

2013•2014
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef
Dividendpolitiek in private bedrijven

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Jan Claes
*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen*

2013•2014
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Dividendpolitiek in private bedrijven

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Jan Claes

*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen*

Woord vooraf

Deze thesis vormt het slotstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, afstudeerrichting Accountancy-Finance aan de universiteit Hasselt. In deze masterproef heb ik al de kennis die ik de voorgaande jaren aan dit instituut heb opgedaan opgenomen. Graag zou ik vooraleerst de universiteit en al zijn onderdanen bedanken, zonder hen was dit niet mogelijk geweest.

Evenals wil ik mijn oprechte dank betuigen aan mijn promotor prof. Dr. Wim Voordeckers, zonder de suggesties van professor Voordeckers zou deze thesis niet half zo goed zijn als het nu is, alsook voor het vertrouwen in mijn, wat ik ontzettend apprecieer. Ook mijn vrienden en familie, in het bijzonder mijn ouders en mijn zus, verdienen een pluim.

Ik hoop voor de lezer van dit werk dat het een even leerrijke ervaring is, als het schrijven was voor mij.

Jan Claes

Heusden-Zolder, juni 2014

Samenvatting

In de economische wetenschap, meer bepaald de financiële economische wetenschap, is dividendpolitiek altijd al belangrijk geweest. Al sinds de dagen van Modigliani en Miller (1961) hebben economen zich met het dividendvraagstuk, "*waarom bedrijven dividenden uitkeren?*", bezig gehouden. Doorheen de jaren hebben onderzoekers geprobeerd de dividendpuzzel aan de hand van verschillende, soms tegenstrijdige, theorieën proberen op te lossen. "*We have moved from a position of not enough good reasons to explain why dividends are paid, to one of too many.*" (Ang, 1987).

Voor Jan Modaal zijn dividenden voornamelijk een middel voor het uitkeren van winsten aan de aandeelhouder. De definitie van wat dividenden omvatten verschilt al naargelang het vakgebied. Zo geeft de wetgever (zie art. 18, 1° en 4° WIB92) een andere invulling aan de term dividenden dan de academische en professionele wereld.

Niet alleen de definitie van dividenden is relatief, ook de functie van dividenden is door de jaren heen geactualiseerd en aangepast. De academische wereld heeft door verder te bouwen op onderzoek van Modigliani en Miller (1961) een hele resem aan antwoorden op de vraag: "*waarom keren bedrijven een dividend uit?*". Hoewel veel van deze theorieën de dividendpuzzel vanuit een ander hoekpunt bekijken, is de meerderheid het erover eens dat dividenden alles behalve irrelevant zijn voor de waarde en waardering van een onderneming.

Zo zijn dividenden naast een middel voor het uitkeren van winsten aan de aandeelhouder, ook een manier zijn om de toekomstvisie van een bedrijf naar buiten te signaleren. Dit maakt dat dividenden en de hoogte van dit dividend, desondanks een daling in het aantal bedrijven dat dividenden uitkeert (Fama & French, 2001), een delicate aangelegenheid blijft voor dividend betalende ondernemingen (Brav et al., 2005; Dong et al., 2005) en uitermate relevant blijft ondanks de opkomst van alternatieve manieren van winstuitkering (zoals de 'share repurchases').

Andere onderzoekers zoals Jensen en Meckling (1976) bouwen verder op het idee dat er in een bedrijf waar de eigendom en controle gescheiden zijn (hetgeen alom vertegenwoordigd is in het merendeel van beursgenoteerde bedrijven, maar ook in aanzienlijk veel private bedrijven), er ten gevolg van deze scheiding kosten ontstaan (de 'agency' kosten). Deze kosten kunnen doormiddel van het uitkeren van een dividend ingeperkt worden.

Een andere verwachting (uit het onderzoek van Lintner (1956)) is dat bedrijven uitermate conservatief tewerk gaan in het bepalen en opvolgen van hun dividendpolitiek. Financieel- en algemene directeurs, de personen voornamelijk verantwoordelijk bij het bepalen en navolgen van de dividendpolitiek (Baker & Powell, 2000), zijn 'verplicht' met de nodige zorg tewerk te gaan in het bepalen en aanpassen, van het dividend.

Deze conservatieve benadering van de dividendpolitiek vindt zijn oorsprong in reactie van de kapitaalmarkten op het aanpassen van de hoogte van een dividend. Het naar onder bijstellen, of afschaffen, van een dividend wordt door de markt als een negatief signaal opgevat (Michaely & Roberts, 2011; Michaely et al., 1995). Dit is vooral het geval voor bedrijven genoteerd op de beurs, waar de dividendpolitiek vanuit een veel conservatiever perspectief benaderd wordt.

Bedrijven gaan in de praktijk dan ook zo lang mogelijk een daling van het dividend proberen uit te stellen (Brav et al., 2005). Een voorbeeld hiervan is Carrefour S.A., Carrefour had in 2011 en de jaren voorheen een stabiele dividendpolitiek. Door wijzigingen in de 'core-business' was de originele dividendpolitiek niet langer houdbaar, zeker niet op lange termijn. Toch heeft Carrefour in de jaren 2009-2011 een dividend uitgekeerd van 1.08 euro per aandeel (wat ongeveer neerkomt op 720 miljoen euro), op een nettowinst van 433 miljoen euro, of lager (Financial Times).

Lintner (1956) heeft deze conservativiteit in een mathematische formule vertaald, het 'partial adjustment model'. Bedrijven gaan volgens Lintner een 'target payout' ratio voor ogen nemen, deze gaat samen met de 'speed of adjustment' bepalen hoe ondernemingen hun dividendpolitiek aanpassen na een schok in resultaten. Een belangrijke conclusie uit voorgaand onderzoek naar het verschil in dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen is dat private ondernemingen minder aan dividend 'smoothing', het gladstrijken van dividenden over meerdere jaren heen, doen (Michaely & Roberts, 2011).

Het opzet van deze thesis is niet nagaan waarom bedrijven in België een dividend uitkeren, maar onderzoek doen naar de *verschillen in dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen in België*. Uit voormalig onderzoek van Michaely en Roberts (2011) is de verwachting dat private ondernemingen gemiddeld kleiner zijn, ook gaan private ondernemingen op een deel andere parameters (bijvoorbeeld: winstgevendheid, groei) statisch verschillen ten opzichte van publieke ondernemingen (Michaely & Roberts, 2011).

Dit verschil tussen publieke en private ondernemingen wordt in deze studie in de Belgische context bevestigd. Zo gaan *publieke ondernemingen groter zijn, een lagere schuldgraad hebben en meer investeringsopportunities hebben dan private ondernemingen*. Samen met de winstgevendheid (wat identiek is voor zowel publieke als private ondernemingen) zijn deze vier parameters de belangrijkste variabelen die de dividendpolitiek van een onderneming gaan beïnvloeden.

De conclusie van dit onderzoek is dat *publieke ondernemingen niet alleen meer geneigd zijn een dividend uit te keren (67 procent versus 38 procent), ook gaan beursgenoteerde een hoger dividend uitkeren dan niet-beursgenoteerde ondernemingen*. Dit verschil is belangrijk en significant op een niveau van 0.05. Vooral omdat het leeuwendeel van het onderzoek naar dividendpolitiek gevoerd vanuit het perspectief van publieke bedrijven en vaak ook in Amerikaanse, of Angelsaksische context.

In de meeste landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, is echter meer dan 99 procent van de bedrijven in private handen (Michaely & Roberts, 2011). In België zijn er meer dan 500 duizend actieve ondernemingen, waarvan er amper 161 genoteerd zijn op een Belgische beurs.¹ Net zoals in het Verenigd Koninkrijk is in België meer dan 99 procent van de bedrijven *niet* genoteerd op de beurs.

In deze thesis wordt hoofdzakelijk de nadruk gelegd op dividenden, vandaar de titel dividendpolitiek. Desondanks het feit dat dividenden nog steeds het meest gebruikte middel zijn om winst uit te keren aan aandeelhouders (Grullon & Michaely, 2002), is de opkomst van alternatieven zoals 'share repurchases' (herkoop van eigen aandelen) een belangrijk gegeven.² Zo kunnen het merendeel van theorieën die de functie van dividenden proberen wetenschappelijk te verklaren eveneens toegepast worden op het terugkopen van eigen aandelen.

Wat het terugkopen van eigen aandelen interessant maakt voor een thesis die handelt over dividendpolitiek, is dat indien men ervan uitgaat dat beide substituten zijn, bedrijven (vooral in het verleden, Fama & French, 2001) er hoofdzakelijk voor opteerden dividenden uit te keren (Grullon & Michaely, 2002). Dit desondanks de belastings-asymmetrie tussen kapitaalinkomsten en roerende inkomsten. Zo gaan roerende inkomsten (dividenden) hoger belast worden dan de vermogensinkomsten (herinkoop eigen aandelen).

¹ Bel-first databank, zie bijlagen voor meer informatie

² Of het her-inkopen van eigen aandelen werkelijk een perfect substituuut is voor dividenden, is wetenschappelijk onzeker. Fama en French (2001) zijn bijvoorbeeld van mening dat dit niet het geval is.

Inhoudstabel

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
1. Inleiding	9
1.1 Probleemsituering.....	9
1.2 Centrale onderzoeksvraag.....	10
1.3 Onderzoeksopzet.....	10
2. Literatuurstudie	11
2.1 Wat zijn dividenden?.....	11
2.1.1 Hoe worden dividenden belast.....	11
2.1.2 Uitkeren van een dividend, de tijdljn.....	12
2.2 ‘Share Repurchases’ of inkoop van eigen aandelen.....	13
2.2.1 Mogelijke manieren tot terugkopen van eigen aandelen.....	13
2.2.2 Dividenden en inkoop van eigen aandelen: substitutie hypothese.....	14
2.3 Publieke ondernemingen.....	14
2.3.1 Voor- en nadelen van een beursnotering.....	16
2.4 Overzicht vooraanstaande financieel-economische theorieën.....	17
2.4.1 Irrelevantie theorema (Modigliani & Miller, 1961).....	17
2.4.1.1 Irrelevantie theorema: dividenden versus alternatieven.....	18
2.4.1.2 Irrelevantie theorema: toepassingen.....	18
2.4.2 Agency theorie.....	19
2.4.2.1 Agency theorie: soorten agency kosten.....	20
2.4.2.2 Agency theorie: dividenden versus alternatieven.....	22
2.4.2.3 Verschil in agency kosten tussen publieke- en private bedrijven.....	23
2.4.3 Signalling theorie.....	23
2.4.3.1. Signalling theorie: Dividenden versus Alternatieven.....	24
2.4.3.2. Signalling theorie: private en publieke bedrijven.....	25

2.4.4. Life-cycle theory of dividends.....	26
2.4.5. Transactie Kosten	27
2.4.6. Belastingen	28
2.5 Karakteristieken van dividendbetalers.....	29
2.5.1 Karakteristieken van dividendbetalers en evolutie van deze karakteristieken.....	29
2.5.2 Verschillen in dividendpolitiek tussen landen.....	30
2.5.3 Bedrijven zijn minder geneigd dividenden uit te keren	32
2.6 Dividendpolitiek: Verschillen tussen ondernemingen	33
2.6.1 Partial Adjustment Model (Lintner, 1956)	33
3. Formulering van de hypothesen	35
3.1 Deelvraag 1: Wat zijn de karakteristieken van dividendbetalers.....	35
2.2.3.2 Samenvatting hypothesen één tot en met vier.....	39
3.2 Deelvraag 2: De verschillen tussen beurs en niet beursgenoteerde ondernemingen in dividendpolitiek.....	41
4. Data	43
5. Methodologie.....	45
5.1 Variabelen	45
5.2 Statistische methodologie	48
6. Resultaten.....	51
6.1 Beschrijvende statistieken.....	51
6.1.1 Bespreking van de afhankelijke variabelen & hypothesen	54
6.1.1.1 Dividendbetaler	54
6.1.1.2 Hoogte van het dividend	54
6.2 Regressieanalyses voor private ondernemingen	55
6.2.1 Geneigdheid om een dividend uit te keren.....	55
6.2.2 Hoogte van het uitgekeerde dividend.....	56
6.2.3 Bespreking hypothesen: private ondernemingen.....	58
6.3. Regressieanalyses voor publieke ondernemingen.....	60

6.3.1 Geneigdheid om een dividend uit te keren.....	60
6.3.2 Hoogte van het uitgekeerde dividend.....	62
6.3.3 Bespreking hypothesen: publieke ondernemingen	63
6.4 Mixed-Sample.....	64
7. Discussie	65
8. Bemerking voor verder onderzoek	67
Referenties	69
Bijlage 1:	72
Bijlage 2:	73

1. Inleiding

1.1 Probleemsituering

Iedereen die een cursus in financiën heeft gevolgd, is ongetwijfeld vertrouwt met het irrelevantie theorema van Modigliani en Miller (1961), waarin geargumenteed wordt dat de dividendpolitiek van een onderneming geen effect heeft op de ondernemingswaarde. Bij het bespreken en toepassen van deze, toch wel, opmerkelijke conclusie dient rekening gehouden te worden met het feit dat Modigliani en Miller (1961) in het onderzoek vanuit de veronderstelling zijn uitgegaan dat een hele resem aan assumpties waar zijn, waaronder bijvoorbeeld het afwezig zijn van belastingen, etc.

In de realiteit gaat een onderneming die aankondigt haar dividend te verlagen, dit echter direct weergegeven zien in de beurskoers, welke serieus gaat dalen ten gevolge hiervan (Michaely et al., 1995). Dit omdat zodra er niet meer aan veronderstelde assumpties in dit irrelevantie theorema voldaan wordt, de conclusie dat de dividendpolitiek van een onderneming irrelevant is niet meer geldt. Zo is het wel degelijk mogelijk dat in een niet perfecte markt, de dividendpolitiek een reële invloed kan hebben op de waarde van een onderneming.

Dit komt omdat dividenden naast een middel zijn voor het uitkeren van winsten aan de aandeelhouder, ook een manier zijn om de toekomstvisie van een bedrijf naar buiten te signaleren. Dit maakt dat dividenden en de hoogte van dit dividend, ondanks een daling in het aantal bedrijven dat dividenden uitkeert (Fama & French, 2001), een delicate aangelegenheid blijft voor dividend betalende ondernemingen (Brav et al., 2005; Dong et al., 2005) en uitermate relevant blijft, desondanks de opkomst van alternatieve manieren van winstuitkering (zoals de 'share repurchases').

Bedrijven gaan in de praktijk dan ook zo lang mogelijk een daling van het dividend proberen uit te stellen, vooral het schrappen van een dividend wordt gezien als 'measure of last resort' (Brav et al., 2005). Een voorbeeld hiervan is Carrefour S.A., Carrefour had in 2011 en de jaren voorheen een stabiele dividendpolitiek. Door wijzigingen in de 'core-business' was de originele dividendpolitiek niet langer houdbaar, zeker niet op lange termijn. Toch heeft Carrefour in de jaren 2009-2011 een dividend uitgekeerd van 1.08 euro per aandeel (wat ongeveer neerkomt op 720 miljoen euro), op een nettowinst van 433 miljoen euro, of lager (Financial Times). Ook de KBC bank heeft in 2009 en 2010 voor de eerste keer in haar bestaan als beursgenoteerde onderneming (1954) besloten geen dividend uit te keren, dit ten gevolge van de financiële crisis (Broens, B., & Suy, P., 2010).

Het is niet toevallig dat de twee bovenstaande voorbeelden beide beursgenoteerde ondernemingen zijn, het is namelijk vooral voor beursgenoteerde ondernemingen dat de marktreacties op een dividendomissie of reductie zichtbaar en voelbaar zijn. De aandelen van private ondernemingen zijn immers niet (zo) gemakkelijk verhandelbaar als die van publieke ondernemingen. Hetgeen voor een verschil in dividendpolitiek tussen publieke en private bedrijven kan zorgen.

Andere verschilpunten in de dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen zijn te vinden in het feit dat vooral grote, winstgevende ondernemingen met weinig investeringsopportuniteiten een dividend uitkeren (Fama & French, 2001). Beursgenoteerde ondernemingen voldoen meer dan niet-beursgenoteerde ondernemingen aan de voorgaande criteria (Michaely & Roberts, 2011).

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Het opzet van deze thesis is onderzoek voeren naar het: "***Vershil in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen in België.***"

Waar deze studie zich onderscheidt van de andere duizenden omtrent de dividendpolitiek van een onderneming, zit zich in het feit dat in dit onderzoek niet enkel de beursgenoteerde ondernemingen onderzocht worden, maar ook de private ondernemingen. In België, zoals in het Verenigd Koninkrijk, zijn meer dan 99 procent van de bedrijven niet genoteerd op een beurs (Michaely & Roberts, 2011; Bel-first).

Aandoende de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden is gebruikgemaakt van de volgende deelvragen:

- Deelvraag 1: "*Wat zijn de karakteristieken van dividendbetalers?*"
- Deelvraag 2: "*De verschillen tussen beurs en niet beursgenoteerde ondernemingen in dividendpolitiek?*"

1.3 Onderzoeksopzet

Het vervolg van deze thesis is *acht hoofdstukken* opgedeeld. Vooraleer de hypothesen geformuleerd kunnen worden in het *derde hoofdstuk*, gaat er een uitgebreid overzicht zijn van de relevante literatuur omtrent de dividendpolitiek van een onderneming, dit is terug te vinden in het *tweede hoofdstuk*. In dit hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op onder meer de 'Agency', 'Signalling' en 'Life-cycle theory of a firm' theorieën, evenals gaan hier enkele basisbegrippen belangrijk in de financiële economie besproken worden, na elke theorie gaat er geargumenteed worden waarom bedrijven er toch voor kiezen een dividend uit te keren (op basis van deze theorie), desondanks de alternatieven.

Nadien, in *hoofdstuk vier*, gaat de verzameling van de data besproken worden, waarna de gebruikte variabelen besproken en verklaard worden in het *vijfde hoofdstuk*, evenals gaat de methodologie in dit hoofdstuk besproken worden. In het *zesde hoofdstuk* zijn de resultaten van dit onderzoek te vinden, welke in het *zevende hoofdstuk* besproken worden. Ten slotte beslaat het *achtste hoofdstuk* uit bemerkingen voor verder onderzoek.

2. Literatuurstudie

2.1 Wat zijn dividenden?

Vooraleer ik een overzicht ga geven over enkele van de meest prominente theorieën omtrent dividendpolitiek, is het wenselijk eerst te definiëren wat de term dividenden juist inhoudt. Met het begrip dividenden wordt hier expliciet de cash dividenden, het uitkeren van cash, bedoeld. Deze definitie wijkt enigszins af van die van de wetgever, waar dividenden veel ruimer omschreven worden, namelijk als: *alle voordelen toegekend door een vennootschap aan aandelen en winstbewijzen hoe ook genaamd, uit welken hoofde en op welke wijze ook verkregen* (art. 18, 1° WIB92), *evenals als interest van voorschotten die een bepaalde grens overschreden* (art. 18, 4° WIB92).

2.1.1 Hoe worden dividenden belast

Dividenden worden door de belastingdienst belast als roerende inkomst (roerende voorheffing) en worden normaal belast tegen een tarief van 25 procent. (FOD Financiën; Art 269 §1, WIB92). *"De schuldenaar van de inkomsten houdt de roerende voorheffing in en stort die aan de staat. De genietter van het inkomen ontvangt dus een netto bedrag, dat wil zeggen het bruto bedrag min de ingehouden roerende voorheffing."* (FOD Financiën, roerende voorheffing)

De Belgische fiscale wet wordt echter gekenmerkt door de vele 'afwijkingen', zo is dit ook het geval met de aanslagvoet voor dividenden. Een eerste afwijking is die voor de beleggingsvennootschappen met vast kapitaal, op deze aberratie wordt hier niet verder op ingegaan (Art 269 §1 2°, WIB92). Andere afwijkingen van dit normaal tarief zitten vervat in artikel 269 §2, WIB92 dewelke in verband met deze thesis wel de nodige aandacht verdient.

Zo is er vanaf 1 juli 2013 de mogelijkheid voor dividenden uitgekeerd van KMO's te laten belasten tegen een gunsttarief van 20 of 15 procent. Deze wettelijke gunstmaatregel is echter aan verschillende voorwaarden verbonden. Zo is dit artikel en het bijhorend gunsttarief enkel toepasbaar op kleine vennootschappen, in de zin van artikel 15 Wetboek van vennootschappen.

§ 1. Kleine vennootschappen zijn deze vennootschappen met rechtspersoonlijkheid die voor het laatst en het voorlaatst afgesloten boekjaar, niet meer dan één der volgende criteria overschrijden

- jaargemiddelde van het personeelsbestand : 50;
- jaaromzet, exclusief de belasting over de toegevoegde waarde : 7.300.000 EUR;
- balanstotaal : 3.650.000 EUR; tenzij het jaargemiddelde van het personeelsbestand meer dan 100 bedraagt.

Evenals zijn er bijkomende vereisten inzake minimumkapitaal (18.550 euro), etc. Een verdere uitbreiding van hoe dividenden werkelijk belast worden valt buiten het onderzoekersdomein van deze thesis. Wat in het achterhoofd gehouden moet genomen worden is dat inkomsten waarop de roerende voorheffing van toepassing is, volgens het normaal tarief, hoger belast worden dan kapitaalsinkomsten, evenals gaat de belastingplichtige de belasting op kapitaalsinkomsten kunnen

uitstellen (de aandelen niet verkopen, maar in de portefeuille houden) en gaan niet-speculatieve kapitaalsopbrengsten zelfs vrijgesteld zijn van belastingen.

