumuitkeringen. Beide uitkeringen halen geld uit de onderneming en reduceren hierdoor

het mogelijke misbruik ervan. Toch moet erop gewezen worden dat dividenden voor een stabiel engagement zorgen, omdat managers meer toegewijd zijn om een stabiele dividendpolitiek te volgen dan een stabiele inkooppolitiek (Allen & Michaely, 2002; Lintner, 1956).

3.2.4.3 Vermindering agentkosten

Als het eigendom van het management in de onderneming stijgt, dan dalen de agentkosten doordat de managers mee in de winst delen van hun persoonlijke beslissingen en minder toezicht nodig is. Het percentage aandelen gehouden door het management heeft dan een negatieve relatie met de dividenduitkering (Holder, Langrehr & Hexter, 1998).

Een andere situatie waarin agentkosten dalen is wanneer één aandeelhouder een relatief groot deel van het vermogen van de onderneming bezit. Voor deze aandeelhouder, die een controlerende macht heeft, is de kost van controle klein in verhouding met zijn grote participatiegraad en de voordelen die hierdoor behaald worden (Holder, Langrehr & Hexter, 1998). We kunnen dus stellen dat hoe hoger het percentage aandelen gehouden door enkele externen, hoe meer invloed ze kunnen uitoefenen op het management. Hierdoor dalen de monitorkosten en zal de dividend uitkeringsratio bijgevolg laag zijn (Naceur et al., 2006). In de omgekeerde situatie, wanneer eigendom fel verspreid is onder vele aandeelhouders, worden monitorkosten duur in verhouding met hun aandelen. In deze situatie stijgen de agentkosten en is er dus nood aan een hogere uitkeringsratio (Holder et al., 1998).

Een derde situatie waarin agentkosten kunnen dalen is wanneer bedrijven beschikken over een hoge mate van vrije kasstromen en deze uitbetalen als dividend (Holder et al., 1998). Vrije kasstromen zijn volgens Jensen (1986) het resterende deel van de kasstromen als alle investeringsopportunities, met een positieve netto contante waarde, zijn doorgevoerd (Jensen, 1986). Dit wordt in de literatuur ook wel de vrije kasstroom benadering genoemd. Deze theorie is vooral van toepassing op bedrijven die geen grote groei kennen maar wel een overschot aan kasstromen hebben (Laveren, 2009). Het probleem met de vrije kasstromen is hoe de aandeelhouders het management kunnen motiveren om het overtollige geld uit te keren als dividend i.p.v. te investeren in onrendabele en inefficiënte projecten met een rendement dat lager ligt dan de kapitaalkost. Indien het management ervoor kiest de vrije kasstromen uit te keren, dan dalen de agentkosten omdat er minder nood is aan controle. De managers krijgen op deze manier de kans niet om de vrije kasstroom te investeren in onrendabele projecten (Holder et al., 1998). Een bedrijf met veel investeringsopportunities en groeimogelijkheden heeft minder vrije kasstromen dan bedrijven met weinig investeringsmogelijkheden. Voor bedrijven met een lagere kasstroom zijn de agentkosten lager en de nood voor dividenden om agentkosten te laten dalen is verminderd. Deze bedrijven gaan opzoek naar extern kapitaal en geven op deze manier informatie aan de kapitaalmarkt (Rozeff, 1982). Schulden zorgen er ook voor dat managers gedwongen worden

om periodieke terugbetalingen en interestkosten te betalen. Schulden reduceren dus de agentkosten en zorgen voor een beter beleid door het management (Jensen, 1986).

3.2.5 De theorie van Lintner

Sommige ondernemingen kiezen voor een dividendpolitiek die gebaseerd is op een doeluitkeringsratio op lange termijn. De doeluitkeringsratio wordt dan gezien als een houvast of rode draad waaraan het management zich probeert te houden. Het model van Lintner (1956) beschrijft deze politiek en stelt vast dat ondernemingen de uitkering van een stabiel dividend verkiezen boven jaarlijkse fluctuaties van het dividend. De uitbetaling van het dividend wordt met vertraging aangepast aan de winst zodat in de jaren met minder winst er geen daling van het dividend hoeft op te treden. Een daling van het dividend wordt door de markt als een negatief signaal onthaald en dit willen de managers graag vermijden. Dit beleid van toenemende en gedeeltelijke aanpassing van het dividend heeft als doel een consistent patroon te creëren en helpt negatieve reacties van de aandeelhouders te voorkomen. De leiding van de onderneming bevindt zich dan ook in een comfortabelere positie wanneer het te maken heeft met onvermijdelijke onzekerheden over toekomstige winstontwikkelingen. Het verschil in doeluitkeringsratio en snelheid van aanpassingen heeft te maken met verschillende factoren zoals de ervaring van het bedrijf en haar objectieven. Als voorbeeld kan de behoefte aan werkkapitaal gegeven worden of de mening van het management, wat de voorkeur van de aandeelhouders is (Lintner, 1956).

De resultaten van Lintner (1956) werden herhaaldelijk bevestigd door ondermeer Fama en Babiak (1968), Fama (1974) en Baker en Powell (1999).

Op de Belgische markt vonden Cobbaut (1969), De Doncker (1972) en Robe (1990) dat het model van Lintner (1956) het dividendbeleid van Belgische ondernemingen goed verklaarde. Waem en Van Uytbergen (1998) stelden de resultaten enigszins bij. Zij stelden vast dat bij beursgenoteerde en grote bedrijven de winst van het boekjaar amper een rol speelt bij de bepaling van het dividend van het boekjaar. Deze ondernemingen keren een stabiel en stijgend dividend uit zonder rekening te houden met de winst van het boekjaar (Laveren et al., 2009).

3.3 Andere determinanten van dividendpolitiek

3.3.1 Sector

Baker en Powell (1999) concludeerden dat nutsbedrijven, zoals gas- en elektriciteitsbedrijven, een hoge dividenduitkeringsratio hebben. Dit trekt aandeelhouders aan die een voorspelbaar huidig inkomen prefereren tegenover toekomstig inkomen. Deze bedrijven gaven ook blijk van een grote voorkeur om dividenden uit te betalen i.p.v. risicovolle investeringen te ondernemen. De nutsbedrijven verschilden hierin t.o.v. de productiebedrijven en de groot- en

detailhandel. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat nutsbedrijven een behoud van kapitaalstructuur voor ogen hebben. Bijna drie vierde van de nutsbedrijven hadden een doeluitkeringsratio. Dit tegenover de helft bij de productiebedrijven en de handelsbedrijven. Het verschil neemt wel af naarmate de tijd. Dit kan verklaard worden door andere regels en wetgeving waardoor de dividendpolitiek wordt beïnvloed. De auteurs signaleren ook een significant verschil in de persoon die de dividendbeslissing neemt. Bij de productie- en de handelsbedrijven neemt in de eerste plaats de *chief executive officer* (CEO) de beslissing en op de tweede plaats de *chief financial officer* (CFO). Bij de nutsbedrijven was de CFO de meest invloedrijke en daarna pas de CEO (Baker & Powell, 1999).

3.3.2 Grootte

Algemeen kan gesteld worden dat grotere bedrijven een vlotte en snelle toegang hebben tot de kapitaalmarkt en leningen kunnen afsluiten onder goede voorwaarden. De grootte van bedrijven speelt daardoor een rol bij het uitbetalen van dividenden (Holder et al, 1998).

De bedrijven die kiezen voor een dividend zijn meestal groter dan bedrijven die ervoor kiezen geen dividend uit te keren. Fama en French (2001) onderzochten dit op de Amerikaanse markt voor de periode 1963-1967 en concludeerden dat de activa van de dividendbetalers acht keer de waarde was van de bedrijven die geen dividend uitkeerden. Grotere bedrijven hebben een grotere waarschijnlijkheid om dividenden uit te betalen (Fama & French, 2001).

3.3.3 Aandeelhoudersstructuur

Rozeff (1982) stelde vast dat wanneer managers slechts een beperkt tot geen deel van het eigen vermogen aanhouden en/of het kapitaal verdeeld is over een groot aantal externe aandeelhouders, de dividenduitkeringratio stijgt. Dit moet gekaderd worden in de principaal-agent theorie waar aandeelhouders een gebrek aan controle en dus ook informatie hebben over de onderneming. Een grote controlerende aandeelhouder kan toezicht houden op het management en zo zijn er bijgevolg minder agentkosten. Toch moet opgemerkt worden dat het dividendbeleid dan sterk afhangt van de voorkeur van deze aandeelhouder. Zo zal deze aandeelhouder bij gunstige belastingen op dividenden kiezen voor een grote dividenduitkering en omgekeerd (Pérez-Gonzalez, 2003). Een andere belangrijke opmerking is dat de controlerende aandeelhouder niet altijd handelt in het voordeel van de andere kleinere aandeelhouders. Zo kan de grote aandeelhouder niet altijd gestimuleerd worden om controle te doen doordat hij niet de volledige 100% van de winsten kan innen. Een tweede valkuil is dat de controlerende aandeelhouder zijn macht gaat misbruiken om zijn persoonlijke positie te verbeteren ten kosten van andere kleinere aandeelhouders. Hij kan bijvoorbeeld het management overtuigen om goederen aan een lage prijs te verkopen aan een onderneming waarvan hij ook de eigenaar is. Door deze winstverschuiving hebben de kleinere aandeelhouders recht op een kleiner deel van de winst (Hart, 1995).

3.3.4 Fase van het bedrijf

Bedrijven die geen grote groei kennen staan normaal onder druk om hun overschot aan kasstroom uit te betalen als dividend aan de aandeelhouders. Daardoor hebben de managers minder de kans om dit te investeren in inefficiënte en niet rendabele projecten. Bedrijven die wel een grote groei kennen zullen weinig vrije kasstromen ter beschikking hebben omdat ze constant investeringen moeten doen (Jensen, 1986). Toch is het bewijs hier tegenstrijdig. Zo argumenteren Gupta en Banga (2010) dat bedrijven die groeien en meer winst maken, stijgende dividenden uitkeren om de aandeelhouders tevreden te houden. Toch moet er opgemerkt worden dat er voldoende kasstromen en liquiditeit in het bedrijf gehouden wordt. Indien er een nood aan liquiditeit is, zal het bedrijf zijn uitkeringsratio terugschroeven (Gupta & Banga, 2010).

3.3.5 Financiële structuur

Bedrijven die eigen reserves gebruiken als financieringsbron i.p.v. extern kapitaal kunnen een hoger dividend uitbetalen. Bedrijven met veel schulden hebben logischerwijze ook hoge interestkosten en zullen bijgevolg minder dividenden kunnen uitkeren. Er bestaat dus een negatieve relatie tussen dividenduitkering en schuldgraad (Gupta & Banga, 2010).

3.3.6 Transactiekosten

Bij de irrelevantietheorie van Modigliani en Miller (1961) werd nog abstractie gemaakt van deze kosten. Als bedrijven hun uitkeringsratio laten stijgen, zullen de agentkosten, zoals al eerder vermeld, dalen. Toch moet opgemerkt worden dat dit gepaard gaat met nood aan nieuw extern kapitaal. Hiermee zijn transactiekosten verbonden. De optimale afweging van deze twee kosten bepaalt het optimale dividendbeleid (Rozeff, 1982). Bedrijven die in hun groei zitten gaan daarom weinig dividenden uitkeren om de transactiekosten zo laag mogelijk te houden (Holder et al., 1998).

Hoofdstuk 4: De informatiewaarde van dividendpolitiek

4.1 Inleiding

In de perfecte kapitaalmarkt van Modigliani en Miller (1961) is er van asymmetrische informatie geen sprake omdat de investeerders en beleggers toegang hebben tot alle relevante informatie. In realiteit is dit echter niet zo. Interne informatie is vaak niet makkelijk beschikbaar en vergt meestal een hoge kostprijs om deze in handen te krijgen (Booth & Chang, 2011).

Ondernemingen sturen met hun dividendpolitiek verschillende signalen naar de kapitaalmarkt. Beleggers en investeerders interpreteren deze informatie en reageren hierop (Booth & Chang, 2011). De markt interpreteert onverwachte dividendwijzigingen als een signaal over toekomstige prestaties van het bedrijf (Baker & Powell, 1999). Algemeen wordt gesteld dat een stijging van het dividend een positief signaal geeft en een daling van het dividend een negatief signaal verstuurt naar de kapitaalmarkt (Michaely & Allen, 1995). Doordat beleggers en investeerders niet alle informatie verkrijgen, blijft er een informatiekloof bestaan. Deze kloof kan gedefinieerd worden als de asymmetrische informatie tussen managers en aandeelhouders. De kloof ontstaat wanneer managers over superieure informatie beschikken, zoals de huidige en toekomstige handelingen van de onderneming, en aandeelhouders deze informatie niet kennen (Booth & Chang, 2011).

4.2 Bedrijfsinformatie

De financiële manager van het bedrijf moet er steeds op toezien welke informatie naar de kapitaalmarkt verstuurd wordt. Door een toevoer van informatie daalt de onzekerheid in de markt en dit kan leiden tot een vermindering van de kapitaalkost van de onderneming. Deze informatieverspreiding kan via verschillende manieren de kapitaalmarkt bereiken. Een markt kan efficiënt genoemd worden als de prijzen van de aandelen de aanwezige en relevante informatie correct weergeven (Laveren et al., 2009).

4.2.1 Verplichte informatie

Belgische vennootschappen die genoteerd staan op de beurs hebben verschillende wettelijke verplichtingen betreffende het openbaar maken van bedrijfsinformatie.

Zo dient er elk boekjaar een jaarrekening, een jaarverslag en een controleverslag neergelegd te worden (art. 95, 98 en 143 W. Venn.). De jaarrekening bestaat uit de balans, de resultatenrekening en de toelichting (art. 92, §1 W. Venn.). In het jaarverslag geven de bestuurders rekenschap van hun beleid en het controleverslag, dat wordt opgesteld door een commissaris, geeft een opinie over het getrouw beeld van de financiële staten van de onderneming (art. 95, 142, W. Venn.). De commissaris zal in zijn verslag controleren of de winstbestemming in overeenstemming is met de statuten en met Wetboek van

Vennootschappen (art. 144, 7° W. Venn.). Deze bedrijfsinformatie moet binnen de zes maanden na afsluitingsdatum worden goedgekeurd door de algemene vergadering (art. 92 W. Venn.). Hierna hebben de bestuurders dertig dagen de tijd om de jaarrekening, het jaarverslag en het controleverslag neer te leggen bij de Nationale Bank van België (art. 98 W. Venn.). Op deze manier heeft iedereen toegang tot deze informatie.

Vennootschappen die genoteerd staan op de Euronext Brussel hebben ook periodieke informatieverplichtingen (Koninklijk Besluit van 14 november 2007). Zo moeten deze vennootschappen een halfjaarlijks verslag opstellen. Dit verslag omvat een halfjaarlijks financieel overzicht, een tussentijds jaarverslag en een verklaring van de verantwoordelijke personen van het bedrijf (art. 13, §2 K.B. 14 november 2007).

Het Koninklijk Besluit van 14 november 2007 voorziet ook in de plicht om occasionele informatie te verstrekken. Deze verplichtingen zijn onder meer het onmiddellijk bekend maken van informatie om de transparantie, de integriteit en de goede werking van de markt te verzekeren. Deze informatie moet getrouw, nauwkeurig en oprecht zijn (art. 5 K.B. 14 november 2007). Informatie die zo snel mogelijk openbaar gemaakt moet worden is onder meer de plaats, de datum en de agenda van de algemene vergadering en de manier waarop de aandeelhouders hieraan kunnen deelnemen. Ook de wijzigingen in dividenden moeten zo snel mogelijk bekend gemaakt worden (art. 7, §2, 2° en 4 K.B. 14 november 2007).

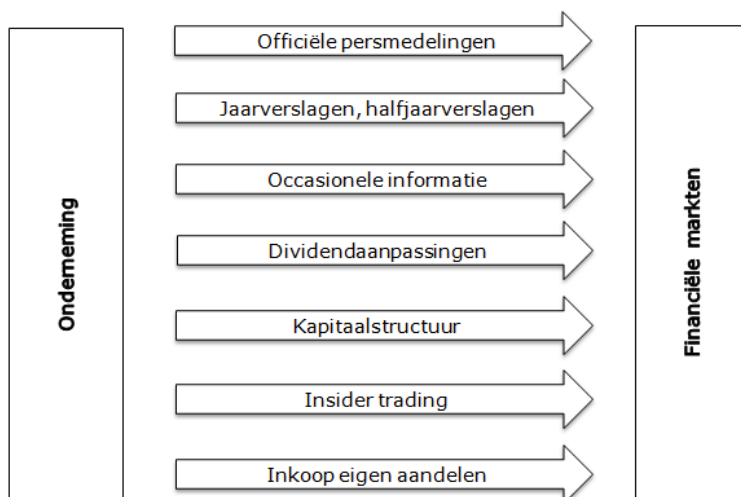
Niet alleen op het niveau van het bedrijf kan informatie verkregen worden. Op de beurs zelf krijgen aandeelhouders en beleggers een ruim inzicht in welke personen aandelen hebben gekocht of verkocht en tegen welke prijs ze dit gedaan hebben. Hierbij wordt een transparante markt verwacht. Om deze transparantie te bevorderen zijn er verschillende maatregelen wettelijk verankerd, waaronder de meldingsplicht van aandelenpakketten per schijf van 5% (Laveren, 2009; art. 6 Wet van 2 mei 2007).

4.2.2 Vrijwillige informatieverstrekking

De verstrekking van vrijwillige informatie is de bewuste keuze van het bedrijf om bijkomende informatie te verschaffen in de jaarverslagen, zonder dat deze informatie wettelijk verplicht is (Gray, Meek & Roberts, 1995). Als ondernemingen vrijwillig informatie de markt insturen doen ze dit meestal in officiële persmededelingen of toespraken. De onderneming verstuurt ook nog signalen langs een heel deel andere kanalen. Dit wordt verhelderd door figuur 2 (Laveren et al. 2009).

Er zijn verschillende factoren die aangehaald worden waarom bedrijven vrijwillig informatie de markt insturen. De belangrijkste factor is de grootte van het bedrijf (Gray et al., 1995). Grotere bedrijven sturen meer vrijwillige informatie naar de kapitaalmarkt dan kleine bedrijven. De kosten van de verstrekking van deze informatie is voor grote bedrijven laag en

door hun grotere complexiteit en verscheidenheid aan aandeelhouders is er een grotere nood aan deze bijkomende informatie (Foster, 1986). Zoals al eerder aangehaald hebben grotere bedrijven ook hogere agentkosten. De informatieverstrekking zorgt ervoor dat deze kosten gaan dalen (Rozeff, 1982). Een tweede factor is de internationale notatie op de beurs. Deze bedrijven hebben meer druk van de kapitaalmarkt voor het verschaffen van vrijwillige informatie dan bedrijven die enkel in eigen land genoteerd staan (Gray et al., 1995). Volgens Foster (1986) bleek ook winstgevendheid een grote rol te spelen. Deze bedrijven hebben prikkels om hun te onderscheiden van niet winstgevende bedrijven en gaan hierdoor meer vrijwillige informatie naar buiten sturen. De verschillen in industriesector spelen ook een rol. Zo stelde Verrecchia (1983) dat chemische bedrijven meer vrijwillige informatie gaven dan de andere bedrijven in de markt. Dit om informatie te geven over hun producten en hun programma's in onderzoek en ontwikkeling. De motivatie bij de meeste bedrijven om extra vrijwillige informatie te geven, is het verlangen om hun kapitaalkost te laten dalen. Deze aanvullende informatie vermindert de onzekerheid van de investeerders over de kwaliteit van het bedrijf en de toekomstige winsten. Hierdoor daalt het informatierisico en zullen investeerders een lager rendement accepteren waardoor de kapitaalkost gaat dalen (Gray et al., 1995). Vrijwillige informatieverstrekking doet ook de interestkosten van een bedrijf dalen. Kim, Simunic, Stein en Yi (2011) toonden in een Koreaans onderzoek aan dat de interest kost van private bedrijven significant lager lag wanneer de bedrijven vrijwillig een audit lieten doen.



Figuur 2: Mogelijke informatiestromen tussen een onderneming en financiële markten (Bron: Laveren et al., 2009).

4.3 Efficiënte financiële markten

In een efficiënte kapitaalmarkt passen de prijzen van aandelen zich zeer snel aan en reflecteren zij alle gepubliceerde en beschikbare informatie. Fama (1970) was één van de

eersten die dit definieerde: "A market in which prices always fully reflect available information is called efficient" (p. 383).

