

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

Masterproef
Dividend smoothing en de waardering van de onderneming

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Theodorus van Wittmarschen
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

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

Masterproef

Dividend smoothing en de waardering van de onderneming

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Theodorus van Wittmarschen
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het eindwerk van mijn studietijd aan de Universiteit Hasselt, opleiding in de Toegepaste Economische Wetenschappen, Master Accountancy en Financiering.

Ik wil graag van de gelegenheid gebruik maken om enkele personen in het bijzonder te bedanken. Mede dankzij de hulp en steun van deze personen is het mij gelukt de opleiding en deze masterproef tot een goed einde te brengen.

Allereerst wil ik Prof. Dr. Sigrid Vandemaele bedanken voor haar inzet en moeite die zij geïnvesteerd heeft in mij om deze Masterproef tot een goed resultaat te leiden. Haar begeleiding en feedback ervaar ik als zeer waardevol.

Ik wil Ernst & Young bedanken en in het bijzonder Jaro Königs. EY heeft mij de kans gegeven om mijn masterproef in een professionele omgeving te schrijven. Zij hebben mij de middelen en begeleiding gegeven voor het volbrengen van deze Masterproef. Jaro was gedurende de stage mijn mentor en heeft mij begeleid en van waardevolle feedback voorzien. Bedankt daarvoor.

Tot slot wil ik enkele belangrijke personen uit mijn naaste omgeving bedanken. Mijn ouders voor hun steun en liefde. Zonder deze steun en liefde zou het mij nooit gelukt zijn deze opleiding tot een goed einde te volbrengen. Mijn vriendin voor haar steun, liefde en de geweldige tijd die we samen hebben beleefd de afgelopen zes jaar in Maastricht. Mijn (studie)vrienden voor de mooie en leuke momenten.

Jeroen van Wittmarschen

Maastricht, 2 juni 2015

Samenvatting

Dividend smoothing houdt in dat er een dividendbeleid gehanteerd wordt waar investeerders een geleidelijke en zekere inkomstenstroom genieten. Deze masterproef zal trachten inzage te krijgen in het vraagstuk of het hanteren van een dividendbeleid in de vorm van dividend smoothing invloed heeft op de waardering van een onderneming. Deze kennis is van belang voor de bestuurders, omdat de dividendbeslissing onderdeel uitmaakt van een mogelijk te voeren beleid en mogelijk invloed heeft op de aandeelhouderswaarde van de onderneming. Het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming is niet alleen voor bestuurders van belang. Miller en Modigliani (1961) geven aan dat deze materie tevens van belang is voor investeerders die hun portfolio plannen en voor economen die streven naar het begrijpen en waarderen van de kapitaalmarkten.

Deze masterproef zal middels literatuur en empirisch onderzoek antwoord proberen te vinden op de vraag of er sprake is van een effect op de waardering van een onderneming wanneer dividend smoothing wordt toegepast. De markt waarop dit onderzoek wordt toegepast kadert zich af in Nederland.

In hoofdstuk 2 wordt middels een literatuurstudie inzage verkregen in de materie van een dividendbeleid. Vanuit een perfecte kapitaalmarkt wordt de irrelevantietheorie van Miller en Modigliani (1961) besproken. Hieruit blijkt dat een dividendbeleid geen effect heeft op de waardering van de onderneming. Tevens worden de factoren besproken die het uitkeren van dividend verklaren wanneer de markt niet perfect is. Deze factoren betreffen de agency kosten en de signaalwaarde van dividend. In hoofdstuk 2 wordt tevens een uiteenzetting gegeven van dividend smoothing, een dividendbeleid dat voor het eerst werd besproken door Lintner (1956). Dividend smoothing houdt in dat ondernemingen hun dividend gestaag laten groeien indien de kasstromen dit toelaten, maar afwachtend zullen zijn met het verlagen van het dividend omdat verlaging van dividend als negatief gezien wordt door de markt. Dit betekent dat ondernemingen neigen tot het periodiek gedeeltelijk aanpassen van dividenden naar een pay out ratio die men tot doel streeft, anders dan het drastisch aanpassen van dividend. Theorieën die betrekking hebben op dividend smoothing zijn voornamelijk gebaseerd op de aanwezigheid van informatie asymmetrie en de reductie van de agency kosten zo stellen Leary en Michaely (2008).