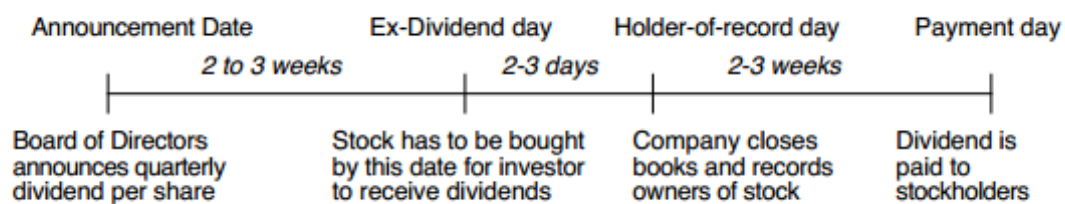
Ook gaat er een speciaal tarief van toepassing zijn voor kleine vennootschappen die voldoen aan de vereisten uitgezet in artikel 269 §1 2°, WIB92. Hetgeen voor een thesis die handelt in de verschillen in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen interessant zou zijn, was het niet dat het recentste boekjaar dat beschikbaar was ten tijde van het onderzoek, dat van 2012 was (2013 was nog niet beschikbaar voor elk bedrijf). Of deze wettelijke steunmaatregel een impact gaat hebben op de dividendpolitiek van kleine ondernemingen, valt af te wachten, maar deze zal ongetwijfeld de nodige aandacht verdienen in verder onderzoek naar de dividendpolitiek in België.

2.1.2 Uitkeren van een dividend, de tijdlijn

Onderstaande figuur geeft de belangrijkste data aan, gaande van het bepalen tot het uitbetalen van een dividend. Op de 'Announcement Date' (datum van bekendmaking) gaat de raad van bestuur officieel de beslissing nemen tot het uitkeren van een dividend. Evenals gaan ze hier de hoogte van het uit te keren dividend bepalen. Professionele spelers zoals de analisten en fondsbeheerders evenals particuliere beleggers gaan dit, afhankelijk van verschillende variabelen, als een positieve of negatieve evolutie opvatten.

Zoals eerder al aangehaald gaat in de meeste scenario's de markt een verlaging van het dividend als negatief signaal interpreteren, wat zich gaat weerspiegelen in de beurskoers van een bedrijf (Michaely & Roberts, 2011; Michaely et al., 1995).

Een aandeel moet op de 'Ex-Dividend Day' (Ex dividend dag) aanwezig zijn in de portefeuille van een investeerder, wil het nog aanspraak maken op het uit te keren dividend. Op de ex dividend dag gaat, indien een aandeel genoteerd is op een beurs, de beurskoers ook dalen met het betreffende dividend per aandeel. Merk wel op dat dit betreffende aandeel dezelfde dag, of zelfs luttele minuten later, opnieuw kans stijgen of dalen door oorzaken anders dan het uit te keren dividend.



Figuur 1: Dividend tijdlijn (Bron: Stern.NYU)

2.2 'Share Repurchases' of inkoop van eigen aandelen

Desondanks het onderzoeksthema van deze thesis de dividendpolitiek van bedrijven is, meer bepaald het uitkeren van een cash dividend, is het (toenemende) belang van de inkoop van eigen aandelen niet te verwaarlozen (Grullon & Michaely, 2002). Gelet op het feit dat veel van de onderstaande theorieën, al dan niet mits aanpassing, toegepast zouden kunnen worden bij inkoop van eigen aandelen, is het aangeraden snel te bespreken wat dit inkopen van eigen aandelen juist inhoudt, en wat het effect hiervan is op onder meer de beurskoers (Allen & Michaely, 2003; Miller & Modigliani, 1961).

Net zoals dividenden zijn 'share repurchases' een vehicle voor bedrijven om bedrijfswinst uit te keren aan aandeelhouders. Daarnaast kunnen bedrijven door hun eigen aandelen terug in te kopen eveneens naar de buitenwereld signaleren hoe de toekomstperspectieven er uitzien, dit wordt verder uitgewerkt in de titel: 'signalling' theorie. Evenals kunnen bedrijven met een teveel aan cash in verhouding met hun investeringsopportuniteiten dit aan de aandeelhouders uitkeren mits het terugkopen van eigen aandelen (meer hierover in de titel: 'Agency Cost Theory').

In tegenstelling tot dividenden, gaat bij de inkoop van eigen aandelen de beurskoers van een bedrijf stijgen, er is immers meer vraag naar het betreffende aandeel, dit is natuurlijk enkel het geval voor bedrijven genoteerd op een beurs (Douglas et al., 2006). Merk weer op dat de Belgische fiscus deze kapitaalsinkomsten anders belast dan dividenden, welke onder roerende inkomsten vallen, wat opmerkelijke situaties teweeg kan brengen.

2.2.1 Mogelijke manieren tot terugkopen van eigen aandelen

Beursgenoteerde bedrijven kunnen op verschillende manieren hun aandelen terugkopen, de veruit meest gebruikte techniek is doormiddel van een open-markt transactie (Jagannathan et al., 2000). Bij een open-markt transactie gaat het bedrijf, meestal na voorafgaande aankondiging, haar eigen aandelen terugkopen op de beurs. Deze methode voor inkoop van eigen aandelen is echter niet mogelijk voor private bedrijven. Een argument voor de open-markt methode zijn de relatief lage transactiekosten, ook is de onderneming na publieke aankondiging niet verplicht haar aandelen terug te kopen (Jagannathan et al., 2000).

Dat de open-markt transactie methode met voorsprong de populairste methode is, wilt in geen geval zeggen dat private bedrijven geen mogelijkheid hebben om hun eigen aandelen terug in te kopen. Zo kunnen zij (evenals publieke bedrijven) onder meer opteren voor een 'tender offer', hierbij zijn enkele varianten zoals de 'dutch tender offer' en de 'fixed-price tender offer'.³ Beide hebben echter als nadeel dat de transactiekosten gemiddeld hoger zijn dan bij een open-markt transactie (Douglas et al., 2006; Jagannathan et al., 2000).

³ Bij een fixed-tender offer gaat de prijs en de hoeveelheid vastgelegd zijn, bij een dutch tender offer gaat het proces omgekeerd worden (Douglas et al., 2006)

2.2.2 Dividenden en inkoop van eigen aandelen: substitutie hypothese

Vermits zowel dividenden en 'share repurchases' een manier zijn om winst uit te keren, hebben onderzoekers zoals onder meer Grullon en Michaely (2002) en Fama en French (2001) onderzocht of beide als substituten gezien kunnen worden. Zo is volgens Grullon en Michaely (2002): "de impliciete assumptie van het irrelevantie theorema van Modigliani en Miller (1961) (meer hierover in de volgende titel) dat dividenden en het terugkopen van eigen aandelen perfecte substituten zijn."

Ook bij de 'agency cost' en 'signalling' theorie wordt vaak de parallel getrokken tussen dividenden en 'share repurchases'. Of beide werkelijk (perfecte) substituten voor elkaar zijn wordt verder in de respectievelijke tussentitels afzonderlijk besproken. In het algemeen zijn Grullon en Michaely (2002) van mening dat bedrijven doorheen de jaren dividenden aan het substitueren zijn met terugkopen van eigen aandelen. Hun belangrijkste argument voor de substitutie hypothese is dat voor bedrijven die een dividend verlagen en actief eigen aandelen terug inkopen, de marktreactie significant verschilt van bedrijven die hun dividend verlagen zonder eigen aandelen terug in te kopen.⁴

Niet iedereen is het eens met de conclusie van Grullon en Michaely (2002), zo zijn Fama en French (2001) van mening dat dividenden en 'share repurchases' geen substituten zijn. De kritiek die zij naar voren schuiven is vooral van methodologische aard, vermits deze thesis over het verschil in dividendpolitiek tussen publieke en private bedrijven handelt, ga ik hier niet verder op in. Wat wel onbetwist wordt, is dat het aantal bedrijven dat een dividend uitkeert aan het dalen is, terwijl dit voor inkoop van eigen aandelen stijgt (Fama & French, 2001; Grullon & Michaely, 2002).⁵

2.3 Publieke ondernemingen

Een publieke onderneming is een onderneming waarvan (een deel) van de aandelen uitstaan op een beurs. Hier in deze thesis die handelt over het verschil in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen in België betekent dit hoofdzakelijk de Euronext, alternatief is er ook nog de Alternext en de vrije markt. In totaal zijn er in mei 2014 een 148-tal ondernemingen genoteerd op de Brusselse Euronext (investerings- en vastgoedfondsen uitgesloten) (euronext.com).

De Euronext is een internationale beurs ontstaan door de fusie van de beurs van Amsterdam, Brussel en Parijs, later kwam hier ook nog de beurs van Lissabon en de Liffe (Londense derivatenmarkt) bij (euronext.com). Waar de media het vaak heeft over de zogenaamde BEL20, dient men dit niet te verwarren voor een effectieve beurs. De BEL20 is slechts een index van enkele genoteerde aandelen op de Brusselse Euronext beurs, waar in het geval van de BEL20 de grootste beursgenoteerde ondernemingen in België in vervat zijn.

De Alternext is een alternatief voor kleinere ondernemingen die niet aan de vereisten voldoen voor een notatie op een officiële beurs (zoals de Euronext). Een voordeel voor ondernemingen met een notatie op de Alternext van Brussel, is dat zij niet rechtstreeks onderworpen aan de Europese richtlijnen inzake onder meer de openbaarheid van informatie (euronext.com).

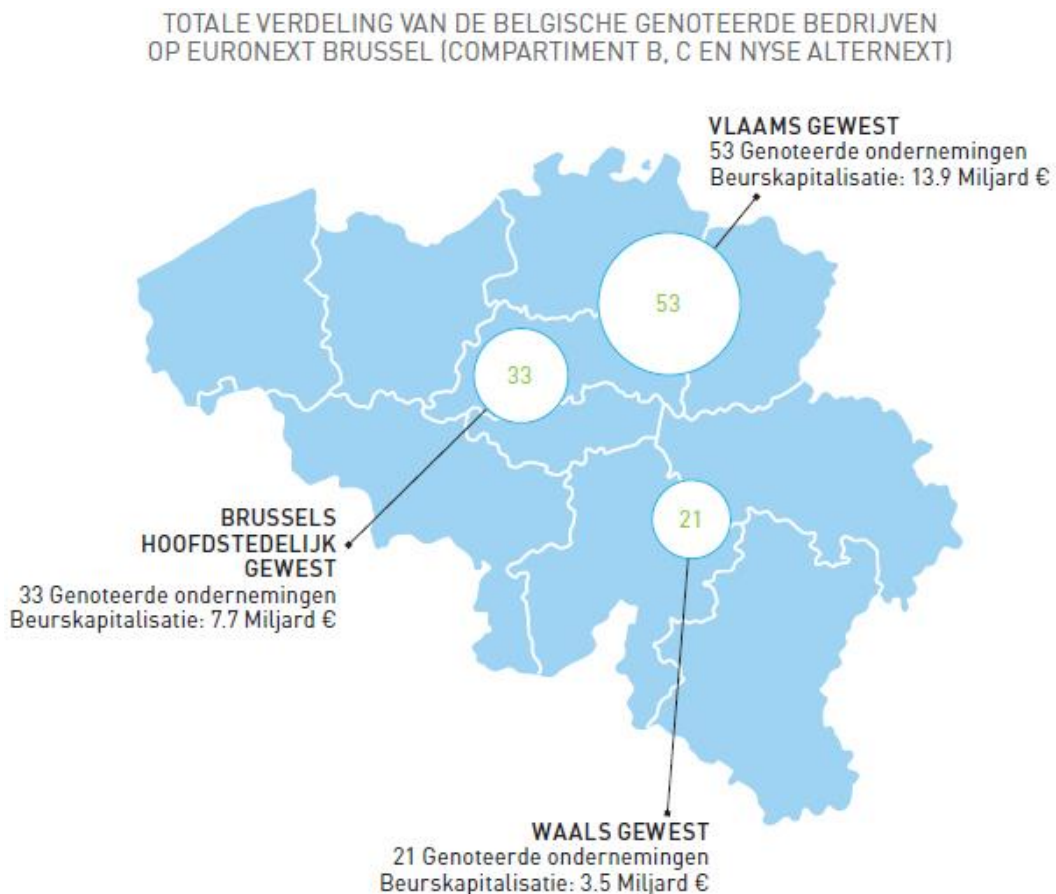
⁴ Meer over de marktreactie van dividend wijzigingen in de titel: 'Signalling'

⁵ Hierover meer in de titel: Evolutie in de dividendpolitiek

Als derde alternatief is er ook de zogenaamde vrije markt op de Euronext te Brussel. De doelstelling van deze vrije markt was volgens beursvoorzitter Van Dessel: "het creëren van een jeugdploeg", waar na van loop van tijd de beste spelers zouden promoveren naar de Alternext en nadien de Euronext. Dit overloop proces verliep in de praktijk echter aanzienlijk moeilijker dan verwacht en de (Financiële) Tijd vernam op 18 april dat op termijn: "Bedrijven die op de niet-gereguleerde Vrije Markt noteren, op termijn moeten kiezen tussen de Alternext of de openbare veilingen".⁶

Op onderstaande figuur ziet u de nationale verdeling van beursgenoteerde bedrijven op de Euronext en Alternext, merk op dat alleen de compartimenten B en C van de Euronext in de figuur opgenomen zijn (dit zijn ondernemingen met een marketkapitalisatie van minder dan 1 miljard euro).

Deze figuur laat eveneens de aanzienlijke verschillen tussen beursgenoteerde ondernemingen zien, zo zijn de onderstaande 107 ondernemingen gezamenlijk verantwoordelijk voor 25.1 miljard euro beurskapitalisatie. Ter vergelijking, de beurskapitalisatie van ABInbev bedraagt 128.4 miljard euro en die van de KBC Groep 18.76 miljard euro (de tijd).



Figuur 2: verdeling van Belgische beursgenoteerde bedrijven

⁶ http://www.tijd.be/nieuws/geld_beleggen_algemeen/Euronext_Brussel_begraaft_Vrije_Markt.9491329-3467.art?ckc=1

2.3.1 Voor- en nadelen van een beursnotering

Een beursnotering heeft altijd voor- en nadelen, in het merendeel van de situaties wegen de nadelen echter niet op tegen de voordelen, anders zouden bedrijven immers in eerste instantie niet naar de beurs gaan, of massaal de beurs verlaten. Afhankelijk van voor welke beurs een bedrijf kiest (Euronext of Alternext / vrije markt) gaan sommige van deze voor- en nadelen verschillen.

Eén voordeel van een beursnotering gaat er zowel zijn voor zowel Euronext als Alternext genoteerde ondernemingen, namelijk het imagovoordeel. Uit getuigenissen van afgevaardigde bestuurders en andere topmensen die recentelijk naar de beurs getrokken zijn komt dit argument steeds terug. Zo zei Frédéric Dawans, afgevaardigde bestuurder van Air Energy: "Onze komst op Alternext heeft ons hoofdzakelijk zichtbaarheid en geloofwaardigheid verschaft."

De extra influx van kapitaal is ongetwijfeld een ander belangrijk voordeel van een beursnotering, indirect kan een beursnotering ook helpen in het verkrijgen van leningen en andere soorten van financiering. Dit is vooral zo voor bedrijven opgenomen in bijvoorbeeld de BEL20 index van de Euronext.

Enkele van de welgekende nadelen van een beursintroductie en notering zijn de eraan verbonden kosten. Een IPO ('initial public offering' of beursintroductie) is niet kosteloos en is een strak geregeld proces waar heel wat planningswerk bij komt te kijken. Afhankelijk van de markt kapitalisatie bij introductie kunnen deze kosten oplopen tot drie miljoen euro.⁷ De Euronext Brussel schat de totale directe kostprijs van een IPO op 5 à 10 procent van het opgehaalde kapitaal.

Met een beursintroductie zijn tevens ook een hele resem aan indirecte kosten verbonden, zo gaat afhankelijk van de gekozen beurs de administratieve en boekhoudkundige verplichtingen verstrengen. Een notatie op een gereguleerde beurs zoals de Euronext brengt de verplichting mee een boekhouding op te stellen volgens de IAS/IFRS principes.

Ook op de Corporate Governance kent na een beursgang de nodige wijzigingen. Desondanks er ook voor niet genoteerde ondernemingen een corporate governance charter is (code Buysse), is de code Lippens verregaander. Ondernemingen hebben (nog) steeds de nodige discretie in het opvolgen van deze code Lippens, hoewel een afwijking van de code in regel wel dient uitgelegd te worden (het 'comply or explain' principe), valt aan de afdwingbaarheid hiervan te twijfelen.

⁷ Voor een markt kapitalisatie van meer dan 1 000 miljoen euro is dit de maximum 'fee'.

2.4 Overzicht vooraanstaande financieel-economische theorieën.

Doorheen de jaren hebben veel academici zich over het dividendvraagstuk: “waarom keren bedrijven een dividend uit?” gebogen. Een eenzijdig antwoord op deze vraag is echter nergens te vinden. Dit brengt ons in een situatie waar verschillende theorieën hetzelfde fenomeen vanuit een verschillend perspectief benaderen. Alle theorieën bespreken zou genoeg stof zijn om een aparte, alleenstaande thesis te verantwoorden. Voor die reden ga ik mij in onderstaande titel beperken tot de voor mijn onderzoek meest relevante theorieën.

2.4.1 Irrelevantie theorema (Modigliani & Miller, 1961)

Het irrelevantie theorema van Modigliani en Miller (1961) is veruit de bekendste theorie omtrent de dividendpolitiek van een bedrijf. De irrelevantie theorie van Modigliani en Miller is vaak het startpunt voor verder onderzoek, waar het effect van het schenden van de basisassumpties van het model (de perfecte markt assumptie) gekwantificeerd wordt. Het irrelevantie theorema luidt als volgt: *in een perfecte markt heeft een bedrijf haar dividendpolitiek geen enkel effect op de waarde van dit bedrijf*, het is met andere woorden irrelevant.

Zoals eerder al aangehaald heeft het dividendvraagstuk onderzoekers sedert geruime tijd bezig gehouden. De conclusie van Modigliani en Miller (1961) dat dividendpolitiek irrelevant is, gaf aanleiding naar verder onderzoek naar het dividendvraagstuk. Vermits als dividenden geen effect hebben op de waarde van een onderneming, waarom gaan bedrijven dan massaal een dividend uitkeren? Deze vraag hebben onderzoekers zoals Black zich al 1976 in gesteld, Black (1976) kwam echter niet tot een eenzijdige conclusie, integendeel, zijn onderzoek riep meer vragen op dan het beantwoorde. “The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together.” (Black, 1976)

Belangrijk is dat bij toepassing van het irrelevantie theorema van Modigliani en Miller men de volgende assumpties in acht moet nemen: er zijn geen belastingen, geen faillissementskosten, er is informatie symmetrie (de agent en principaal hebben bijgevolg evenveel informatie omtrent onder andere de staat van het bedrijf en toekomstperspectieven), perfecte contracten zijn mogelijk en er zijn geen transactiekosten. Enkel voor bedrijven actief in zulks perfecte markt gaat de dividendpolitiek geen effect hebben op de ondernemingswaarde.

In de realiteit zijn bedrijven actief op een markt waar er weldegelijk belastingen geheven worden, welke tevens verschillend zijn voor roerende en kapitaalsinkomsten, ook gaan managers van het bedrijf meer informatie hebben dan de kapitaalverschaffers. Deze informatie asymmetrie kan zich in een bepaald aantal concrete problemen vertalen, het ‘agency’ probleem is hier één van. Deze informatie asymmetrie, en andere factoren zoals transactiekosten, kunnen ervoor zorgen dat de dividendpolitiek van een onderneming wel een effect kan gaan hebben op de waarde van een onderneming (Allen & Michaely, 2003).

2.4.1.1 Irrelevantie theorema: dividenden versus alternatieven

Naast het feit dat in de reële economie de dividendpolitiek wel ondernemingswaarde kan creëren (Allen & Michaely, 2003), hebben aandeelhouders ook nog altijd liever dat aandelen dividenden uitkeren. Uit de survey van Dong et al. (2005) waarop Nederlandse respondenten vragen beantwoorden met een score van 1 (helemaal niet akkoord) tot 7 (helemaal akkoord) had de vraag: "do you like your stocks to pay dividends?" met een gemiddelde van 4.98 de hoogste score.⁸ Dit gaat recht in op het irrelevantie theorema van Modigliani en Miller (1961), waarin zij argumenteren, en veronderstellen, dat investeerders geen voorkeur hebben voor dividenden ten opzichte van andere manieren van uitkering, zoals 'share repurchases'.

Vooraf het feit dat 'share repurchases' belast worden als kapitaalopbrengsten, in tegenstelling tot dividenden welke roerende inkomsten zijn, zorgt voor verdere speculatie. De belasting op kapitaalopbrengsten is (voor personen) in de meeste landen (zoals België) lager dan de roerende voorheffing. Dit maakt dat de dividendpuzzel des te meer een puzzel is, waarvan de stukjes niet in elkaar passen (Black, 1976).

2.4.1.2 Irrelevantie theorema: toepassingen

Desondanks de academische relevantie van de dividendpuzzel en het irrelevantie theorema in het algemeen, is het irrelevantie theorema in dit onderzoek naar het verschil in dividendpolitiek tussen publieke en private bedrijven een minder belangrijk theorie. De bedrijven opgenomen in dit onderzoek zijn bedrijven die actief zijn in de reële Belgische economie, de assumptie dat er geen (asymmetrische) belastingen zijn is bijgevolg al geschonden. Eveneens gaan de andere basis assumpties van een perfecte markt, in verschillende orde van grootte, geschonden worden.

Dit houdt in dat het wel degelijk mogelijk is dat de dividendpolitiek de waarde van een onderneming kan beïnvloeden (Allen & Michaely, 2003). Eveneens gaat het irrelevantie theorema niet de verschillen in dividendpolitiek tussen private en publieke bedrijven kunnen verklaren.

In onderstaande tussentitels gaan enkele van de basisassumpties van een perfect markt geschonden worden, en wordt het mogelijke effect hiervan op het waarde creërend potentieel van dividendpolitiek besproken. Wat vaststaat, is dat *dividendpolitiek van een onderneming alles behalve irrelevant is in een reële economie.*

⁸ Hoewel over de verschillende groepen (ingedeeld op leeftijd, scholing, etc.) de 55 plussers de sterkste voorkeur hadden voor aandelen die dividenden uitkeren, was de overgrote meerderheid sterk dividendgezind.