Fama (1970) onderscheidt drie vormen van marktefficiëntie. De zwakke vorm van efficiëntie stelt dat alle informatie betreffende historische prijzen en rendementen in de marktprijs vervat zijn. De halfsterke vorm, waarin de zwakke vorm vervat zit, voegt de publieke informatie toe die ook onmiddellijk in de prijs vervat zit. In de sterke vorm reflecteren aandelenprijzen alle publieke en private informatie (Fama, 1970).

In een efficiënte aandelenmarkt is het onmogelijk voor een belegger om abnormale rendementen te behalen, zonder daarvoor een abnormaal hoger risico te trotseren. Aandelenprijzen veranderen dus enkel toevallig en maken marktvoorspellingen onmogelijk. Enkel wanneer de aandelenprijzen erin falen om rationele voorspellingen te reflecteren en wanneer de kapitaalmarkt op constant niveau gaat over- of onderreageren, kunnen er abnormale rendementen behaald worden (Malkiel, 2005). Malkiel (2005) stelt dat het bewijs verzameld over de afgelopen dertig jaar hem zekerder maakt dan ooit dat aandelenmarkten opvallend efficiënt zijn. Hij stelt voor dat alle investeerders en institutionele beleggers het beste investeren in een goed gediversifieerde portefeuille van aandelen omdat op deze manier het risico verkleind wordt en het hoogste rendement kan behaald worden (Malkiel, 2005).

De drie verschillende vormen zijn meermaals getest in de wetenschappelijke literatuur. Vooral bij de zwakke vorm werden veel empirische resultaten gevonden die het bestaan ervan erkende. Fama (1965) onderzocht de zwakke vorm op de Amerikaanse markt. Hij testte of de historische rendementen de actuele rendementen konden voorspellen. De samenhang tussen deze twee rendementen was zo verwaarloosbaar klein dat dit de zwakke vorm van marktefficiëntie ondersteunt. Geen abnormale rendementen konden behaald worden door enkel te kijken naar historische rendementen (Fama, 1970). De halfsterke vorm en sterke vorm kenden in de literatuur zijn voor- en tegenstanders. Pettit (1972) toonde aan dat dividendaankondigingen snel in de prijs vervat zitten en daarmee de halfsterke vorm van marktefficiëntie ondersteunen. Toch merkte hij op dat er voor de datum van aankondiging abnormale rendementen kunnen behaald worden door insiders die over geheime informatie beschikken. Andere voorbeelden van gevallen waar ook abnormale rendementen behaald kunnen worden zijn: het januari-effect (Moosa, 2007) en bij beursintroducties (Barth, page & Jahera, 1999). Omdat deze voorbeelden ons te ver zouden leiden worden ze niet apart besproken.

4.4 De signaalwaarde van dividendpolitiek

4.4.1 De informatiehypothese

De hypothese van de informatiewaarde van het dividend gaat uit van een informatie-imperfecte kapitaalmarkt waarin de aankondiging van een dividendwijziging wordt opgevat als

een signaal over toekomstige winstontwikkeling. Een aangekondigde stijging van het dividend zorgt ervoor dat beleggers positief reageren wat als gevolg heeft dat de beurskoers gaat stijgen. Een daling van het dividend heeft het tegenovergestelde effect en veroorzaakt een koersdaling (Van Der Sar, 2008). Bedrijven kunnen dus met behulp van hun dividendpolitiek signalen sturen naar de kapitaalmarkt. De asymmetrische informatiekloof tussen beleggers en bedrijven wordt hierdoor verkleind (Booth & Chang, 2011).

Het empirisch onderzoek dat omtrent dit gebied is onderzocht, richt zich op de veronderstelling dat de uitvoerende leidinggevenden van de onderneming informatie bezitten over huidige en toekomstige winsten die niet beschikbaar is voor beleggers. De informatiehypothese kan opgesplitst worden in twee deelhypoteses. De eerste deelhypothese die getest wordt is de koersreactie bij aankondiging van een wijziging van het dividend waarbij het rendement en de wijziging positief met elkaar gecorreleerd moeten zijn. De tweede deelhypothese is dat de winstontwikkeling zich in dezelfde richting ontwikkelt als de dividendverandering (Van der Sar, 2008).

4.4.2 Globaal Empirisch bewijs

Lintner (1956) gaf het eerste bewijs dat dividenden van grote bedrijven een signaal geven aan de kapitaalmarkt. Dividenden werden bepaald door huidige, toekomstige en afgelopen winsten. Zo stelde hij dat bedrijven hun dividend pas verhogen wanneer er een hoge kans bestaat dat ze dit in de verdere jaren kunnen aanhouden. Bedrijven laten hun dividend enkel zakken wanneer het management er zeker van is dat de huidige en toekomstige inkomsten niet voldoende zijn om het bestaande dividendbeleid te ondersteunen (Lintner, 1956). Toch moet er opgemerkt worden dat dit ook voor een groot deel afhangt van de informatie die aanwezig is op de kapitaalmarkt omtrent de toekomstige winsten. Hoe groter de mate dat de winst, die gerapporteerd wordt, iets zegt over de lange termijn winst en de mate waarin de openbare verklaringen van het management nauwkeurig en verhelderend zijn, hoe minder het informatiegehalte van dividendwijzigingen zal zijn (Pettit, 1972).

Pettit (1972) gaf ook een bewijs van de informatiewaarde van dividenden. Hij stelde vast dat de Amerikaanse markt wel degelijk reageerde op dividendveranderingen. Pettit (1972) brengt twee belangrijke conclusies naar voren. Een eerste conclusie is dat wanneer de informatie, die achter de aankondiging schuil gaat, op een andere manier naar de kapitaalmarkt kan doorstromen er een bredere mogelijkheid ligt in de financiering van het bedrijf. Een tweede belangrijk besluit is dat de informatiestroom met behulp van dividenden inefficiënt werkt. Het toestaan of stimuleren van de publicatie van de verwachtingen van managers, zal voor minder onzekerheid zorgen dan de informatiestroom door dividenden. Pettit (1972) wijst er ook op dat de markten efficiënt werken doordat de aankondiging van een dividendverandering snel in de prijs vervat zit (Pettit, 1972).

Volgens Bhattacharya (1979) streeft een onderneming een zekere dividendpolitiek na. Een onderneming geeft enkel een hoge dividenduitkering wanneer ze geïnvesteerd heeft in een winstgevend project. Hierdoor geeft de onderneming een positief signaal naar de kapitaalmarkt over toekomstige prestaties. Bhattacharya (1979) wijst erop dat een onderneming enkel een dividend uitkeert bij een overschot aan kasstroom. Hierdoor hoeft de onderneming geen extern kapitaal op de kapitaalmarkt te zoeken, waardoor de bijhorende transactiekosten vermeden worden. Dit is in tegenstelling met de theorie van de agentkosten die eerder besproken is. Voor een onderneming met een slecht project is dit zeker niet de moeite, aangezien de onderneming dan beroep moet doen op extern kapitaal met hoge transactiekosten (Bhattacharya, 1979). Toch is er wat kritiek op de theorie van Bhattacharya en kon de inkoop van eigen aandelen volgens deze theorie als een perfect substituuut gezien worden (Allen & Michaely, 2002).

Volgens Ahorny en Swary (1980) kunnen bedrijven op twee manieren informatie naar de kapitaalmarkt sturen over toekomstige financiële prestaties. Dit kan volgens de bekendgemaakte resultaten en door het uitkeren van een dividend. Omdat dividenduitkeringen de beslissingen zijn van het management geven deze minder dubbelzinnige informatie dan het bekendgemaakte resultaat. In hun Amerikaans onderzoek vonden ze een positieve reactie van de kapitaalmarkt op aankondigingen van een stijging van het dividend en een negatieve reactie bij een daling van het dividend. Hierbij werd ook gecontroleerd voor gelijktijdige aankondigingen van de winst. Er werd bewijs gevonden dat dividenddalingen een sterker effect hadden op de aandelenkoers dan dividendstijgingen. Doordat de aankondigingen snel in de prijs vervat zitten, zijn deze bevindingen in consistentie met de halfsterke vorm van marktefficiënte (Ahorny en Swary, 1980).

Van Eaton (1999) deed een studie op de Amerikaanse aandelenmarkt voor de periode 1971-1990. Voor de periode van aankondiging van dividendveranderingen werd gekozen voor de dag voor de aankondiging tot de dag na de aankondiging. Bij dividendinitiaties en dividendoenamen werd een gemiddelde abnormaal rendement van de beurskoers gevonden van respectievelijk 3,3% en 1,9%. Bij dividendafname en dividendomissies was de verandering respectievelijk -6% en -6,5% (Van Eaton, 1999). De impact op dividenddalingen is forser dan deze op dividendstijgingen. Dit kan worden toegewezen aan het feit dat men niet zo snel overgaat tot een vermindering van het dividend en als dit wel zo is, zal de aanpassing ook forser zijn (Van Der Sar, 2008).

In een Amerikaans onderzoek van Healy en Palepu (1988) werden gelijkaardige resultaten gevonden. Healy en Palepu (1988) onderzochten voor de periode 1969-1980, 131 bedrijven die voor het eerst in tien jaar een dividend uitbetaalden en 172 bedrijven die voor het eerst in tien jaar geen dividend uitbetaalden. De testperiode om de abnormale rendementen te

berekenen bedroeg 60 dagen voor de aankondiging en 20 dagen na de aankondiging. Healy en Palepu (1988) kwamen tot vier belangrijke conclusies. De eerste conclusie was dat voor de bedrijven met een dividendinitiatie er de afgelopen vijf jaar, voor de initiatie, een significante stijgende winst gemaakt werd. Bij de dividendomissies was dit een dalend verlies in de twee jaren voor de aankondiging. Een tweede belangrijke conclusie was dat bedrijven met een initiatie van het dividend een significante stijging van de winst kenden in het jaar van aankondiging en de twee volgende jaren hierop volgend. Bedrijven met een dividendomissie kenden een herstel van de winst van het volgende boekjaar. Dit gaat tegen de conventionele theorie in maar kan verklaard worden vanuit een ander perspectief. Een verklaring van dit verschijnsel wordt gegeven in sectie 4.4.4. Een derde conclusie die Healy en Palepu (1988) vaststelden was dat de abnormale beursreacties van de dividendwijzigingen gecorreleerd waren met winstwijzigingen in het jaar van aankondiging en het jaar daarop volgend. Deze relatie werd zelfs gevonden wanneer er gecontroleerd werd voor eerdere winstwijzigingen en voor informatie die al in de markt zat bij aankondiging van de dividendwijziging. Hierdoor vonden ze een bewijs dat dividenden wel degelijk informatie bevatten over toekomstige winsten. Als laatste conclusie stelden zij vast dat de marktreactie van winstwijzigingen minder dan normaal is in het jaar volgend op de aankondiging van een initiatie van het dividend en vijf jaar na een weglating van het dividend. Dit is consistent met de hypothese dat dividendinitiaties en omissies informatie bevatten over toekomstige winsten en dat deze informatie al in de markt zit op het tijdstip van de volgende aankondiging (Healy & Palepu, 1988).

De informatiehypothese werd ook uitvoerig getest op andere grote markten. Zo onderzocht Easton (1991) dit op de Australische markt. Kenmerkend aan deze markt is dat winstbekendmakingen en dividendaankondigingen gelijktijdig gebeuren. Easton onderzocht en vond bewijs van het bestaan van een interactie-effect tussen deze twee aankondigingen waar er maximum tien dagen verschil zat. De twee verschillende aankondigingen bevatten dus beide informatie over toekomstige winsten (Easton, 1991).

Abeyratna, Lonie, Power en Sinclair (1996) onderzochten de dividendaankondigingen en winstaankondigingen in het Verenigd Koninkrijk. Hiervoor werden 617 bedrijven getest in de periode januari-juni van het jaar 1991. Ook in deze markt worden winsten en dividendaankondigingen meestal rond hetzelfde tijdstip bekendgemaakt. Daarom werden deze twee aankondigingen samen onderzocht. Bij bedrijven met een stijgende winst en een gunstig dividend werden abnormale rendementen opgemerkt. De omgekeerde situatie geldt eveneens bij bedrijven met een dalende winst en een ongunstig dalend dividend. Deze kende een significante daling van de aandelenkoers. Wanneer de bedrijven tegenstrijdige resultaten gaven omtrent dividendaankondigingen en winstbekendmaking, werd het negatieve signaal gecompenseerd door het positieve signaal (Abeyratna et al., 1996).

Fukuda (2000) testte de informatiehypothese op de Japanse markt. Hij onderzocht 348 dividendwijzigingen voor de periode 1990-1994. Hij onderzocht de relatie tussen dividendwijzigingen en de daarop volgende wijzigingen in de winst. Fukuda (2000) vond weinig empirisch bewijs dat de signaalhypothese bevestigde. Bedrijven met een dividendstijging hebben een significante winststijging in het jaar van aankondiging en van het voorafgaande jaar, maar het jaar na de aankondiging ervaren ze een winstdaling. Voor een daling van het dividend vond Fukuda (2000) dat de winsten in dalende trend bleven voor het jaar na de aankondiging om dan te stijgen in het tweede jaar volgend op de aankondiging. Dit wordt ook wel het *rebound* effect genoemd, wat eerder al werd aangetoond door Healy en Palepu (1988) en Benartzi, Michaely en Thaler (1997). Het algemeen besluit van Fukuda (2000) was dat een verandering in de dividendumuitkering een keerpunt betekende voor de winst van de volgende jaren. Een verklaring hiervoor is volgens Fukuda (2000) het overdreven pessimistisch of overoptimistisch gedrag van managers. In een tweede luik van zijn onderzoek onderzocht Fukuda (2000) of dividendwijzigingen zorgden voor abnormale rendementen op de beurs. Significante positieve rendementen werden gevonden bij stijgingen van het dividend en bij initiaties. En significante negatieve rendementen werden gevonden bij dalingen van het dividend en omissies. Dit is wel consistent en conform de signaalhypothese dat beleggers stijgingen van het dividend en initiaties als goed nieuws beoordelen en een dividenddaling en weglating als slechts nieuws interpreteren (Fukuda, 2000).

Dasilas en Leventis (2011) vonden significant bewijs voor de informatiehypothese van cashdividenden op de aandelenmarkt in Griekenland. Er werden zorgvuldig 231 dividendwijzigingen uitgekozen, voor de periode 2000-2004, van bedrijven die genoteerd stonden op de *Athens Stock exchange*. De periode van aankondiging bedroeg drie dagen ($t = -1, 0, 1$), waarop de aankondiging gebeurde op tijdstip 0. Abnormale rendementen werden gevonden in deze periode en dus kon er geconcludeerd worden de Griekse aandelenmarkt snel reageert op nieuwe publieke informatie die vervat zit in dividendaankondigingen. Dit is in consistentie met de halfsterke vorm van marktefficiëntie (Dasilas & Leventis, 2011).

In Noorwegen werd een onderzoek gevoerd door Capstaff, Klaeboe en Marshall (2004). Voor de periode 1993-1998 werden 156 dividendwijzigingen onderzocht van 64 bedrijven die genoteerd stonden op de *Oslo Stock Exchange*. De periode van aankondiging van de studie bedroeg 21 dagen ($t = -10, 0, 10$), waarop de aankondiging gebeurde op tijdstip 0. Zowel positieve als negatieve abnormale rendementen werden gevonden voor de Noorse markt en dit is conform met de signaaltheorie van dividenden. Toch werd er geen bewijs gevonden dat ook de kasstroom van de onderneming in stijgende of dalende lijn gaat na een dividendstijging of daling. De kasstroom theorie van Jensen (1986), die eerder al vermeld is, werd hierdoor niet ondersteund (Capstaff et al, 2004).

4.4.3 Informatiewaarde van een stijgend dividend

Investerders hebben een goede reden om dividendwijzigingen te interpreteren als een verandering van het beeld van het management over toekomstige winsten. Een dividendstijging wijst op een optimistische kijk van het management. Het management verhoogt het dividend enkel wanneer zij ervan overtuigd zijn dat toekomstige winsten voldoende zijn om te blijven voldoen aan de dividendstijging. Investerders interpreteren een stijging van het dividend als positief omdat zij de indruk hebben dat het goed gaat met de bedrijfsactiviteiten en het bedrijf op deze weg zal doorgaan. Investerders verwachten dus dat de operationele basisstructuur en de financiële prestaties behouden blijven (Jensen, Lundstrum & Miller, 2010; Healy & Palepu, 1988).

Toch bevat een dividendwijziging niet altijd informatie over toekomstige winstenwijzigingen. Koch en Sun (2004) vinden een bewijs dat dividendveranderingen enkel informatie bevatten over wijzigingen van afgelopen winsten en dus niet over toekomstige winsten. Zij stellen dat een dividendstijging impliceert dat een stijging van de afgelopen winsten niet zal dalen voor toekomstige periodes, maar ook niet automatisch mee gaat stijgen met de toekomstige winsten (Koch & Sun, 2004).

Benartzi et al. (1997) vonden gelijkaardige bewijzen. Zij onderzochten de hypothese of dividendwijzigingen informatie bevatten over toekomstige winsten en vonden maar een beperkt bewijs hiervoor. Bedrijven die hun dividend lieten toenemen hebben een significante toename van de winst ervaren op de tijdstippen -1 en 0, maar toonden hierna geen significante winststijgingen. Consistent met Lintner (1956) vonden zij dat bedrijven die hun dividend verhoogden een kleinere kans hebben dan bedrijven die hun dividend niet veranderden, om een daling te ervaren van toekomstige winsten. Dus hun stijging van de afgelopen winsten kan als permanent beschouwd worden (Benartzi et al., 1997). Een overzicht van deze theorieën wordt weergegeven in tabel 4.1.

TABEL 4.1: Overzicht theorieën dividend stijging		
	Conventionele theorie	Tegenhangers
Dividend stijging	Gunstige visie over toekomstige prestaties (Healy & Palepu, 1988).	Stijging afgelopen winsten maar niet van toekomstige winsten (Koch & Sun, 2004).

Als een stijging van het dividend gekaderd wordt in de principaal-agent theorie wordt een positief verband gezien tussen een dividendstijging en de interpretatie van de beleggers. Het bedrijf heeft een tekort aan winstgevendende investeringsprojecten en kiest er daarom voor om zijn winst uit te keren. Dit wordt dan als positief nieuws onthaald door de aandeelhouders (Leftwich & Zmijewski, 1994).

4.4.4 Informatiewaarde van een dalend dividend

Dividendverminderingen worden vaak gezien als een laatste redmiddel voor bedrijfsleiders. Deze bedrijfsleiders staan zeer weigerachtig tot een vermindering van het dividend, omdat dit signalen naar de markt stuurt over de pessimistische kijk op toekomstige prestaties door het management. Een dividenddaling geeft dus de indruk dat het bedrijf financiële problemen heeft die niet snel zullen veranderen in de toekomst (Jensen et al., 2010). Leftwich en Zmijewski (1994) zien een daling van het dividend als een serieuze verslechtering van de bedrijfsvooruitzichten op lange termijn. Het negatieve abnormale rendement van een dividenddaling was in het verleden al meermaals bewezen door ondermeer Pettit (1972), Aharony en Swary (1980) en Michaely et al. (1995) met respectievelijk een abnormaal rendement van -6,32%, -3,29% en -7% op de beurskoers.

In de literatuur zijn er ook veel aanwijzingen gevonden die tegen het conventionele beeld van dividendsignalering ingaat. Healy en Palepu (1988) en Benartzi et al (1997) stelden vast dat een dividenddaling een positieve reactie heeft op de toekomstige winst. Healy en Palepu (1988) vinden het toch raadselachtig dat bedrijven voor een winststijging het dividend weglaten. Vooral omdat de markt zo negatief reageert op een dividenddaling. Benartzi et al (1997) stellen dat als winsten zich herstellen na een dividenddaling er een positief effect zou moeten optreden op de markt in plaats van een negatief effect. Toch moet dit fenomeen vanuit een ander perspectief verklaard worden.