De determinanten van dividend smoothing worden besproken in hoofdstuk 3. Vanuit de ondernemingseigenschappen kan geanalyseerd worden of dividend smoothing verklaard wordt door de agency theory en/of de informatie asymmetrie. Uit de analyse van de

literatuurstudie blijkt dat dividend smoothing beter verklaard kan worden door de agency problemen dan door de informatie asymmetrie.

Vanuit de literatuurstudie is de hypothese tot stand gekomen. De onderbouwing van de hypothesevorming wordt gegeven in hoofdstuk 4. Voor de vorming van de hypothese is het volgende citaat van belang: "Indien dividendstabiliteit en dividend smoothing relevant zijn voor investeerders, zullen gekapitaliseerde waarden van dividendstabiliteit en smoothing moeten resulteren in hogere ondernemingswaarden, ceteris paribus." (Stevens en Jose, 1992).

Hoofdstuk 5 geeft de onderzoeksopzet weer. Hier wordt besproken hoe de data is verkregen. Het onderzoek richt zich op de tijdsperiode 2007-2012. Daarnaast wordt de filtering besproken. De filtering die is toegepast resulteert uiteindelijk in een steekproef van 54 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Tevens wordt een onderbouwing gegeven van de keuze van het empirisch model met de beschrijving van de specifieke onderzoeksvariabelen.

Een aantal algemene statistieken wordt gegeven in hoofdstuk 6. Deze hebben onder andere betrekking op de steekproef die 54 ondernemingen telt met zes observaties (2007-2012) per onderneming. In de volledige dataset, waar nog geen filtering heeft plaatsgevonden, is in 2009 en 2010 een duidelijke stijging te zien van het aantal ondernemingen die geen cash dividenden uitkeerden. Deze stijging kan vermoedelijk gerelateerd worden aan het uitbreken van de financiële crisis in 2008. Vanaf 2011 zijn weer meer ondernemingen cash dividend gaan uitkeren.

Hoofdstuk 7 geeft de uiteindelijke regressieanalyse weer. Middels de regressieanalyse wordt getoetst of de onderzoeksvariabelen een effect laten zien op de afhankelijke price to book ratio. Het onderzoek is als een pooled regressie uitgevoerd. Tijdens de regressies zijn belangrijke onafhankelijke variabelen meegenomen die deels de problemen met de omitted variable bias corrigeren. De resultaten van de regressieanalyse geven interessante uitkomsten weer. De standaarddeviatie van de pay out ratio, welke een maatstaf is voor dividend smoothing, laat in zes van de zeven regressies een negatief effect zien op het 1% significantieniveau. In de zevende regressie waar de gemiddelde pay out ratio als variabele wordt weggelaten, is het effect van de standaarddeviatie van pay out ratio niet meer significant. Daarnaast is in zes van de zeven modellen de standaarddeviatie van de winsten meegenomen die controleert voor de volatiliteit in de winsten. Deze variabele laat in alle gevallen een zeer significant negatief effect zien.

Een hoge standaarddeviatie van de pay out ratio duidt volgens Stevens en Jose (1992) op dividend smoothing. Middels de uitkomsten van de regressieanalyse kan gesteld worden dat dividend smoothing een negatief effect heeft op de relatieve waardering van de onderneming. De significante negatieve relatie tussen de standaarddeviatie van de pay out ratio en de price to book in dit onderzoek komt overeen met de resultaten en de conclusie van Stevens en Jose (1992).

Naar aanleiding van de resultaten van de regressieanalyse kan geconcludeerd worden dat dividend smoothing een negatief effect heeft op de relatieve waardering van de onderneming. De dividend puzzel is hiermee niet opgelost. De reden voor de toepassing van dividend smoothing is nog altijd niet volledig volgens Leary en Michaely (2008). Echter concluderen zij dat ieder onderzoek de materie een stap dichterbij brengt.

Lijst met tabellen

Tabel 1. Beschrijvende statistieken	46
Tabel 2. Aantal onderneming die geen cash dividend uitkeren	46
Tabel 3. Dataset ondernemingen die geen cash dividend uitkeren	47
Tabel 4. Correlatiematrix	49
Tabel 5. Regressieresultaten, afhankelijke variabele price/book	53
Tabel 6. Ondernemingen in steekproef	65

Lijst met figuren

Figuur 1 Evolutie Nederlandse beursgenoteerde onderneming	7
Figuur 2 Dividend smoothing (Stevens en Jose, 1992).....	24
Figuur 3. Evolutie Speed of Adjustment (Leary en Michaely, 2008)	26