2.4.2 Agency theorie

Aan de hoeksteen van de 'agency' theorie ligt het 'agency' probleem, dit probleem ontstaat wanneer er 'agency' relatie is, waar de principaal beslissingsbevoegdheid delegeert aan een agent (Jensen & Meckling, 1976). Zoals in bijna alle economische theorieën wordt ook hier de veronderstelling gemaakt dat zowel agent als principaal in hun eigen belang handelen, en hun eigen 'utiliteit' proberen te maximaliseren. Als de interesse van de agent en principaal perfect op elkaar afgesteld zijn, is dit uiteraard geen probleem, wanneer dit niet het geval is, dan kan de agent zulke handelingen stellen die niet in het beste belang van de principaal zijn (Jensen & Meckling, 1976).

Om te vermijden dat de agent gaat luiëren op het werk, of misbruik maakt van bedrijfseigendom, gaat de principaal mechanisme invoeren zodoende de interesse beter op elkaar af te stemmen (door bijvoorbeeld 'stock options' en bonussen) en gaat de principaal het gedrag van de agent proberen te controleren en beheersen door hem te monitoren en contractuele beperkingen op te leggen (Jensen & Meckling, 1976). Dit kost natuurlijk tijd en geld, en wordt in de literatuur de 'agency cost' genoemd, welke verschillend is al naargelang de soort onderneming.

Belangrijk bij het 'agency' probleem is de aanwezigheid van asymmetrische informatie. In een perfecte markt hebben aandeelhouders evenveel informatie over bijvoorbeeld de toekomstperspectieven en individuele prestaties als de directie en het management. Dit is natuurlijk niet zo het geval in de realiteit, waar de agent (veel) meer, interne, informatie heeft dan de principaal, met een 'agency' probleem tot gevolg, waarvan de scheiding tussen eigendom en controle aan de basis ligt (Jensen & Meckling, 1976).

Deze combinatie van delegatie van controle, discrepantie (al dan niet grote) in interesse en moeilijkheid voor de principaal om de handelingen van de agent te controleren (informatie asymmetrie) zorgen ervoor dat het 'agency' probleem reëel is in alle bedrijven buiten in zulke bedrijven waar deze drie problemen niet bestaan (Eisenhardt, 1989).

In bedrijven waar één manager tevens de enige kapitaalhouder is, kan de 'agency cost' wel gereduceerd worden tot nul, de zogenaamde 'owner-manager bedrijven'. Dit vermits de interesse en utiliteit functie van één en dezelfde persoon (die beide eigenaar en manager is) perfect hetzelfde is. Evenals gaat er geen delegatie van controle zijn en omdat de agent en principaal eenzelfde persoon is, gaat er ook geen informatie asymmetrie zijn.

Eens een onderneming niet honderd procent in eigendom is van één manager, zijn volgens Jensen en Meckling (1976) hun paper: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, er wel 'agency' kosten. Deze 'agency' kost ten gevolgen van de opsplitsing van eigendom en controle, gaat altijd hoger zijn dan nul.

De 'agency' theorie is nauw verbonden met de 'free cash flow' hypothese (Jensen, 1986). Het uitgangspunt van deze hypothese is dat in ondernemingen met een teveel aan beschikbare activa (cash), het management hier misbruik van kan maken op ten koste van de aandeelhouder.⁹ Het uitkeren van een dividend verminderd dit surplus aan cash en bijgevolg de opportuniteit om hier misbruik van te maken.

2.4.2.1 Agency theorie: soorten agency kosten

Eén soort 'agency' kost vindt zijn weerslag in de kost om de managers te monitoren. Zoals eerder al aangehaald heeft de manager niet alleen meer informatie over de toekomstige cashflows, kapitaalverschaffers gaan ook niet exact weten welke handelingen het management allemaal stelt (Jensen & Meckling, 1976). Zodoende er zeker van te zijn dat deze agent niet op kosten van de principaal bezwarende handelingen gaat stellen, gaat de principaal het principe van de wortel en zweep gebruiken. Essentieel hierbij is dat de kapitaalverschaffers weet hebben van wat het management doet, dit kost niet alleen tijd en moeite, maar kan ook potentieel negatieve gevolgen hebben. Zo kunnen indringende en nauwgezette bureaucratische controle principes toptalent wegdrijven, en de onderneming minder snel in staat stellen te reageren op nieuwe marktontwikkelingen (Langfred, 2004).

De problematiek: hoe de aandeelhouder beschermen tegen machtsmisbruik van het management is tevens ook de centrale problematiek van Corporate Governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd. In onder meer België gaat de wetgever hier niet alleen de aandeelhouders op het oog hebben, maar alle stakeholders, zoals het personeel en de nabije omgeving (Code Lippens & Code Buysse).

Een goede Corporate Governance structuur kan ertoe bijdragen deze 'agency' kosten te minimaliseren, vanuit de academische literatuur zijn meerdere voorstellen naar voren geschoven aandoende dit te bereiken. Vaak voorkomend is het belang van een actief en onafhankelijke raad van bestuur (Hart, 1995), waar onderzoekers als Hung (1998), Nadler (2004) verder graven naar wat nu juist de kenmerken zijn van een goede raad van bestuur.

Het belang van een goed Corporate Governance charter dient niet onderschat te worden, desondanks kunnen ook dividenden helpen dit 'agency' probleem en de daar bijhorende 'agency' kosten in te perken. Door het vereisen van een dividend kunnen kapitaalverschaffers eveneens de kost voor de agent te monitoren beperken. Als aandeelhouders de beschikbare hoeveelheid cash in een onderneming kunnen verkleinen, gaat het management minder voorhanden cash hebben om misbruik van te maken (Allen & Michaely, 2003).

⁹ Een teveel aan cash wordt door Jensen (1986) gedefinieerd als "meer beschikbare cash dan winstgevende investeringsopportuniteiten".

De mogelijkheid van het management om een imperium op te bouwen ('empire building'), evenals andere gelegenheid om misbruik te maken van bedrijfsactiva voor eigen doeleinde (het uitkeren van een te hoog loon, of andere extralegale voordelen) worden ingeperkt (La Porta et al., 2000). Enkele recente voorbeelden uit de praktijk zijn Apple en Microsoft, beide bedrijven hadden een zodanige hoge cash reserve dat het uitkeren van een dividend (of het invoeren van een 'share repurchase program') wenselijk werd.

Ook gaat het uitkeren van een dividend impliciet voor meer interesse alignment zorgen, de conservatieve aard van dividenden 'verplicht' managers uitermate zorgvuldig om te gaan bij de resultaatsbestemming, evenals bij de dagelijkse uitgaven (Brav et al., 2005). Een negatieve dividendcorrectie wordt door de markt immers als negatief signaal opgevat (Michaely et al., 1995), dit maakt dat het halen van het door de markt gewenste dividend zeer hoog staat op de prioriteitenlijst van het management (Brav et al., 2005).

De tweede soort 'agency cost' heeft te maken met de risico aversie van managers. Managers kunnen in tegenstelling tot investeerders hun 'human' kapitaal niet, of toch niet zo gemakkelijk, diversifiëren. Dit kan ervoor zorgen dat managers niet het project met het hoogste NPV ('net present value') kiezen, maar opteren voor investeringen met een lagere NPV, die minder risico inhouden. Dit staat in sterk contrast met de wensen van de aandeelhouders, welke juist wel risicovolle projecten willen (Easterbrook, 1984). Dit omdat aandeelhouders wel hun kapitaal kunnen spreiden, doormiddel van een portefeuille van beleggingen en zichzelf zo (beter) kunnen hedgen tegen de eventuele negatieve gevolgen.

Wederom kunnen dividenden het gedrag van het management sturen, als aandeelhouders een vooraf bepaald dividendrendement eisen, is het management bijna 'verplicht' dit te behalen. De niet diversifieerbaarheid van 'human capital' kan ervoor zorgen dat het management voor minder risicovolle projecten gaat opteren (met lagere NPV), maar als het management niet de vereiste maatstaf bereikt wordt dit door de markt niet in dank afgenomen (Michaely et al., 1995). Wat ervoor kan zorgen dat de raad van bestuur op vraag van de aandeelhouders managers gaat aannemen die wel de nodige rendabiliteit kunnen behalen.

2.4.2.2 Agency theorie: dividenden versus alternatieven

Desondanks dat uitkering van een dividend 'agency' kost kan verlagen, aanzienlijk academisch en empirisch ondersteund is (Allen & Michaely, 2003), zijn er alternatieven die eveneens de 'agency' kost ten gevolgen van de scheiding tussen eigendom en controle kunnen verminderen. Een goed alternatief voor dividenden zijn de 'share repurchases' of terugkoop van eigen aandelen. Dit is zeker het geval omdat in de meeste landen (zoals bijvoorbeeld in België) de belasting op kapitaalinkomsten lager is dan de roerende voorheffing (voor personen in België is dit 25 procent op dividenden en 10 procent voor terugkoop eigen aandelen).¹⁰

Allen en Michaely (2003) volgen de argumentatie van Hart (1980) en Jensen (1986) over waarom schulden een effectiever manier zijn om de hoeveelheid beschikbare cash te reduceren, en passen deze toe op het terugkoop eigen aandelen versus dividenden dilemma. Centraal in deze argumentatie is dat dividenden, in vergelijking, een effectiever mechanisme zijn om de 'agency' kost te reduceren. Dit omdat beslissingen met betrekking tot de dividendpolitiek veel conservatiever genomen worden, met tot gevolg dat dividenden beter geschikt zijn het management te disciplineren (Brav et al., 2005; Allen & Michaely, 2003).

Dit brengt ons echter op een ander alternatief voor dividenden, namelijk het aanhouden van schulden. Uit onderzoek van Jensen (1986) is gebleken dat bedrijven die veel schulden aanhouden minder dividenden uitkeren. Ze gaan met andere woorden doormiddel van schulden de 'agency' kosten reduceren.

Terugkomend op het inkoop eigenaandelen versus dividenden, gaan investeerders, al dan niet voor subjectieve redenen, een preferentie hebben voor dividenden in vergelijking met alternatieven. Herinner dat uit de survey van Dong et al. (2005) (titel: Irrelevantie Theorema), Nederlandse respondenten een duidelijke voorkeur hadden voor aandelen van bedrijven die een cash dividend uitkeren.

Shefrin en Statman (1984) hebben deze voorkeur voor dividenden empirisch onderzocht en komen tot drie verklaringen waarom investeerders niet alleen een voorkeur kunnen hebben voor dividenden, maar eveneens bereid zijn hiervoor een premium te betalen. Zelfcontrole (uitgewerkt door Thaler en Shefrin in 1981), de wens om te segregeren of het vermijden van berouw zijn hiervoor de hoofdredenen.

¹⁰ Meer hierover in het deel: belastingen

2.4.2.3 Verschil in agency kosten tussen publieke- en private bedrijven.

Private ondernemingen zijn kleiner (Michaely & Roberts, 2011) en omdat de aandelen niet op een gecentraliseerde beurs verhandeld worden is de afstand tussen het management en aandeelhouder kleiner. Niet alleen gaan aandeelhouders van private bedrijven, in vergelijking, minder last hebben van informatie asymmetrie. Tevens gaan de interesse van agent en principaal meer op elkaar afgestemd zijn (Jensen & Meckling, 1976; Michaely & Roberts, 2011). Bijgevolg gaan de 'agency' kosten hoger zijn in publieke bedrijven, wat maakt dat aandeelhouders meer openstaan voor dividend.

Zo vinden Michaely en Roberts (2011) dat in private bedrijven waar de eigendom extreem geconcentreerd is, en er derhalve bijna geen informatie asymmetrie en 'agency' kosten zijn, er een lagere dividend pay-out ratio is. Deze bevinding sluit ook aan met die van Jensen & Meckling (1976) dat in bedrijven waar de manager ook de enige aandeelhouder is, de 'agency' kost volledig geïnternaliseerd is ('owner-manager firm').

In deze thesis ga ik niet de 'agency cost' meten, hiervoor zijn immers geen standaard ratio's of parameters voor. Tevens is het meten van de 'agency cost' het centrale onderwerp van academische papers, en zijn onderzoekers er nog lang niet uit over hoe deze 'agency' kost nu wel gemeten dient te worden. Alsook is door de inclusie van private onderneming de beschikbare hoeveelheid data over bedrijven gereduceerd, bel-first heeft immers veel minder gedetailleerde data over zulke bedrijven.

2.4.3 Signalling theorie

Net zoals de 'agency cost' theorie bouwt de 'signalling' (of 'signaling' in het Brits) theorie verder op het idee dat markten niet perfect zijn, evenals gaat hier de informatie symmetrie tussen agent en principaal (management en kapitaalverschaffers) een belangrijke rol spelen. Het management van een bedrijf heeft meer en betere informatie over de waarde – de toekomstige cashflows – van dit bedrijf dan de aandeelhouders (Bhattacharya, 1979).

Om deze informatie asymmetrie te beperken kunnen bedrijven gebruikmaken van zogenaamde signalen, en middels zulks hulpmiddel hun verwachtingen voor de toekomst naar de markt signaleren, dit is het basisprincipe achter de 'signalling' theorie. Dividenden zijn mogelijk één van zulke hulpmiddelen waarop bedrijven beroep kunnen doen voor hun toekomstvisie naar de buitenwereld te signaleren, en daarbij het problemen ten gevolgen van informatie asymmetrie te verkleinen (Allen & Michaely, 2003; Bhattacharya, 1979).

Vooraleer men kan spreken over een signaleerfunctie moeten dividenden volgens Allen en Michaely (2003) echter aan minimum drie vereisten voldoen: "Dividend verandering worden gevolgd door veranderingen in inkomsten in dezelfde richting, niet-geanticiperde veranderingen in dividenden gaan gepaard met verandering van de beurskoers in dezelfde richting en niet-geanticiperde veranderingen in dividenden worden gevolgd door een marktrevisie van de toekomstige inkomsten." (Allen & Michaely, 2003).

Onderzoekers zoals Benartzi et al. (1997), Grullon et al. (2002) hebben aangetoond dat een verandering in dividenden een significant effect heeft op de beurskoers van een bedrijf (tweede

voorwaarde), opmerkelijk is dat een negatieve correctie een grotere (negatieve) impact heeft dan een dividendverhoging. Voor een dividendverhoging gaat de beurskoers met 3.4 procent stijgen, bij een dividendomissie of verlaging gaat het aandeel met maar liefst 7 procent dalen (Michaely et al., 1995). Deze zogenaamde asymmetrische prijs reactie impliceert dat een negatieve correctie meer informatie bevat dan een positieve (Allen & Michaely, 2003).

Bovenstaande alinea benadrukt nogmaals het belang van dividendpolitiek, en de mogelijke potentiële gevolgen van een slechte dividendpolitiek. Dividenden geven een signaal aan de markt, en de markt gaat naar aanleiding van dit signaal de beurskoers herzien. Wat een dividendomissie, verlaging of verhoging nu werkelijk juist betekenen, is op het eerste zicht vaak niet kristalhelder, zo gaat een verandering in dividenden geen aanleiding geven tot een verandering in toekomstige inkomsten (Grullon et al., 1997).

Andere kritiek op de signaal theorie is dat het signaal niet zo vanzelfsprekend is als het lijkt, een dividenddaling, in principe negatief, kan bijvoorbeeld wijzen op nieuwe investeringsopportuniteiten. (Allen & Michaely, 2003; Michaely et al., 1995; Easterbrook, 1984). Ook de assumptie dat een verhoging van een dividend een positieve groei in toekomstige winst signaleert werd in onderzoek van Benartzi et al. (1997) tegengesproken. De conclusie van het onderzoek is dan ook dat dividenden niet een signaal zijn van wat gaat komen, maar van wat geweest is (Benartzi et al., 1997), dit is zoals het model van Lintner (1956) voorspelde.

2.4.3.1. Signalling theorie: Dividenden versus Alternatieven

Zoals al aangehaald bij de titel 'agency' theorie: dividenden versus alternatieven gaat de belasting op roerende inkomsten hoger zijn dan die op kapitaalinkomsten. Ook hier heeft de academische wereld gezocht naar een oplossing voor deze opmerkelijke situatie: waarom bedrijven kiezen voor dividenden als ze ook middels het terugkopen van hun eigen aandelen signalen de wereld in kunnen sturen.

Deze bemerking hebben ook Allen en Michaely (2003) op de signaalfunctie van dividenden. Het basisidee achter de signaal theorie: het verminderen van de informatie asymmetrie, kan ook middens andere manieren bereikt worden, bijvoorbeeld via terugkoop van eigen aandelen. Brav et al. (2005) vinden dat 85.4 procent van de managers actief betrokken bij de dividendpolitiek, van mening zijn dat 'share repurchases' minstens evenveel informatie bevatten als dividenden.

Centraal in de 'signalling' theorie is dat dividenden (en inkoop van eigen aandelen) een signaal naar de buitenwereld toe is. Of managers al dan niet van mening zijn dat het terugkopen van eigen aandelen minstens zoveel informatie bevatten is irrelevant, wat de aandeelhouders en de markt hierover denken is wat telt. Dit hebben academici zoals Bernheim en Wantz (1995) verder uitgewerkt doormiddel van een 'tax-based dividend signalling hypothesis'.

De zogenaamde 'tax-based dividend signalling hypothesis' steunt op de veronderstelling dat omdat dividenden zwaarder belast worden, de aandeelhouders meer waarde aan dividenden schenken in vergelijking met alternatieven, wat op zijn beurt ervoor gaat zorgen dat de aandeelkoers meer gaat stijgen (Bernheim & Wantz, 1995). Hoe meer opbrengsten uit dividenden worden belast, hoe meer

'bang-for-the-buck' dividenden hebben, wat door Bernheim en Wantz (1995) gedefinieerd wordt als de "verandering in aandeelkoers per dollar in dividenden".

Samengevat hebben aandeelhouders niet alleen een voorkeur voor aandelen die een dividend uitkeren (Dong et al., 2005), ondernemingen hebben ook meer 'bang-for-the-buck' bij het signaleren van de toekomst doormiddel van dividenden, desondanks dit op het eerste zicht contra-intuïtief kan lijken (Bernheim & Wantz, 1995).

2.4.3.2. Signalling theorie: private en publieke bedrijven

Ook hier komt het argument dat private ondernemingen gemiddeld kleiner zijn dan publieke ondernemingen terug. Zoals ik verder in deze thesis, titel: karakteristieken van dividendbetalers, in meer detail ga bespreken. Is de grootte van een onderneming (gedefinieerd in totale activa), een belangrijke determinant in de dividendpolitiek (Allen & Michaely, 2011; Fama & French, 2001).

De grootste dividendbetalers zijn omvangrijke, winstgevende en beursgenoteerde bedrijven, met weinig investeringen opportuniteiten (Fama & French, 2001). Dit soort bedrijven hebben minder nood aan 'signalling', en hebben (ten opzichte van kleinere beursgenoteerde ondernemingen) minder last van informatie asymmetrie, dit omdat veel analisten elke beweging van het bedrijf op de voet volgen (Allen & Michaely, 2003).

Evenals is de achterliggende reden voor het signaleren van de toestand van het bedrijf hoofdzakelijk die om de beurskoers en de marktperceptie te beïnvloeden (Allen & Michaely, 2011). Private ondernemingen zijn niet genoteerd op een beurs, met tot gevolg dat deze ondernemingen minder reden hebben tot het signaleren doormiddel van een dividend.

Bovenstaande impliceert dat publieke bedrijven meer geneigd zijn een dividend uit te betalen met signalling als één der achterliggende redenen. Michaely en Roberts (2011) hebben dit tevens empirisch aangetoond in hun onderzoek naar het verschil in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen, meer hierover in titel 2.2.

Hoe een signaal doormiddel van een dividenddaling, stijging of omissie werkelijk geïnterpreteerd dient te worden is nogmaals vrij onduidelijk, wat wel vaststaat, is dat markten en aandeelhouders de dividendpolitiek van een bedrijf op te voet navolgen en niet-geanticiperde veranderingen hiervan afstraffen of belonen (Allen & Michaely, 2003; Benartzi et al., 1997).

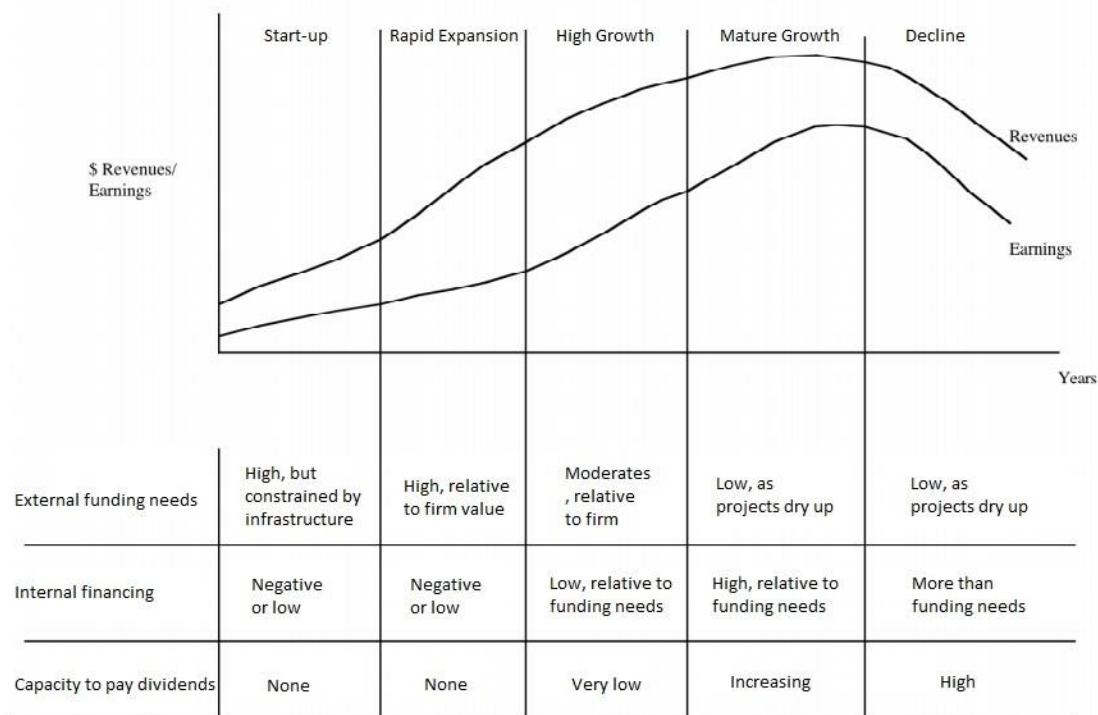
2.4.4. Life-cycle theory of dividends

Eén van de belangrijkste kritiekpunten op de signaling theorie, was het feit dat voornamelijk de grootste beursgenoteerde bedrijven dividenden gaan uitkeren. Deze categorie van bedrijven hebben ten opzichten van andere, minder nood aan de signaalfunctie van dividenden. De 'Life-cycle' theorie gaat vanuit een andere hoek de dividendpolitiek van bedrijven bekijken.