Myers (1977) stelt dat de waarde van een bedrijf van twee dingen afhangt: de activa van een onderneming en de groeimogelijkheden van een bedrijf die gemeten worden vanuit de investeringsopportuniteiten die het bedrijf heeft (Myers, 1977). Een motief om een dividend te verlagen is dat bedrijven meer flexibiliteit willen hebben op financieel vlak. Ze zullen niet meer investeren in groeiopties en hier zullen beleggers dan negatief op reageren. De waarde van toekomstige investeringen zullen dalen en dat vertaalt zich dan in een daling van de koers van het aandeel (Stepanyan, 2009; Jensen et al., 2010). Yoon en Starks (2005) toonden aan dat dividendverminderingen samengaan met verminderingen in de kapitaaluitgaven voor de komende drie jaren. Myers (1977) wijst er ook op dat er vele kosten verbonden zijn met het investeren in groeiopties en dat de inkomende kasstromen volgend op de investering uitgesteld zijn. Door het ontlopen van deze kosten wordt er meer winst gemaakt op korte termijn maar worden op lange termijn ook minder inkomende kasstromen gegenereerd (Jensen et al., 2010).

Bedrijven die hun dividend laten dalen en groeimogelijkheden niet benutten hebben vaak een vermindering in personeel, een uitgavenvermindering in onderzoek en ontwikkeling en een daling van de aankoop van vaste activa. De stijging van de winst in het volgende jaar is te wijten aan deze kostenbesparingen. De heropleving in de markt bleek geen oorzaak te zijn van de gestegen winst, aangezien een daling van verkopen werd waargenomen zowel voor als

na de aankondiging. Investeerders reageren vooral negatief op dit nieuws en dit is te wijten aan de lange termijn implicaties van niet te investeren in groeimogelijkheden. Verder moet er opgemerkt worden dat investeerders wel positief reageren op herstructureringen (Jensen et al., 2010). Een overzicht van deze theorieën wordt weergegeven in tabel 4.2.

TABEL 4.2: Overzicht theorieën dividend daling		
	Conventionele theorie	Tegenhangers
Dividend daling	Pessimistische kijk naar de toekomst toe en financiële problemen (Leftwich en Zmijewski, 1994).	Winst stijging op korte termijn (Myers, 1977; Healy & Palepu, 1988). Meer financiële flexibiliteit (Stepanyan, 2009).

Hoofdstuk 5: Casussen

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden vier Belgische beursgenoteerde bedrijven besproken. Centraal staan de dividendpolitiek en de dividendaankondigingen van deze vier bedrijven. Net zoals in Australië en het Verenigd Koninkrijk worden resultaat- en dividendaankondigingen in België gelijktijdig de markt ingestuurd. Het gaat hier voornamelijk om de geconsolideerde resultaten. De enkelvoudige resultaten weten de beleggers meestal pas later. Belangrijk bij aankondigingen van resultaten is of deze verwacht worden in de markt of niet. Een onverwachte wijziging van het resultaat is namelijk nieuwe informatie die de markt ingestuurd wordt. Op de dag van aankondiging wordt voor het eerst een voorstel gedaan over het jaardividend van het boekjaar. Beleggers kennen op dit moment pas de totale dividendgrootte. De goedkeuring van de algemene vergadering van de aandeelhouders betreffende het dividend, gebeurt pas een tijd later. Het meest positieve signaal dat de markt ingestuurd kan worden, is een stijging van het dividend en een resultaat dat beter is dan verwacht. Het meest negatieve signaal is een daling van het dividend en een resultaat dat slechter is dan verwacht. In twee van de vier casussen geven we een voorbeeld van een positief signaal waarbij de beurskoers stijgt. In de andere twee gevallen wordt een voorbeeld gegeven van een negatief signaal waarbij de beurskoers daalt. De aandelen kunnen verder opgedeeld worden in cyclische en niet-cyclische aandelen. Onderstaand schema vat dit samen.

	Cyclische aandelen	Niet-cyclische aandelen
Positief signaal	Bekaert	AB Inbev
Negatief signaal	Umicore	Colruyt

Figuur 3: Overzicht casussen

5.2 Umicore

Umicore is een Belgisch metaalbedrijf dat is opgericht in 1805 door Jean Dony. In de afgelopen 200 jaar is het bedrijf uitgegroeid tot een multinationale onderneming met maar liefst 14 000 werknemers wereldwijd. Door de overname van het Amerikaanse Precious Metal Groups (PMG) legde Umicore zich ook toe op de automobiellindustrie en meer bepaald op het produceren van katalysatoren. Uit de combinatie van de zinkactiviteiten van Umicore en de

activiteiten van het Australische Zinifex groeide in 2007 het bedrijf Nyrstar. Net zoals Umicore, dat deel uitmaakt van de Bel20, is ook Nyrstar genoteerd op de Euronext Brussel. De bespreking van de Bel20-index komt in het volgende hoofdstuk uitgebreid aan bod (Umicore, 2012).

5.2.1 Dividendbeleid

Om een beter inzicht te verwerven in het dividendbeleid en het uitkeringsgedrag van Umicore, werd tabel 5.1 opgesteld.

TABEL 5.1: Kerncijfers Umicore				
	2007	2008	2009	2010
<i>Geconsolideerd jaarresultaat</i>	€ 662 MIO	€ 127 MIO	€ 80 MIO	€253 MIO
<i>Statutair jaarresultaat</i>	€ 762 MIO	€ 30 MIO	€ 201 MIO	€303 MIO
<i>Vergoeding van het kapitaal</i>	€ 75 MIO	€ 73 MIO	€ 73 MIO	€ 90 MIO
<i>Bruto dividend per aandeel uitgekeerd*</i>	€ 0.65	€ 0.65	€ 0,65	€ 0,80
<i>Dividend payout ratio</i>	9%	243%	36%	29%
Bron: Jaarrekeningen Umicore 2007-2010				
* Gecontroleerd voor wijzigingen in het aantal aandelen				

Het dividendbeleid van Umicore streeft ernaar ieder jaar een dividend uit te keren dat stabiel blijft of toeneemt ten opzichte van het jaar ervoor. Dit beleid valt duidelijk af te leiden uit tabel 5.1. Umicore betaalde voor de boekjaren 2007-2009 een constant dividend uit en een stijgend dividend in 2010.

In de tabel wordt ook de payout ratio weergegeven. De payout ratio, ook wel de uitkeringsratio genoemd, meet de verhouding van de vergoeding van het kapitaal over het statutair of enkelvoudig jaarresultaat. In 2008 had Umicore een dividend payout van 243%. Er werd meer dan het resultaat van het boekjaar uitgekeerd doordat Umicore een deel van het overgedragen resultaat bestemde als vergoeding van het kapitaal. Dit wijst erop dat Umicore vasthoudt aan zijn dividendbeleid door ieder jaar een stabiel of stijgend dividend uit te betalen.

5.2.2 Umicore op de beurs

Voor boekjaar 2008 hadden beleggers een hogere winst verwacht. De geconsolideerde winst daalde met 80% naar 127 MIO euro. Het dividend bleef constant op 0.65 euro per aandeel (Umicore, 2009; De Tijd, 12/02/2009). De beurs reageerde negatief op de aankondiging van het resultaat en het dividend (tabel 5.2).

TABEL 5.2: Beurscijfers Umicore		
	11/02/2009	12/02/2009
Beurskoers	15,95	14,37
Bron: Website De Tijd		

Het aandeel zakte met 9,9% en in vergelijking met de Bel20-index werd een abnormaal rendement behaald van -7,7%.

5.3 Bekaert

Bekaert is een multinational bedrijf dat gespecialiseerd is in de vervaardiging en bewerking van staal. Leo Leander Bekaert richtte het bedrijf op in 1880. Bekaert telt wereldwijd maar liefst 28 000 man personeel en is sinds 1972 genoteerd op de Euronext Brussel en maakt deel uit van de Bel20. De familie Bekaert is zelf een grote aandeelhouder en bezit ongeveer 38% van de aandelen (Bekaert, 2012, a).

5.3.1 Dividendbeleid

TABEL 5.3: Kerncijfers Bekaert				
	2007	2008	2009	2010
<i>Geconsolideerd jaarresultaat</i>	€ 153 MIO	€ 174 MIO	€ 151 MIO	€ 367 MIO
<i>Statutair jaarresultaat</i>	€ 86 MIO	€ -58 MIO	€ 39 MIO	€ 4 MIO
<i>Vergoeding van het kapitaal</i>	€ 54 MIO	€ 55 MIO	€ 98 MIO	€ 58 MIO
<i>Bruto dividend per aandeel uitgekeerd*</i>	€0.92	€ 0.93	€ 0.98	€ 1,67
<i>Dividend payout ratio</i>	0,62%	- 94%	251%	1450%
Bron: Jaarrekeningen Bekaert 2007-2010				
* Gecontroleerd voor wijzigingen in het aantal aandelen				

In tabel 5.3 wordt duidelijk dat Bekaert voor de boekjaren 2007-2010 een stijgende dividendpolitiek volgt door elk jaar een stijgend dividend uit te betalen. De enkelvoudige resultaten waren eerder volatiel te noemen, wat ook te verwachten valt van een bedrijf uit de metaalsector. Voor 2010 kende de groep Bekaert een topjaar dankzij de forse geconsolideerde winststijging van 143%. Deze winst overtrof de verwachtingen. De aandeelhouders kregen een dividendstijging van 77%. Wat ook opvalt, zijn de zeer grote payout ratio's in 2009 en 2010. Ook de negatieve payout ratio in 2008 valt op. Bekaert keerde in 2008, ondanks haar verlies, een dividend uit. Het bedrijf gebruikte haar reserves ter financiering van het dividend. Natuurlijk kan dit niet op lange termijn worden volgehouden. Op 24 februari 2012 kondigde Bekaert aan haar dividend te verlagen tot 1.17 euro (Bekaert, 2012, b).

5.3.2 Bekaert op de beurs

In het succesvol boekjaar 2010 werd, bovenop de beter dan verwachte winst, een dividendstijging van 77% vastgesteld dat bestond uit een interim-dividend van 0.667 euro, aangekondigd op 7 oktober 2010, en het gewone jaardividend van 1 euro, aangekondigd op 25 februari 2011 (Bekaert, 2011). De beurskoers steeg met 9% op één dag en t.o.v. de Bel20-index werd een abnormaal rendement behaald van 7,6%. In tabel 5.4 wordt de reactie van de beurs getoond.

	25/02/2010	26/02/2010
Beurskoers	36.33	39.61
Bron: Website De Tijd		

5.4 Colruyt

Colruyt is een Belgische warenhuisketen en is actief in verschillende landen. In 1925 werd Colruyt opgericht door Franz Colruyt. De groep Colruyt bestaat uit verschillende ondernemingen die actief zijn in de detailhandel, groothandel of in enkele overige activiteiten zoals tankstations en het produceren van hernieuwbare energie. Enkele bekende merken die behoren tot de Colruyt groep zijn Spar en Dreamland. Momenteel wordt het bedrijf geleid door Jef Colruyt, die voorzitter is van de Raad van bestuur en kleinzoon is van Franz Colruyt. De groep Colruyt is sinds 1977 genoteerd op de Euronext Brussel en behoort tot de Bel20 (Colruyt, 2012).

5.4.1 Dividendbeleid

In tabel 5.5 worden enkele kerncijfers van de groep Colruyt weergegeven. De geconsolideerde- en de enkelvoudige resultaten vertonen een stabiel stijgende trend. Het jaarlijks dividend per aandeel volgde deze stijgende trend en aandeelhouders kregen elk jaar een hoger dividend uitbetaald.

	2007	2008	2009	2010
Geconsolideerd jaarresultaat	€ 288 MIO	€ 306 MIO	€ 329 MIO	€ 338 MIO
Statutair jaarresultaat	€ 172 MIO	€ 255 MIO	€ 365 MIO	€ 270 MIO
Vergoeding Van het kapitaal	€ 107 MIO	€ 118 MIO	€ 141 MIO	€ 145 MIO
Bruto dividend per aandeel uitgekeerd*	€ 0.73	€ 0.81	€ 0.89	€ 0,92
Dividend payout ratio	62%	46%	38%	53%
Bron: Jaarrekeningen Colruyt 2007-2010				
* Gecontroleerd voor wijzigingen in het aantal aandelen				

Toch bleef het niet zo rooskleurig bij de groep Colruyt. Zo werd er op 27 juni 2011 aangekondigd dat het zijn winstprognose voor het boekjaar 2010 niet gehaald zou hebben. De grote oorzaak zou de kosteninflatie in de tweede helft van het boekjaar zijn. Ondanks de hoge geconsolideerde winst van 338 MIO bleek dit onder de verwachtingen van analisten en directieleden, die respectievelijk 352 MIO en 346 MIO voorspeld hadden. Colruyt N.V. betaalde voor 2010 wel een hoger dividend uit maar de stijging was eerder gering: €0.92 t.o.v. €0.89 vorig jaar (Colruyt, 2011; De Standaard, 28/06/2011; De Tijd, 27/06/2011).

5.4.2 Colruyt op de beurs

De impact van het niet halen van de winstverwachting voor het boekjaar 2010/2011 kende een grote impact op de beurskoers. In tabel 5.6 een overzicht wat deze informatie teweeg bracht.

TABEL 5.6: Beurscijfers Colruyt		
	27/06/2011	28/06/2011
Beurskoers	€ 37,60	€ 32,79
Bron: Website De Tijd		

Beleggers en analisten hadden een grotere winst van namelijk 352 MIO verwacht. Het niet halen van deze prognose bleek dus onverwacht negatief nieuws. Het dividend steeg wel en dit zou normaal positief nieuws moeten zijn in de markt. Maar het niet halen van de winstverwachting woog veel feller door in dit geval. Het aandeel daalde met 12,7% op één dag en t.o.v. de Bel20-index werd een abnormaal rendement behaald van -12,3%.

5.5 AB Inbev

AB Inbev is een multinationale bierbrouwerijgroep met 200 biermerken die gegroeid is door fusies. In 1987 fuseerden de Belgische brouwerijen Artois en Piedboeuf en vormden samen Interbrew. In 2004 fuseerde Interbrew op zijn beurt met het Braziliaanse Ambev en vormden samen Inbev. Vier jaar later in 2008 ging Inbev samen met het Amerikaanse Anheuser-Busch en deze zijn nog steeds gekend onder de naam AB Inbev. De hoofdzetel ligt in Leuven en het bedrijf is genoteerd op de Euronext Brussel en maakt deel uit van de Bel20. Ab Inbev is ook genoteerd in de Verenigde Staten op de New York Stock Exchange (AB Inbev, 2012).

5.5.1 Dividendbeleid

Om een beter inzicht te verwerven in het dividendbeleid en het uitkeringsgedrag van AB Inbev, werd tabel 5.7 opgesteld.

In 2007 geeft AB Inbev een hoog dividend van 1.52 euro aan zijn aandeelhouders. Dit is een stijging van 338% t.o.v. het dividend van het boekjaar 2006, wat 0.45 euro bedroeg. Wat ook opvalt, is de payout ratio van 2405% in 2010. AB Inbev gebruikte overgedragen resultaat om haar aandeelhouders toch te belonen met een stijgend dividend. De dividendpolitiek van AB

Inbev kan onregelmatig genoemd worden, aangezien er hoge en lage uitschieters bijzitten de afgelopen vijf jaar.

TABEL 5.7: Kerncijfers AB Inbev				
	2007	2008	2009	2010
<i>Geconsolideerd jaarresultaat</i>	\$ 3048 MIO	\$ 2099 MIO	\$5877 MIO	\$5762 MIO
<i>Statutair jaarresultaat</i>	€ 2124 MIO	€781 MIO	€ 6378 MIO	€ 53 MIO
<i>Vergoeding van het kapitaal</i>	€ 1471 MIO	€ 445 MIO	€ 605 MIO	€ 1275 MIO
<i>Bruto dividend per aandeel uitgekeerd*</i>	€ 1.52	€ 0,28	€ 0,38	€ 0,80
<i>Dividend payout ratio</i>	69%	56%	9%	2405%
Bron: Jaarrekeningen AB Inbev 2007-2010				
* Gecontroleerd voor wijzigingen in het aantal aandelen				

5.5.2 AB Inbev op de beurs

AB Inbev kondigde in een persbericht op 28 februari 2008 aan dat er 1.52 euro als dividend werd voorgesteld door de raad van bestuur aan de aandeelhouders (AB Inbev, 2008). Naast dit positief nieuws kondigde het bedrijf ook gunstige resultaten aan omtrent geconsolideerde winst en kasstromen (De Tijd, 28/02/2008). De beurskoers reageerde positief op deze informatie (tabel 5.8).

TABEL 5.8: Beurscijfers AB Inbev		
	27/02/2008	28/02/2008
Beurskoers	33,10	36,27
Bron: Website De Tijd		

De beurskoers steeg met 9,57% op één dag en t.o.v. de Bel20-index werd een abnormaal rendement behaald van 10,23%.

Hoofdstuk 6: De informatiehypothese getest op de Belgische beursgenoteerde markt

6.1 Inleiding

De informatiehypothese, die in hoofdstuk 4 reeds werd toegelicht, gaat uit van een informatie-imperfecte markt. De aankondigingen van dividendwijzigingen worden opgevat als een signaal over toekomstige resultaatontwikkelingen en kasstromen. Een aangekondigde toename van het dividend zorgt er volgens de theorie voor dat beleggers positief reageren, met als gevolg een stijgende beurskoers. Een afname van het dividend heeft het tegenovergestelde effect en veroorzaakt een koersdaling (Van Der Sar, 2008).

De twee grote hypothesen die hieruit volgen zijn:

Hypothese 1: De aankondigingen van dividendwijzigingen zorgen voor significante abnormale rendementen op de Belgische markt.

Hypothese 2: Resultaten en kasstromen ontwikkelen in dezelfde richting als de dividendwijziging.

6.2 De Belgische kapitaalmarkt

Om tot een beter inzicht te komen over de Belgische markt ben ik te rade gegaan bij Prof. Wim Voordeckers van de Universiteit Hasselt. In de periode 1999-2000 werkte Prof. Voordeckers als aandelenanalist voor het Belgische bedrijf Cordius Asset Management. In 2002 werd Cordius Asset Management overgenomen door Dexia en Dexia Asset Management werd opgericht. Gedurende deze periode werkte Prof. Voordeckers voor de *buy-side*. Naast een *buy-side* bestaat er ook een *sell-side*. Het is logischer hier mee te starten. De *sell-side*, zoals de naam al doet vermoeden, concentreert zich op de verkoop van aandelen. Het houdt zich bezig met het schrijven van uitgebreide rapporten over bedrijven die voor de brede markt beschikbaar zijn. Vooral bij beursintroductions wordt hier gebruik van gemaakt. De doelstelling is het verbreden van de markt. Het is vanzelfsprekend dat deze wat subjectiever van aard zijn. Een groot voordeel is wel dat ze een grote bron van informatie zijn voor beleggers. De *buy-side* daarentegen analyseert de rapporten van de *sell-side* en doet ook nog een grondige analyse van de bedrijven. Zij werken voor vermogensbeheerders en niet zozeer voor de particuliere beleggers. Deze rapporten zijn veel korter dan deze van de *sell-side* en bestaan meestal uit een samenvattend geheel van een drietal pagina's. Vaak zijn deze rapporten beoordeeld vanuit een objectief standpunt. Belangrijk volgens Prof. Voordeckers is het creëren van een Chinese muur tussen deze twee verschillende departementen in hetzelfde bedrijf (Voordeckers, 2012).

Verwachtingen van analisten ontstaan uit een uitgebreid aanbod van waarderingmodellen. Een waarderingmodel waar Prof. Voordeckers gebruik van maakte was het *discounted*

cashflow model. In dit model worden toekomstige kasstromen verdisconteerd om de netto contante waarde te berekenen. Dit model steunt natuurlijk op belangrijke schattingen en assumpties. Hierdoor treedt er logischerwijze een bias op tussen de analisten met elk hun eigen visie en keuze van waarderingmodel. De Belgische markt reageert zo fel op verwachtingen van analisten omdat dit hun bron van informatie is. De prognoses van analisten is informatie die reeds in de prijs vervat zit op het moment van bekendmaking. Indien deze prognoses niet conform de prestatie zijn, is dit nieuwe informatie die de markt wordt ingestuurd. De beleggers reageren op deze nieuwe informatie en de aandelenkoers wordt bijgesteld. Analistenverwachtingen kunnen dus beschouwd worden als een soort doel voor beleggers (Voordeckers, 2012).

Of de Belgische markt efficiënt is, is een vraag die volgens Prof. Voordeckers zeer moeilijk te beantwoorden is. Volgens technische analyses is het bijna niet mogelijk om abnormale rendementen te behalen. Banken daarentegen hebben wel snellere toegang tot nieuwe informatie dan particuliere beleggers. Voor deze eerste groep is het soms wel mogelijk een abnormaal rendement te behalen (Voordeckers, 2012).