Inhoudsopgave

Woord vooraf	i
Samenvatting.....	iii
Lijst met tabellen	vii
Lijst met figuren	ix
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en inleiding onderzoek.....	3
1.1 Inleiding	3
1.2 Probleemstelling	3
1.2.1 Bedrijfseconomische relevantie	3
1.3 Onderzoeksvragen	5
1.4 Methodologie.....	6
1.5 Kadering.....	6
Hoofdstuk 2: Het dividendbeleid	11
2.1 Inleiding	11
2.1 Dividend	11
2.2 Dividendbeleid.....	12
2.3 Irrelevantietheorie	13
2.4 Factoren relevantie dividend	13
2.4.1 Agency kosten overweging	14
2.4.2 Signaalwaarde van dividend.....	18
2.5 Dividend smoothing	22
2.5.1. Inleiding tot dividend smoothing	22
2.6 Conclusie dividendbeleid	26
Hoofdstuk 3: Determinanten van dividend smoothing.....	27
3.1 Inleiding	27
3.2 Dividend smoothing, agency kosten en informatie asymmetrie	27
3.2.1 Agency kosten	27
3.2.2 Signaalwaarde	28
3.3 Determinanten	28
3.3.1 Aandeelhoudersstructuur en bescherming aandeelhouders	29
3.3.2. Private of publieke onderneming	30

3.3.3 Bedrijfsomvang en leeftijd van de onderneming	30
3.4 Conclusie	31
Hoofdstuk 4: Hypothesevorming	33
4.1 Inleiding	33
4.2 Effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming	33
Hoofdstuk 5: Onderzoeksopzet	37
5.1 Inleiding	37
5.2 Data	37
5.2.1 Tijdsperiode	37
5.2.2 Filtering	38
5.3 Empirisch model	39
5.3.1 Hirshey and Weygandt model.....	39
5.3.2 Hu and Chen model	39
5.4 Variabelen	40
5.4.1 Market to book.....	40
5.4.2 Dividend smoothing	41
5.4.3 Leverage	42
5.4.4 LNassets	42
5.4.5 Top1	43
5.4.6 Growth.....	43
5.4.7 Asset turnover	43
5.4.8 Gemiddelde pay out ratio	43
5.4.9 Standaarddeviatie Earnings	43
5.4.10 Dummy variabelen.....	43
Hoofdstuk 6: Algemene statistieken	45
6.1 Inleiding	45
6.2 Statistieken.....	45
Hoofdstuk 7: Regressieanalyse	49
7.1 Inleiding	49
7.2 Correlatie	49
7.3 Regressieanalyse	50

7.4 Conclusie	52
8. Conclusie en kritische reflectie	57
8.1 Inleiding	57
8.2 Conclusie	57
8.3 Kritische reflectie en beperkingen van het onderzoek	58
Lijst van de geraadpleegde werken	61
Bijlagen	65
Bijlage 1 Ondernemingen steekproef	65

Inleiding

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en inleiding onderzoek

1.1 Inleiding

Dit hoofdstuk bespreekt allereerst de probleemstelling middels de bedrijfseconomische relevantie van het onderzoek. Vervolgens worden de onderzoeksvragen opgesteld, waarbij zowel de centrale onderzoeksvraag als de deelvragen aan bod komen. Aansluitend wordt de methodologie die in dit onderzoek gehanteerd is, toegelicht. Tot slot zal de kadering van het onderzoek besproken worden.

1.2 Probleemstelling

Dit onderzoek heeft als doel om kennis uit te breiden over een business gerelateerd vraagstuk, in dit specifieke geval een financieel vraagstuk aangaande het dividendbeleid van een Nederlandse beursgenoteerde onderneming. Het onderzoek zal trachten inzage te krijgen in het vraagstuk of het hanteren van een dividendbeleid in de vorm van dividend smoothing invloed heeft op de waardering van een onderneming. De volgende paragraaf zal de probleemstelling verduidelijken middels bedrijfseconomische aspecten.