Centraal in de levenscyclus theorie is dat bedrijven afhankelijk van de levensfase waarin zij zich begeven, een andere optimale dividendpolitiek hebben (Baker, H. 2009). Als bedrijven 'volwassen' worden en meer beschikbare activa (cash) hebben dan investeringsopportunities, is het aangewezen deze 'free cash flow' uit te keren aan aandeelhouders, in bijvoorbeeld de vorm van een dividend (Baker, H. 2009).

Volgens de 'life-cycle' theorie gaan dan ook bedrijven die zich in de volwassen groei of neergang bevinden voornamelijk een dividend uitkeren, dit zijn ondernemingen met het minste groeipotentieel. Jonge ondernemingen met veel groeiopportunities, gaan niet de nodige middelen ter beschikking hebben om een dividend uit te keren.

Dit staat in sterk contrast met de signalling theorie, waar de veronderstelling is dat ondernemingen met veel toekomstig groeipotentieel dit naar de markt willen signaleren doormiddel van een dividend. In de empirie werden beiden theorieën uitvoerig getest en de conclusie van menig onderzoekers is, dat de 'life-cycle' theorie beter in staat is de economische realiteit te verklaren. Herinner dat uit het onderzoek van Benartzi et al. (1997) de assumptie dat een verhoging van een dividend een positieve groei in toekomstige winst signaleert, niet correct is.



Figuur 3: levenscyclus van een bedrijf (Bron: Stern.NYU)

2.4.5. Transactie Kosten

Een ander belangrijk argument in het Modigliani en Miller (1961) irrelevantie theorema is dat aandeelhouders van niet dividend betalende ondernemingen een 'home-made' dividend kunnen maken. Dit houdt in dat zij een deel van hun aandelen verkopen, om zo een cash uitkering te verkrijgen.

Voor publieke bedrijven is het verhandelen van aandelen vrij van beperkingen, in private ondernemingen kunnen aandeelhouders echter niet even gemakkelijk een 'home-made' dividend bekomen. Aandeelhouders moeten eerst andere aandeelhouders vinden die bereid zijn hun aandelen over te kopen, dit kost relatief meer tijd en moeite. De transactiekosten gaan met andere woorden hoger zijn.

Black (1976) argumenteert echter dat aandeelhouders in 'closely held' ondernemingen op andere manieren dan dividenden of 'home-made' dividenden een cash uitkering kunnen krijgen. Zo kunnen 'closely held' ondernemingen de in het bedrijf actieve aandeelhouders een meer dan marktconforme verloning uitkeren, een bemerking hierop is dat beroepsinkomsten hoger belast worden dan roerende inkomsten. Evenals het onwaarschijnlijk is dat alle aandeelhouders effectief tewerkgesteld zijn in de onderneming.

Een tweede oplossing die Black (1976) voorstelt is een zogenaamd 'tender offer' waar het bedrijf een bod maakt voor aandelen terug te kopen, een vorm van 'share repurchases'. Dit geeft aandeelhouders van een private ondernemingen die een cash uitkering wensen de mogelijkheid een 'home-made' dividend te creëren, zonder deze extra transactiekosten.

Desondanks blijven er transactiekosten verbonden aan het verkopen van aandelen: de bid-ask spread, broker fee's, tijd en moeite. Deze transactiekosten kunnen ervoor zorgen dat voor investeerders die een cash uitkering wensen, dividenden de goedkoopste manier zijn om dit doel te bereiken, zowel voor aandeelhouders in publieke- als private ondernemingen (Allen & Michaely, 2003).

2.4.6. Belastingen

Ook het effect van belastingen op de dividendpolitiek is al veel besproken. Wat belastingen in verband met dividenden opmerkelijk maakt is dat voor het merendeel van de investeerders de belasting op dividenden hoger is dan die op kapitaalsinkomsten (Brav et al., 2005; Fama & French, 2001). Waar het interessant is om te onderzoeken waarom bedrijven dan niet massaal aandelen gaan terugkopen hebben belastingen desondanks minder belang voor deze studie.

Eerder in deze thesis is al aangehaald dat waarom, desondanks de hogere belastingvoet, investeerders en ondernemingen een voorkeur kunnen hebben voor dividenden tegen opzichte van de fiscaal gunstigere alternatieven.

Samengevat gaan belastingen in alle waarschijnlijkheid niet de mogelijke verschillen in dividendpolitiek tussen private- en publieke ondernemingen kunnen verklaren. De steunmaatregel vervat in Art 269 §1 2°, WIB92 zou eventueel naar de toekomst toe, het interessanter maken voor kleine ondernemingen om een dividend uit te keren, maar dit is uiteraard nog niet met zekerheid vast te stellen.

2.5 Karakteristieken van dividendbetalers

Uit voorgaand onderzoek naar dividendpolitiek is gebleken dat onder meer de variabelen balanstotaal, winstgevendheid en groeiopportunities een grote invloed hebben op de dividendpolitiek van een onderneming (Fama & French, 2001; Michaely & Roberts, 2011).

Ondernemingen die vooral geneigd zijn een dividend uit te keren zijn grote, winstgevende bedrijven met relatief weinig groeiopportunities (Fama & French, 2001). Deze bedrijven hebben meer cash dan investeringsopportunities, wat het uitkeren van een dividend aangewezen maakt, in lijn met de 'free-cash flow' en 'agency cost' theorieën.

2.5.1 Karakteristieken van dividendbetalers en evolutie van deze karakteristieken

Doorheen de jaren is "de proportie van bedrijven genoteerd op de NYSE, AMEX en NASDAQ die een cash dividend uitbetaalden gedaald van 66.5 procent in 1978 tot 20.8 procent in 1999" (Fama & French, 2001). Hiervoor zijn volgens Fama en French (2001) twee verklaringen voor:

Deze daling is deels door de veranderende karakteristieken van bedrijven genoteerd op de beurs. Dit doordat veel nieuwe bedrijven op de beurs eerder – kleine – bedrijven zijn, met lage winst, maar met veel groeiomogelijkheden (Fama & French, 2001). Pagina 1.

Voorheen waren nieuwe 'listings' ook voornamelijk kleine bedrijven, met veel groeiopportunities. Wat doorheen de jaren veranderde was de winstgevendheid van deze bedrijven. Fama en French (2001) merkte op dat voor 1978, nieuwe beursgenoteerde bedrijven (gemiddeld) winstgevender waren dan hun oudere kompanen. De situatie in 1993-1998, en vandaag, staat in sterk contrast met vroeger. Waar in 1993-1998 de 'Return on Equity' 2.07 procent was voor nieuwe noteringen (11.26 procent was het gemiddelde), was dit in de periode van 1973 tot 1977 respectievelijk 17.79 procent voor nieuwe notering en gemiddeld 13.68 procent.¹¹

Deze verandering in de karakteristieken van bedrijven genoteerd op de beurs heeft grote gevolgen. De winstgevendheid en het balanstotaal van een bedrijf zijn immers positief gecorreleerd met de bereidheid om een dividend te betalen, voor groeiopportunities is deze correlatie negatief (Allen & Michaely, 2011; Fama & French, 2001; Denis & Osobov, 2008).

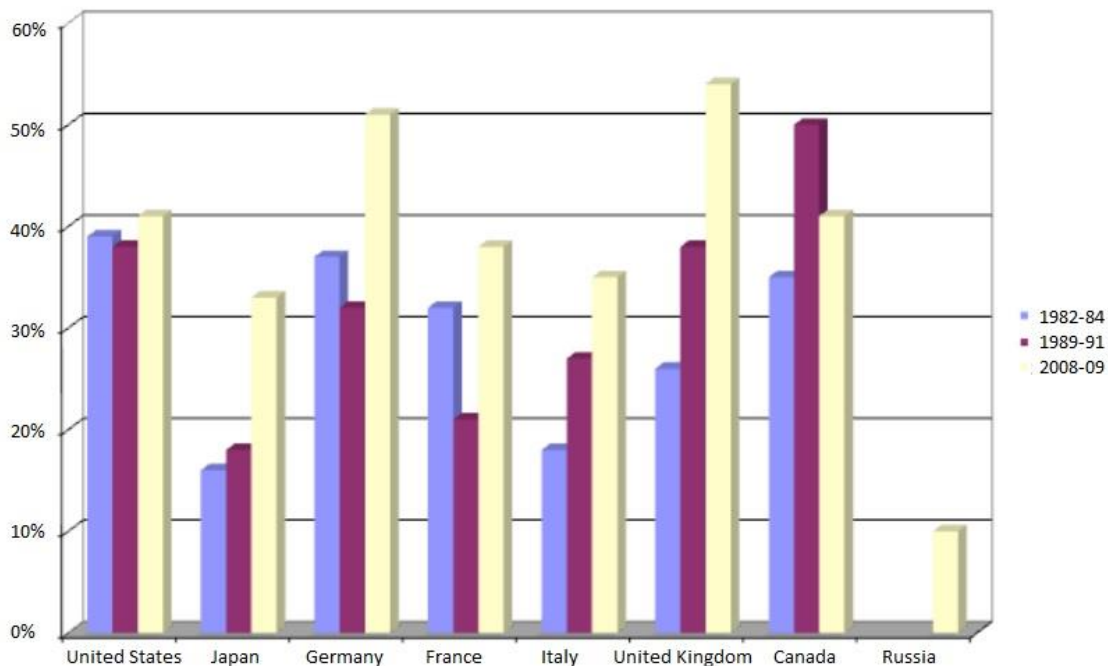
Een kanttekening die gemaakt dient te worden bij de studie van Fama en French (2001), is dat deze werd gedaan in Amerikaanse context. Denis en Osobov (2008) hebben in hun paper: "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy." gezocht naar verschillen in dividendpolitiek tussen landen. Waar het belang van deze drie karakteristieken ook ondersteund wordt in onderzoek van Denis en Osobov (2008), bemerken zij een verschil tussen landen.¹²

¹¹ 'Return on Equity', rendabiliteit eigen vermogen, is de ratio van de nettowinst op het eigen vermogen.

¹² Het belang van de drie parameters wordt ook bevestigd door Allen en Michaely (2003).

2.5.2 Verschillen in dividendpolitiek tussen landen

Denis en Osobov (2008) hebben verschillen in dividendpolitiek tussen landen onderzocht, in hun onderzoek kwamen zij tot de bemerking dat in de Europese context, de groei perspectieven van een onderneming een veel minder duidelijk effect hebben. Evenals gaat de hoogte van het dividend afhankelijk zijn van het land waar de onderneming gevestigd is, zie figuur 4 (Denis & Osobov, 2008)



Figuur 4: Dividend Pay-out Ratios in G7 landen (Bron: Stern.NYU)

In bovenstaande grafiek is de pay-out ratio gedefinieerd als dividenden op netto inkomen, voor Rusland was er voor de periodes 1982-1984 en 1989-1991 geen beschikbare data.

Niet alleen Denis en Osobov (2008) hebben deze variatie doorheen landen opgemerkt, ook La Porta et al. (2000) bemerkten verschillen in dividendpolitiek tussen landen. In de studie van La Porta et al. (2000) werden voornamelijk de verschillen tussen 'civil' en 'common' law landen onderzocht.

In landen zoals België, Duitsland, Frankrijk (in het kort, de meeste landen in Europa) is het 'civil law' systeem van toepassing. Daarentegen is in het Verenigd Koninkrijk en in het merendeel van de oorspronkelijke kolonies van de 'Britse Commonwealth', er een 'common law' rechtssysteem. De verschillen tussen beiden rechtssystemen zijn vergaand, maar een bespreking hiervan hoort meer thuis in het vakgebied 'Comperative Law' (Vergelijkend Recht). Voor deze studie is voornamelijk het verschil in aandeelhoudersbescherming tussen beide rechtssystemen van belang.

In staten zoals de Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk en Canada (de zogenaamde 'common law' landen) genieten de minderheidsaandeelhouders van het meeste wettelijke bescherming (La Porta

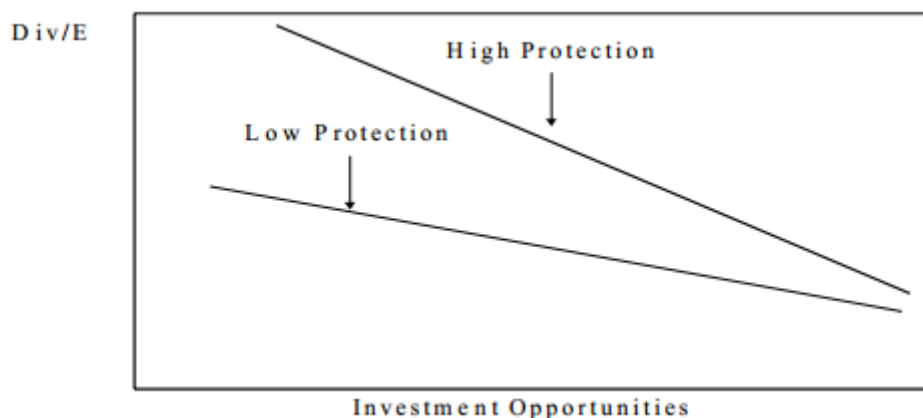
et al., 2000), dit is in mindere mate zo in de 'civil law' landen zoals Frankrijk, Duitsland, Italië en ook België.

Deze verschillen in aandeelhoudersbescherming kunnen zich op twee manieren vertalen: enerzijds gaan de kapitaalverschaffers van ondernemingen actief in 'common law' landen, waar de aandeelhouders meer macht hebben, een hoger dividend kunnen eisen (Outcome model, La Porta et al., 2000). Anderzijds gaan aandeelhouders in de 'civil law' landen een hogere pay-out ratio vereisen juist omdat ze wettelijk minder beschermt zijn tegen uitbuiten van het management (Substitutie model, La Porta et al., 2000).

Waar het substitutie model weinig empirische validatie kent, is het 'outcome' model wel empirisch ondersteund door onder meer La Porta et al. (2000). Zo gaat de median van dividenden op inkomsten in 'civil law' landen 25.11 procent bedragen, terwijl dit in 'common law' landen 37.42 procent is.

Een andere implicatie van het outcome based model is dat aandeelhouders in 'common law' landen meer openstaan voor goede, winstgevende investeringen (positieve NPV), waar in 'civil law' landen aandeelhouders willen rapen wat er te rapen valt, ongeacht investeringsopportunities. Dit kan de mondiale verschillen in het effect van groei perspectieven op dividendpolitiek verklaren.

Bij groei opportuniteiten gemeten aan de hand van marktwaarde / totale boekwaarde activa is er geen verschil tussen Duitse bedrijven die dividenden betalen, en die geen dividend betalen. Bij Amerikaanse firma's is dit respectievelijk 1.39 en 1.45 voor dividend- en niet dividendbetalers. In Frankrijk (resp. 1.18 en 1.14) hebben dividendbetalers dan weer betere groeiperspectieven dan niet betalers (Denis & Osobov, 2008).¹³



Figuur 5: Outcome model van dividenden (Bron: La Porta et al., 2000)

¹³ Ook in Canada en het Verenigd Koninkrijk gaan groei opportuniteiten negatief gecorreleerd zijn met het betalen van een dividend (Denis & Osobov, 2008). Bij groei opportuniteiten gemeten als het verschil in totale actief tussen twee jaren gaan de verschillen tussen 'common' en 'civil law' landen uitvergroot worden (Denis & Osobov, 2008).

2.5.3 Bedrijven zijn minder geneigd dividenden uit te keren

Zoals vooraf al aangehaald is een verandering in karakteristieken van bedrijven genoteerd op de beurs slechts één verklaring voor de dalende proportie van dividendbetalers.

[Vervolg] Even belangrijk is dat, gecontroleerd voor karakteristieken, bedrijven minder geneigd zijn dividenden uit te keren. Deze daling in bereidheid dividend te betalen is minstens even belangrijk, dan de verandering in karakteristieken van nieuwe beursgenoteerde bedrijven (Fama & French, 2001). Pagina 1.

Ook Brav et al. (2005) vinden dat 77.03 procent, van de bedrijven die de laatste drie jaar geen dividend betaald hebben, zeggen dat ze mogelijk nooit een dividend zullen betalen.¹⁴ Desondanks dat de daling in het aantal bedrijven dat dividenden initieert onomkeerbaar lijkt. Maakt hetgeen wat bedrijven tegenhoudt dividenden te initiëren; de conservativiteit van dividendpolitiek, en de daar uitvloeiende inherente 'stickiness' van dividenden (Lintner 1956), dividendpolitiek zo belangrijk voor bedrijven die wel dividenden uitkeren, en dit tot ver in de toekomst (Baker & Powell, 2000; Brav et al., 2005).

Waar ik in deze thesis niet expliciet ga onderzoeken of de proportie van private en publieke bedrijven die dividend uitkeren gedaald is doorheen de jaren, is deze evolutie in dividendpolitiek een belangrijk gegeven. De daling van bedrijven die dividend uitkeren gaat gepaard met een stijging in 'Share Repurchases', het terugkopen van aandelen (Allen & Michaely, 2003; Grullon & Michaely, 2002). Zo blijft, desondanks een daling in dividend 'yield' van 3 procent naar 1.5 procent, de 'yield' op dividenden en 'share repurchases' samen 3 procent (Allen & Michaely, 2003).¹⁵

¹⁴ Voor 'Share repurchases' is dit 55.71%.

¹⁵ 'Substitution Hypothesis' (Grullon & Michaely, 2002), niet iedereen is het eens mee, bijvoorbeeld Fama en French (2001).

2.6 Dividendpolitiek: Verschillen tussen ondernemingen

2.6.1 Partial Adjustment Model (Lintner, 1956)

In zijn onderzoek in 1995 naar de "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" toont Lintner aan dat 'dividend-smoothing', dividenden doorheen de jaren stabiel houden aan de hand van een 'target pay-out ratio', door beduidend veel bedrijven gedaan wordt. Hieronder is de mathematische formule waarmee Lintner 85 procent van de dividend veranderingen in zijn sample kon verklaren.

$$\Delta D_{i,t} = a_i + c_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{i,t}$$

met $\Delta D_{i,t} = D_t - D_{t-1}$ en $D_{i,t}^* = \alpha_i E_{i,t}$

Voor een bedrijf i:

$D_{i,t}^*$ = gewenste niveau dividenden in periode t

α_i = target pay-out ratio

$E_{i,t}$ = winst jaar t

a_i = constante a

c_i = fractioneel verschil 'target' dividend en uitbetaald dividend in jaar t-1 = 'speed of adjustment'¹⁶

$D_{i,t-1}$ = dividend uitbetaald in periode t-1

$u_{i,t}$ = error term

$\Delta D_{i,t}$ = verandering in dividenden

Veranderingen in dividenden ($\Delta D_{i,t}$) worden voornamelijk gedreven door de winst ($E_{i,t}$). Bij een onverwachte stijging van de winst, gaan bedrijven deze extra inkomsten over meerdere jaren heen uitkeren (Lintner, 1956; Allen & Michaely, 2003). Dit is afhankelijk van zowel de 'target pay-out ratio' als de 'speed of adjustment'. De 'target pay-out ratio' is een vooraf (al dan niet expliciet) aangegeven ratio als het percentage van de winst dat een bedrijf uitkeert. Onderzoekers als Brav et al. (2005) hebben echter aangetoond dat bedrijven minder (expliciet) een 'target pay-out' ratio voor ogen houden, en deze flexibeler interpreteren dan vroeger.

In welke mate ondernemingen aan dividend 'smoothing' doen wordt ook door hun c_i bepaald, tevens wel 'speed of adjustment' genoemd. Een hoge c_i wijst op een onstabiele dividendpolitiek, die sterk beïnvloed wordt door schokken in winst. Als daarin tegen deze 'speed of adjustment' factor klein is, duidt dit op een stabiele, 'smoothed', dividendpolitiek. Michaely en Roberts (2011) vinden dat er een statistisch significant verschil is in de 'speed of adjustment' tussen publieke en private bedrijven.

Voor 'wholly owned private firms', bedrijven waar controle over onderneming in handen is van minder dan 26 aandeelhouders, gaat deze speed of adjustment 0.83 bedragen, voor publieke bedrijven is dit 0.41.

¹⁶ Allen en Michaely (2003)

Private bedrijven zijn dus in vergelijking met publieke bedrijven minder geneigd hun dividenden over meerdere jaren heen glad uit te strijken, dit is tevens de conclusie van het onderzoek gedaan door Michaely en Roberts (2011). Deze conclusie hebben Michaely en Roberts (2011) bekomen door een 'matched sample' techniek toe te passen, doormiddel van deze techniek zijn publieke en private ondernemingen in de sample statistisch onscheidbaar op verschillende variabelen, zoals bijvoorbeeld grootte.

Dit wil zeggen dat marktimperfecties zoals het 'agency' problemen en asymmetrische informatie niet de enige verklaring zijn voor dit opmerkelijk verschil in dividendpolitiek. Volgens Michaely en Roberts (2011) is er iets inherent aan de kapitaalmarkt dat publieke bedrijven motiveert een conservatievere dividendpolitiek na te streven dan traditionele modellen zouden voorspellen. Anders, als het enige verschil tussen beide de kapitaalmarkt is zoals bij een 'matched sample', zou de dividendpolitiek van publieke en private ondernemingen immers identiek zijn.