Beleggers kijken volgens Prof. Voordeckers vooral naar de *earnings per share* (EPS). De EPS worden door analisten vaak vooropgesteld als verwachting. Dividenden worden veel minder voorspeld. Beleggers kijken hiervoor naar het dividendbeleid van ondernemingen. In de jaarverslagen van bedrijven vinden we ook meestal een stuk terug van het dividendbeleid van de onderneming zelf (Delaplace et al., 2010). Dit dividendbeleid creëert automatisch een verwachting omtrent het dividend. In het verleden stond de Belgische beursgenoteerde markt bekend om zijn stijgende dividendpolitiek (Waem en Vanuytbergen, 1998). In hoofdstuk 7 wordt onderzocht of dit nog steeds het geval is. Toch verwachten beleggers niet noodzakelijk elk jaar een stijgend dividend. Dividendverlagingen en dividendstijgingen verschaffen meestal nieuwe informatie in de markt op de dag van aankondiging. Dividendverlagingen zijn volgens Prof. Voordeckers een negatief signaal over de cashpositie van een onderneming. Toch wijst hij erop dat dit niet altijd het geval is. Opstartende bedrijven hebben nood aan cash om hun groeiopportunities optimaal te benutten. Hierdoor is een dividenddaling niet noodzakelijk slecht nieuws (Voordeckers, 2012). Volgens Prof. Voordeckers kijken beleggers vooral naar de geconsolideerde informatie. Bij dividendwijzigingen geven bedrijven signalen over de cash van het huidige jaar, maar ook over toekomstige jaren. Bedrijven willen nu eenmaal hun dividend niet verlagen door het slechte signaal wat ze hierdoor geven (Voordeckers, 2012).

6.3 Hypothese 1

6.3.1 Data

De informatiehypothese wordt getest op de Belgische beursgenoteerde markt bekend als de *Euronext Brussel*. Bedrijven die hier genoteerd staan hebben een minimale beurskapitalisatie van 50 miljoen euro (Euronext, 2012, a). Voor de data in dit onderzoek worden alle 123 aandelen onderzocht die behoren tot de Belgian All Share-index (BAS). De website van

Euronext (2012, b) geeft volgende definitie aan deze index: "De BAS omvat alle binnenlandse aandelen die worden verhandeld op de gereguleerde markt, met uitzondering van alle ondernemingen met een free float van < of = 5%. Deze index is de benchmark voor de Belgische ondernemingen".

Om deze definitie verstaanbaarder en helderder te maken is het nodig om de term 'free float' te verklaren. De free float van een bedrijf is het percentage vrij overdraagbare aandelen. Met andere woorden, het percentage aandelen van het bedrijf die op de beurs genoteerd staan en vrij gekocht of verkocht worden (Delaplace et al., 2010).

Volgens de definitie is de BAS een index die dient als referentiepunt voor de Belgische ondernemingen. Indexcijfers maken het mogelijk om een beeld te vormen van een individueel aandeel en het aandeel te kunnen vergelijken met de gehele markt of de index. Een koersindex geeft de evolutie weer van de beurskoersen van de aandelen die er toebehoren. De returnindex doet in weze hetzelfde maar verrekenet ook het uitbetaalde brutodividend. Voor het onderzoek in deze masterproef hanteren we de koersindex (Euronext, 2012, b; Delaplace et al., 2010).

De meeste aandelen van de BAS behoren ook nog tot een meer specifiekere index. De 123 bedrijven die genoteerd staan kunnen opgedeeld worden in vier grote categorieën: de Bel20-index, de Bel *Mid* index, de Bel *Small* index en de overige aandelen (tabel 6.1).

De Bel20 is de index van de grootste Belgische beursgenoteerde bedrijven waarbij hun gewicht in de index bepaald wordt door hun vrije marktkapitalisatiewaarde. Het gewicht wordt dus enkel bepaald met de waarde van de aandelen die op de beurs genoteerd staan. Enkel de bedrijven die een vrije marktkapitalisatie hebben van 500 000 keer de hoogte van de Bel20 index mogen in de index (Euronext, 2012, b; Delaplace et al., 2010). De Bel20 moet minstens 10 bedrijven tellen en een maximum van logischerwijze 20 bedrijven (Euronext, 2012, b). Zoals de naam misschien wel doet vermoeden is het niet zo dat dit enkel puur Belgische ondernemingen zijn. De Bel20 is samengesteld uit alle aandelen die kenmerkend zijn voor de Belgische markt. Vandaar dat ook het Franse bedrijf GDF Suez, dat in 2005 het Belgische Electrabel overnam, deel uitmaakt van de Bel20 (Delaplace et al., 2010).

TABEL 6.1: Verdeling BAS

Index	Aantal bedrijven
Bel20	20
Bel Mid	28
Bel Small	34
Overige aandelen	41

Huidig tijdstip 09/05/2012

Op 1 maart 2005 (Euronext, 2005) introduceerde de Euronext twee nieuwe indexen: de Bel *Mid* en de Bel *Small*. De Bel *Mid* bestaat momenteel (9 mei 2012) uit 28 middelgrote aandelen

die moeten voldoen aan volgende voorwaarden: een vrije marktkapitalisatie hebben van ten minste 50 000 keer de Bel20-index, een omloopsnelheid hebben van minstens 10% en het gewicht van een afzonderlijk aandeel mag niet meer bedragen dan 10% van de Bel *mid*-index. De Bel *Small* index bestaat momenteel (9 mei 2012) uit 34 kleinere aandelen. Bij deze index moeten de aandelen een marktkapitalisatie hebben tussen 5000 en 50 000 keer de Bel20-index. De twee andere voorwaarden blijven hier onveranderd. De overige aandelen behoren niet tot een specifieke index (Euronext, 2012).

6.3.2 Aankondigingen

De 123 bedrijven die deel uitmaken van de BAS worden stuk voor stuk onderzocht. De namen van al deze bedrijven en tot welke index zij behoren, vindt u in bijlage 1. De periode van aankondiging die getoetst wordt heeft betrekking op de jaren 2008-2011. In deze jaren worden de resultaten en het dividend aangekondigd van de boekjaren 2007-2010. Deze periode zal ons een duidelijk en vooral actueel beeld schetsen betreffende de informatiewaarde van dividendpolitiek op de Belgische beursgenoteerde markt. Voor deze periode is ook meer elektronische informatie beschikbaar dan voor eerdere periodes. De beurskoersen van de aandelen, de indexen en de dividenden werden geraadpleegd op de websites van De Tijd en de Euronext. De persberichten van de bedrijven, die terug te vinden zijn op hun website, werden geraadpleegd om de dag en het uur van aankondiging te kennen. Voor de nodige informatie omtrent de resultaatverwachtingen werd gebruik gemaakt van de elektronische kranten De Tijd en De Standaard.

Op de Belgische markt gebeuren, zoals eerder al vermeld, resultaat- en dividendaankondigingen gelijktijdig. De aankondigingen hebben betrekking op de jaarresultaten en het dividend dat voorgesteld is aan de algemene vergadering door de raad van bestuur. We moeten opmerken dat er al eerdere bekendgemaakte kwartaal- of halfjaarlijkse resultaten in de markt zitten en dat de resultaten van het vierde kwartaal of het laatste halfjaar vooral nieuwe informatie is. Het voorstel omtrent het dividend is de eerste keer dat de beleggers hier informatie over krijgen en dit wordt dan ook gezien als de eerste echte aankondiging van het dividend.

In de onderzochte data gaat het logischerwijze om het totale jaardividend. Met interim-dividenden en de aankondiging hiervan wordt geen rekening gehouden. In de aankondigingen van de jaarresultaten wordt duidelijk hoeveel het totale dividend van het boekjaar zal zijn. Het totale dividend is de som van het interim-dividend, het uitzonderlijk dividend en het slotdividend.

Van de 123 bedrijven keerden 31 bedrijven geen enkel dividend uit over de periode 2008-2011. Van de resterende 92 bedrijven verkregen we 355 aankondigingen. Een voorbeeld verduidelijkt hoe we aan dit getal komen: Indien een bedrijf x een dividend uitbetaalde in 2008 en 2009 maar geen dividend in 2010 en 2011, dan wordt de aankondiging van de weglating in 2010 nog opgenomen in de data maar de aankondiging van 2011 niet meer.

Om tot een goede dataset van gegevens te komen werden enkele assumpties vooropgesteld:

- De onderzochte periode van aankondigingen is 2008-2011.
- Indien er twee dagen voor of twee dagen na de aankondiging andere belangrijke informatie over het hetzelfde bedrijf de markt wordt ingestuurd, wordt deze niet opgenomen in de data.
- Indien op het moment van aankondiging tegenstrijdige prognoses gemaakt worden over de toekomst, worden deze data niet opgenomen.
- De dividenden worden betaald in cash.
- Enkel aankondigingen van bedrijven genoteerd op de BAS worden opgenomen.
- Er wordt geen rekening gehouden met de aankondiging van interim-dividenden, enkel voor het totale dividend te berekenen.
- De aankondigingen mogen niet op voorhand in de markt bekend zijn.
- Aankondigingen waar geen informatie over de resultaatverwachtingen gevonden wordt, worden niet opgenomen in de data.

6.3.3 Methodologie

6.3.3.1 Resultaat- en dividendaankondigingen

Hussin, Ahmed en Ying (2010) onderzochten gelijktijdige resultaat- en dividendaankondigingen op de Maleisische beurs. In hun studie werkten ze met het verwachtingsmodel. Dit werd eerder al aangehaald door Aharony en Swary (1980). Het dividend wat verwacht wordt door de kapitaalmarkt wordt in deze studies als volgt geformuleerd: $E(D_{it}) = D_{i,(t-1)}$.

$E(D_{it})$ staat voor het verwacht jaarlijks dividend van bedrijf i voor het boekjaar t en $D_{i,(t-1)}$ is het uitgekeerd dividend van het vorige boekjaar. Een dividendstijging ontstaat wanneer $D_{i,t} > D_{i,(t-1)}$ en een dividenddaling wanneer $D_{i,t} < D_{i,(t-1)}$. Wanneer $D_{i,t} = D_{i,(t-1)}$ dan is er geen wijziging in het dividendbeleid en spreken we van een constant dividend. Voor de Belgische markt gaan we ook dit model gebruiken. Een weglating van het dividend wordt beschouwd als een dividenddaling en een initiatie van het dividend wordt beschouwd als een dividendstijging.

Voor de aangekondigde resultaten maken we gebruik van verwachtingen gecreëerd door analisten. Beleggers laten zich leiden door deze informatie. Indien de verwachtingen niet gehaald worden is dit nieuwe informatie die de markt wordt ingestuurd en hierop zal de beurskoers dus reageren. Het resultaat per aandeel wordt voorgesteld door $EPS_{i,t}$ en het verwachte resultaat per aandeel door: $E(EPS_{i,t})$. Wanneer $E(EPS_{i,t}) > EPS_{i,t}$ dan is er een resultaatstijging en in het geval dat $E(EPS_{i,t}) < EPS_{i,t}$ een resultaatdaling. Indien $E(EPS_{i,t}) = EPS_{i,t}$ dan is het resultaat conform de verwachtingen en spreken we van een constant resultaat.

De resultaten van het onderzoek kunnen in volgende categorieën worden opgedeeld:

Tabel 6.2: Verschillende categorieën	
NR.	Categorie
1.	Onverwachte stijging van zowel resultaat als dividend
2.	Onverwachte stijging van het resultaat, waar het dividend constant bleef
3.	Onverwachte stijging van het dividend, waar het resultaat constant bleef
4.	Onverwachte stijging van het dividend en een onverwachte daling van het resultaat
5.	Onverwachte daling van het resultaat, waar het dividend constant bleef
6.	Onverwachte daling van het dividend, waar het resultaat constant bleef
7.	Onverwachte daling van zowel het resultaat als het dividend

6.2.3.3 Abnormaal rendement

Om het abnormale rendement van het aandeel in kwestie te berekenen wordt gebruik gemaakt van het *Market-Adjusted Abnormal Return Model* (MAR). Hier dienen geen parameters geschat te worden en wordt voorgesteld als volgt:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Waarbij $AR_{i,t}$ het abnormale rendement voorstelt van aandeel i op tijdstip t en $R_{m,t}$ het rendement van de marktindex voorstelt op tijdstip t . Het dagelijkse rendement ($R_{i,t}$) van het aandeel wordt als volgt berekend (Brown & Warner, 1985):

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{(P_{i,t-1})}$$

Waarbij $P_{i,t}$ de sluitingsprijs voorstelt van aandeel i op dag t en $P_{i,t-1}$ de sluitingsprijs voorstelt van aandeel i op dag $t-1$. Hetzelfde wordt gedaan voor de marktindex waarbij de sluitingsprijzen van de indexen gebruikt worden op dag t en $t-1$ om het rendement van de index te berekenen.

Voor de aankondigingen van aandelen die tot de Bel20 behoren wordt de Bel20-index als marktindex gebruikt. Voor de aandelen uit de Bel *small* en de Bel *mid* passen we respectievelijk de Bel *small* index en de Bel *mid* index toe. Op deze manier vergelijken we de aandelen met een portefeuille van aandelen die gelijksoortig zijn van grootte en invloed. De overige aandelen bezitten zo'n specifieke index niet. Deze aandelen worden vergeleken met de Belgian All Share-index (BAS) waar alle aandelen deel van uitmaken.

Het observatie-interval bedraagt 11 dagen. Waarbij we de AR berekenen 5 dagen voor de dag van aankondiging en 5 dagen na de dag van aankondiging. Indien het nieuws de markt nabears wordt ingestuurd op dag t dan wordt $t+1$ als de dag van aankondiging gezien. De reden voor een periode van 11 dagen is eerst en vooral om praktische redenen maar zeker ook omdat in de Belgische markt veel andere aankondigingen gedaan worden. Door deze

kortere periode worden de resultaten betrouwbaarder en is dit niet een effect van een andere aankondiging.

De volgende stap is om het gemiddelde abnormale rendement te berekenen voor een specifieke dag t. Dit wordt berekend volgens onderstaande formule:

$$AAR_t = \frac{1}{N} * \sum AR_{i,t}$$

Waarbij AAR_t het gemiddelde abnormale rendement is op dag t. $AR_{i,t}$ stelt het abnormale rendement voor van bedrijf i op dag t en N staat voor het totaal aantal aankondigingen. De statistische test die wordt toegepast op de AAR is de one sample t- test. Getest wordt of de gemiddelde abnormale rendementen verschillend zijn van nul.

Om een beter beeld te geven over de volledige onderzochte periode van 11 dagen, worden ook de cumulatieve abnormale rendementen berekend volgens de formule: $CAR = \sum AAR_t$.

6.3.4. Resultaten

Van de 355 onderzochte aankondigingen zijn er 113 opgenomen in onze data. Redenen tot niet opname waren vooral: de informatie betreffende het jaarresultaat en het dividend was reeds op voorhand in de markt aanwezig, er werd geen informatie gevonden over verwachtingen van het resultaat en gelijktijdige andere aankondigingen of tegenstrijdige prognoses. De SPSS output van de resultaten kunnen teruggevonden worden in bijlage 2.

De 113 aankondigingen voldeden aan de assumpties en het vooropgestelde verwachtingsmodel en konden ingedeeld worden in volgende categorieën (tabel 6.3)

TABEL 6.3: Data in verschillende categorieën		
NR.	Soort aankondiging	Aantal
1.	Onverwachte stijging van het resultaat en een stijging van het dividend	50
2.	Onverwachte stijging van het resultaat, waar het dividend constant bleef	12
3.	Stijging van het dividend, waar het resultaat constant bleef	12
4.	Stijging van het dividend en een onverwachte daling van het resultaat	7
5.	Onverwachte daling van het resultaat, waar het dividend constant bleef	15
6.	Daling van het dividend, waar het resultaat constant bleef	5
7.	Onverwachte daling van het resultaat en daling van het dividend	12

Alvorens de resultaten per categorie afzonderlijk te bespreken wordt eerst een overzicht gegeven (tabel 6.4) van een stijgend dividend (categorie 1,3 en 4), een dalend dividend (categorie 6 en 7) en een constant dividend (categorie 2 en 5).

TABEL 6.4: Beursreactie bij dividend aankondiging						
Dag	Dividend stijging		Dividend daling		Dividend constant	
	AAR	t-waarde	AAR	t-waarde	AAR	t-waarde
-5	0,06	0,30	-0,87	-1,19	-0,21	-0,54
-4	0,39	1,78	0,18	0,28	0,30	0,59
-3	0,43	1,91*	0,70	0,81	-0,61	-1,55
-2	0,25	1,18	-0,35	-0,48	0,48	1,24
-1	0,11	0,51	0,51	0,82	0,17	0,40
0	1,79	4,68***	-6,73	-6,14***	-1,28	-1,66
1	0,29	1,19	-0,53	-0,37	-0,18	-0,35
2	0,28	1,03	1,52	2,23**	-0,53	-1,25
3	0,27	1,33	1,23	1,87*	0,58	1,21
4	0,43	1,82*	0,62	1,02	-0,11	-0,31
5	0,21	0,93	-1,55	-1,61	-0,77	-1,16
CAR	4,51%		-5,27%		-2,16%	
Nota: AAR= Gemiddelde abnormaal rendement in %						
* Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1%						

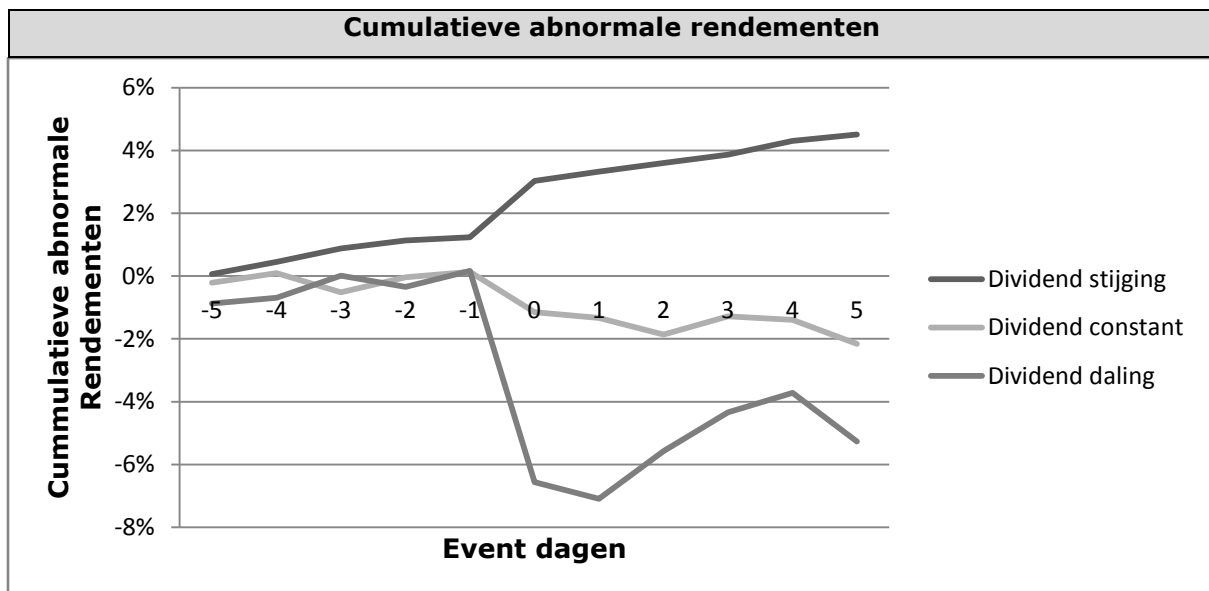
In de data werden 69 aankondigingen opgenomen waar de beleggers een hoger dividend kregen. In tabel 6.4 valt af te lezen dat de informatie snel in de markt vervat zit door de stijging van de beurskoers met 1,79% op de dag van aankondiging. Beleggers reageren dus positief op een dividendstijging en dit op significantieniveau 1%. In 80% van de gevallen kende de beurskoers een abnormale gemiddelde stijging op dag nul. Drie dagen voor de aankondiging wordt er een abnormaal rendement behaald van 0,43% op significantieniveau 10%. Dit zou eventueel te wijten kunnen zijn aan het speculeren van beleggers die een vermoeden hebben van een stijgend dividend. Ook op dag 4 wordt een stijging van 0,43% waargenomen. Dit op een significantieniveau van 10%.