1.2.1 Bedrijfseconomische relevantie

Het is voor een onderneming van toegevoegde waarde te weten wat een bepaald dividendbeleid, specifiek dividend smoothing, doet met de waardering van een onderneming. Deze kennis is voor de bestuurders van belang, omdat de dividendbeslissing onderdeel uitmaakt van een te voeren beleid. Daarnaast is deze kennis van belang omdat de bestuurders eveneens gericht zijn op het creëren van aandeelhouderswaarde. Deze kennis is echter niet alleen voor bestuurders van belang. Miller en Modigliani (1961) geven aan dat het effect van het dividendbeleid op de marktprijs van de aandelen een materie van enorm belang is, waar dit niet alleen geldt voor de bestuurders van een onderneming maar tevens van belang is voor de investeerders die hun portfolio plannen en voor economen die streven naar het begrijpen en waarderen van de kapitaalmarkten.

Dit onderzoek richt zich specifiek op dividend smoothing als dividendbeleid. Middels een dividendbeleid als dividend smoothing genieten investeerders een zekere inkomstenstroom. Het is hierdoor mogelijk dat investeerders de onderneming hoger waarderen en daardoor een premium willen betalen.

Ondanks het feit dat uit empirisch onderzoek en ondervragingen bij managers blijkt dat dividend smoothing een erg belangrijk element is in het bepalen van het dividendbeleid van de onderneming (Lintner, 1956), dat veel ondernemingen een beleid van dividend smoothing toepassen en dat de afgelopen 80 jaar het toepassen van dividend smoothing door ondernemingen alsmear gestaag gegroeid is (Leary en Michaely, 2011) zijn de

bestaande onderzoeken beperkt zie (Javakhadze, Ferris, en Sen, 2014; Leary en Michaely, 2008). Volgens Javakhadze et al. (2014) is er weinig empirische analyse omtrent het waarom van dividend smoothing. Wel zijn er een aantal onderzoeken uitgevoerd die theoretische uiteenzettingen geven over waarom ondernemingen dividend smoothing toepassen. Deze theorieën zijn met name gebaseerd op het effect van dividend smoothing ten aanzien van agency problemen die zich voordoen tussen de managers en de aandeelhouders van een onderneming. Andere theorieën die een reden geven voor ondernemingen om hun dividenden te smoothen zijn gebaseerd op de informatie asymmetrie die zich situeert tussen de aandeelhouders en de bestuurders van een onderneming. Met name bij de theorieën die gebaseerd zijn op de aanwezigheid van informatie asymmetrie zijn tegenstrijdigheden te vinden. Deze worden later toegelicht. Uiteraard kan het zo zijn dat door het toepassen van dividend smoothing de agency problemen en informatie asymmetrie verminderd kunnen worden, wat mogelijk een effect heeft op de waardering van de onderneming. Hierop zal de literatuurstudie antwoord proberen te vinden.

Deze masterproef zal middels literatuur en empirisch onderzoek antwoord trachten te vinden op de vraag of er sprake is van een effect op de waardering van een onderneming wanneer dividend smoothing wordt toegepast. Volgens Stevens en Jose (1992) zal dividend smoothing tot een hogere waardering van een onderneming leiden wanneer investeerders een dergelijk dividendbeleid relevant vinden. Wanneer investeerders een bepaald dividendbeleid prefereren zal dit mogelijk terug te zien zijn in de waardering van de onderneming.

De waardering van de onderneming staat in verband met de kapitaalkost van de onderneming. Dit verband is aanwezig aangezien de kost van het eigen vermogen het vereist rendement vormt voor de aandeelhouders. De kost van het eigen vermogen kan gerelateerd worden aan de waardering van het eigen vermogen. De kost van het eigen vermogen wordt door van Horne (1995) gedefinieerd als het minimale rendement dat een onderneming dient te verdienen op het deel van hun investeringen dat gefinancierd is middels eigen vermogen, met het oog dat de marktprijs van het aandeel niet verandert.

1.3 Onderzoeksvragen

Deze paragraaf geeft de uiteenzetting weer van de opgestelde onderzoeksvraag en deelvragen met bijhorende verantwoording voor de keuze van de vragen.

Voor het verkrijgen van een conclusie op de onderzoeksvraag, zal deze opgedeeld worden in drie deelvragen. Deze drie deelvragen bestaan uit een tweetal vragen die de literatuurstudie vorm geven en een vraag die het empirisch onderzoek vormt. De onderzoeksvraag die centraal staat in dit onderzoek is als volgt:

Bestaat er een verband tussen het hanteren van een dividendbeleid in de vorm van dividend smoothing en de waardering van een onderneming?