At the heart of the conservative nature of dividend policy is the extreme reluctance on the part of management to cut dividends. We find ample evidence that dividend policy is made conservatively. On our survey, 94% of dividend-payers strongly or very strongly agree that they try to avoid reducing dividends. This is the highest score for any question on the survey ... [etc.] 87 percent of executives strongly or very strongly agree that there are negative consequences to reducing dividends (Brav et al., 2005). pagina

Bovenstaand citaat komt uit onderzoek van Brav et al. (2005) 'Payout Policy in the 21st Century'. In dit onderzoek hebben 384 financiële leidinggevende een enquête ingevuld, waarvan 128 actief waren in een privaat bedrijf, omtrent onder andere hun dividendpolitiek (meer in het algemeen hun resultaatsbestemming).

Deze consistentie in antwoorden bevestigt het bestaan van een algemeen aanvaarde richtlijn. Hiervan afwijken wordt door de markt niet in dank afgenomen (Allen & Michaely, 2003; Michaely et al., 1995). Dit is vooral zo voor beursgenoteerde bedrijven, waar de aandelen vrij te verhandelen zijn. Michaely, Thaler en Womack (1995) vinden dat de beurskoers van publieke bedrijven die hun dividend stopzetten gemiddeld met 6.1 procent dalen. Opmerkelijk is dat het initiële effect van een dividend initiatie minder uitgesproken is dan dat van een omissie, ook wel de asymmetrische prijs reactie genoemd.

Samengevat gaat deze marktreactie op een dividendverlaging en omissie aan de basis liggen van de conservatieve dividendpolitiek van ondernemingen. Dit is vooral zo voor ondernemingen waarvan de aandelen genoteerd zijn op een beurs, vermits de aandelen daarvan bijna continue verhandelt kunnen worden gaat elke stukje informatie de beurskoers kunnen beïnvloeden. Zeker de asymmetrische prijs reactie, waar goed nieuws over dividenden minder beloond wordt dan slecht nieuws zorgt ervoor dat ondernemingen uitermate voorzichtig zijn in het bepalen van hun dividend.

3. Formulering van de hypothesen

3.1 Deelvraag 1: Wat zijn de karakteristieken van dividendbetalers

Onderstaande hypothesen zijn gevormd op basis van voorgaand onderzoek naar dividendpolitiek en verfijnd door de eerder al aangehaalde literatuur. In vorig onderzoek naar het verschil in dividendpolitiek tussen private en publieke bedrijven door Michaely en Roberts (2011), werd gebruikgemaakt van proxies voor de belangrijke variabelen die een effect hebben op de dividendpolitiek van een bedrijf te kwantificeren. Verschillen in grootte, winstgevendheid, financiële hefboom, investeringsopportunities en industrie verklaren het leeuwendeel in variatie van dividendpolitiek (Allen & Michaely, 2003; Aivazian et al., 2003; Fama & French, 2001). Een voorbeeld van een proxy voor grootte van een onderneming is het (logaritmisch) balanstotaal. Meer informatie over welke proxies gebruikt werden voor welke variabelen is terug te vinden in de titel: methodologie.

Hypothese $1a$: grote bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren.

Hypothese $1b$: grote bedrijven gaan een hoger dividend uitkeren

De grootte van een onderneming is één van de belangrijkste determinanten van de dividendpolitiek van ondernemingen, welke in de meeste onderzoeken tevens de hoogste t-score heeft (Denis & Osobov, 2008; Fama & French, 2001; Michaely & Roberts, 2011). Zo vinden Fama en French (2001) dat in hun sample (1993-1998) waar minder dan één vierde van de ondernemingen een dividend uitkeren, de gezamenlijke boekwaarde en marktwaarde van de dividendbetalers meer dan drie vierde van de totale geaggregeerde boek- en marktwaarde is. Ondernemingen die voorheen een dividend uitkeerden hebben eveneens een hogere boekwaarde dan ondernemingen die nooit een dividend hebben uitgekeerd (Fama & French, 2001).

Tevens gaan in de periode van 1993 tot 1998 de 23.6 procent van de ondernemingen die een dividend uitkeren gezamenlijk meer dan 91 procent van de geaggregeerde inkomsten hebben (Fama & French, 2001).

Opmerkelijk is dat de variabele grootte in alle landen positief gecorreleerd is met het uitbetalen van een dividend en dat dividendbetalers overal ter wereld een hogere boekwaarde hebben dan niet betalende (Denis & Osobov, 2008), deze mondiale uniformiteit is niet in elke variabele terug te vinden

De theoretische weerslag voor deze hypothesen is dat er in grote onderneming meer informatie asymmetrie bestaat tussen de kapitaalverschaffers en het management. Het is veel moeilijker in omvangrijke ondernemingen om ervoor te zorgen dan het management wel degelijk in het beste belang van de aandeelhouders handelt, dit omdat een onderneming complexer wordt naarmate het groter wordt. Het uitkeren van een dividend kan deze 'agency' kost verminderen ('Agency cost' theorie).

Een andere benadering leunt eveneens op het teveel (surplus) aan beschikbare cash in een ondernemingen. De 'life-cycle theorie' gaat als invalshoek nemen dat bedrijven die zich in de volwassen groei of neergang fase bevinden voornamelijk dividenden uitkeren. Dit soort bedrijven heeft meer beschikbare activa (cash) dan investeringsopportunities, wat het uitkeren van een dividend wenselijk en mogelijk maakt. De bedrijven die zich in deze ondernemingsfase bevinden zijn over het algemeen groter en winstgevender dan hun jongere kompanen.

Bovenstaande theoretische argumentatie heeft vooral weerslag op de *eerste hypothese deel a*, er is echter een grote gelijkheid tussen de hoogte en geneigdheid voor het uitkeren van een dividend. Zo gaan grote bedrijven een hoger dividend uitkeren, omwille van het feit dat de 'agency' kosten in dit soort bedrijven hoger gaan zijn, eveneens gaat de 'life-cycle' theorie argumentatie rechtstreeks overdraagbaar zijn op de hoogte van het dividend.

De 'signalling' theorie gaat deze hypothesen in zeker mate tegenspreken, zoals eerder al aangehaald gaan volgens deze theorie bedrijven voornamelijk een dividend uitkeren om hun 'gezondheid' en toekomstperspectieven te signaleren naar de markt. Eerder in de literatuurstudie zijn deze assumpties en beperkingen al besproken. Wat deze hypothese betreft is de verwachting vanuit de signaal theorie dat ondernemingen met minder geloofwaardigheid en rendabiliteit dit gaan willen rechtzetten door het uitkeren van een dividend. Dit soort bedrijven zijn hoofdzakelijk de kleinere ondernemingen, een bedrijf zoals AB-Inbev heeft veel minder nood aan zulks signaal dan een relatief onbekend bedrijf op de BELsmallcap index.

Hypothese $2a$: winstgevende bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren.

Hypothese $2b$: winstgevende bedrijven gaan een hoger dividend uitkeren.

De winstgevendheid gaat evenzeer een belangrijke impact hebben op de dividendpolitiek van een bedrijf. Fama en French (2001) vinden dat in de periode van 1963 tot 1998 dividendbetalers winstgevender zijn dan niet-betalers onafhankelijk van de gekozen proxy (Return on Equity, Return on (total) Assets). Dit wordt ook bevestigd door Denis en Osobov (2008) in internationale context.

In tegenstelling tot de grootte van een onderneming gaat de coëfficiënt voor winstgevendheid niet uniform zijn over landen heen, zo gaat de return on (total) assets lager zijn voor dividendbetalers in het Verenigd Koninkrijk en Canada dan voor niet-betalers (Denis & Osobov, 2008). De coëfficiënt winstgevendheid gaat wel in zowel 'civil als 'common' law landen positief zijn in de periode van 1989 tot 2002, behalve in Japan waar deze negatief is voor niet dividend betalers (Denis & Osobov, 2008).¹⁷ Evenals gaan ondernemingen (in de periode 1963 tot 1998) die voorheen een dividend uitkeerden minder winstgevend zijn dan ondernemingen die nooit een dividend hebben uitgekeerd (Fama & French, 2001).¹⁸

¹⁷ Een mogelijk verklaring voor de negatieve regressie coëfficiënt voor winstgevendheid in Japan is de 'Lost Decade'

¹⁸ De Return on (total) Assets is in de periode 1963-98, 6.11 procent voor ondernemingen die nooit een dividend hebben uitgekeerd en slechts 4.54 procent voor bedrijven die voorheen een dividend hebben uitgekeerd (Fama & French 2001).

Dat ondernemingen die een dividend omissie hebben doorgevoerd minder winstgevend zijn dan ondernemingen die nooit een dividend hebben uitgekeerd kan verklaard worden aan de hand van het model van Lintner (1956) en de inherente 'stickiness' van dividenden: omdat de negatieve gevolgen van een dividend omissie zo groot zijn, gaan bedrijven dit enkel doen als laatste toevlucht. Het model van Lintner (1956) wordt in meer detail besproken in de literatuurstudie.

De theoretische weerslag van deze hypothese bevindt zich evenals in de 'agency' en 'life-cycle theory', waar ook hier weer de signaal theorie een buitenbeentje blijft.

Hoe meer winst een onderneming maakt, hoe meer beschikbare cash deze heeft. De veronderstelling vanuit de 'agency theory' is dat dit voor een 'agency probleem' zorgt, het uitkeren van een dividend kan dit probleem mitigeren. Ook het argument achter de 'life-cycle theory' bij deze hypothese is vrij onomwonden, bedrijven in een volwassen groei of neergang fase hebben hogere opbrengsten en winsten dan ondernemingen in andere levensfasen, wat het uitkeren van een dividend mogelijk en wenselijk maakt.

Hypothese 3_a : bedrijven met weinig investeringsopportunities gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren.

Hypothese 3_b : bedrijven met weinig investeringsopportunities gaan een hoger dividend uitkeren.

Ook bij deze hypothese gaat theoretisch onderbouwt zijn door de 'agency' en 'life-cycle' theorie. Hoe minder beschikbare cash er in een onderneming is, hoe minder 'agency' kosten er ten gevolgen van deze 'agency' problemen zijn. Indien een onderneming veel geschikte investeringsprojecten (investeringsprojecten met een positieve Net Present Value; NPV) heeft, gaat er minder beschikbare cash in het bedrijf zijn (minder 'free cash-flow'). Volgens de 'life-cycle theory' gaan vooral volwassen ondernemingen een dividend uitkeren, deze categorie van bedrijven heeft minder investeringsopportunities dan jonge startende ondernemingen (relatief ten opzichte van beschikbare middelen). De implicatie van beide theorieën is dat de hoeveelheid beschikbare investeringsopportunities in negatief verband staat met het uitkeren en de hoogte van het uitgekeerde dividend.

Een andere niet eerder aangehaalde theorie ter ondersteuning van deze hypothese is de 'pecking order theory' (Myers, 1984). Volgens deze 'theorie' gaan bedrijven bij het investeren een ranglijst van beschikbare middelen af, welke gerangschikt zijn op de werkelijke kost. Zo is het herinvesteren van winsten een minder kostelijke aangelegenheid dan dit geld lenen of verkrijgen doormiddel van een kapitaalsverhoging. Dit vermindert de beschikbare hoeveelheid cash dat een bedrijf kan uitkeren. De conclusie van Fame en French (2002) is dan ook dat: "winstgevendere bedrijven en bedrijven met minder investeringsopportunities een hogere dividend payout ratio hebben."

De 'pecking order theory' gecombineerd met de 'life-cycle theory' geeft eveneens dat jonge bedrijven minder geneigd zullen zijn een dividend uit te keren. Niet alleen gaan jonge bedrijven minder cash reserveren opgebouwd hebben doorheen de jaren, ze gaan ook minder beroep kunnen doen op andere vormen van financiering, zoals bijvoorbeeld leningen, extern kapitaal, etc.

Dit keer kan de signaal theorie wel bovenstaande hypothese ondersteunen, dit omdat bedrijven met weinig groeiopportunities (dewelke bepaald worden door investeringen in de – nabije – toekomst) meer dan andere geïnteresseerd zullen zijn een positief signaal naar de markt te sturen.

Desondanks de hypothese doormiddel van meerdere verschillende theorieën ondersteund kan worden, kan deze hypothese in deze onderzoekcontext (België) op enkele blokken struikelen. Zoals eerder al aangehaald gaat afhankelijk van de rechtsstructuur ('civil' versus 'common law') de variabele groeiopportunities een positief of negatief effect hebben op de hoogte en bereidheid om een dividend uit te keren (Denis & Osobov, 2008; La porta et al., 1999). Gemeten als het procentueel verschil in boekwaarde tussen twee jaren, gaan ondernemingen die een dividend uitkeren in Duitsland, Frankrijk, Japan en het Verenigd Koninkrijk een hogere groei kennen dan ondernemingen die geen dividend uitkeren. In de Verenigde Staten en Canada is dit omgekeerd (Denis & Osobov, 2008).

In België, waar we een 'civil law' rechtssysteem hebben, kan het evenzeer zijn dat ondernemingen met meer groeiopportunities toch meer geneigd zijn een dividend uit te keren. De reden waarom er in deze hypothese vanuit de veronderstelling vertrokken is dat groei en dividenden negatief gecorreleerd zijn met elkaar is om de internationale gedachtestroom te volgen in lijn met Fama en French (2001) evenals is de hypothese dat beide negatief gecorreleerd zijn met elkaar beter onderbouwd door de verschillende theorieën.

Hypothese 4_a : bedrijven met een lagere schuldgraad gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren.

Hypothese 4_b : bedrijven met een lagere schuldgraad gaan een hoger dividend uitkeren.

Hoewel de grootte, winstgevendheid en groeiopportunities de 3 hoofdzakelijke determinanten zijn van een bedrijf haar dividendpolitiek (Fama & French, 2001) hebben andere onderzoekers ook het belang van onder meer de solvabiliteitsratio aangehaald (Allen & Michaely, 2003; Michaely & Roberts, 2011).

Argumentatie voor waarom bedrijven met weinig schulden meer geneigd zijn een dividend uit te keren komt van de 'agency' theorie. Zoals eerder al meermaals aangehaald gaat het management misbruik kunnen maken van een teveel aan activa (cash) in de onderneming. Het uitkeren van een dividend kan deze bijhorende 'agency' kost reduceren. Een andere mogelijkheid voor het reduceren van deze 'agency' kost is door het aanhouden van schulden

Vermits het aanhouden van schulden vergezeld wordt door verscheidene convenanten gaat de autonomie van managers gereduceerd worden (en daardoor de opportuniteiten misbruik te maken van bedrijfsactiva), een voorbeeld van zulks convenanten is het aanhouden van een minimum aan cash (minimum aan liquiditeit), dit wordt door Jensen (1986) het substitutie effect van schulden en dividenden genoemd.

In bedrijven met veel schulden gaan deze schulden een substituut zijn voor het uitkeren van een dividend. Zo vinden Michaely en Roberts (2011) dat private ondernemingen gemiddeld meer schulden hebben (50 procent versus 35 procent solvabiliteitsratio) en ook minder geneigd gaan zijn een dividend uit te keren (0.41 procent versus 0.71 procent).

2.2.3.2 Samenvatting hypothesen één tot en met vier

Samengevat gaan vooral omvangrijke, winstgevende bedrijven met weinig groeiopportuniteiten en schulden geneigd zijn een – hoog - dividend uit te keren. Dit soort bedrijven heeft vaak een teveel aan beschikbare activa (zoals cash), waardoor aandeelhouders een – hoger - dividend vereisen aandoende de kosten hieraan verbonden ('agency' kosten) in te perken.

Voor de 'signalling' theorie ziet het er minder rooskleurig uit, indien het type bedrijven dat vooral dividenden uitkeert werkelijk de grote, betrouwbare bedrijven zijn, reist zich de vraag op van waarom. Bedrijven zoals AB-Inbev, Solvay en Delhaize hebben, in vergelijking met hun minder gekende beursgenoteerde kompanen, veel minder nood de markt te laten weten dat ze het goed doen.

3.2 Deelvraag 2: De verschillen tussen beurs en niet beursgenoteerde ondernemingen in dividendpolitiek

Vooraleerst hebben Michaely en Roberts (2011) in hun onderzoek naar de verschillen in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk een significant verschil gevonden in de karakteristieken van publieke- en private ondernemingen. Zoals eerder al aangehaald gaan verschillen in grootte, winstgevendheid, investeringsopportunities en solvabiliteitsratio een aanzienlijk effect hebben op niet alleen de bereidheid, maar ook de hoogte van het uitgekeerde dividend.

Hypothese 5: Publieke ondernemingen gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren

Ervan uitgaande dat inderdaad omvangrijke (*hypothese 1a*), winstgevendende bedrijven (*hypothese 2a*) met weinig groeiopportunities (*hypothese 3a*) en schulden (*hypothese 4a*) meer geneigd zijn een dividend uit te keren. Evenals rekening houdende met het feit dat uit voorgaand onderzoek van Michaely en Roberts (2011) gebleken is dat publieke ondernemingen groter zijn dan private ondernemingen, winstgevender zijn en minder schulden hebben. Gaat het logische vervolg van dit verhaal zijn dat publieke ondernemingen inderdaad meer geneigd zijn een dividend uit te keren.

Dit hebben Michaely en Roberts (2011) tevens empirisch aangetoond. Zo gaan 71 procent van de publieke bedrijven opgenomen in de sample van Michaely en Roberts (2011) een dividend uitkeren, terwijl dit maar 41 procent is voor private ondernemingen. Zelfs indien men controleert voor deze verschillen in onder meer winstgevendheid, gaan publieke ondernemingen tweemaal zoveel een dividend uitkeren (Michaely & Roberts, 2011).

Hypothese 6: Publieke ondernemingen gaan een hoger dividend uitkeren

Vermits zoals eerder al in deze titel al aangehaald, gaat er een verschil zijn in de karakteristieken zijn tussen beurs en niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze gaan voor een verschil zorgen in de bereidheid om een dividend uitkeren, evenals in de hoogte van dit uitgekeerde dividend (ditmaal dan vanuit de veronderstelling dat *hypothese 1* tot en met *4 b* waar zijn).

Michaely en Roberts (2011) toonde eveneens aan dat beursgenoteerde bedrijven op enkele belangrijke punten verschillen ten opzichte van private bedrijven (onder andere op grootte, kapitaalinvesteringen, groei). De verwachting vanuit de empirie gaat daarom ook zijn dat publieke ondernemingen meer geneigd zijn een dividend uit te keren en een hoger dividend gaan uitkeren. Omdat publieke ondernemingen groter zijn en dus een hogere totale omzet en winst hebben dan hun private kompanen, stelt dit hun in staat een hoger dividend uit te keren.

Opmerkelijk is dat zelfs indien voor deze verschillen in karakteristieken, zoals bij een 'matched samples' (waar er voor deze verschillen in de karakteristieken gecorrigeerd worden opdat deze statistisch onafscheidbaar zijn), er een statistisch significant verschil blijft in de dividendpolitiek tussen private- en publieke bedrijven (Michaely & Roberts, 2011). Wat maakt dat er factoren anders dan verschillen in grootte, kapitaalinvesteringen, etc. zorgen voor dit verschil (deze zijn immers

gelijk in een 'matched sample'), er is met gevolg iets inherent aan de kapitaalmarkt dat voor dit verschil gaat zorgen (Michaely & Roberts, 2011).

Bij zulks matched sample gaat 83 procent van de publieke ondernemingen een dividend uitkeren en gaat de ratio van dividenden op winst (een aangepaste dividend pay-out ratio) 43 procent bedragen. Dit is significant verschillend van 46 procent (percentage private ondernemingen dat een dividend uitkeert) en 21 procent (aangepaste dividend pay-out ratio).

Zo onderzochte Michaely en Roberts (2011) of bij 'transition firms', private bedrijven die naar de beurs gaan, hun dividendpolitiek verschillend was na hun beursnotering. Michaely en Roberts (2011) merkte op dat het percentage dividendbetalers steeg van 46 procent naar 57 procent. Ook hebben bedrijven na een beursnotering een hoger 'payout' percentage (hier gedefinieerd als het dividend op de netto winst), de winstuitkering doormiddel van dividenden stijgt na beursnotering tot 41 procent, voorheen was dit 36 procent. Bij 'payout' gemeten aan de hand van het percentage dividenden ten opzichte van activa stijgt dit na beursnotering van 0.007 naar 0.011.

4. Data

De data is afkomstig van de Bel-first databank (www.belifirst.bvdinfo.com). In totaal is er informatie beschikbaar voor 780.031 ondernemingen die actief zijn in België, van deze 780.482 ondernemingen zijn er 161 genoteerd op een Belgische beurs en voldoen 148 aan de verplichte staat van controle op de jaarrekening.

Voor private ondernemingen is er ook de vereiste dat hun jaarrekening gecontroleerd wordt door een auditor, dit brengt de sample voor private ondernemingen op een totaal van 18.147. De achterliggende reden voor het audit criteria is zowel de validiteit van boekhoudkundige cijfers garanderen als de sample bias te reduceren.

In tegenstelling tot vorig onderzoek naar dividendpolitiek (Fama & French, 2001; Michaely & Roberts, 2011; ...) gaat in deze studie de jaarrekening de enkelvoudige variant zijn, desondanks dit enkele mogelijke nadelen heeft, liet de Bel-first databank niet toe het uitgekeerd dividend van geconsolideerde jaarrekeningen te bekijken (data was niet bekend). Zonder deze afhankelijke variabelen is het maken van eender welke regressieanalyse onmogelijk, tevens is een proxy gebruiken voor zulks belangrijke variabelen afgeraden.

De periode waarover deze data betrekking heeft is van 2009 tot 2012, waarbij ook de omzet van 2008 opgenomen werd, aandoende de groeivoet te berekenen.