Op de 17 aankondigingen van dividenddalingen reageert de Belgische markt negatief. In 16 van de 17 gevallen werd er een negatief abnormaal rendement behaald op de markt. Op de dag van aankondiging dalen de aandelen gemiddeld met -6,73%. Dit is een stuk meer dan bij een dividendstijging en dit is te wijten aan de felle impact van negatief nieuws. Dit kan worden toegewezen aan het feit dat men niet zo snel overgaat tot een vermindering van het dividend en als dit wel zo is, zal de aanpassing ook forser zijn (Van Der Sar, 2008). Wat ook opvalt, zijn de gemiddelde stijgingen van 1,52% en 1,23% op dag twee en drie na de aankondiging. Dit op significantieniveau 5% en 10%. Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat

beleggers misschien iets te negatief gereageerd hadden op dag 0 en dat hierdoor het aandeel onder de waarde gezakt was dat beleggers dachten dat het waard was.

Als het dividend constant gehouden wordt, is er weinig activiteit op de beurs. Beleggers reageren neutraal op dit nieuws. Toch is er een gemiddelde abnormale daling waar te nemen. Dit kan verklaard worden door het feit dat het negatieve nieuws van een onverwachte resultaatdaling feller doorweegt dan het positieve nieuws van een onverwachte resultaatstijging.

In onderstaande grafiek (figuur 4) worden de cumulatieve abnormale rendementen weergegeven. Dit is de optelsom van de AAR. In de grafiek wordt duidelijk dat bij een dividendstijging een cumulatief abnormaal rendement behaald wordt van 4,51% over een periode van 11 dagen. Bij een dividenddaling daalt het aandeel gemiddeld met 5,27% en bij een constant dividend daalt het aandeel met 2,16%.



Figuur 4: Cumulatieve abnormale rendementen

Voor de bespreking van elke categorie afzonderlijk nemen we enkel de categorieën die minimum beschikken over 10 aankondigingen. De categorieën die hiertoe behoren zijn 1, 2, 3, 5 en 7. De resultaten per categorie worden weergegeven in tabel 6.5.

De dividendstijging wordt opgesplitst in de categorie waar het resultaat stijgend is en waar het resultaat constant is. Bij aankondigingen met een onverwachte resultaatstijging en een dividendstijging, wordt er een abnormaal rendement op dag nul behaald van 2,35%. Ook op dag 1 en dag 4 na de aankondiging worden nog abnormale rendementen behaald van respectievelijk 0,45% en 0,58%. Wat opvalt zijn de positieve rendementen over de hele

periode. Beleggers zouden een vermoeden kunnen hebben van de goede resultaten voor de aankondiging en dit uit zich het felst nadat de informatie de markt wordt ingestuurd.

TABEL 6.5: Beursreactie bij dividend- en resultaataankondiging											
A. Dividend stijging											
Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
1. Resultaat stijging											
AAR	0,20	0,47	0,42	0,17	0,13	2,35	0,45	0,14	0,23	0,58	0,1
T-waarde	0,76	1,59	1,62	0,67	0,48	5,74***	1,96**	0,43	0,92	2,36**	0,3
2. Resultaat constant											
AAR	0,33	-0,23	0,31	0,48	-0,18	1,37	0,38	1,07	0,11	-0,67	0,30
T-waarde	1,43	-0,06	0,68	0,73	-0,53	1,45	0,43	2,16*	0,19	-0,93	1,17
B. Dividend daling											
Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
1. Resultaat daling											
AAR	-0,78	0,14	0,80	0,10	1,01	-8,55	-1,10	2,61	1,59	0,7	-1,1
T-waarde	-0,89	0,16	0,68	0,11	1,58	-7,6***	-0,56	3,7***	1,92*	1,0	-1,0
C. Dividend constant											
Dag	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
1. Resultaat stijging											
AAR	0,10	-0,52	-0,15	0,04	0,36	0,23	-0,86	-0,65	0,32	-0,16	-1,1
T-waarde	0,24	-1,18	-0,22	0,09	0,43	0,25	-1,36	-1,29	0,39	-0,36	-0,9
2. Resultaat daling											
AAR	-0,32	0,79	-1,29	0,85	0,09	-2,7	-0,02	-0,38	0,36	-0,27	-0,6
T-waarde	-0,50	0,98	-2,5**	1,61	0,22	-2,61**	-0,02	-0,60	0,78	-0,46	-1,0
Info: AAR= Gemiddelde abnormaal rendement in %											
* Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1%											

Bij een verwacht resultaat en een stijgend dividend wordt geen significant abnormaal rendement behaald op de dag van aankondiging. De beurskoers stijgt gemiddeld wel met 1,37% en dit is wel het juiste teken. Op dag twee wordt nog een stijging gevonden van 1,07% op significantieniveau 10%. De markt reageert dus gemiddeld positief op dit nieuws.

Bij een dividenddaling en een onverwachte resultaatdaling wordt een abnormaal rendement op dag nul behaald van -8,55%. Beleggers reageren dus bijzonder negatief op dit nieuws. Op dag twee en drie na de aankondiging worden er abnormale rendementen behaald van 2,61% en 1,59%. Zoals al eerder aangehaald kan dit liggen aan de te negatieve reactie op dag nul en dat beleggers de waarde op dag twee terug bijstellen.

Bij een constant dividend en een onverwachte resultaatstijging wordt op dag nul een abnormaal rendement behaald van 0,23%. Beleggers reageren gemiddeld wel positief op dit nieuws maar het abnormale rendement op dag nul is niet significant. Op dag 1 wordt een abnormaal rendement behaald van -0,86%. Dit rendement is ook niet significant. Een rationele uitleg is hier moeilijk maar misschien hadden beleggers liever een stijgend dividend gekregen en uit dit zich pas een dag later.

Bij een constant dividend en een onverwachte daling van het resultaat daalt het aandeel op dag 0 met 2,7%. Drie dagen voor de aankondiging wordt een abnormaal rendement behaald van -1.29%. Beleggers zouden een vermoeden kunnen hebben van de slechte resultaten en het constante dividend. In tabel 6.4 was er een gemiddelde daling van het abnormale gemiddelde bij een constant dividend en dit is vooral te wijten aan de grote impact van de onverwachte resultaatdaling zoals blijkt uit tabel 6.5.

6.3.5 Besluit

Algemeen kan geconcludeerd worden dat beleggers positief reageren op dividendverhogingen en negatief op dividenddalingen. Bij een dividendstijging wordt er een abnormaal rendement behaald van 1,79% op dag 0 op significantieniveau 1%. Bij dividenddalingen reageert de Belgische markt feller. Op dag nul wordt een abnormaal rendement behaald van -6,73% op significantieniveau 1%. De Belgische markt reflecteert de nieuwe vrij gekomen informatie snel in de beurskoers. Dit is in consistentie met de halfsterke vorm van marktefficiëntie.

Bij deze resultaten moet zeker rekening gehouden worden met de gelijktijdige aankondigingen van het resultaat. Onverwachte resultaataankondigingen bevatten informatie die nog niet in de beurskoers vervat zit. Hierdoor heeft deze nieuwe informatie eveneens een impact op de beurskoers. Dit kunnen we afleiden door de 2,35% stijging bij een dividendstijging en een onverwachte resultaatstijging t.o.v. een stijging van 1,79% voor alle dividendstijgingen. Toch sturen beide signalen informatie naar de kapitaalmarkt en aanvaarden we hypothese 1.

6.4 Hypothese 2

Stijgende en dalende dividenden geven volgens de literatuur informatie over de toekomstige prestaties van bedrijven. Buiten resultaatontwikkelingen spelen ook kasstromen een belangrijke rol. Een motief voor bedrijven om tot een uitkering van een dividend over te gaan

is een overschot aan kasstroom (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2008). Jaarresultaten en kasstromen zijn nauw verweven met elkaar. Toch moet het jaarresultaat als iets boekhoudkundig gezien worden terwijl kasstromen het effectieve geld in de onderneming voorstellen. Dividenden worden in principe betaald uit de enkelvoudige jaarresultaten van het bedrijf. Indien het jaarresultaat niet voldoende is kan het bedrijf, indien aanwezig, het overgedragen resultaat of de beschikbare reserves aanwenden om een dividend uit te keren. Voor de uitbetaling is het noodzakelijk dat het bedrijf een positieve kasstroom heeft. Het bedrijf kan natuurlijk ook altijd een lening bij de bank aangaan om het dividend te financieren maar dit is minder gebruikelijk.

Bij de aankondiging van de jaarresultaten wordt vooral de resultaten en kasstromen op geconsolideerd niveau in belang genomen door beleggers. Op dat moment weten ze vaak zelfs niet hoeveel de enkelvoudige jaarresultaten en kasstromen bedragen. Het is daarom noodzakelijk deze twee aspecten te onderzoeken.

6.4.1 Data

De dividenden werden verzameld op de website van De Tijd. Het gaat hier om nettodividenden per aandeel, dus na aftrek van de roerende voorheffing. Een groot voordeel van deze website was dat de dividenden gecontroleerd waren voor latere splitsingen. Hierdoor konden de dividenden vergeleken worden tussen verschillende jaren. Het totale dividend van een boekjaar bestaat in dit onderzoek uit het gewone jaardividend, het interim-dividend van hetzelfde boekjaar en een eventueel uitzonderlijk dividend. Terugbetalingen van het kapitaal werden niet als dividend gezien. Voor deze hypothese moet er niet gecontroleerd worden voor onverwachte resultaatwijzigingen. Het aantal dividendstijgingen en dalingen zijn voor deze hypothese dan ook talrijker. In totaal werden er voor de boekjaren 2007-2010, 129 dividendstijgingen en 34 dividenddalingen opgenomen in de data.

Voor de enkelvoudige jaarresultaten en kasstromen stellen we als criteria voorop dat het moet gaan om een boekjaar van 12 maanden. Voor het enkelvoudig jaarresultaat werd gekeken naar rekeningnummer 9904 in de jaarrekening. Deze kan men raadplegen op de website van de Nationale Bank. Voor de kasstromen, die niet vermeld worden in de enkelvoudige jaarrekening werd gebruik gemaakt van de Belfirst database en de website van het tijdschrift Knack.

Voor de geconsolideerde cijfers werd gebruik gemaakt van de geconsolideerde jaarrekeningen die eveneens geraadpleegd kunnen worden op de website van de Nationale Bank. Sinds het boekjaar 2005 worden de geconsolideerde jaarrekeningen opgesteld volgens IFRS-normen (Europese verordening nr. 1606/2002, 2002). Voor de jaarresultaten wordt volgens IFRS niet gewerkt met een vast rekeningnummer. De meest voorkomende benamingen voor het jaarresultaat waren: "*winst van het boekjaar*", "*nettoresultaat van de periode*" en "*geconsolideerde winst*". In Franstalige jaarrekeningen werd vooral gebruik gemaakt van "*bénéfice de l'exercice*" en "*résultat net de l'exercice*" als benaming voor het resultaat van het

boekjaar. Voor de kasstromen, die volgens IFRS-normen verplicht te vermelden zijn, werd gekeken naar het eindsaldo van de liquide middelen. Frequent voorkomende benamingen waren: "liquide middelen", "geldmiddelen en kasequivalenten aan het einde van de periode" en "netto kas en kasequivalenten op het einde van het boekjaar". Voor de Franstalige jaarrekeningen werd dit: "*trésorie et équivalents de trésorie en fin de période*", "*trésorie de fin d'exercice*" en "*trésorie à la clôture*".

De voorwaarde tot opname in de data was dat er zowel informatie over het resultaat alsook over kasstromen gevonden moest worden. Indien dit niet zo was, werden deze data niet opgenomen. Extreme outliers werden verwijderd uit de data.

6.4.2 Methodologie

De onderzochte periode is het jaar van de dividendwijziging en de twee jaren hier opvolgend. Aangezien de gekozen periode 2008-2011 bedraagt, hebben we van elke categorie natuurlijk niet precies hetzelfde aantal data. Bijvoorbeeld een dividendstijging voor boekjaar 2010 zal enkel data verschaffen voor tijdstip nul maar niet voor tijdstip één en twee. Dit om de logische reden dat de resultaten van 2011 nog niet voor handen waren.

Volgens de theorie van Koch en Sun (2004) wordt op tijdstip nul een significante stijging van de jaarresultaten en de kasstromen verwacht bij een dividendstijging. Volgens Healy en Palepu (1988) zouden er de volgende jaren ook significante stijgingen moeten plaatsvinden. Volgens Leftwich en Zmijewski (1994) zou er bij een dividenddaling op huidig moment en op toekomstige momenten significante dalingen moeten plaatsvinden van de jaarresultaten. Myers (1977) daarentegen voorspelt een stijging van de jaarresultaten op korte termijn.

Getest wordt of de gemiddelde procentuele verandering van de kasstromen en de jaarresultaten in jaar nul, één en twee verschillend zijn van nul. De one sample t-test wordt hiervoor gebruikt.

Volgende formules worden hiervoor gehanteerd:

$$K_{i,t} = \frac{(Kasstroo_{i,t} - Kasstroo_{i,t-1})}{(Kasstroo_{i,t-t})} \quad J_{i,t} = \frac{((Jaarres_{i,t} - Jaarres_{i,t-1}))}{(Jaarres_{i,t-t})}$$

Waarbij $K_{i,t}$ de procentuele verandering van de kasstroom voorstelt van bedrijf i op tijdstip t en $J_{i,t}$ de procentuele verandering van de jaarresultaten van bedrijf i op tijdstip t .

6.4.3 Resultaten

De resultaten van de enkelvoudige jaarrekeningen worden weergegeven in tabel 6.5. De SPSS output van hypothese 2 kan teruggevonden worden in bijlage 3. Bij een dividendstijging maken bedrijven in dat jaar een significant jaarresultaat- en kasstroomstijging. De jaarresultaten stegen gemiddeld met maar liefst 203% en kasstromen met 174%. Bedrijven bezitten dus over meer winst dat bestemd kan worden als dividend en over een grote

hoeveelheid kasstroom wat gebruikt kan worden voor de uitbetaling van het dividend. In het jaar hierop volgend worden geen significante dalingen of stijgingen opgemerkt. Voor tijdstip nul en tijdstip één zijn deze bevindingen in lijn met het onderzoek van Koch en Sun (2004) op de Amerikaanse markt.

TABEL 6.5: Enkelvoudige cijfers						
A. Dividendstijging						
	Jaarresultaat			Kasstroom		
Tijdstip	T0	T1	T2	T0	T1	T2
% wijziging	2,03	0,15	0,83	1,74	-0,02	0,18
t-waarde	3,91***	0,54	2,19**	3,87***	-0,14	0,99
B. Dividenddaling						
	Jaarresultaat			Kasstroom		
Tijdstip	T0	T1	T2	T0	T1	T2
% Wijziging	-0,43	0,93	0,68	-0,71	0,78	1,15
t-waarde	-2,21**	1,91*	1,54	-1,69*	1,56	2,35**
Info: * Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1%						
t-waarde: one sample t-test						

In het tweede jaar volgend op de dividendstijging wordt wel weer een significante stijging van de resultaten gemaakt van 83%. Aangezien de jaarresultaten een positieve trend volgen en zelfs een significante stijging vertonen in jaar twee, is dit conform de signaleringstheorie. Kasstromen echter kennen in jaar twee wel weer een lichte stijging maar deze is niet significant. De kasstromen evolueren dus niet zo sterk als de jaarresultaten.

Bij dividenddalingen dalen de jaarresultaten en de kasstromen met respectievelijk 43% en 71% op tijdstip nul. Dit op significantieniveau 5% en 10%. Omdat het financieel minder goed gaat met deze ondernemingen willen zij meer cash in de onderneming houden door een lager dividend uit te keren. Deze bedrijven wensen een grotere flexibiliteit te hebben op financieel vlak (Stepanyan, 2009). De jaarresultaten bij een dividenddaling zijn het jaar erop wel significant stijgend met 93%. Dit is niet bijzonder merkwaardig. Healy en Palepu (1988) en Benartzi et al (1997) stelden eerder al vast dat een dividenddaling een positieve reactie heeft op de toekomstige jaarresultaten. Vaak hebben deze bedrijven een vermindering in kapitaaluitgaven die samengaan met andere besparingsmaatregelen (Yoon & Starks, 2005). De stijging van de jaarresultaten in het volgende jaar is te wijten aan deze kostenbesparingen (Jensen et al., 2010). Deze trend kan ook teruggevonden worden bij de kasstromen die positief evolueren na de dividenddalingen. In jaar twee wordt er een significante stijging gevonden van 115% op 5% significantieniveau.

TABEL 6.6: Geconsolideerde cijfers						
A. Dividendstijging						
	Jaarresultaat			Kasstroom		
Tijdstip	T0	T1	T2	T0	T1	T2
% Wijziging	0,63	-0,20	0,27	0,27	0,09	0,20
t-waarde	4,65***	-1,4	2,34**	3,52***	1,55	2,04**
B. Dividenddaling						
	Jaarresultaat			Kasstroom		
Tijdstip	T0	T1	T2	T0	T1	T2
% Wijziging	-0,97	0,16	0,59	0,39	0,29	-0,02
t-waarde	-2,42**	0,40	2,16**	1,39	1,47	-0,33
Info: * Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1%						
t-waarde: one sample t-test						

In tabel 6.6 worden de geconsolideerde resultaten weergegeven. Net zoals bij de enkelvoudige cijfers, stijgen de jaarresultaten en de kasstromen significant met respectievelijk 63% en 27%. Vooral de stijgende enkelvoudige cijfers trekken de geconsolideerde cijfers omhoog aangezien het bij de geconsolideerde cijfers om minder sterke stijgingen gaat. In het tweede jaar volgend op de dividendstijging wordt, net zoals bij de enkelvoudige cijfers, een significante stijging van het resultaat gemaakt. Voor de kasstromen wordt er in tegenstelling met de enkelvoudige cijfers, wel een significante stijging gevonden van de kasstroom met 20%. De signaleringstheorie die niet opging voor de enkelvoudige kasstromen gaat wel op voor de geconsolideerde kasstromen.

Bij een dividenddaling dalen de geconsolideerde resultaten op tijdstip één met 97%. Op tijdstip twee stijgen deze weer met 59% op significantieniveau 5%. Dit is weer conform de bevindingen van Healy en Palepu (1988) en Benartzi et al (1997). Geen significant verband wordt gevonden voor de geconsolideerde kasstromen. Het geconsolideerd resultaat is wel stijgend in jaar twee op significantieniveau 5% en volgt de enkelvoudige cijfers.

6.4.4 Besluit

Om tot een goede conclusie te komen is het ter verduidelijking nodig een overzichtstabel (tabel 6.7 en tabel 6.8) op te stellen betreffende hypothese 2. Enkel voor de categorieën waarbij onze resultaten de conventionele theorie ondersteunen, aanvaarden we hypothese 2.

TABEL 6.7: Besluit enkelvoudige resultaten		
ENKELVOUDIGE JAARREKENING	Jaarresultaat	Kasstroom
Dividend stijging	Conform conventionele theorie	Geen verband
Dividend daling	Conform theorie tegenhangers	Conform theorie tegenhangers

TABEL 6.8: Besluit geconsolideerde resultaten		
GECONSOLIDEERDE JAARREKENING	Jaarresultaat	Kasstroom
Dividend stijging	Conform conventionele theorie	Conform conventionele theorie
Dividend daling	Conform theorie tegenhangers	Geen verband

Hoofdstuk 7: Dividendpolitiek op de Belgische markt

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt onderzocht of Belgische beursgenoteerde ondernemingen er naar streven om elk jaar een stabiel stijgend dividend uit te keren. Hierbij wordt uitgegaan van de theorie van Lintner (1956). Deze politiek gaat uit van de aversie van het management om het dividend te verlagen. De uitbetaling van het dividend wordt dan ook met vertraging aangepast aan de winst. Op deze manier hoeft in jaren met minder winst, het dividend niet mee te dalen (Lintner, 1956). Het model van Lintner (1956) steunt op twee belangrijke determinanten die als verklaring dienen om het dividend te bepalen: het resultaat per aandeel van het boekjaar en het dividend van het vorig boekjaar. De SPSS output van dit hoofdstuk kan in bijlage 4 teruggevonden worden.

De hypothese die in dit hoofdstuk wordt onderzocht is:

Hypothese 3: Belgische beursgenoteerde ondernemingen volgen een stabiel stijgende dividendpolitiek.