De eerste deelvraag is een algemene inleidende vraag die middels een literatuurstudie inzage moet geven in de materie van een dividendbeleid. Deze vraag dient om inzicht te verkrijgen in dividend smoothing, middels het bestuderen van theoretische en empirische onderzoeken. Deze deelvraag bespreekt de inhoud van een dividendbeleid, de reden voor het hanteren van een dividendbeleid, de waarde van een dividendbeleid en de reden voor ondernemingen om specifiek dividend smoothing toe te passen.

1. Wat zijn volgens de literatuur belangrijke bevindingen en redenen voor een onderneming om een dividendbeleid te hanteren en specifiek dividend smoothing als dividendbeleid toe te passen?

De tweede deelvraag dient middels een literatuurstudie de inzichten in dividend smoothing verder te vergroten. Dit zal gebeuren door middel van het bespreken van de determinanten die een belangrijke rol spelen bij dividend smoothing. Dit kunnen ondernemingseigenschappen zijn, maar ook bijvoorbeeld macro-economische factoren. Deze determinanten zijn van belang om de reden voor de toepassing van dividend smoothing beter te begrijpen.

2. Welke determinanten van dividend smoothing spelen volgens theoretisch en empirisch onderzoek een belangrijke rol?

De derde en tevens laatste deelvraag vormt het empirisch onderzoek van deze masterproef, waar getoetst wordt of een dividendbeleid als dividend smoothing effect heeft op de waardering van de onderneming. De relatieve waardering kan gemeten worden middels de market to book ratio. Hier zal onderzocht worden of de bestudeerde onafhankelijke variabelen effect hebben op de market to book ratio. Deze deelvraag is

fundamenteel voor dit onderzoek omdat deze rechtstreeks de centrale onderzoeksvraag kan beantwoorden.

3. Is er een effect waarneembaar op de waardering van de Nederlandse beursgenoteerde onderneming van het toepassen van dividend smoothing?

1.4 Methodologie

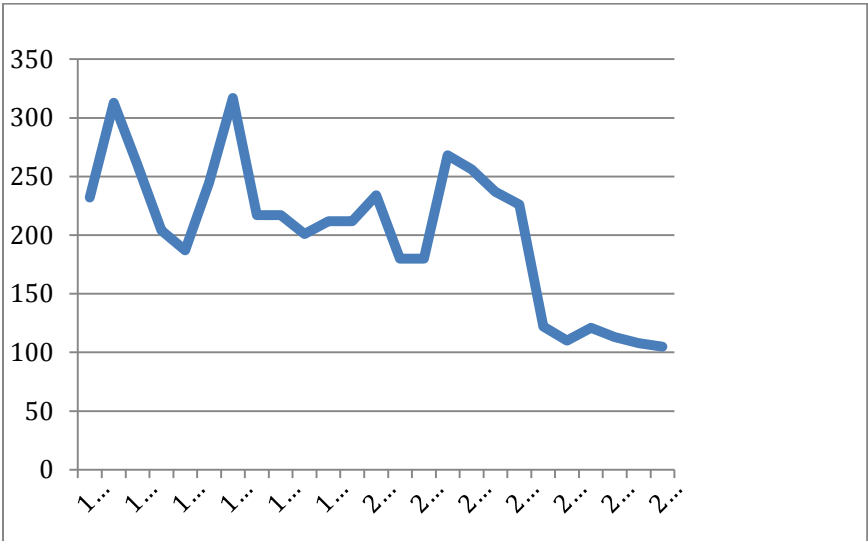
Het eerste deel van deze masterproef geeft een uiteenzetting weer van de uitgevoerde literatuurstudie. Deze literatuurstudie tracht een zo volledig mogelijke weergave te geven van de belangrijkste theorieën en empirische onderzoeken die betrekking hebben op het betalen van dividend, het voeren van een dividendbeleid als dividend smoothing en de determinanten aangaande dividend smoothing. Vanuit de literatuurstudie kan de hypothese opgesteld worden en het empirisch model gebouwd worden voor het empirisch gedeelte van deze masterproef.

Het tweede gedeelte van deze masterproef geeft het empirisch onderzoek weer. Naar aanleiding van het literatuuronderzoek is een hypothese opgesteld die in het empirische gedeelte getoetst en geanalyseerd wordt. Het empirische gedeelte bestaat uit de hypothese en de bijhorende onderbouwing van de hypothese, de bespreking van de onderzoeksopzet en het empirische onderzoek bestaande uit een aantal algemene statistieken en de uiteindelijke regressieanalyse.