Bedrijven waar het dividend, winst, solvabiliteitsratio, totale activa en omzet niet bekend waren, werden uit de sample gehaald, alsook gaan uitschieters in de variabelen geweerd worden uit de sample. Dit reduceert het aantal bedrijven met genoeg beschikbare data voor statistische testen op uit te voeren tot 76 publieke ondernemingen en 10615 private ondernemingen.

5. Methodologie

5.1 Variabelen

Aandoende de opgestelde hypothese te kunnen testen wordt gebruikgemaakt van onderstaande proxies om het effect van een variabelen te kunnen kwantificeren.

1. Grootte (Ln Totale Activa)

De grootte van een onderneming is zoals eerder al meermaals aangehaald een zeer belangrijke parameters die de bereidheid van een bedrijf om een dividend uit te keren gaat beïnvloeden, evenals gaat deze variabele een invloed hebben op de hoogte van het uitgekeerde dividend.

In deze thesis is, zoals in het merendeel van onderzoeken, niet alleen naar dividendpolitiek maar naar economische fenomenen in zijn geheel, gekozen voor de totale boekwaarde van een onderneming. Afdoende te controleren voor grote verschillen in grootte, waar er uitschieters zijn die vele male groter zijn en vele male kleiner zijn dan het gemiddelde, is ervoor geopteerd het (natuurlijk) logaritmisch totaal der activa te nemen. Dit zorgt ervoor dat de verdeling meer het patroon volgt van een normaal verdeelde verdeling, alsook reduceert dit de scheefheid.

2. Winstgevendheid

De winstgevendheid van een onderneming kan op verschillende manieren in kaart gebracht worden, in deze thesis is gekozen voor een variant op de 'Return on Assets', in lijn met vorig onderzoek van Michaely en Roberts (2011).

Hier is de 'Return on Assets' gedefinieerd als de winst van een boekjaar op het totaal aan activa. In tegenstelling tot de gebruikelijke definitie, waar de 'Return on Assets' de omzet gedeeld door het totaal aan activa is (Algemeen definitie van ROA). In deze thesis is echter voor de winst op activa gekozen voor twee redenen. Enerzijds is de omzet, voor veel meer bedrijven dan de winst, nul of niet gekend anderzijds, vermits deze studie het onderzoek van Michaely en Roberts (2011) in Belgische context probeert na te bootsen, is het gebruiken van de speciale ROA aangeraden afdoende consistent te zijn.

Argumentatie voor het gebruik van omzet, is dat het vooral bedrijfsprestaties zijn, en niet inkomsten uit diverse activiteiten, die de dividendpolitiek gaan beïnvloeden. Hetgeen door Lintner (1956) bewezen is met behulp van het 'dividend smoothing model', eenmalige inkomsten gaan zich niet vertalen in een evenredige verandering in dividendpolitiek. Anderzijds worden dividend uitgekeerd uit de winst van een onderneming, en niet op basis de omzet. De winst heeft met andere woorden een direct effect op de hoogte van het dividend, wat niet gezegd kan worden voor de omzet van een omzet van een onderneming.

3. Current Ratio (Ln Current ratio)

De current ratio is een andere veel gebruikte ratio in de financiële economie. Deze ratio wordt gebruikt om de liquiditeitspositie van een onderneming in kaart te brengen, hetgeen een ingrijpend effect op de dividendpolitiek van een onderneming kan hebben.

In dit onderzoek is de current ratio gelijk aan de 'current assets' gedeeld door de 'current liabilities', ofwel de vlottende activa op de kortlopende schulden. Aan de hand van deze ratio kan gemeten worden hoe goed een onderneming in staat is haar bedrijfsactiviteiten te financieren. Idealiter is de current ratio hoger dan 1, wat betekent dat er meer vlottende activa, zoals bijvoorbeeld cash en handelsvorderingen in een onderneming zijn, dan er korte termijn schulden zijn, zoals leveranciersbetalingen.

De waarde van deze current ratio is niet zelf berekend maar komt rechtstreeks uit de bel-first databank.

4. Solvabiliteit ratio

Een andere financieel kerngetal is de 'solvency ratio' of solvabiliteitsratio, deze ratio komt eveneens rechtstreeks uit de bel-first databank. De solvabiliteitsratio maakt het mogelijk de schuldpositie van een onderneming in kaart te brengen.

De Solvabiliteitsratio wordt berekend door het eigen vermogen van een onderneming te delen door het totaal vermogen (totaal activa), en varieert, in normale omstandigheden, tussen nul en één. Een solvabiliteitsratio van één wijst op een onderneming die volledig gefinancierd is met eigen vermogen, terwijl een ratio van nul het tegendeel indiceert. Afhankelijk van de industrie en de economische realiteit situeert de ideale solvabiliteitsratio tussen de 0.3 en de 0.6.

Het is echter ook mogelijk voor een onderneming om een negatief eigen vermogen te hebben, dit betekent concreet dat de solvabiliteitsratio negatief gaat zijn, wat ongetwijfeld een zeer slechte situatie is voor een onderneming om zich in te bevinden, maar eentje die wel degelijk voorkomt in de realiteit.

5. Groei (Ln Groei)

Afdoende de groei van een onderneming te meten is er in deze thesis gekozen voor de veranderingen in de omzet te kwantificeren. Zo gaat de groei gelijk zijn aan het verschil in omzet tussen het jaar 2012 en 2008. Er is bewust niet gekozen voor jaarlijkse omzetgroei, vermits dat in deze dataset de volgende problemen met zich meebracht. Zo waren er ettelijke ondernemingen waar de jaarlijkse omzet zeer sterk fluctueerde, gaande van nul tot miljoenen euro's en terug naar nul in de sample periode.

Evenals worden dividendbeslissingen genomen met het lange termijn in het achterhoofd (vooral voor beursgenoteerde ondernemingen), fluctuaties in de omzettrend doorheen meerdere jaren gaan de dividendpolitiek beïnvloeden, jaarlijkse wijzigingen gaan een beperkt effect op de dividendpolitiek hebben. Voor deze redenen is er gekozen voor de omzetwijziging tussen 2012 en 2008 te nemen als proxy voor de variabele groei.

Net zoals bij de current ratio is ervoor geopteerd het natuurlijk logaritme van deze variabele te nemen, afdoende de scheefheid van deze variabele te reduceren. Bij de interpretatie van de groeivoet (niet de logaritmische groeivoet), is het minima gelijk aan nul, wat concreet betekent dat de omzet in 2012 gelijk is aan nul. Een negatieve groeivoet is volgens de gehanteerde berekeningen

onmogelijk, de omzet van een onderneming kan immers niet negatief zijn. Een gezonde onderneming gaat een groei hebben die meer dan één bedraagt (omzet 2012 / omzet 2008 > 1), een groeivoet lager dan één wijst op een afname in de omzet tussen 2008 en 2012.

6. Dividend op winst

Dividenden op winst gaat simpelweg het uitgekeerd dividend van een onderneming zijn, gedeeld door de winst (of verlies) van dat boekjaar. Doormiddel van deze variabelen (samen met de variabelen uitgekeerd dividend) kan getest worden of publieke ondernemingen een hoger dividend gaan uitkeren dan private ondernemingen.

Deze variabele gaat normaal positief zijn (en lager dan 1), maar kan in bepaalde gevallen negatief zijn. Zo gaat deze variabele negatief zijn indien een onderneming een dividend uitkeert terwijl het een negatieve winst heeft, hetgeen weldegelijk voorkomt in de sample voor zowel beurs als niet-beursgenoteerde ondernemingen, meer hierover in de *vijfde titel: resultaten*. Ook is het mogelijk dat een onderneming een dividend gaat uitkeren dat hoger is dan de winst van het boekjaar, dit is eerder in de inleiding al aangehaald. De verklaring hiervoor is dat de dividendpolitiek (vooral voor beursgenoteerde ondernemingen) een lange termijn affaire is, waar jaarlijkse fluctuaties in winst weinig invloed op hebben (een trend in fluctuaties gaat echter wel voor een wijziging zorgen).

7. Dividendbetaler

De variabele dividendbetaler gaat één van de twee afhankelijke variabelen zijn in de regressies, dit is een nominale variabele die een waarde van nul of één gaat aannemen, afhankelijk of een bedrijf al dan niet een dividend uitkeert. Deze variabelen gaat gebruikt worden voor de eerste *vier hypothesen a* te testen, het effect van de vier variabelen (grootte, winstgevendheid, solvabiliteit en groei) op de geneigdheid van een onderneming om een dividend uit te keren.

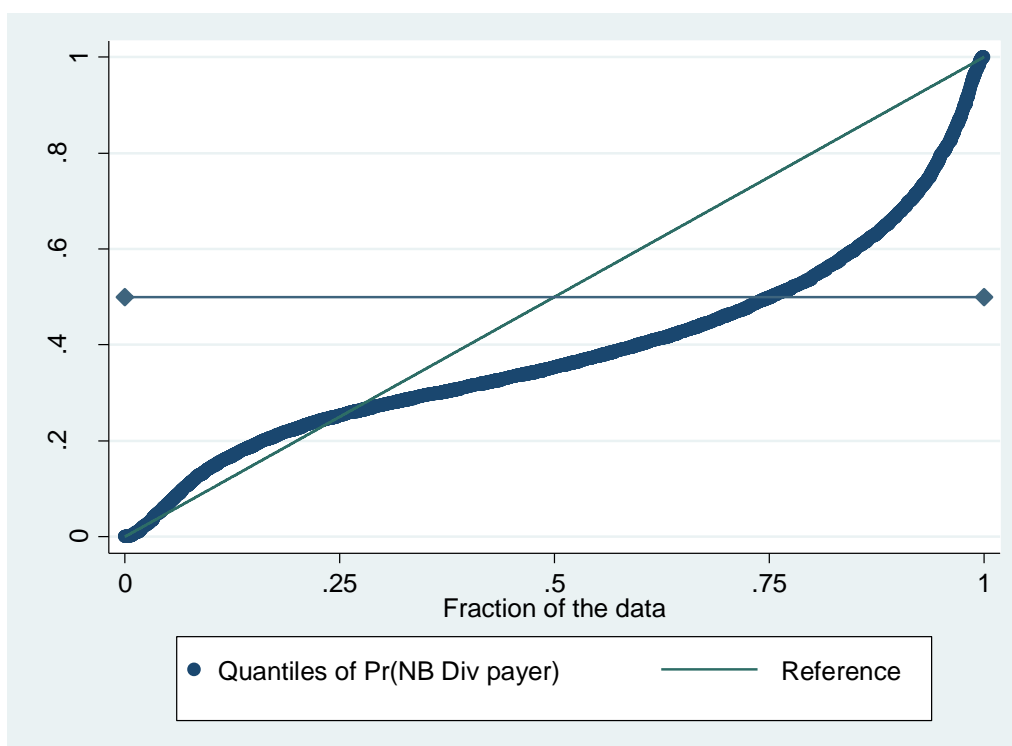
8. Uitgekeerd Dividend (Ln Uitgekeerd Dividend)

Ten slotte is er nog de parameter uitgekeerd dividend, ook hier gaat het natuurlijk logaritme van het uitgekeerde dividend genomen worden, afdoende de scheefheid van de variabelen te reduceren en een meer normaal verdeelde verdeling te verkrijgen. Ook hier is de variabelen eerst opgeteld met één, dit omdat het natuurlijk logaritme van nul niet bestaat.

5.2 Statistische methodologie

De beschrijvende statistieken die in de volgende titel terug te vinden zijn, zijn verkregen doormiddel van het statistisch programma SPSS van IBM, alsook de WLS, alternatieve WLS en de binaire logistische regressies. Het TOBIT-model en probit-model regressies zijn bekomen met het software programma STATA, eveneens worden de onafhankelijkheidstesten uitgevoerd met behulp van dit programma.

Voor het testen van de eerste vier hypothesen a (invloed van grootte, winstgevendheid, solvabiliteit en groei op de geneigdheid van een onderneming om een dividend uit te keren) is er gekozen voor een binaire logistische regressie. In tegenstelling tot een OLS (ordinary least squares) of een WLS (weighted least squares) regressie, gaan logistische regressie methoden veel beter zijn bij een onafhankelijke variabelen die maar twee waarden kunnen aannemen (dichotome variabelen). Dit omdat er bij een lineaire regressie de veronderstelling gemaakt wordt dat de afhankelijke variabelen een continue variabele is, hetgeen bij een binaire variabele niet het geval is.



Figuur 6: Niet beursgenoteerde dividendbetalers, voorspelde waarde

Zoals op bovenstaande grafiek te zien is, gaat een lineaire regressie de referentie lijn aannemen, terwijl de verdeling van dividendbetalers bij niet beursgenoteerde bedrijven geen lineair, maar logistisch patroon volgt. Bij een logistisch model, gaat de parameter dividend betaler gelijk zijn aan één, als de kans van deze variabelen ($\text{Pr}(\text{NB Dividend Payer})$) hoger gaat zijn dan 0.5. Zoals te zien in tabel 1 (in de sectie resultaten), gaan er inderdaad veel meer private ondernemingen zijn die geen dividend uitkeren, dan er private ondernemingen zijn die wel een dividend gaan uitkeren. Ook bij

beursgenoteerde ondernemingen gaat de data geen lineair patroon volgen, ditmaal gaan er meer ondernemingen zijn die een dividend uitkeren dan een lineair model zou voorspelen (zie bijlage 2).

Het testen van de eerste *vier hypothesen b* (invloed van grootte, winstgevendheid, solvabiliteit en groei op de hoogte van het uitgekeerde dividend) werd gedaan met behulp van een TOBIT-model regressie. Vermits in de sample een hoog percentage van de ondernemingen geen dividend uitkeert, gaan er een groot aantal observaties een waarde van nul aannemen. Dit kan in een lineaire regressie voor problemen zorgen, het TOBIT-model gaat hiervoor een correctie doen. Zo is het mogelijk een deel (onderste of bovenste van de sample) te censureren, in deze thesis werden de minima waarden, nul, gecensureerd. Het accepteren of verwerpen van de hypothesen werd gedaan op basis van de TOBIT-regressie, ter vergelijking zijn echter wel twee WLS regressies gegeven.

Ten slotte werden de *vijfde* en *zesde hypothesen* getest met behulp van een onafhankelijkheidstest in STATA. Bij de *zesde hypothese* werd ervoor geopteerd een onafhankelijkheidstest met ongelijke variantie te gebruiken, dit omdat de standaard deviatie van deze parameter zodanig veel verschillen tussen private en publieke ondernemingen, meer hierover in de volgende titel.

6. Resultaten

6.1 Beschrijvende statistieken

Onderstaande tabel (1) geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken voor zowel private als publieke ondernemingen. De variabele dividendbetalers gaat 1 zijn voor bedrijven die in de observatieperiode (2009-2012) minstens één maal een dividend hebben uitgekeerd. In de bovenste rijen is het gemiddelde, minima, maxima, standaarddeviatie en de scheefheid terug te vinden van de beursgenoteerde ondernemingen, in de onderste rijen bevinden deze zich voor de private ondernemingen. De 'independent t-test' scores, welke testen of de gemiddelde waarde van een variabele statistisch significant van elkaar verschillend zijn tussen beurs en niet-beursgenoteerde ondernemingen, zijn terug te vinden op de volgende pagina's.

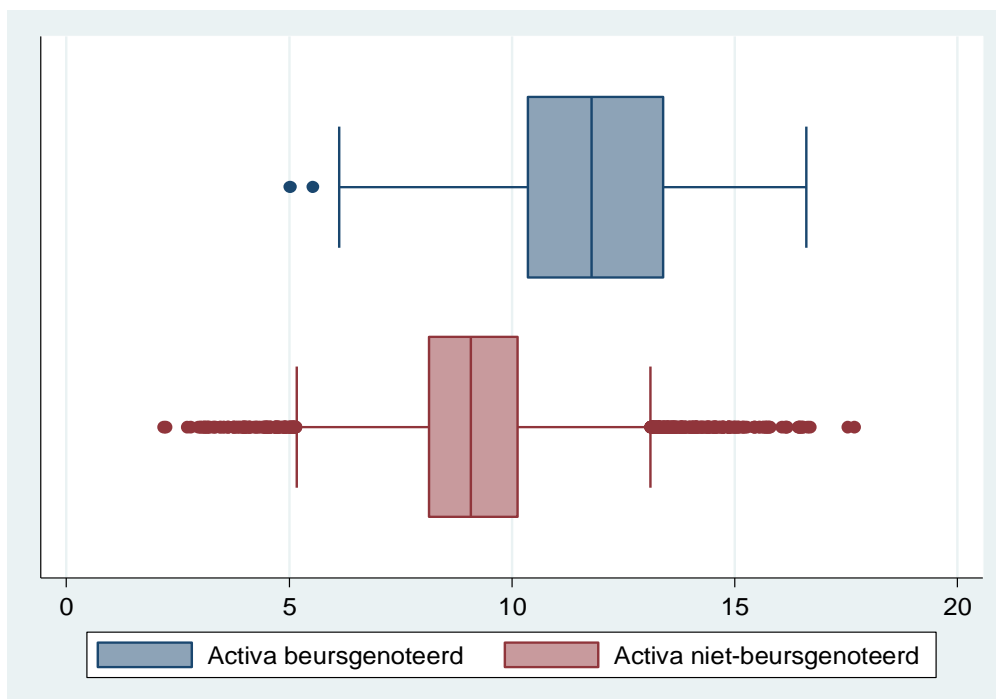
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
Dividendbetaler	76	,000	1,000	,67105	,472953	-,743	,276
Ln Uitgekeerd Dividend	76	,000	13,481	5,77938	4,634348	-,146	,276
Dividend / Winst	76	-,979	2,374	,43682	,576302	1,176	,276
Solvabiliteit	76	,002	,898	,46145	,223105	,080	,276
Ln Totale Activa	76	5,019	16,604	11,69711	2,459424	-,388	,276
Winstgevendheid	76	-,288	,368	,03269	,094056	-,343	,276
Current ratio	76	<u>,093</u>	3,950	1,14049	,772518	1,161	,276
Ln Current ratio	76	-1,648	1,399	,01984	,655531	-,333	,276
Groei	76	<u>,001</u>	3,807	1,20632	,638919	1,680	,276
Ln Groei	76	-2,292	1,363	,14741	,538796	-1,548	,276
Dividendbetaler	10615	,000	1,000	,38521	,486668	,472	,024
Ln Uitgekeerd Dividend	10615	,000	12,446	2,33606	3,187412	,884	,024
Dividend / Winst	10615	-12,895	12,847	,30493	,989192	1,278	,024
Solvabiliteit	10615	-,799	1,000	,40410	,289040	-,013	,024
Ln Totale Activa	10615	2,191	17,703	9,16752	1,763086	,335	,024
Winstgevendheid	10615	-2,360	2,800	,03329	,116131	,812	,024
Current ratio	10615	<u>,000</u>	65,313	3,08295	5,592923	5,279	,024
Ln Current ratio	10615	-2,303	4,181	,60042	,937340	,529	,024
Groei	10615	<u>,000</u>	69,412	1,08721	2,999057	14,026	,024
Ln Groei	10615	-2,303	4,241	-,69228	1,385798	-,065	,024

Tabel 1: Overzicht van de beschrijvende statistieken

Aandoende de scheefheid ('skewness') van de variabelen onder de één te houden, is ervoor geopteerd het natuurlijk logaritme te nemen van de parameters current ratio en groei. Vermits de minima van de current ratio en groei nul bedragen bij private ondernemingen, zijn deze parameters opgeteld met 0.10, wat resulteert in een waarde van -2.303 als minima (het $\ln(0.1) = -2.303$). De negatieve gemiddelde groeivoet bij private ondernemingen dient dan ook niet geïnterpreteerd te worden als: "het gemiddelde niet-beursgenoteerde bedrijf heeft haar omzet over de periode van 2008-2012 zien dalen met -230 procent." In tegenstelling, de gemiddelde private onderneming zag in diezelfde periode haar omzet stijgen met meer dan 8 procent (zie gemiddelde groei, private ondernemingen). Ook bij beursgenoteerde ondernemingen wordt het natuurlijk logaritme van deze twee parameters genomen, niet alleen voor de scheefheid te reduceren, wat overigens ook gelukt is, maar ook voor de consistentie tussen beide te bewaren.

De grootte van een onderneming gaat sterk verschillen tussen enerzijds publieke (11.69) en anderzijds private ondernemingen (9.16), waar beursgenoteerde ondernemingen gemiddeld groter gaan zijn, betekent dit niet dat private ondernemingen klein zijn. Zo gaat de grootste onderneming in de sample een private onderneming zijn, met een totaal ln activa ten belopen van 17.703, versus de 16.604 bij beursgenoteerde ondernemingen. Merk echter wel op dat het hier gaat over niet geconsolideerde jaarrekening gegevens, indien er gebruik gemaakt werd van dit soort jaarrekening, zouden beursgenoteerde ondernemingen ongetwijfeld niet alleen een hoger gemiddelde aan activa hebben, maar ook het hoogste maximum.

Een andere opmerking over de grootte van beursgenoteerde onderneming is dat de standaard deviatie van deze variabele het hoogste is van alle onafhankelijke variabelen (indien men de aangepaste groei en current ratio neemt), het verschil in de variabele grootte tussen publieke en private ondernemingen is te zien op bovenstaande box plot.



Figuur 7: box plot Ln totale activa voor beurs en niet-beursgenoteerde ondernemingen

De verklaring voor de minder normaal verdeelde verdeling van de (ln) totaal activa bij beursgenoteerde ondernemingen is dat de sample voor deze soort ondernemingen kleiner is dan voor private ondernemingen. Merk op dat zelfs indien men niet het gemiddelde van de grootte over vier jaren neemt maar een time-series maakt, deze verdeling ongeveer hetzelfde blijft. Dit omdat de grootte van een onderneming niet veel wijzigt over een periode van vier jaar en de kleinere beursgenoteerde ondernemingen niet overnacht transformeren in een AB-Inbev.