7.2 Data

7.2.1 Dividenden

De vooropgestelde hypothese wordt getest op de 123 bedrijven die deel uitmaken van de Belgian All Share-Index (BAS). Om een beter beeld te geven van de opgenomen gegevens betreffende dividenden, kan onderstaande tabel gehanteerd worden:

TABEL 7.1: Dividenden							
	Jaar 2004	Jaar 2005	Jaar 2006	Jaar 2007	Jaar 2008	Jaar 2009	Jaar 2010
Dividendbetalers	74	77	81	87	76	79	83
Geen dividend	49	46	42	36	47	44	40
Gemiddeld Netto-Dividend	€9,02	€8,87	€8,72	€8,82	€9,58	€9,89	€13,14
Minimum	€0,08	€0,08	€0,08	€0,05	€0,06	€0,02	€0,03
Maximum	€471	€475	€485	€490	€505	€505	€505

In deze tabel wordt het gemiddelde nettodividend, dus na aftrek van roerende voorheffing, per aandeel weergegeven. Het gemiddelde wordt berekend door de som te nemen van alle dividenden per aandeel (met een minimum van €0.08 per aandeel en een maximum van €471 per aandeel) en dit te delen door het aantal dividendbetalers.

De dividenden werden verzameld op de website van De Tijd. Een groot voordeel van deze website was dat de dividenden gecontroleerd waren voor latere splitsingen. Hierdoor konden

dividenden vergeleken worden tussen verschillende jaren. Het totale dividend van een boekjaar bestaat in dit onderzoek uit het gewone jaardividend per aandeel, het interim-dividend per aandeel van hetzelfde boekjaar en een eventueel uitzonderlijk dividend per aandeel. Terugbetalingen van het kapitaal werden niet als dividend gezien.

De onderzochte periode is van 2004-2010. Deze periode geeft een duidelijk beeld van de dividendpolitiek van de voorbije jaren enerzijds en anderzijds wordt onderzocht of de economische crisis hier invloed op gehad heeft. De 123 bedrijven die in de data zijn opgenomen keren natuurlijk niet allemaal een dividend uit in elk van de jaren. Van de 123 bedrijven keerden er 95 bedrijven één of meerdere dividenden uit over de periode 2004-2010. Ongeveer een kwart van de ondernemingen keerden dus nooit een dividend uit in die periode.

Om toch een goed beeld te kunnen vormen van de evolutie van de dividenden, wordt onderzocht of de dividenden elk jaar significant veranderen. Om dit te onderzoeken wordt gewerkt met de procentuele verandering van het dividend per aandeel. De formule voor de berekening is de volgende:

$$D_{i,t} = \frac{(DIV_{i,t} - DIV_{i,t-1})}{(DIV_{i,t-t})}$$

Waarbij $D_{i,t}$ de procentuele verandering van het dividend voorstelt van bedrijf i voor jaar t en dit t.o.v. het jaar $t-1$. Getest wordt of de gemiddelde procentuele verandering van de dividenden per aandeel van jaar t ten opzichte van jaar $t-1$ verschillend zijn van nul. De one sample t-test wordt hiervoor gebruikt. Indien er een dividendweglating of initiatie is, geeft dit een stijging en daling van 100%. Dit kan de resultaten wel zodanig beïnvloeden dat we geen goed beeld meer krijgen van de dividendwijziging. Om voor deze fout te controleren wordt er een datatabel opgesteld enerzijds met de weglatingen en initiaties en anderzijds zonder.

In tabel 7.3 worden de resultaten van deze analyse getoond. Zoals hierboven reeds aangehaald splitsen we de procentuele veranderingen van de dividenden per aandeel op in twee categorieën. De eerste categorie zijn de stijgende, dalende en constante dividenden. Bij deze categorie wordt geen rekening gehouden met weglatingen en initiaties van dividenden. Voor de boekjaren 2005, 2006, 2007, 2009 en 2010 stijgt het dividend gemiddelde met 14,1%, 15,3%, 21,8%, 10,99% en 48,4%. Dit op significantieniveau 1% voor de jaren 2005, 2006, 2007 en 2009. Voor het boekjaar 2010 bedraagt het significantieniveau 5%. Enkel voor het boekjaar 2010 werd een outlier verwijderd. Het uitzonderlijke dividend van 10.5€ van Spadel zorgde voor een stijging met 1600% ten opzichte van het van dividend van het vorige boekjaar. Dit vertekende onze resultaten zodanig dat dit als een zeer extreme outlier werd gezien en uit de data verwijderd werd. Voor het boekjaar 2008 is er geen significante verandering. Het dividend per aandeel veranderde nauwelijks in 2008.

Bij de tweede categorie worden dividendwegelingen en dividendinitiaties wel toegevoegd. Voor de significantieniveaus van de boekjaren 2006, 2007, 2009 en 2010 verandert er weinig. Het jaar 2005 wordt teruggeschroefd van 1% significantie naar 10% significantie. De oorzaak hiervoor was de weglating van drie dividenden in dat jaar. Wat opvalt, is de significante daling in 2008. In dat jaar stopten maar liefst 11 van 87 bedrijven met het betalen van een dividend. Deze weglatingen zorgden ervoor dat de dividenden in 2008 gemiddeld met 13,6% daalden.

Tabel 7.2: Procentuele verandering dividend				
JAAR	% wijziging dividend	T-waarde	% wijziging dividend 2	T-waarde
2005	14,1%	2,92***	9,47%	1,77*
2006	15,3%	4,77***	16,0%	4,27***
2007	21,8%	2,94***	21,3%	2,85***
2008	0,2%	0,03	-13,6%	-1,98**
2009	10,99%	3,08***	11,0%	2,26**
2010	49,6%	2,44**	47,3%	2,53***
Info: * Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1% % wijziging dividend: enkel stijgende, dalende en constante dividenden % wijziging dividend 2: stijgende, dalende en constante dividenden met inclusief weglatingen en initiaties				

Algemeen kan dus gesteld worden dat Belgische beursgenoteerde bedrijven over de afgelopen boekjaren 2005-2010 een stijgend dividend uitkeerden. Enkel boekjaar 2008 vormt de uitzondering en de grote oorzaak was ook de uitzonderlijke crisis in dat jaar. Bedrijven konden niet langer hun dividend aanhouden en gingen hun dividenden ofwel terugschroeven ofwel weglaten.

7.2.2 Resultaat per aandeel

Voor het resultaat per aandeel te kennen moet men het jaarresultaat delen door het aantal aandelen van het bedrijf. Voor het aantal uitstaande aandelen te kennen werd gebruik gemaakt van de Belfirst database. De website van De Tijd en de Nationale Bank werden ter aanvulling gebruikt.

Voor de jaarresultaten stellen we als criteria voorop dat het moet gaan om een boekjaar van 12 maanden. Aangezien we de dividendpolitiek willen onderzoeken is het ook logisch dat we enkel de jaarresultaten gebruiken van de bedrijven die effectief een dividend uitbetaalden. De jaarresultaten werden op dezelfde manier verzameld als deze beschreven in hoofdstuk 6 voor hypothese 2. Een overzicht van de jaarresultaten is terug te vinden in tabel 7.3.

TABEL 7.3: Jaarresultaten dividendbetalers							
	Jaar 2004	Jaar 2005	Jaar 2006	Jaar 2007	Jaar 2008	Jaar 2009	Jaar 2010
Gemiddeld jaarresultaat	€107 MIO	€135 MIO	€180 MIO	€163 MIO	€9 MIO	€190 MIO	€59 MIO
Minimum	€-387 MIO	€-37 MIO	€-43 MIO	€-20 MIO	€-2,66 MILJ	€-193 MIO	€-1,28 MILJ
Maximum	€1,2 MILJ	€1,6 MILJ	€3,07 MILJ	€2,4 MILJ	€781 MIO	€6,37 MILJ	€2,78 MILJ
Gemiddelde winst per aandeel	€23	€28	€24	€32	€23	78€	€60
Informatie: MIO: Miljoen, MILJ: Miljard							

Een extreem hoog jaarresultaat doet zich voor in 2009. AB Inbev tekende dat jaar voor een nettowinst van maar liefst 6,378 miljard euro. Grote oorzaak waren de netto financiële opbrengsten van 3 miljard euro (jaarrekening AB Inbev, 2010). Een opvallend laag jaarresultaat doet zich voor in 2008. Groep Brussel Lambert (GBL) had een zwaar verlies geleden van 2,66 miljard. Toch betaalde GBL een stijgend dividend uit. Hiervoor gebruikte GBL vooral overgedragen winst van vorige boekjaren (jaarrekening GBL, 2008).

7.3 Methodologie

In het model van Lintner is de afhankelijke variabele het dividend op tijdstip t . De twee onafhankelijke variabelen in dit model zijn het dividend per aandeel en het resultaat per aandeel. Het model wordt als volgt weergegeven:

$$DIV_{i,t} = a + b * DIV_{i,(t-1)} + c * EPS_t$$

Waarbij $DIV_{i,t}$ staat voor het dividend van het jaar t , $DIV_{i,(t-1)}$ het dividend is van het jaar $t-1$ en EPS_t het resultaat per aandeel (*earnings per share*) van het jaar t is. Het model heeft als constante a en als coëfficiënten b en c . Een lineaire regressievergelijking wordt uitgevoerd met behulp van het statistische programma SPSS.

7.4 Resultaten

De resultaten worden weergegeven in tabel 7.4. Hierin wordt duidelijk dat beide variabelen een impact hebben op het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De R^2 die tegen 1 aanleunt of 1 is, wijst erop dat er een bijna perfect verband is tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele. De grote F-waarden wijzen er ook op dat het regressiemodel significant is en dat de twee opgenomen variabelen belangrijke determinanten zijn in het model.

Voor elk jaar zijn de regressiecoëfficiënten van de variabelen significant op significantieniveau 1%. De constante is enkel in het jaar 2006 significant op significantieniveau 5%. Het dividend van jaar t wordt vooral bepaald door het dividend van jaar $t-1$. Dit valt af te leiden uit de hoge coëfficiënten bij deze variabele. De positieve waarden van deze coëfficiënten wijzen op

een positief verband tussen de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabele. De variabele EPSt heeft een veel minder grote impact op de beslissing van het dividend. De coëfficiënten zijn hier veel kleiner. Jaarresultaten spelen dus een veel kleinere rol dan het dividend van vorig jaar om het huidige dividend te bepalen. In het verleden werd dit reeds bevestigd door Waem en Vanuytbergen (1998). Zij concludeerden dat voor beursgenoteerde en grote bedrijven de winst geen grote rol speelde voor de bepaling van het dividend. Deze bedrijven keren een groeiend dividend uit zonder rekening te houden met de evolutie van de winst (Waem en Vanuytbergen, 1998).

TABEL 7.4: Resultaten model van Lintner					
JAAR t	Coëfficiënten afhankelijke variabelen (t-waarde)			R²	ANOVA-F
	Constante	DIV i, t-1	EPS t		
2005	0,015 (0,172)	0,998 (550)***	0,004 (2,38)***	1	217 054***
2006	0,133 (2,46)**	0,998 (825)***	0,004 (3,11)***	1	565 443***
2007	0,093 (0,303)	0,950 (133)***	0,071 (9,92)***	0,998	17 587***
2008	-0,365 (-0,954)	1,002 (156)***	-0,022 (-3,36)***	0,997	12 473***
2009	0,161 (0,920)	0,979 (336)***	0,076 (26,2)***	0,999	62 224***
2010	-0,228 (-0,99)	0,77 (22,8)***	0,391 (11,6)***	0,924	445***
Info: * Significant op 10%, ** Significant op 5% en *** Significant op 1%					

In jaar 2008 valt een negatieve impact van het resultaat per aandeel op te merken. Dit betekent dat er voor dat jaar een negatief verband bestond tussen het dividend per aandeel en het resultaat per aandeel. Dit is natuurlijk niet rationeel maar kan verklaard worden door het uitzonderlijke karakter van 2008.

In het begin van dit hoofdstuk werd al bewezen dat er enkel voor boekjaar 2008 geen significante stijging van het dividend was. Het dividend bleef dus gemiddeld genomen constant t.o.v. 2007. Het jaar 2008 was ook een uitzonderlijk crisisjaar. De crisis had in de meeste bedrijven een negatieve invloed op het resultaat. Van de 88 dividendbetalers in 2007 kenden er 53 een verslechtering van hun resultaat. De dividendpolitiek van deze bedrijven nam in 2008 ook een grote wending aan. Dit wordt verduidelijkt door tabel 7.5.

We merken een stijging op van dividenddalingen, dividendwegelingen en constante dividenden. Het negatieve teken kan dus enerzijds toegewezen worden aan bedrijven die minder winst als vorig boekjaar maakten en hun dividend constant hielden of verlaagden. Deze bedrijven hadden nood aan cash en willen deze liever in de onderneming houden.

Anderzijds waren er ook bedrijven die verlies maakten, maar toch de aandeelhouders wilden belonen met een stijgend dividend. Van de 16 bedrijven die verlies maakten in het boekjaar 2008, keerden 9 ervan een stijgend dividend uit. Deze twee oorzaken samen kunnen het negatieve teken van de variabele EPSt in 2008 verklaren.

TABEL 7.5: Overzicht dividendbeleid jaren 2007 en 2008		
Dividendbeleid	2007 t.o.v. 2006	2008 t.o.v. 2007
Dividend daling	8	19
Dividend weglating	1	11
Dividend constant	5	21
Dividend stijging	67	37
Dividend initiatie	7	1
TOTAAL	88	89

In tabel 7.4 valt ook op te merken dat bedrijven voor boekjaar 2010 meer rekening hielden met het resultaat voor de bepaling van het dividend. De coëfficiënt van de variabele EPSt bedroeg in dat jaar 0,39 wat veel meer is als in de jaren ervoor. De coëfficiënt van de variabele DIVt bedroeg 0,77 wat een felle verlaging is t.o.v. van de vorige boekjaren. Bedrijven gaven voor boekjaar 2010 dus meer aandacht aan het gerealiseerde resultaat van de onderneming. Het dividend van het vorige boekjaar bleek wel nog altijd de sterkste impact te hebben op de dividendbeslissing.

7.5 Besluit

Algemeen kan gesteld worden dat het model van Lintner (1956) zeker van toepassing is op Belgische beursgenoteerde ondernemingen voor de periode 2004-2010. In het begin van het hoofdstuk werd al duidelijk dat het dividend voor bijna alle boekjaren stijgend was. Enkel voor 2008 bleek dit niet het geval te zijn. Belgische beursgenoteerde bedrijven laten zich bij de bepaling van hun dividend vooral leiden door het dividend van het vorige boekjaar. Het resultaat van het boekjaar is wel een significante variabele in het model maar speelt slechts een kleine rol bij de bepaling van het dividend. Dit is conform de bevindingen van Waem en Vanuytbergen (1998) die dit voor het boekjaar 1995 al onderzocht hadden. Besloten kan worden dat de Belgische markt gekenmerkt wordt door een stabiele en stijgende dividendpolitiek. Hypothese 3 kan dus aanvaard worden.

Hoofdstuk 8: Algemene conclusie

8.1 Conclusie

De doelstelling van deze eindverhandeling was de informatiewaarde van dividendpolitiek te onderzoeken op de Belgische beursgenoteerde markt. Een literatuurstudie en een empirisch onderzoek waren noodzakelijk om alle aspecten en invalshoeken betreffende dit onderwerp te bespreken.

De literatuurstudie schetste een duidelijk kader omtrent resultaatbestemming, dividendpolitiek en de signaalwaarde van dividendpolitiek. In de literatuur werd duidelijk dat dividendwijzigingen een signaal stuurden naar de kapitaalmarkt en informatie bevatten over toekomstige prestaties van bedrijven. Bedrijven wensen ook een stabiele dividendpolitiek na te streven en staan afkerig tegenover een daling van het dividend door het slechte signaal wat hierdoor gegeven wordt. Dividendpolitiek en de informatiewaarde hiervan staan dus centraal in het empirische gedeelte. Drie hypothesen werden hiervoor getest:

Hypothese 1: De aankondigingen van dividendwijzigingen zorgen voor significante abnormale rendementen op de Belgische markt.

Hypothese 2: Resultaten en kasstromen ontwikkelen zich in dezelfde richting als de dividendwijziging.

Hypothese 3: Belgische beursgenoteerde ondernemingen volgen een stabiel stijgende dividendpolitiek.

Een eerste conclusie, die volgt uit de eerste hypothese, is dat dividendwijzigingen ook op de Belgische beursgenoteerde markt zorgen voor abnormale rendementen. Bij dividendstijgingen werd een significant positief abnormaal rendement waargenomen en bij een dividenddaling een negatief abnormaal rendement. De impact bij dividenddalingen was groter dan deze bij dividendstijgingen. Dit kan toegeschreven worden aan het feit dat men niet zo snel overgaat tot een vermindering van het dividend en als dit wel zo is, zal de aanpassing ook forser zijn. De eerste hypothese kan dus aanvaard worden.

Een tweede conclusie, die volgt uit de tweede hypothese, betreffende de informatiewaarde van dividendpolitiek is dat dividendstijgingen informatie bevatten over toekomstige resultaten en dit zowel op statutair- als geconsolideerd niveau. Na een significante stijging van het resultaat in het boekjaar van aankondiging worden ook in de volgende twee boekjaren stijgende resultaten waargenomen. De kasstromen evolueren op geconsolideerd niveau ook positief. Deze resultaten leunen sterk aan bij de conventionele theorie over de informatiewaarde van dividendpolitiek. Voor dividenddalingen gaat de conventionele theorie omtrent de informatiewaarde van dividendwijzigingen niet op. In het boekjaar van aankondiging worden wel significante negatieve resultaten behaald maar deze trend zet zich niet door de twee volgende jaren. Het resultaat en de kasstromen herstellen zich en er wordt

een stijgende trend waargenomen. Dit verschijnsel kan wel verklaard worden vanuit een andere theorie waarin dividenddalingen samen gaan met verminderde kapitaalsuitgaven en kostenbesparingen. De tweede hypothese kan dus enkel voor dividendstijgingen aanvaard worden.

Een derde conclusie, die volgt uit de derde hypothese, is dat Belgische beursgenoteerde bedrijven een stabiel stijgende dividendpolitiek nastreven. Voor de bepaling van het dividend van het boekjaar laten bedrijven zich vooral leiden door het dividend van het vorige boekjaar. Het resultaat van het huidig jaar speelt een veel kleinere rol. Voor de onderzochte periode 2004-2010 bleken alle jaren, buiten het boekjaar 2008, een significante stijging van het dividend te hebben t.o.v. het vorige boekjaar. Het bijzondere karakter van het jaar 2008 kan toegeschreven worden aan het feit dat in dat jaar het dieptepunt van de financiële crisis plaatsvond. De derde hypothese kan dus aanvaard worden.

8.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Dividendpolitiek is een breed onderwerp en je onderzoek hangt dan natuurlijk af op welke aspecten van dividendpolitiek je de nadruk legt. In mijn geval lag de nadruk op het onderzoek naar kwantitatieve data.

Kwalitatieve data kunnen natuurlijk ook gebruikt worden door bv. interviews met hooggeplaatste personen in beursgenoteerde bedrijven om te praten over hun dividendbeleid en hun visie hierop. Voor de informatiewaarde van dividendpolitiek te verduidelijken zijn meerdere interviews met aandelenanalisten ook een mogelijkheid. Hierdoor heb je als onderzoeker een betere kijk op de kapitaalmarkt.

In mijn onderzoek baseer ik mij vooral op de Belgische beursgenoteerde markt. Een vergelijking van mijn resultaten met reeds bestaande onderzoeken in buurlanden zou ook nog tot de mogelijkheden gelegen hebben. Binnenlands zou een vergelijking tussen verschillende sectoren ook een optie geweest zijn. Ook was er de mogelijkheid tot het onderzoeken van een interactie-effect tussen enerzijds de resultaataankondiging en anderzijds de dividendaankondiging.

8.3 Opmerkingen

Voor het onderzoek naar de eerste hypothese kan het aantal gegevens per categorie bekritiseerd worden. De aankondigingen waar geen gegevens over resultaatverwachting werden gevonden, werden niet opgenomen. Een oplossing hier zou een professionele database kunnen zijn waar gegevens over resultaatverwachtingen en beurskoersen per aandeel snel te vinden zijn. Hierdoor kunnen meer gegevens opgenomen worden en wordt het zoeken naar gegevens ook minder tijdrovend.

Een tweede uiting van kritiek kan gegeven worden doordat er voor hypothese 2 niet voor elk tijdstip evenveel gegevens waren. Voor de eerste hypothese werd gekozen voor de periode

van boekjaren 2007-2010. De tweede hypothese moest logischerwijze ook over dezelfde periode betrekking hebben. Hierdoor was het dan ook niet mogelijk om voor tijdstip 1 en 2 evenveel data te vinden als voor tijdstip 0. Dit om de simpele reden dat deze data nog niet bestaan of nog niet openbaar gemaakt zijn. Over twee jaar zou dit wel kunnen. Indien alle data geïntegreerd worden in het onderzoek worden de resultaten meer representatief voor de gehele markt.

Lijst van de geraadpleegde werken

AB Inbev, (2008). *Continued Delivery of Strong Growth and Value Creation*. Opgevraagd op 8 februari, 2012, via http://www.ab-inbev.com/press_releases/20080228_1_e.pdf.

AB Inbev, (2012). *Website AB Inbev*. Opgevraagd op 8 februari, 2012, via <http://www.ab-inbev.com>.

Abeyratna, G., Lonie, A.A., Power, D.M., & Sinclair, C.D. (1996). *The stock market reaction to dividend announcements* [Elektronische versie]. *Journal of Economic Studies*, 23, 32-52.

Aharony, J., & Swary, I. (1980). *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis* [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, XXXV, 1-12.

Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend policy. In R.A. Jarrow, V. Maksimovic & W.T. Ziemba (Eds.), *Finance* (793-837). Amsterdam, Lausanne, New York, Oxford, Shannon & Tokyo: Elsevier.

Allen, F., & Michaely, R. (2002). *Payout policy* [Working Paper]. Pennsylvania: University of Pennsylvania.

Bajaj, M., & Vijh, A.M. (1990). *Dividend clienteles and the information content of dividend changes* [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 26, 193-219.

Bagwell, L.S. (1991). *Share repurchase and takeover deterrence* [Elektronische versie]. *Journal of economics*, 22, 63-78.

Baker, K., Powell, G.E. (1999). *How corporate managers view dividend policy* [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 38, 17-36.

Baltus, C.F.A., & Schauten, M.B.J. (2000). *Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs, een empirisch onderzoek naar de koersontwikkeling* [Elektronische versie]. *Financieel Management*, 35-43.

Banga, C., & Gupta, A. (2010). *The Determinants of Corporate Dividend Policy* [Elektronische versie]. *The Journal of IIM Calcutta*, 37, 63-78.

Barth, J.R., Page, D.E. & Jahera, J.S. (1999). *Abnormal returns of thrift versus non-thrift IPOs* [Elektronische versie]. *Journal of economics and finance*, 23, 15-22.

Bekaert, (2011). *Jaarresultaten 2010*. Opgevraagd op 9 februari, 2012, via <http://hugin.info/133955/R/1492329/428080.pdf>.

Bekaert krikt dividend 70 procent op. (2011, 25 februari). De Tijd. Opgevraagd op 9 februari, 2012, via <http://www.tijd.be>.

Bekaert, (2012,a). *Website Bekaert*. Opgevraagd op 9 februari, 2012, via <http://www.bekaert.com>.

Bekaert, (2012,b). *Jaarresultaten 2011*. Opgevraagd op 9 februari, 2012, via <http://hugin.info/133955/R/1492329/428080.pdf>.

Beleidsverklaring 7 oktober 2006. Opgevraagd op 24 oktober, 2012, via <http://archive.verhofstadt.belgium.be/nl/politics/20061017-pol-declar-nl.pdf>.

Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?* [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 52, 1007-1034.

Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy and the 'bird in the hand' fallacy* [Elektronische versie]. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 10, 259-270.

Black, F., & Scholes, M. (1974). *The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on common Stock Prices and Returns* [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 1, 1 - 22.

Booth, L., & Chang, B. (2011). *Information asymmetry, dividend status, and seo announcement-day return* [Elektronische versie]. *The Journal of Financial Research*, XXXIV, 155-177.

Borges, M.R. (2004). *Clientele effects in dividend distributions - the Portugal case* [Working Paper]. Lisboa: Universidadé Técnica de Lisboa.

Brav, Al., Graham, J. R., Harvey, C.R., & Michaely, R. (2008). *Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut* [Elektronische versie]. *Financial Management*, 37, 611-624.

Brown, S.J., & Warner, J.B. (1985). *Using daily stock returns, the case of event studies* [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 14, 3-31.

Capstaff, J., Klaeboe, A., & Marshall A.P. (2004). *Share price reaction to dividend announcements: empirical evidence on the signaling model from the Oslo stock exchange* [Elektronische versie]. *Multinational finance journal*, 8, 115-139.

C.B.N. advies 121-2. *Verlies gedragen door vennoten of derden* (1981). Opgevraagd op 16 september, 2011, via http://www.cnc-cbn.be/files/advice/link/NL_121-02.htm.

C.B.N. advies 121-3. *Mutaties binnen het eigen vermogen* (1995). Opgevraagd op 28 september, 2011, via http://www.cnc-cbn.be/files/advice/link/NL_121-03.htm.

C.B.N. advies 121/5. *Boekhoudkundige verwerking van kapitaalaflossingen* (1995). Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via http://www.cnc-cbn.be/files/advice/link/NL_121-05.htm.

C.B.N. advies 2009/1. *Interim-dividend versus tussentijds dividend* (2009). Opgevraagd op 11 oktober, 2011, via http://www.cnc-cbn.be/files/advice/link/Advies_2009_10.pdf.

Chetty, R., & E., Saez (2005). *Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut* [Elektronische versie]. Quarterly Journal of Economics, 120, 791-833.

Chevalier, C., (2010). *Vademecum vennootschapsbelasting*. Gent: Larcier.

Colruyt, (2011). *Groep Colruyt- geconsolideerd- Jaarlijkse informatie – IFRS 2010/11*. Opgevraagd op 10 februari, 2012, via <http://www.colruytgroup.com/colruytgroup/static/assets/financieel/PDF/Persbericht-P12-1011-NL.pdf>.

Colruyt mist eigen winstprognose. (2011, 27 juni). *De Tijd*. Opgevraagd op 10 februari, 2012, via <http://www.tijd.be>.

Colruyt mist winstdoelstelling. (2011, 28 juni). *De Standaard*. Opgevraagd op 10 februari, 2012, via <http://www.standaard.be>.

Colruyt, (2012). *Website Colruyt*. Opgevraagd op 10 februari, 2012, via <http://www.colruyt.be>.

Dasilas, A., & Leventis, S. (2011). *Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market* [Elektronische versie]. International Review of Economics and Finance, 20, 302-311.

De Backer, G., De Bie, M., De Leenheer, I., De Mazière, M., Dewulf, K., Lambrechts, J., Rysman, F., Sablon, S., Van Biervliet, C., Vandamme, H., Vanden Heede, F., & Vermeersch, T. (2009). *De gids voor vennootschappen*. Mechelen: Kluwer.

De Boeck, E. (1999). *De inkoop van eigen aandelen* [Elektronische versie]. Economisch financiële berichten, 19, 1-13.

De Broe, L. (2010). *Fiscaal recht*. Leuven: Acco.

Delaplace, F., De Groote, P., De Rijcky, C., De Witte, I., Huylenbroeck, P., Kongs, W., Mampaey, S., Messiaen, R., Peeters, T., Vansteeland, K., Vervenne, W. (2010). *Wegwijs in financiën en economie, uw gids in de financieel-economische berichtgeving*. Brussel: Mediafin.

Denis, D.J., Denis, D.K., & Sarin, A. (1994). *The information content of dividend changes: cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles* [Elektronische versie]. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 29, 567-587.

Deweirdt, E., Goeminne, W., & Van Campenhout G. (2004). *Bedrijfseconomische redenen voor inkoop van eigen aandelen* [Research Paper]. Antwerpen: Universiteit Antwerpen.

Dirix, E., Montangie, Y., & Vanhees, H. (2005). *Handels en economisch recht in hoofdlijnen*. Antwerpen: Intersentia.

Dittmar, A.K. (2000). *Why do firms repurchase stock?* [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 73, 331-355.

DKF Fiduciare, (2009). Tantième of dividend?. Opgevraagd op 20 september, 2012, via <http://www.dkf.be/images/dnl/39.pdf>.

Dombrecht, M., Heremans, D., Plasschaert, S., & Vanneste, J. (2005). *Geld en financiewezen, België in het eurowezen*. Antwerpen: De Boeck.

Dupont, T., De Grand, B., Pire, P., Saeys, I., Smets, D., Leboutte, D., Van Den Abbeele, L., Vandaele, J-P., & Weyers, P. (2006). *Hoe kan men zijn personeel vergoeden op basis van de resultaten of het kapitaal van de onderneming?*. Brussel : Instituut der bedrijfsrevisoren, Werkgroep KMO.

Easterbrook, F.H. (1984). *Two agency-costs explanations of dividends* [Elektronische versie]. *American economic review*, 74, 650-659.

Easton, S. (1991). *Earnings and dividends: is there an interaction effect?* [Elektronische versie]. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 18, 255-266.

Elton, E.F., & Gruber, M.J. (1970). *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect* [Elektronische versie]. *Review of economics and statistics*, 52, 68-74.

Euronext, (2005). *Euronext introduceert BEL Mid en BEL Small indices*. Opgevraagd op 1 april, 2012 via http://www.euronext.com/news/press_release/press_release-1731-NL.html?docid=61054.

Euronext, (2012,a). Opgevraagd op 6 april, 2012, via <http://www.euronext.com/landing/landingBrusselsProducts-39577-NL.html>

Euronext, (2012,b). *Indices*. Opgevraagd op 6 april, 2012, via <http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-4292-NL.html>.

Europese verordening (EG) Nr. 1606/2002 van het europass parlement en de raad van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (2002). Opgevraagd op 17 april 2012, via <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:000:nl:PDF>.

Fama, E.F. (1965). *The behavior of stock-markets* [Elektronische versie]. *Journal of business*, 38, 34-105.

Fama, E.F. (1970). *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work* [Elektronische versie]. *Journal of finance*, 25, 383-417.

Fama, E.F., (1974). *The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms* [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 64, 304-318.

Fama, E.F., & Babiak, H. (1968). *Dividend policy: an empirical analysis* [Elektronische versie]. *Journal of the American statistical association*, 63, 1132-1161.

Fama, E.F., & French, K.R. (2001). *Disappearing dividends: changing characteristics or lower propensity to pay* [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 60, 3-43.

Foster, G. 1986. *Financial statement analysis* [Elektronische versie]. Englewood Cliffs New Jersey: Prentice-Hall.

Fukuda, A. (2000). *Dividend changes and earnings performance in Japan* [Elektronische versie]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, 53-66.

Gezamenlijke winst van Bel20-bedrijven gehalveerd. (2009, 28 augustus). *De Standaard*. Opgevraagd op 2 september, 2011, via <http://www.standaard.be>.

Gosh, C. (1993). *A regret-theoretic explanation of corporate dividend policy* [Elektronische versie]. *Journal of business, finance and accounting*, 20, 559-573.

Gray, S., Meek, G., & Roberts, C. (1995). *International capital market pressures and voluntary annual report disclosures by United States, United Kingdom multinationals* [Elektronische versie]. *Journal of International Financial Management Accounting*, 6, 43 - 68.

Grootste bedrijven maken 38 procent meer winst. (2007, 17 maart). *De Standaard*. Opgevraagd op 2 september, 2011, via <http://www.standaard.be>.

Hart, O. (1995). *Corporate governance: some theory and implications* [Elektronische versie]. *The economic journal*, 105, 678-689.

Healy, P., & Palepu, K. (1988). *Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations and Omissions* [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 21, 149-175.

Hof van Cassatie 23 januari 2003- *Arrest C 0.1.0536 (2003)*. Opgevraagd op 10 oktober, 2011, via <http://hvc-cdc.be.res7.mijnpreview.com/uploads/270/AC%202003%2001.pdf>.

Holder, M.E., Langrehr, F.W., & Hexter, J.L. (1998). *Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory* [Elektronische versie]. *The Journal of the Financial Management Association*, 27, 73-82.

Hussin, B.M., Ahmed, A.D., & Ying, T.C. (2010). *Semi-Strong Form Efficiency: Market Reaction to Dividend and Earnings Announcements in Malaysian Stock Exchange* [Elektronische versie]. *Journal of applied finance*, 16, 36-60.

Jahera, J.S., Loyd, W.P., & Page, D.E. (1985). *Agency costs & dividend payout ratio* [Elektronische versie]. *Journal of business & economics*, 24, 19-30.

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure* [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen, M.C. (1986). *Agency costs of Free Cash Flow, Corporate finance, and Takeovers* [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, G. R., Lundstrum, L. L., & Miller, R. E. (2010). *What do dividend reductions signal?* [Elektronische versie]. *Journal of corporate finance*, 18, 736-747.

Jorissen, A., Lybaert, N., Reyns, C. & Vanneste Jacques (2007). *Financial accounting*. Antwerpen : De Boeck.

Kim, J-B, Simunic, D.A., Stein, M.T., & Yi, C.H. (2011). *Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence* [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 28, 585-615.

Koch, A.S., & Sun, A.X. (2004). *Dividend changes and the persistence of past earnings changes* [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 59, 2093-2116.

Koninklijk besluit van 27 augustus 1993 tot uitvoering van het wetboek van de inkomstenbelastingen 1992. Opgevraagd op 4 oktober, 2011 via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=1993082749.

Koninklijk besluit van 24 december 1993 ter uitvoering van de wet van 6 januari 1989 tot vrijwaring van 's lands concurrentievermogen. Opgevraagd op 15 oktober, 2011, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1993122434&table_name=wet.

Koninklijk besluit van 30 januari 2001 tot uitvoering van het wetboek van vennootschappen. Opgevraagd op 20 oktober, 2011, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2001013030&table_name=wet.

Koninklijk Besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Opgevraagd op 14 maart, 2012, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2007111435.

Laveren, E., Engelen, P.J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2009). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen : Intersentia.

Leftwich, R., & Zmijewski, M. (1994). *Contemporaneous announcements of dividends and earnings* [Elektronische versie]. *Journal of accounting, auditing and finance*, 9, 725-762.

Lintner, J. (1956). *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes* [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 46, 97-113.

Litzenberger, R., & Ramaswamy, K. (1979). *The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and Empirical Evidence* [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 7, 163-195.

Lloyd, W.P., Jahera, J.S., & Page, D.E. (1985). *Agency Costs and Dividend-Payout Ratios* [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24, No. 3, 19-29.

Malkiel, B.G. (2005). *Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later* [Elektronische versie]. *The financial review*, 40, 1-9.

Michaely, R., Thaler, R., & Womack, K. (1995). *Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift* [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 50, 573-608.

- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). *Dividend policy, growth and the valuation of shares* [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M., & Scholes, M. (1982). *Dividends and taxes: some empirical evidence* [Elektronische versie]. *Journal of political economy*, 90, 1118-1141.
- Moosa, I.A. (2007). *The vanishing January effect* [Elektronische versie]. *International Research Journal of Finance and Economics*, 7, 92-103.
- Myers, S.C. (1977). *Determinants of corporate borrowing* [Elektronische versie]. *Journal of finance*, 5, 147-175.
- Myers, S.C. (1984). *The capital structure puzzle* [Elektronische versie]. *Journal of finance*, 39, 575-592.
- Naceur, S.B., Goaid, M., & Belanes A. (2006). *On the determinants and dynamics of dividend policy* [Elektronische versie]. *International Review of Finance*, 6, 1-23.
- Ofer, A.R. & Thakor (1987). *A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Disbursement policy* [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 42, 365-394.
- Pettit, R.R. (1972). *Dividend announcements, security performance and capital market efficiency* [Elektronische versie]. *The journal of finance*, XXVII, 993-1007.
- Pérez-Gonzalez, F. (2003). *Large shareholders and dividends: evidence from U.S. tax reforms* [Working Paper]. Columbia: University of Columbia.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. New York: Irwin McGraw-Hill.
- Rozeff, M.S. (1982). *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios* [Elektronische versie]. *The journal of financial research*, 5, 249-259.
- Rozeff, M. (1986). How companies set their dividend payout ratio's. In J.M. Stern & D.H. Chew (Eds.), *The revolution on corporate Finance*. Oxford: Basil Blackwell.
- Stepanyan, G. G. (2009). *Do managers cut dividends because they have to?* [Working Paper]. Portugal: Catholic University of Portugal.
- Stevig dividend geeft InBev vleugels*. (2008, 28 februari). *De Tijd*. Opgevraagd op 2 september, 2011, via <http://www.tijd.be>.
- Totale winst industriële bedrijven zit op record*. (2011, 5 maart). *De Tijd*. Opgevraagd op 2 september, 2011, via <http://www.tijd.be>.

Umicore, (2009). Jaarresultaten 2008. Opgevraagd op 8 februari, 2012, via http://www.umicore.com/investorrelations/nl/newsPublications/pressReleasesN/2009N/2008FY_pressrelease_NL.pdf.

Umicore onderuit na sombere vooruitzichten. (2009, 12 februari). *De Tijd*. Opgevraagd op 2 september, 2011, via <http://www.tijd.be>.

Umicore, (2012). *Website Umicore*. Opgevraagd op 8 februari, 2012, via <http://www.umicore.com>.

Van Arendonk, H.P.A.M. (1992). *Inkoop van aandelen: civielrechtelijke en fiscaalrechtelijke beschouwingen*. Deventer: Kluwer.

Van Der Sar, N.L. (2008). *Aandelenrendementen: ratio en psychologie*. Deventer: Kluwer.

Van Duyse, K. (2006, 19 oktober). Fiscale kroniek. Oude wijn in nieuwe zakken. *De Standaard- Economie & Financiën*, p.6.

Van Eaton, R.D. (1999). *Stock price adjustment to the information in dividend changes* [Elektronische versie]. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, 113-133.

Van Hulle, K., Lybaert, N., Maes, J.P. (2010). *Handboek Boekhoud En Jaarrekeningrecht*. Brugge: Die Keure.

Verrecchia, R. E. (1983). *Discretionary disclosure* [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Waem, D. & Van Uytbergen, S. (1998). *The dividend policy of Belgian companies: a test of Lintner's regression model* [Working Paper]. Antwerpen: RUCA Antwerpen.

Wet van 22 mei 2001. *Wet betreffende de werknemersparticipatie in het kapitaal en in de winst van de vennootschappen (2001)*. Opgevraagd op 20 oktober, 2011, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2001052233&table_name=wet.

Wet van 25 april 2007. wet houdende diverse bepalingen (2007). Opgevraagd op 24 oktober, 2011, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2007042538&table_name=wet.

Wet van 2 mei 2007. *Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt (2007)*. Opgevraagd op 14 maart, 2012, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2007050231.

Wet van 28 december 2011. *Wet houdende diverse bepalingen (2011)*. Opgevraagd 25 maart, 2012, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=2011122801.

Yoon, P.S., & Starks, L.T. (1995). *Signaling, investment opportunities, and dividend announcements* [Elektronische versie]. *The review of financial studies*, 8, 995-1018.