De T-score voor de onafhankelijkheidstest bedraagt 12.4248, de nulhypothese dat beide gemiddeldes gelijk zijn moet bijgevolg verworpen worden op significantieniveau van 0.05. Een verklaring voor waarom publieke ondernemingen groter zijn dan private, is dat vooraleer een bedrijf een notatie kan hebben op een beurs (zoals de Euronext en Alternex) deze een grondig onderzoek moet doorstaan van onder meer auditors en de beursinstantie zelf. Ook gaan bedrijven eens genoteerd op een gereguleerde beurs moeten voldoen aan een hele resem aan verplichtingen en Europese richtlijnen die het beurswezen reglementeren. Dit maakt het voor kleinere ondernemingen quasi onmogelijk om een beursnotering te verkrijgen en te behouden. Zo staat in de Euronext KMO-gids te lezen dat: *"De verplichtingen verbonden aan een beursgang op een gereglementeerde markt zo hinderlijk kunnen zijn dat ze de beurs in de praktijk moeilijk toegankelijk maken voor ondernemingen die geen minimale beurskapitalisatie van 50 tot 75 miljoen euro hebben"* (Euronext KMO-gids, pagina 12).

Een andere veronderstelling vanuit de theorie was dat publieke ondernemingen gemiddeld winstgeverder zijn dan private ondernemingen. Omdat er veel kosten en verplichtingen verbonden zijn aan een beursnotering, gaan alleen ondernemingen die in naar te toekomst toe deze kosten gemakkelijk kunnen terugverdienen met een goede winstgevendheid hiervoor opteren. Ook is een van de grote voordelen van een beursnotering, de naamsbekendheid, een mogelijk gevaar. Indien een publiek bedrijf een negatieve winstgevendheid heeft, gaat de markt hiervan direct weet van hebben, wat een negatief signaal zendt naar zowel klanten, leveranciers als aandeelhouders, dit willen beursgenoteerde ondernemingen ten alle kosten vermijden.

Desondanks uit tabel 1 blijkt dat de gemiddelde winstgevendheid van private ondernemingen (,03329) hoger is dan deze van publieke ondernemingen (,03269), is dit verschil niet groot genoeg om te concluderen dat private ondernemingen winstgeverder zijn dan publieke ondernemingen. Hiervoor zijn de resultaten uit de onafhankelijkheid test niet hoog genoeg (de t-score bedraagt slechts -0.0448). De solvabiliteit met een gemiddelde van 0.461 bij private ondernemingen en 0.404 bij publieke ondernemingen, verschilt daarentegen wel statistisch significant van elkaar op een significantie niveau van 0.05 (t-score bedraagt 1.7261, z-score 0.0422). Dit laat toe de conclusie te trekken dat publieke bedrijven gemiddeld minder schulden hebben dan private ondernemingen.

Hetzelfde geldt voor de variabele ln groei, welke met een t-score van 13.40 toelaat te concluderen dat publieke ondernemingen meer investeringsopportuniteiten hebben dan private ondernemingen. Ditmaal is er gekozen voor een onafhankelijkheidstest te doen op basis van een ongelijke variantie assumptie, de standaard deviatie verschilt bij de groei namelijk zodanig veel tussen private en publieke ondernemingen. Ook hier is de argumentatie dat een beursnotering buiten de eenmalige kosten voor de beursgang, zodanig veel extra verplichtingen en vereisten met zich meebrengt dat alleen bedrijven met optimistische toekomstperspectieven hiervoor zullen opteren.

6.1.1 Bespreking van de afhankelijke variabelen & hypothesen

6.1.1.1 Dividendbetaler

Zoals eerder al kort aangehaald met bij de beschrijving van de tabel 1, gaan 67.1 procent van de publieke bedrijven in de sample een dividend uitkeren, terwijl maar 38.5 procent van de private ondernemingen een dividend gaan uitkeren. Met een T-score van 5.103 (0.000) bevestigt dit de hypothese dat publieke ondernemingen meer geneigd zijn een dividend uit te keren (*hypothese 5*).

Deze conclusie is in lijn met voorgaand onderzoek van Michaely & Roberts, waar zij vonden dat in het Verenigd Koninkrijk 71 procent van de beursgenoteerde ondernemingen en 41 procent van de private ondernemingen een dividend uitkeren. Zoals eerder in de literatuurstudie al aangehaald gaan verschillen in aandeelhouder bescherming verschillen tussen landen in de bereidheid (en hoogte) van ondernemingen om een dividend uit te keren kunnen verklaren. In dit geval is het verschil tussen publieke ondernemingen tussen de Belgische en Verenigd Koninkrijk sample niet verschillend van elkaar op significantieniveau 0.05 (t-score van 0.7713), bij private ondernemingen is dit wel het geval (t-score van 5.8275).

6.1.1.2 Hoogte van het dividend

Hoeveel dividend een bedrijf uitkeert is, net zoals de bereidheid een dividend uit te keren, afhankelijk van het feit of een onderneming al dan niet genoteerd is op een beurs. Zo gaan publieke ondernemingen gemiddeld 43.68 procent van hun winst uitkeren als dividend, private ondernemingen gaan een dividend uitkeren ten belopen van 30.49 procent van de winst. Evenals gaat het gemiddelde beursgenoteerd bedrijf een dividend uitkeren van 5.78 in vergelijking, niet-beursgenoteerde ondernemingen gaan slechts 2.34 uitkeren. Ditmaal wordt er wederom geopteerd voor de t-test uit te voeren met ongelijke variantie, dit omdat de standaard deviatie van publieke en private ondernemingen ditmaal, nogmaals zodanig verschilde van elkaar, de t-score uit deze test bedroeg 1.97. Op basis van beide variabelen kunnen we de conclusie trekken dat, *publieke bedrijven een hoger dividend gaan uitkeren*, wat de zesde hypothese bevestigt.

6.2 Regressieanalyses voor private ondernemingen

6.2.1 Geneigdheid om een dividend uit te keren

De eerste vier hypothesen a worden getest met behulp van een Binaire logistische regressie. Op onderstaande tabel is de regressie voor niet-beursgenoteerde ondernemingen te zien. Waar de afhankelijke variabele (dividendbetaler) gelijk gaat zijn aan één indien deze onderneming een dividend gaat uitbetalen.

De Cox & Snell R square van deze binaire logistische regressie bedraagt 0.18, de Nagelkerke R square is gelijk aan 0.245. Wat wilt zeggen dat het onderstaande model in staat is om 24.5 procent van de variantie in de bereidheid van een dividend uit te keren, kan verklaren.

Observed		Predicted			
		Dividendbetaler		Percentage Correct	
		,000	1,000		
Step 1	Dividend betaler	,000	5709	817	87,5
		1,000	2262	1831	44,7
Overall Percentage					71,0

a. The cut value is ,500

Tabel 2: classificatie tabel voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

Een meer visueel overzicht over hoe dit model zich rechthoudt is in bovenstaande classificatie tabel te vinden. Zo kan dit model in 71 procent van de gevallen, correct voorspellen of een private onderneming een dividend gaat uitkeren. Desalniettemin gaat het een vooroordeel hebben naar geen dividend uitkeren (nul). Wat maakt dat indien een onderneming een dividend gaat uitkeren, dit model dit maar in 44.7 procent van de gevallen dit correct gaat voorspellen.

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1	Solvabiliteit	,009	,098	,009	1	,924	1,009
	Ln Total Activa	,225	,013	292,192	1	,000	1,252
	Winstgevendheid	13,541	,407	1104,495	1	,000	760305,667
	Ln Current ratio	-,058	,029	4,076	1	,044	,943
	Ln Groei	-,042	,016	6,564	1	,010	,959
	Constant	-3,104	,132	555,478	1	,000	,045

Tabel 3: binaire logistische regressie voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

Uit tabel 3 is af te lezen dat enkel de parameter solvabiliteit niet significant is (0.924), de andere parameters zijn allemaal significant op een significantieniveau van 0.05 of lager. Zowel de parameter current ratio als groei hebben een negatieve beta, wat wijst op een negatieve correlatie met de bereikbaarheid een dividend uit te keren. Belangrijker in een logistische regressie is de exponent (exp (B)). Bij de interpretatie van een logistische regressie dient rekening gehouden te worden met het feit dat de uitkomst zich tussen nul en één bevindt, waar dit getal de kans aangeeft of een privaat bedrijf, al dan niet, een dividend gaat uitkeren.

$$P_{\text{dividenduitkeren}} = \frac{e^{(\text{bèta solvabiliteit} * \text{solvabiliteit} + \dots + \text{bèta ln groei} * \text{ln groei})}}{e^{(\text{bèta solvabiliteit} * \text{solvabiliteit} + \dots + \text{bèta ln groei} * \text{ln groei})} + 1}$$

Zo gaat de kans voor een private onderneming met een gemiddelde solvabiliteit, grootte, winstgevendheid, current ratio en groei om een dividend uit te keren gaat op basis van ons model gelijk zijn aan 35.6 procent.

$$P_{\text{dividenduitkeren}} = \frac{e^{(0.009 * 0.4041 + 0.225 * 9.1675 + 13.541 * 0.0332 - 0.058 * 0.6 - 0.042 * (-0.6923) - 3.104)}}{e^{(0.009 * 0.4041 + 0.225 * 9.1675 + 13.541 * 0.0332 - 0.058 * 0.6 - 0.042 * (-0.6923) - 3.104)} + 1} = 0.35603$$

Op basis van bovenstaande data gaat de hypothese dat grote (private) bedrijven meer geneigd zijn een dividend uit te keren bevestigd worden (*Hypothese 1*, sig. 0.000), eveneens gaat de *tweede hypothese* (winstgevende bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren) bevestigd worden voor private bedrijven (sig. 0.000).

Zoals eerder al aangehaald kan op basis van deze regressie geen conclusies gevormd worden omtrent de hypothese dat bedrijven met meer schulden minder geneigd zijn een dividend uit te keren, hiervoor is de t-score te laag (*hypothese 4* kan niet bevestigd worden).

Ten slotte gaat de hypothese dat bedrijven met weinig investeringsopportuniteiten meer geneigd zijn een dividend uit te keren bevestigd worden voor private ondernemingen (*hypothese 3*), dit omdat deze parameter met een Beta van -0.042 en een significantie van 0.01 indiceert dat hoe meer een onderneming haar omzet groeit, hoe minder ze geneigd is een dividend uit te keren.

6.2.2 Hoogte van het uitgekeerde dividend

Aandoende *hypothese 1b* tot en met *4b* te testen werd gebruikgemaakt van eenerzijds de WLS ('Weighted Least Squares') regressiemethode, waar de afhankelijke variabele het natuurlijk logaritme van de hoogte van het uitgekeerde dividend is (opgeteld met één, vermits het natuurlijk logaritme van nul niet berekend kan worden). De tweede techniek die gebruikt werd is eveneens een WLS-regressie, ditmaal werd de dataset aangepast en werden er enkel bedrijven opgenomen die een dividend uitgekeerd hebben, hier werd evenals het natuurlijk logaritme van genomen. In zowel regressie één als twee werd als gewicht ('weight') de gestandaardiseerde 'residuals' genomen. Voor de TOBIT-regressie werd gebruikgemaakt van 'robust standard errors'.

Variabele	WLS			WLS alt.			TOBIT		
	B	t-score	Sig.	B	t-score	Sig.	B	t-score	Sig.
Constante	-2,031	-23,288	,000	-1,196	-17,587	,000	-12,318	-26,60	,000
Solvabiliteit	,567	7,001	,000	,499	7,283	,000	1,687	5,24	,000
Ln Totale Activa	,826	93,558	,000	,815	125,138	,000	1,043	23,48	,000
Winstgevendheid	4,492	48,243	,000	5,078	35,940	,000	26,737	8,66	,000
Ln Current ratio	-,020	-,822	,411	,007	,378	,705	-,235	-2,54	,011
Ln Groei	-,066	-5,204	,000	-,079	-8,547	,000	-,049	-0,87	,382

Tabel 4: Regressies hoogte van het dividend van niet-beursgenoteerde ondernemingen

Zoals op bovenstaande tabel af te lezen is, zijn de resultaten van de eerste twee WLS-regressies vergelijkbaar. Zo gaat in beide gevallen de current ratio niet statistisch significant zijn (0.411 en 0.705), evenals gaat de groeivoet in beide regressies een (significante) negatieve bèta hebben, wat wijst op een bevestiging van *hypothese 3b* (bedrijven met veel investeringsopportunities gaan een lager dividend uitkeren). De adjusted R-square van beide regressies zijn respectievelijk 0.755 en 0.878.

De belangrijkste regressie voor het testen van de *eerste vier b hypothesen* is echter de TOBIT-regressie. Zoals eerder al aangehaald in de methodologie gaat een TOBIT model regressie een regressiemethode die de mogelijkheid heeft een deel van de data te 'censureren', in het bijzonder door het toewijzen van een limiet (een 'lower' of 'upper bound' limiet). In deze regressie, waar de afhankelijke variabelen het natuurlijk logaritme van de hoogte van het uitkeerde dividend is, gaan veel ondernemingen die geen dividend uitkeren, voor deze variabele een waarde van nul hebben.

Dit is vooral zo voor private ondernemingen, waar minder dan 40 procent van de ondernemingen een dividend gaan uitkeren. Indien men op zulke dataset (waar meer dan 60 procent van de waarde van de afhankelijke variabelen gelijk is aan nul) een WLS-regressie toepast, kan dit vertekende resultaten geven. Het TOBIT-model biedt soelaas aan dit probleem.

De resultaten van deze TOBIT-model regressie zijn terug te vinden in de derde kolom van tabel 4. Waar ook de WLS-regressies de *hypothese 1b* (grote bedrijven gaan een hoger dividend uitkeren), *hypothese 2b* (Winstgevende bedrijven gaan een hoger dividend uitkeren) en *hypothese 4b* (bedrijven met een lagere schuldgraad gaan een hoger dividend uitkeren) bevestigen. Gaat de *hypothese 3b* (bedrijven met weinig investeringsopportunities gaan een hoger dividend uitkeren) niet bevestigd worden met het TOBIT-model. Desondanks de bèta van deze variabele negatief is, gaat doordat deze parameter niet significant is (0.337), de *hypothese 3b* niet bevestigd kunnen worden.

Daarentegen gaat de variabele Ln current ratio wel een significante negatieve impact hebben op de hoogte van het dividend. Andere verschillen zitten vervat in de hoogte van de bèta, zo gaat deze

veel hoger zijn in het TOBIT-model voor alle vijf variabelen, uitgesloten de groeivoet. Bij het vergelijken van de bèta van verschillende regressiemethoden dient men echter wel de nodige voorzorgen te nemen, zo gaat de interpretatie van deze bèta verschillen. Wat echter ongewijzigd blijft is de interpretatie van het teken (positief of negatief) van een bèta van een variabelen die significant is.

Voor de winstgevendheid gaat in het TOBIT-model een veel meer uitgesproken invloed hebben op de hoogte van het dividend. Wel dient bij vergelijking van de bèta's in acht genomen te worden dat beide regressietechnieken verschillen van elkaar. Bij de TOBIT-model regressie zijn er 6526 'left-censored observations', wat betekent dat 61.28 procent (6526/10650) van de publieke ondernemingen geen dividend uitkeert.

6.2.3 Bespreking hypothesen: private ondernemingen

Afgaande op de resultaten van het TOBIT-model gaat de hypothese dat grote bedrijven een hoger dividend uitkeren (*hypothese 1b*) bevestigd worden voor private ondernemingen, eveneens gaat de *hypothese 1a*: "grote bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren." bevestigd worden door een binaire logistische regressie. Deze conclusies zijn in lijn met voorgaand onderzoek van onder meer Fama en French (2001) en Michaely en Roberts (2011).

Ook de winstgevendheid van een bedrijf heeft een grote invloed op de bereidheid van een onderneming om een dividend uit te keren, en de hoogte van dit uitgekeerde dividend, hetgeen *hypothese 2a en b* bevestigt. Evenals gaat de *hypothese (vier b)* dat ondernemingen met een lage schuldgraad een hoger dividend gaan uitkeren bevestigd worden op basis van de TOBIT-model regressie. Helaas kan de *vierde hypothese (a)* niet bevestigd worden op een significantie niveau van 0.05 bij de logistische regressie. Dit ondanks de bèta van deze variabele echter positief is, evenals dat deze parameter wel significant gaat zijn in de regressies waar de hoogte van het dividend de afhankelijke variabele is. Zo gaat ook de *derde hypothese (b)*: "bedrijven met weinig investeringsopportunities gaan een hoger dividend uitkeren" niet bevestigd kunnen worden op basis van het TOBIT-model, hiervoor is de t-score van -0.87 te klein.

De resultaten komen in grote mate overeen met de voorspellingen gemaakt op basis van de literatuur, voornamelijk op basis van de 'agency' en levenscyclus theorieën. De signaaltheorie kan in mindere mate de resultaten verklaren, met name dat dividenden gebruikt worden om de informatie asymmetrie tussen de agenten (kapitaalverschaffer en het management) te verminderen. Dit omdat hoofdzakelijk grote, succesvolle en winstgevende ondernemingen een -hoog - dividend uitkeren, het soort bedrijven dat het minste nood heeft de markt 'gerust' te stellen mits een signaal doormiddel van dividenden.

Een betere verklaring voor waarom grote, winstgevende bedrijven met weinig schulden een hoog dividend gaan uitkeren is terug te vinden in de 'agency' en levenscyclus theorieën. Hoe groter een bedrijf hoe complexer, en groter de informatie asymmetrie gaat zijn tussen de aandeelhouders en het management, wat (deels) opgelost kan worden door het uitkeren van een dividend. Evenals gaat het voor grote bedrijven moeilijker zijn om al hun beschikbare activa (winsten) in winstgevende projecten te investeren (projecten met een return hoger dan de vereiste return van de

aandeelhouders). De levenscyclus theorie voorspelt dan ook dat eens bedrijven in een volwassen groei levensfase zitten, deze niet alleen meer de mogelijkheid hebben tot het uitkeren van een dividend (veel winst), ze eveneens meer gestimuleerd gaan zijn tot het uitkeren van een dividend, dit door de hoge 'agency cost' van al deze overvloedige activa aanwezig in de onderneming.

De winst van een onderneming gaat ook een uitermate positief effect hebben op de hoogte van het dividend dat een onderneming gaat uitkeren (en de bereidheid), zo bedraagt de correlatie tussen de winstgevendheid van een onderneming en de hoogte van het dividend .350 (.320 voor de bereidheid), significant op (0.01). De verklaring hiervoor schuilt eveneens in de 'agency' en 'life-cycle' theorieën, zo gaat meer winst leiden tot meer beschikbare activa, wat de 'agency' kosten verhoogt. Ook gaan bedrijven in een volwassen groei fase winstgevender zijn dan jonge opstartende ondernemingen. Van de 4089 private ondernemingen die een dividend gaan uitkeren, gaan slechts 278 niet winstgevend zijn (6.8 procent), terwijl 35.21 procent van de private ondernemingen die geen dividend uitkeren een negatieve ROA hebben.

Merk tevens de grote overlap op tussen de resultaten van beide afhankelijke variabelen (dividendbetalers en hoogte van het uitgekeerde dividend), de te lage t-score die niet toelaat de *derde hypothese b*, en de *vierde hypothese a* te bevestigen, is eerder het gevolg van statistisch gebruikte methodes. Dit omdat de solvabiliteit wel significant is bij de TOBIT en WLS regressies (hoogte van het dividend is de afhankelijke variabelen) en niet bij de binaire logistische regressie, dit terwijl de correlatie tussen de hoogte van het dividend en de bereidheid een dividend uit te keren 92.6 procent bedraagt. Deze hoge correlatie verklaart ook waarom de theoretische weerslag achter de resultaten sterk gelijkt op elkaar.

Zo gaat bij een Probit regressie voor private ondernemingen met de bereidheid voor het uitkeren van een dividend als afhankelijke variabele de volgende resultaten geven, het teken van de bèta blijft ook hier weer onveranderd, het grootste verschil met de binaire logistische regressies zit hem in de significantie van de solvabiliteitparameter, dewelke in het probit-model met een significantie van 0.064 beduidend lager is. Helaas is dit (net) niet goed genoeg om de *hypothese drie b* te aanvaarden, in het probit model is het effect van de groei overigens ook niet statistisch significant op 0.05. De Pseudo R² gaat bij dit model tevens ook enkele procenten lager zijn dan bij het binaire logistische regressie model. Omwille van bovenstaande reden is er dan ook gekozen om als primaire regressietechniek de binaire logistische regressie methode te hanteren.

Variabele	B	S.E.	Sig.
Solvabiliteit	,123	,058	,064
Ln Total Activa	,133	,008	,000
Winstgevendheid	6,840	,187	,000
Ln Current ratio	-,038	,017	,025
Ln Groei	-,018	,010	,082
Constant	-1,848	,077	,000

Tabel 5: probit-model regressie voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

6.3. Regressieanalyses voor publieke ondernemingen

6.3.1 Geneigdheid om een dividend uit te keren

Na het testen van de *hypothese één tot en met vier* op private ondernemingen, gaan deze in dit hoofdstuk eveneens getest worden maar dan op publieke ondernemingen. Ook hier is gebruikgemaakt van een binaire logistische regressie.

Bij beursgenoteerde ondernemingen gaat de Cox & Snell R-square 0.411 bedragen, de Nagelkerke R-square is gelijk aan 0.569, wat betekent dat dit model meer dan 56.9 procent van de verschillen in de afhankelijke variabele kan verklaren (de bereidheid een dividend uit te keren). Net zoals bij niet-beursgenoteerde ondernemingen, kan de verklaringskracht van dit model beter uiteengezet worden mits onderstaande tabel

Observed	Predicted			Percentage Correct
	Dividendbetaler		Percentage Correct	
	,000	1,000		
Step 1 Dividend betaler	,000	19	8	70,4
	1,000	5	48	90,6
Overall Percentage				83,8

a. The cut value is ,500

Tabel 6: classificatie tabel voor beursgenoteerde ondernemingen

In tegenstelling tot bij private ondernemingen gaat dit model beter kunnen voorspellen of beursgenoteerde ondernemingen een dividend gaan uitkeren of niet. Wat al af te leiden was uit een hogere R-square, is in bovenstaande tabel visueel weergegeven. Zo gaat dit model in 83.8 procent

van de gevallen correct kunnen voorspellen of een beursgenoteerde onderneming een dividend gaat uitkeren, wat tien procent hoger is dit percentage bij private ondernemingen.

Indrukwekkender is dat zelfs in het slechtste geval, bij beursgenoteerde bedrijven die geen dividend uitkeren, het model dit correct kan voorspellen in 70.4 procent van de gevallen. Waar het slechtste voorspellingpercentage bij private ondernemingen 44.7 procent bedroeg.

In de tabel weergegeven op de volgende pagina zijn de resultaten van de binaire logistische regressie weergegeven. Desondanks de R^2 en het overall correct voorspelde percentage hoger is bij beursgenoteerde ondernemingen, gaat de sample grootte verhinderen dat alle hypothesen aanvaard kunnen worden op een significantieniveau van 5 procent.

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1	Solvabiliteit	,525	1,566	,113	1	,737	1,691
	Ln Total Activa	,335	,147	5,166	1	,023	1,398
	Winstgevendheid	26,384	7,850	11,297	1	,001	28742848785 1,240
	Ln Current ratio	,595	,540	1,213	1	,271	1,813
	Ln Groei	-,649	,843	,593	1	,441	,523
	Constant	-3,921	1,767	4,923	1	,027	,020

Tabel 7: binaire logistische regressie voor beursgenoteerde ondernemingen

Zoals eerder al bij de private ondernemingen gaat ook in de binaire logistische regressie voor beursgenoteerde ondernemingen de parameter solvabiliteit niet statistisch significant genoeg zijn om conclusies te trekken over de impact van deze variabele op de dividendpolitiek (*hypothese 4a*), hiervoor is de z-score van 0.737 te hoog.

De variabele winstgevendheid gaat net zoals bij de regressie van private ondernemingen een uitermate positieve invloed hebben op de bereidheid van een onderneming om een dividend uit te keren. Met een Beta van 26.384 en een significantie van 0.001 gaat *hypothese 2a* (winstgevende ondernemingen gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren) zonder twijfel geaccepteerd worden voor publieke ondernemingen.

Ten slotte gaat de variabele Ln totaal activa positief zijn (Bèta van 0.335) en gaat op een significantieniveau van 0.05 (0.023) de hypothese dat grote ondernemingen meer geneigd zijn een dividend uit te keren bevestigen (*hypothese 1a*). Dit is ook de belangrijkste parameter die de bereidheid van een onderneming om een dividend uit te keren gaat beïnvloeden.

Desondanks dit niet de hoogste bèta heeft (dit heeft de winstgevendheid), is respectievelijk het gemiddelde en de maximum winstgevendheid van een onderneming (in deze sample) gelijk aan

0.0258 en 0.368. Wat concreet betekent dat de gemiddelde impact van deze variabele 0.68 bedraagt, voor de grootte is dit met een gemiddelde van 11.670 en een maxima van 16.604 bedraagt deze gemiddelde impact 3.9. De maximum impact die de winstgevendheid kan hebben is overigens wel groter dan deze van de grootte.

In tegenstelling tot bij de private onderneming regressie zijn hier maar twee parameters statistisch significant op een significantieniveau van 0.05 (vijf procent). De variabele groei is met een z-score van 0.441 helaas niet statistisch significant (β is -0.649), wat ons niet toelaat de *derde hypothese a* (dat ondernemingen met veel investeringsopportunities meer geneigd zijn een dividend uit te keren) te bevestigen voor beursgenoteerde ondernemingen.

6.3.2 Hoogte van het uitgekeerde dividend

Ook hier werd voor *hypothese 1b tot en met 4b* te testen gebruikgemaakt van de WLS ('Weighted Least Squares') regressiemethode, waar de afhankelijke wederom het natuurlijk logaritme is van de hoogte van het uitgekeerde dividend (wat ook hier weer opgeteld is met één). Ook de tweede en derde regressie methode zijn identiek aan die gebruikt bij private ondernemingen, met als enige verschil dat deze ditmaal betrekking hebben op niet-beursgenoteerde ondernemingen.

De R^2 en adjusted R-square van de WLS en alternatieve WLS regressie gaan hoger zijn bij publieke ondernemingen (respectievelijk gaat de adj. R^2 0.962 en 0.974 bedragen), wat erop wijst dat dit model een betere voorspeller gaat zijn voor de hoogte van het dividend. Echter in tegenstelling tot bij private ondernemingen, gaan meerdere parameters niet statistisch significant zijn op 0.05. Een verklaring hiervoor is de kleine sample van beursgenoteerde ondernemingen, welke 76 bedraagt (in vergelijking die van private ondernemingen bedraagt 10619, welke meer dan 100 keer groter is). De grote van de sample verhogen voor publieke bedrijven (in België) is echter geen sinecure, deze is door externe factoren gelimiteerd tot ongeveer 160. Het uitvoeren van een time-series analyse biedt helaas ook geen soelaas, dit omdat de variabelen gebruikt in dit onderzoek relatief stabiel zijn over meerdere jaren heen. Een bedrijf zoals Think-Media transformeert niet op een periode van vier jaar in een AB-Inbev.

Wederom gaan de resultaten van beide WLS-regressies vergelijkbaar zijn, in de zin dat beide dezelfde hypothesen gaan ondersteunen en in beide de parameters solvabiliteit, current ratio en groei niet significant gaan zijn. Zoals al eerder vermeld bij de regressies van de hoogte van het uitgekeerde dividend bij private ondernemingen, gaat ook hier de TOBIT-regressie de belangrijkste regressies zijn. In tegenstelling tot bij private ondernemingen gaan er veel minder gecensureerde observaties zijn, in totaal gaan dit er 25 zijn (32.9 procent) versus de meer dan 60 procent bij private ondernemingen.

Variabele	WLS			WLS alt.			TOBIT		
	B	t-score	Sig.	B	t-score	Sig.	B	t-score	Sig.
Constante	-5,987	-11,748	,000	-4,202	-8,175	,000	-1,573	-5,50	0,000
Solvabiliteit	,644	1,248	,219	,319	,681	,503	1,448	,77	0,442
Ln Totale Activa	1,106	26,846	,000	1,048	29,886	,000	1,565	8,16	0,000
Winstgevendheid	17,607	14,992	,000	9,960	6,329	,000	36,807	4,61	0,000
Ln Current ratio	,289	1,495	,142	,201	1,054	,304	,696	1,16	0,250
Ln Groei	-,246	-1,230	,225	-,102	-,473	,641	-,356	-,68	0,500

Tabel 8: Regressies hoogte van het dividend voor beursgenoteerde ondernemingen

6.3.3 Bespreking hypothesen: publieke ondernemingen

Omwillen van het feit dat bij de sample van beursgenoteerde ondernemingen er veel minder ondernemingen zijn die geen dividend uitkeren, gaan de WLS en TOBIT-regressies meer gelijknissen vertonen dan bij private ondernemingen. Zo gaan alle drie de regressie methodes de *eerste hypothese b* bevestigen (grote ondernemingen gaan een hoger dividend uitkeren), evenals gaat de *tweede hypothese b* wederom bevestigd worden, ditmaal voor publieke ondernemingen. Ook de eerste en *tweede hypothese a* gaan bevestigd worden op basis van de binaire logistische regressie. Helaas kunnen de *derde en vierde hypothese* niet bevestigd worden, zowel voor de bereidheid als hoogte. Zoals eerder al aangehaald is dit waarschijnlijk te wijten aan de - te - kleine sample, deze verhogen is echter praktisch onmogelijk.

Ook bij beursgenoteerde ondernemingen gaat er een grote overlap zijn in de regressie resultaten van beide afhankelijke variabelen, ditmaal gaat de correlatie tussen de bereidheid om een dividend uit te keren en de hoogte van het uitgekeerde dividend 87.9 procent bedragen. Een probit-regressie gaat echter geen aanzienlijk effect hebben op de significantie bij de hypothesen van de bereidheid om een dividend uit te keren. Waar de R-square van het probit model bij private ondernemingen enkele percentages lager was dan deze van de binaire logistische regressie methode, gaat bij beursgenoteerde ondernemingen een tien procent lager zijn. Daarom dat ook wederom gekozen werd voor het binaire logistische model als primaire regressie model.

Nogmaals gaan de resultaten de voorspellingen vanuit de theorie (dat grote, winstgevende ondernemingen met weinig investeringsopportunities een hoog dividend gaan uitkeren) bevestigen, ditmaal voor publieke ondernemingen. De signaal theorie gaat ook hier de resultaten deels tegenspreken. De winstgevendheid van publieke ondernemingen gaat ook wederom een zeer grote impact hebben op de bereidheid een dividend uit te keren (*hypothese twee a*), de correlatie

tussen beide variabelen (winstgevendheid en dividenduitkeerder) bedraagt 0.534, bij private ondernemingen was dit slechts 0.389.

6.4 Mixed-Sample

Indien de beursgenoteerde en niet beursgenoteerde ondernemingen samen genomen worden en daarop een binaire logistische regressie wordt uitgevoerd verkrijgt men de regressie terug te vinden in de onderstaande tabel. Deze tabel vertoont uiteraard sterke gelijkenissen met die van de private ondernemingen. De eenvoudige verklaring hierachter is dat de populatie van private ondernemingen in deze studie meer dan 100 keer zo groot is dan die van publieke ondernemingen. Ter informatie, de R^2 (Cox & Snell) van deze regressie bedraagt 0.184, de Nagelkerke R-square 0.249.

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1	Solvabiliteit	,019	,097	,038	1	,845	1,019
	Ln Total Activa	,233	,013	320,757	1	,000	1,262
	Winstgevendheid	13,592	,406	1118,691	1	,000	799458,068
	Ln Current ratio	-,062	,029	4,625	1	,032	,940
	Ln Groei	-,038	,016	5,376	1	,020	,963
	Constant	-3,170	,130	591,002	1	,000	,042

Tabel 9: binaire logistische regressie voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen

7. Discussie

In onderstaande tabel is een samenvatting van alle geteste hypothesen te vinden, inclusief de significantie en de conclusie. De overgrote meerderheid van de hypothesen zijn gevalideerd in dit onderzoek. Enkel de *derde hypothese a* en *vierde hypothese b* gaan voor zowel private als publieke ondernemingen niet bevestigd kunnen worden, desondanks de bèta van coëfficiënten in de regressies de hypothesen lijkt te bevestigen.

De *derde hypothese a* en *vierde hypothese b* gaan niet voor publieke ondernemingen bevestigd kunnen worden, zoals eerder al aangehaald kan de relatief kleine sample van publieke ondernemingen hier aan de basis van liggen, meer hierover in de volgende titel.

Hypothese		Conclusie		Sign.
		Privaat	Publiek	
1a	Grote bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren	Waar	Waar	0.000 0.023
1b	Grote bedrijven gaan een hoger dividend uit keren	Waar	Waar	0.000 0.000
2a	Winstgevende bedrijven gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren	Waar	Waar	0.000 0.001
2b	Winstgevende bedrijven gaan een hoger dividend uitkeren	Waar	Waar	0.000 0.000
3a	Bedrijven met weinig investeringsopportuniteiten gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren	Waar	/////	0.010 0.441
3b	Bedrijven met weinig investeringsopportuniteiten gaan een hoger dividend uitkeren	/////	/////	0.382 0.500
4a	Bedrijven met een lage schuldgraad gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren	/////	/////	0.924 0.737
4b	Bedrijven met een lage schuldgraad gaan een hoger dividend uitkeren	Waar	/////	0.000 0.442
5	Publieke ondernemingen gaan meer geneigd zijn een dividend uit te keren	Waar		0.000
6	Publieke ondernemingen gaan een hoger dividend uitkeren	Waar		0.000 0.026

Figuur 8: samenvatting hypothesen

De conclusies van dit onderzoek zijn in lijn met het vorig onderzoek naar dividendpolitiek van onder andere Michaely en Roberts (2011), waar het verschil in dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk onderzocht werd. Zo gaat er een zekere homogeniteit bestaan in de determinanten van de dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen. Waar de voornaamste determinanten die de bereidheid van een onderneming om een dividend uit te keren (en de hoogte van dit uitgekeerd dividend), respectievelijk de grootte en de winstgevendheid van een onderneming zijn.

In de praktijk gaan echter private ondernemingen niet alleen een minder geneigd zijn een dividend uit te keren (38 procent versus 67 procent van de beursgenoteerde ondernemingen), alsook gaan private ondernemingen een lager dividend uitkeren (zowel totaal, als percentage van de winst).

Deze resultaten zijn in lijn met de verwachten van zowel de 'agency' als 'free-cash flow' theorieën. Grote, winstgevende bedrijven met (weinig investeringsopportunities) zijn niet alleen meer geneigd om een dividend uit te keren, dit uitgekeerd dividend gaat ook hoger zijn voor bedrijven die aan de volgende kenmerken voldoen. In private bedrijven, waar er minder 'agency' problemen zijn, en dus bijgevolg minder 'agency' kosten' zijn, gaat de bereidheid om een dividend uit te keren lager zijn, alsook de hoogte van dit uitgekeerde dividend.

8. Bemerking voor verder onderzoek

Aandoende de regressie voor beursgenoteerde ondernemingen meer statistische kracht te geven en mogelijk ook de t-score van de variabelen, groei en solvabiliteit te laten dalen is het aangewezen meer bedrijven op te nemen in de sample. Helaas is het verhogen van de sample size van beursgenoteerde ondernemingen in Belgische context makkelijker gezegd dan gedaan, deze is immers door externe omstandigheden gelimiteerd tot een honderdzestigstal. Hiermee dient in vervolgstudies rekening gehouden te worden, eventueel kan dit probleem mits statistische technieken verholpen worden.

Een ander aandachtspunt voor verder onderzoek is de nieuwe maatregel ingevoerd, vervat in in Art 269 §1 2°, WIB92, dewelke in de toekomst toe het (fiscaal) interessanter kan maken voor KMO's om een dividend uit te keren. Ook zou het interessant zijn om te zien naar de verschillen in dividendpolitiek indien er gecontroleerd wordt voor de verschillen tussen publieke en private ondernemingen, bijvoorbeeld doormiddel van een 'matched sample' (Zoals Michaely & Roberts, 2011).

Een andere mogelijke piste voor verder onderzoek naar het verschil in dividendpolitiek tussen private en publieke ondernemingen (in België) is te onderzoeken hoe de heterogeniteit juist verklaart kan worden, in dit onderzoek zijn hoofdzakelijk de 'agency' en 'free-cashflow' theorie aangehaald als verklaringen hiervoor. Een verder onderzoek zou kunnen onderzoeken of er inderdaad minder 'agency' kosten zijn in private ondernemingen en of dit zich werkelijk vertaalt in een lager dividend.

Referenties

- Aivazian, V., Booth, I., & Cleary, S. (2003). Do Emerging Markets Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?. *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Dividend policy. [Elektronische versie]. In G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds., *Handbooks of Economics*, North-Holland, Amsterdam.
- Ang, J. S. (1987). Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence. Monograph Series in Finance and Economics, NY, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York University.
- Baker, H. (2009). The Firm Life Cycle Theory of Dividends. *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Inc.
- Baker, H., & Powell, G. (2000). Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms. *Financial Practice & Education*, 10(1), 29-41.
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past?. *Journal of Finance*, 52, 1007-1043.
- Bernheim, B., & Wantz, A. (1995). A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis. *The American Economic Review*, 85(3), 532-551.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2),5-8.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Brav, O. (2009). Access to Capital , Capital Structure , and the Funding of the Firm. *Journal of Finance*, 64(1), 263-308.
- David, N. (2004). Building Better Boards. *Harvard Business Review*
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (2009). Corporate Payout Policy. *Now Publishers Inc.*
- Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 121-158.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanation of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74

- Fama, F., & French, R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678-689.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend policy determinants- an investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An international Review*, 6(2), 101-111.
- Jagannathan, M., Stephens, C., & Weisbach, M. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, 57, 355-384.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- La Porta, R., Florencio LD. S., Andrei S., & Robert V. (2000). Agency problems and dividend policy around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Langfred, C. (2004). Too Much of a Good Thing? Negative Effects of High Trust and Individual Autonomy in Self-Managing Teams. *The Academy of Management Journal*, 47(3), 385-399.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2011). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746.
- Michaely, R., Richard, T.H., & Womack, K.L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift?. *Journal of Finance*, 50(2), 573-608.
- Miller, H. M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. (1983). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.

Krantenartikels

Broens, B. (2010, 25 februari). Dexia keert opnieuw dividend uit. *De Tijd*. Opgevraagd op 2 april, 2014.

Broens, B. (2010, 10 maart). Fortis keert opnieuw dividend uit - 2. *De Tijd*. Opgevraagd op 2 april, 2014.

Broens, B., & Suy, P. (2011, 10 februari). KBC knoopt weer aan met dividend. *De Tijd*. Opgevraagd op 2 april, 2014.

Websites

Dividend Policy, chapter 10, via <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf3E/book/ch10.pdf>

Praktische gids: de KMOs en de beurs, Alternext en de Vrije Markt, georganiseerd door Euronext Brussels (2008). Opgevraagd op 10 mei, 2014, via https://euronext.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/Praktische_gids_De_KMOs_en_de_beurs_Alternext_en_de_Vrije_Markt_georganiseerd_door_Euronext_Brussels.pdf

Listing: Fee book: listing fees (2010). Opgevraagd op 10 mei, 2014, via https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/fee_book_listing_fees.pdf

Bijlage 1:

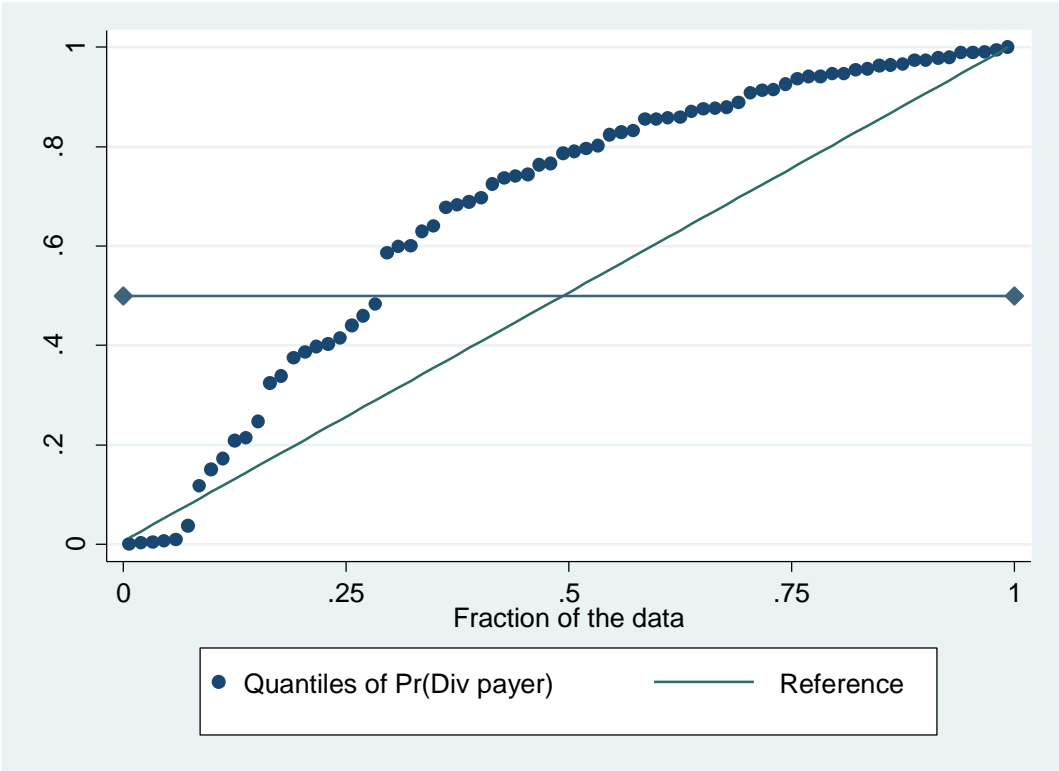
Product name	Bel-first		
Update nummer	192		
Software versie	68.00		
Data update	04/04/2014 (n° 1922)		
Gebruikersnaam	janclaes		
Exportdatum	07/04/2014		
Cut off date	31/03		
		Stapresultaat	Zoekresultaat
1. Statuut: Actieve ondernemingen, Dossier in juridische overgangperiode		574.847	574.847
2. Beursgenoteerde ondernemingen		208	208
3. Gewest, provincie, arrondissement & gemeente: Brussels hoofdstedelijk gewest, Vlaams Gewest, Waals Gewest		780.482	161
4. Staat van controle van de jaarrekening: Voldoet aan alle verplichte controles		563.519	148
Booleaanse selectie : 1 En 2 En 3 En 4			
		TOTAAL	148

Figuur 9: Zoekstrategie private ondernemingen

Product name	Bel-first		
Update nummer	192		
Software versie	68.00		
Data update	27/03/2014 (n° 1921)		
Gebruikersnaam	janclaes		
Exportdatum	03/04/2014		
Cut off date	31/03		
1. Statuut: Actieve ondernemingen, Dossier in juridische overgangperiode			574.707
2. Private ondernemingen			801.247
3. Gewest, provincie, arrondissement & gemeente: Brussels hoofdstedelijk gewest, Vlaams Gewest, Waals Gewest			780.031
4. Staat van controle van de jaarrekening: Voldoet aan alle verplichte controles			563.355
5. Wettelijke informatie: Alle ondernemingen met minstens één bedrijfsrevisor			18.147
Booleaanse selectie : 1 En 2 En 3 En 4 En 5			
		TOTAAL	16.939

Figuur 10: Zoekstrategie publieke ondernemingen

Bijlage 2:



Figuur 11: voorspelling van dividendbetalers bij beursgenoteerde ondernemingen.

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Dividendpolitiek in private bedrijven

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

Jaar: **2014**

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,

Claes, Jan

Datum: **3/06/2014**