Lijst van figuren

FIGUUR 1: INVLOED VAN DIVIDENDPOLITIEK OP DE AANDELENPRIJS	23
FIGUUR 2: MOGELIJKE INFORMATIESTROMEN TUSSEN EEN ONDERNEMING EN FINANCIËLE MARKTEN	33
FIGUUR 3: OVERZICHT CASUSSEN	43
FIGUUR 4: CUMULATIEVE ABNORMALE RENDEMENTEN	57

Lijst van tabellen

TABEL 2.1: OVERZICHT BELASTINGDRUK	11
TABEL 4.1: OVERZICHT THEORIEËN DIVIDEND STIJGING	39
TABEL 4.2: OVERZICHT THEORIEËN DIVIDEND DALING.....	41
TABEL 5.1: KERNCIJFERS UMICORE	44
TABEL 5.2: BEURSCIJFERS UMICORE.....	45
TABEL 5.3: KERNCIJFERS BEKAERT	45
TABEL 5.4: BEURSCIJFERS BEKAERT	46
TABEL 5.5: KERNCIJFERS COLRUYT.....	46
TABEL 5.6: BEURSCIJFERS COLRUYT	47
TABEL 5.7: KERNCIJFERS AB INBEV	48
TABEL 5.8: BEURSCIJFERS AB INBEV	48
TABEL 6.1: VERDELING BAS	51
TABEL 6.2: VERSCHILLENDE CATEGORIEËN	54
TABEL 6.3: DATA IN VERSCHILLENDE CATEGORIEËN	55
TABEL 6.4: BEURSREACTIE BIJ DIVIDEND AANKONDIGING.....	56
TABEL 6.5: BEURSREACTIE BIJ DIVIDEND- EN RESULTAATAANKONDIGING	58
TABEL 6.5: ENKELVOUDIGE CIJFERS	62
TABEL 6.6: GECONSOLIDEERDE CIJFERS	63
TABEL 6.7: BESLUIT ENKELVOUDIGE RESULTATEN	63
TABEL 6.8: BESLUIT GECONSOLIDEERDE RESULTATEN	64
TABEL 7.1: DIVIDENDEN.....	65
TABEL 7.2: PROCENTUELE VERANDERING DIVIDEND	67
TABEL 7.3: JAARRESULTATEN DIVIDENDBETALERS	68
TABEL 7.4: RESULTATEN MODEL VAN LINTNER.....	69
TABEL 7.5: OVERZICHT DIVIDENDBELEID JAREN 2007 EN 2008	70

Bijlagen

Bijlage 1: Belgian All Share-index

4

4Energy Invest

A

AB Inbev (Bel20)

Ablynx (Bel Small)

Accentis

Ackermans & van Haaren (Bel20)

Aedifica (Bel Mid)

Ageas (Bel20)

Agfa-Gevaert (Bel Mid)

Alfacam Group

Arseus (Bel Mid)

Ascensio

Atenor Group (Bel Small)

B

Banimmo A (Bel Small)

Barco (Bel Mid)

Befimmo Sicafi

Bekaert (Bel20)

Belgacom (Bel20)

Belreca

Beluga

Brederode (Bel Mid)

C

Campine

CFE (Bel Mid)

Cimescaut

CMB (Bel Mid)

Cofinimmo (Bel20)

Cofinimmo Bevoorrechte aand.1

Cofinimmo Bevoorrechte aand.2

Colruyt (Bel20)

Compagnie du Bois (Bel-Mid)

Connect Group

D

Deceuninck (Bel Small)

Deficom Group

Delhaize Groep (Bel20)

Devgen (Bel Small)

Dexia/Belfius (Bel Mid)

D'Ieteren (Bel20)

Duvel Moortgat (Bel Small)

E

Eckert-Ziegler

Econocom Group (Bel Mid)

Elia (Bel20)

Euronav (Bel Mid)

EVS Broadcast Equipment (Bel Mid)

Exmar (Bel Mid)

F

Floridienne

Fluxys(D)

Fountain

Foyer

G

Galapagos (Bel Mid)

GBL (Bel20)

GDF Suez (Bel20)

Global Graphics

Gimv (Bel Mid)
Global Graphics

H

Hamon Groep (Bel Small)
Henex
Home Invest Belgium (Bel Small)

I

I.R.I.S. Groep (Bel Small)
IBA (Bel Small)
Immo Moury
Immobel (Bel Small)
Intervest Off-Ware (Bel Mid)
Intervest Retail (Bel Small)

J

Jensen-Group (Bel Small)

K

KBC Ancora
KBC Groep (Bel20)
Keyware Technologies
Kinapolis (Bel Mid)

L

Leaseinvest Real Estates (Bel Small)
Lotus Bakeries (Bel Small)

M

MDXHealth (Bel Small)
Melexis (Bel Mid)
Miko
Mobistar (Bel20)
Montea (Bel Small)
Moury Construct

N

Nationale Bank van België (Bel Mid)
Neufcouer (Compagnie Financière de)
Nyrstar (Bel20)

O

Option (Bel Small)

P

PCB
Picanol (Bel Small)
Pinguinlutosa (Bel Small)
Punch International (Bel Small)

Q

Quest For Growth (Bel Small)

R

RealDolmen (Bel Small)
Recticel (Bel Small)
Rentabiliweb Group (Bel Small)
Resilux (Bel Small)
Retail Estates (Bel Mid)
RHJ International (Bel Mid)
Rosier (Bel Small)
Roulerta Media (Bel Small)
RTL Group

S

Saptec (Bel Small)
Scheerders van Kerckhove
Serviceflats Invest
Sioen Industries (Bel Small)
Sipef (Bel Mid)
Sofina (Bel Mid)
Solvac

Solvay (Bel20)

Spadel

Spector

Sucraf A en B

T

Telenet Group Holding (Bel20)

Ter Beke (Bel Small)

Tessengerlo Group (Bel Mid)

Texaf

Thenergo

Think-Media

ThromboGenics (Bel Mid)

Tigenix (Bel Small)

Transics International (Bel Small)

Tubize (Financière de)

U

UCB (Bel20)

Umicore (Bel20)

V

Van de Velde (Bel Mid)

VGP

VPK Packaging

W

Warehouse De Pauw (Bel Mid)

Warehouse Estates

Wereldhave Belgium (Bel Mid)

Z

Zenitel

Zetes Industries (Bel Small)

Bijlage 2: SPSS output Hoofdstuk 6- hypothese 1

Bijlage 2.1. De reactie van de beurskoers bij een dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	,302	68	,763	,000627366	-,00351554	,00477028
dag4	1,783	68	,079	,003909278	-,00046517	,00828373
dag3	1,910	68	,060	,004337132	-,00019526	,00886953
dag2	1,180	68	,242	,002541172	-,00175711	,00683946
dag1	,514	68	,609	,001155993	-,00333310	,00564509
dag0	4,683	68	,000	,017925408	,01028731	,02556350
dag11	1,192	68	,238	,002915314	-,00196673	,00779735
dag22	1,032	68	,306	,002808983	-,00262494	,00824291
dag33	1,334	68	,187	,002796332	-,00138698	,00697964
dag44	1,825	68	,072	,004356042	-,00040653	,00911861
dag55	,931	68	,355	,002121081	-,00242653	,00666870

Bijlage 2.2. De reactie van de beurskoers bij een dividenddaling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	-1,198	16	,248	-,008707118	-,02411450	,00670027
dag4	,289	16	,776	,001812118	-,01149046	,01511469
dag3	,816	16	,426	,007008118	-,01118872	,02520495
dag2	-,481	16	,637	-,003575824	-,01932492	,01217328
dag1	,826	16	,421	,005143588	-,00805271	,01833989
dag0	-6,143	16	,000	-,067309588	-,09053934	-,04407983
dag11	-,378	16	,711	-,005332118	-,03524947	,02458524
dag22	2,230	16	,040	,015293941	,00075792	,02982997
dag33	1,877	16	,079	,012316647	-,00159573	,02622903
dag44	1,020	16	,323	,006216941	-,00670468	,01913856
dag55	-1,615	16	,126	-,015594765	-,03607064	,00488111

Bijlage 2.3. De reactie van de beurskoers bij een constant dividend

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	-,547	25	,589	-,002192686	-,01045076	,00606539
dag4	,590	25	,561	,003013718	-,00751003	,01353746
dag3	-1,550	25	,134	-,006154122	-,01432986	,00202162
dag2	1,248	25	,224	,004897822	-,00318540	,01298104
dag1	,401	25	,692	,001780770	-,00737617	,01093771
dag0	-1,662	25	,109	-,012849484	-,02876814	,00306917
dag11	-,351	25	,728	-,001864776	-,01280204	,00907248
dag22	-1,254	25	,222	-,005304351	-,01401885	,00341015
dag33	1,218	25	,234	,005839357	-,00403219	,01571091
dag44	-,311	25	,758	-,001167201	-,00889143	,00655703
dag55	-1,161	25	,257	-,007746101	-,02149081	,00599860

Bijlage 2.4. De reactie van de beurskoers bij een winst- en dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	,762	49	,450	,002051984	-,00336306	,00746703
dag4	1,599	49	,116	,004733961	-,00121592	,01068384
dag3	1,623	49	,111	,004213423	-,00100455	,00943140
dag2	,676	49	,502	,001710016	-,00336985	,00678988
dag1	,480	49	,633	,001395576	-,00444608	,00723724
dag0	5,740	49	,000	,023530400	,01529256	,03176824
dag11	1,968	49	,055	,004534191	-,00009536	,00916374
dag22	,434	49	,666	,001427627	-,00517628	,00803153
dag33	,921	49	,361	,002334455	-,00275820	,00742711
dag44	2,364	49	,022	,005873137	,00088094	,01086533
dag55	,360	49	,721	,001164712	-,00534223	,00767166

Bijlage 2.5. De reactie van de beurskoers bij een dividendstijging en een constante winst

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	1,432	11	,180	,003317417	-,00178228	,00841711
dag4	-,066	11	,949	-,000235417	-,00814515	,00767431
dag3	,684	11	,508	,003179167	-,00705620	,01341453
dag2	,737	11	,477	,004812333	-,00956102	,01918569
dag1	-,530	11	,607	-,001848333	-,00952418	,00582751
dag0	1,455	11	,174	,013713167	-,00703470	,03446103
dag11	,431	11	,675	,003802000	-,01561543	,02321943
dag22	2,168	11	,053	,010751583	-,00016581	,02166898
dag33	,191	11	,852	,001155250	-,01218989	,01450039
dag44	-,931	11	,372	-,006738000	-,02266789	,00919189
dag55	1,170	11	,267	,003016750	-,00265968	,00869318

Bijlage 2.6. De reactie van de beurskoers bij een dividend- en winstdaling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	-,890	11	,392	-,007894417	-,02740762	,01161878
dag4	,167	11	,870	,001492583	-,01816166	,02114683
dag3	,682	11	,509	,008061333	-,01794779	,03407045
dag2	,113	11	,912	,001083833	-,02005754	,02222520
dag1	1,580	11	,143	,010410500	-,00409526	,02491626
dag0	-7,660	11	,000	-,085543583	-,11012273	-,06096444
dag11	-,563	11	,585	-,011095583	-,05448505	,03229388
dag22	3,703	11	,003	,026105500	,01059087	,04162013
dag33	1,923	11	,081	,015937417	-,00230284	,03417767
dag44	1,000	11	,339	,007935417	-,00952197	,02539280
dag55	-1,001	11	,338	-,011361167	-,03634303	,01362070

Bijlage 2.7. De reactie van de beurskoers bij een constant dividend en een winststijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	,242	11	,813	,001065221	-,00861168	,01074212
dag4	-1,184	11	,261	-,005235921	-,01497172	,00449987
dag3	-,226	11	,825	-,001560823	-,01673109	,01360944
dag2	,092	11	,929	,000480351	-,01105497	,01201567
dag1	,436	11	,671	,003632372	-,01469043	,02195517
dag0	,257	11	,802	,002372593	-,01792267	,02266786
dag11	-1,363	11	,200	-,008624567	-,02254774	,00529860
dag22	-1,291	11	,223	-,006523270	-,01764501	,00459847
dag33	,391	11	,703	,003219884	-,01489646	,02133623
dag44	-,368	11	,720	-,001641351	-,01144523	,00816253
dag55	-,924	11	,375	-,011709693	-,03960701	,01618763

Bijlage 2.8. De reactie van de beurskoers bij een constant dividend en een winstdaling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
dag5	-,506	14	,621	-,003215261	-,01684866	,01041814
dag4	,986	14	,341	,007945236	-,00932968	,02522015
dag3	-2,595	14	,021	-,012980509	-,02370950	-,00225151
dag2	1,614	14	,129	,008591582	-,00282844	,02001160
dag1	,221	14	,828	,000933292	-,00811753	,00998411
dag0	-2,614	14	,020	-,027256535	-,04962051	-,00489256
dag11	-,025	14	,980	-,000219582	-,01873230	,01829313
dag22	-,609	14	,552	-,003823231	-,01728581	,00963935
dag33	,784	14	,446	,003691628	-,00640992	,01379317
dag44	-,465	14	,649	-,002753231	-,01544426	,00993780
dag55	-1,021	14	,324	-,006213667	-,01926126	,00683393

Bijlage 3: SPSS output Hoofdstuk 6- hypothese 2

Bijlage 3.1. Enkelvoudig jaarresultaat bij dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	3,917	129	,000	2,037718630	1,00848279	3,06695447
Tijdstip1	,544	85	,588	,151658395	-,40230111	,70561790
Tijdstip2	2,197	55	,032	,831573818	,07314693	1,59000071

Bijlage 3.2. Enkelvoudige kasstroom bij dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	3,873	129	,000	1,746485077	,85418600	2,63878416
Tijdstip1	-,142	85	,888	-,022699826	-,34172286	,29632321
Tijdstip2	,993	54	,325	,18072	-,1842	,5457

Bijlage 3.3. Enkelvoudig jaarresultaat bij dividenddaling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
VAR00001	-2,213	34	,034	-,43864	-,8415	-,0358
VAR00002	1,913	31	,065	,93970	-,0619	1,9413
VAR00003	1,541	26	,135	,68877	-,2299	1,6074

Bijlage 3.4. Enkelvoudige kasstroom bij dividenddaling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
VAR00001	-1,696	34	,098	-,71817	-1,5761	,1397
VAR00002	1,569	32	,126	,78929	-,2353	1,8138
VAR00003	2,351	24	,027	1,15922	,1416	2,1769

Bijlage 3.5. Geconsolideerd jaarresultaat dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	4,658	128	,000	,632625955	,36380514	,90144677
Tijdstip1	-1,431	84	,156	-,207473988	-,49608475	,08113677
Tijdstip2	2,340	54	,023	,275555672	,03916661	,51194474

Bijlage 3.6. Geconsolideerde kasstroom dividendstijging

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	3,528	129	,001	,27146	,1192	,4237
Tijdstip1	1,558	85	,123	,09398	-,0261	,2140
Tijdstip2	2,040	54	,046	,20757	,0033	,4118

Bijlage 3.7. Geconsolideerd jaarresultaat dividenddeling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	-2,425	34	,020	-,97726	-1,7947	-,1598
Tijdstip1	,407	32	,687	,16619	-,6654	,9978
Tijdstip2	2,169	25	,041	,59210	,0275	1,1567

Bijlage 3.8. Geconsolideerde kasstroom dividenddeling

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Tijdstip0	1,392	34	,173	,39674	-,1825	,9760
Tijdstip2	1,476	30	,150	,29669	-,1139	,7072
Tijdstip3	-,333	24	,742	-,02802	-,2019	,1458

Bijlage 4: SPSS output Hoofdstuk 7- hypothese 3

Bijlage 4.1. Beschrijvende statistiek dividenden

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Dividend2004	74	,080000	471,970000	9,02472973	55,033303223
Dividend2005	77	,080000	475,700000	8,87000000	54,398333251
Dividend2006	81	,080000	485,000000	8,72024691	54,101427545
Dividend2007	87	,050000	490,000000	8,82091954	53,150201746
Dividend2008	76	,060000	505,000000	9,58552632	58,235571796
Dividend2009	79	,020000	505,000000	9,89860759	57,687739459
Dividend2010	83	,030000	505,000000	13,14746988	67,130842732
Valid N (listwise)	58				

Bijlage 4.2. Procentuele stijging dividenden (met en zonder weglatingen en initiaties)

Bijlage 4.2.1 Procentuele stijging dividenden, zonder dividend weglatingen en initiaties

	One-Sample Test					
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper	
Procentuele_verandering_2004_2005	2,920	70	,005	,141026	,04468	,23736
Procentuele_verandering_2005_2006	4,774	75	,000	,153275	,08931	,21723
Procentuele_verandering_2006_2007	2,941	79	,004	,218568	,07065	,36648
Procentuele_verandering_2007_2008	,033	74	,974	,002224	-,13120	,13565
Procentuele_verandering_2008_2009	3,087	71	,003	,109986	,03894	,18102
Procentuele_verandering_2009_2010	2,514	75	,014	,496507	,10311	,88990

Bijlage 4.2.1. Procentuele stijging dividenden, met dividend weglatingen en initiaties

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Procentuele_verandering_2004_2005	1,778	73	,080	,094768	-,01144	,20098
Procentuele_verandering_2005_2006	4,277	78	,000	,160113	,08558	,23464
Procentuele_verandering_2006_2007	2,857	81	,005	,213238	,06474	,36172
Procentuele_verandering_2007_2008	-1,981	86	,051	-,136012	-,27251	,00049
Procentuele_verandering_2008_2009	2,260	80	,027	,110111	,01316	,20705
Procentuele_verandering_2009_2010	2,603	83	,011	,473030	,11160	,83445

Bijlage 4.3. Beschrijvende statistiek jaarresultaten

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Jaarresultaat2004	70	-3,87E8	1,22E9	1,0796E8	2,36813E8
Jaarresultaat2005	75	-37041000,00	1,64E9	1,3550E8	3,08141E8
Jaarresultaat2006	79	-43378037,00	3,07E9	1,8025E8	4,85527E8
Jaarresultaat2007	85	-20824263,00	2,43E9	1,6376E8	4,14080E8
Jaarresultaat2008	74	-2,67E9	7,82E8	9206590,945	3,45944E8
Jaarresultaat2009	79	-1,93E8	6,38E9	1,9029E8	8,25913E8
Jaarresultaat2010	83	-1,28E9	2,78E9	59231517,52	3,69022E8
Valid N (listwise)	58			38	

Bijlage 4.4. Model van Lintner toegepast op de jaren 2004-2005

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,718857599

a. Predictors: (Constant), EPS2005, Dividend2004

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	224328,409	2	112164,204	217054,375	,000 ^a
	Residual	34,106	66	,517		
	Total	224362,515	68			

a. Predictors: (Constant), EPS2005, Dividend2004

b. Dependent Variable: Dividend2005

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,015	,089		,172	,864
	Dividend2004	1,006	,002	,998	550,764	,000
	EPS2005	,002	,001	,004	2,388	,020

a. Dependent Variable: Dividend2005

Bijlage 4.5. Model van Lintner toegepast op de jaren 2005-2006

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,454630148

a. Predictors: (Constant), EPS2006, Dividend2005

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	233741,339	2	116870,670	565443,309	,000 ^a
	Residual	14,882	72	,207		
	Total	233756,221	74			

a. Predictors: (Constant), EPS2006, Dividend2005

b. Dependent Variable: Dividend2006

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,133	,054		2,466	,016
	Dividend2005	1,017	,001	,998	825,323	,000
	EPS2006	,002	,001	,004	3,116	,003

a. Dependent Variable: Dividend2006

Bijlage 4.6. Model van Lintner toegepast op de jaren 2006-2007

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,999 ^a	,998	,998	2,621652836

a. Predictors: (Constant), EPS2007, Dividend2006

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	241758,316	2	120879,158	17587,377	,000 ^a
	Residual	515,480	75	6,873		
	Total	242273,796	77			

a. Predictors: (Constant), EPS2007, Dividend2006

b. Dependent Variable: Dividend2007

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,093	,305		,303	,762
	Dividend2006	,967	,007	,950	133,195	,000
	EPS2007	,027	,003	,071	9,927	,000

a. Dependent Variable: Dividend2007

Bijlage 4.7. Model van Lintner toegepast op de jaren 2007-2008

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,999 ^a	,997	,997	3,187425584

a. Predictors: (Constant), EPS2008, Dividend2007

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	253459,864	2	126729,932	12473,809	,000 ^a
	Residual	711,178	70	10,160		
	Total	254171,041	72			

a. Predictors: (Constant), EPS2008, Dividend2007

b. Dependent Variable: Dividend2008

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,365	,382		-,954	,343
	Dividend2007	1,027	,007	1,002	156,543	,000
	EPS2008	-,009	,003	-,022	-3,367	,001

a. Dependent Variable: Dividend2008

Bijlage 4.8. Model van Lintner toegepast op de jaren 2008-2009

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1,000 ^a	,999	,999	1,441656263

a. Predictors: (Constant), EPS2009, Dividend2008

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	258651,899	2	129325,949	62224,617	,000 ^a
	Residual	141,329	68	2,078		
	Total	258793,228	70			

a. Predictors: (Constant), EPS2009, Dividend2008

b. Dependent Variable: Dividend2009

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,161	,175		,920	,361
	Dividend2008	,989	,003	,979	336,145	,000
	EPS2009	,008	,000	,076	26,202	,000

a. Dependent Variable: Dividend2009

Bijlage 4.9. Model van Lintner toegepast op de jaren 2009-2010

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,961 ^a	,924	,922	19,543460610

a. Predictors: (Constant), EPS2010, Dividend2009

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	340451,453	2	170225,727	445,679	,000 ^a
	Residual	27882,120	73	381,947		
	Total	368333,574	75			

a. Predictors: (Constant), EPS2010, Dividend2009

b. Dependent Variable: Dividend2010

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,228	2,299		-,099	,921
	Dividend2009	,917	,040	,770	22,819	,000
	EPS2010	,078	,007	,391	11,604	,000

a. Dependent Variable: Dividend2010

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Dividendpolitiek en de informatiewaarde hiervan getest op Belgische beursgenoteerde ondernemingen

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

Jaar: **2012**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

Martens, Dries

Datum: **31/05/2012**