1.5 Kadering

Dit onderzoek kadert zich geografisch af in Nederland waar de focus ligt op beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Onderstaande figuur geeft de evolutie weer van het aantal beursgenoteerde ondernemingen in Nederland van 1988 tot en met 2012. In 2012 had Nederland nog maar 105 beursgenoteerde ondernemingen, waar er in 2006 nog 226 beursgenoteerde ondernemingen waren. Deze data is afkomstig van de data worldbank en geeft het totaal aantal beursgenoteerde ondernemingen weer exclusief de investeringsondernemingen, mutual funds en andere collective investment vehicles. Indien deze wel meegenomen worden telt de Euronext in Amsterdam 146 ondernemingen. Voor het empirische gedeelte van deze masterproef zal de kadering verder gespecificeerd worden. Dit zal gebeuren middels de vaststelling van de vereisten waaraan de ondernemingen dienen te voldoen om meegenomen te kunnen worden in het onderzoek.

De daling die waarneembaar is van het aantal beursgenoteerde ondernemingen wordt volgens Frentrop (2012) verklaard door de discussie over corporate governance. Volgens Frentrop lijkt regelgeving averechts te werken. In Nederland en de Verenigde Staten is het aantal beursgenoteerde ondernemingen gehalveerd sinds de discussie over corporate governance begon. Dat is volgens Frentrop een ernstige bedreiging voor de economische orde (Frentrop, 2012).



Figuur 1 Evolutie Nederlandse beursgenoteerde onderneming

Literatuuronderzoek

Hoofdstuk 2: Het dividendbeleid

2.1 Inleiding

Voor het achterhalen van de reden waarom een onderneming een dividendbeleid en specifiek dividend smoothing toepast, dient onderzocht te worden wat de waarde is van een dividendbeleid. Dit zal gebeuren aan de hand van de bestudering van theoretisch en empirisch onderzoek. Om de waarde van een dividendbeleid en dividend smoothing in kaart te brengen zal gestart worden met het geven van een duidelijke beschrijving van een dividend en een dividendbeleid als dividend smoothing. Na de verheldering van deze onderdelen, wordt overgegaan tot het beantwoorden van de aanvankelijke deelvraag die als volgt luidt: Wat zijn volgens de literatuur belangrijke bevindingen en redenen voor een onderneming om een dividendbeleid te hanteren en specifiek dividend smoothing als dividendbeleid toe te passen?

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. Er zal gestart worden met een inhoudelijke beschrijving van dividend, gevolgd door een uitleg die betrekking heeft op het dividendbeleid. Deze inleidende uiteenzetting wordt gevolgd door een beschouwing omtrent de traditionele theorie van Miller en Modigliani, gevolgd door de factoren die bepalen waarom een dividendbeleid volgens theoretisch en empirisch onderzoek toch relevant kan zijn. Vervolgens wordt er een uiteenzetting gegeven die betrekking heeft op de definitie en werking van dividend smoothing. Ter afsluiting zal een conclusie geformuleerd worden, die antwoord geeft op de initiële deelvraag.

2.1 Dividend

Het betalen van dividend door een onderneming komt voort uit de beslissing van de winstbestemming. De bestemming van de winst wordt door het bestuur voorgedragen aan de algemene vergadering van aandeelhouders, die hun goedkeuring dienen te geven. Grofweg zijn er twee manieren waarop de winstbestemming van een onderneming kan geschieden, deze beide manieren zijn wederom op te splitsen in verschillende wijzen. Dit betreft enerzijds het behouden van de winsten met als doel het investeren in bijvoorbeeld nieuwe projecten met een positieve netto contante waarde of de cash reserves aan te vullen, anderzijds kan gekozen worden voor het uitkeren van de winsten in de vorm van het inkopen van eigen aandelen of het betalen van dividend. Een onderneming streeft naar het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Deze masterproef heeft tot doel om het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming te analyseren en daarom zal alleen het uitkeren van winsten in de vorm van cash dividenden aan de aandeelhouders verder geanalyseerd worden. Dividend in de vorm van aandelen, de zogenoemde 'stock dividends', worden buiten beschouwing gelaten. Daarnaast wordt de terugkoop van aandelen door de onderneming ook buiten

beschouwing gelaten. Guttman en Kadan (2008) geven in hun onderzoek naar dividend smoothing aan de terugkoop van aandelen buiten beschouwing te laten. Hoewel de terugkoop van aandelen en dividenden vaak als substituten van elkaar worden beschouwd, zijn zij dat voor de studie naar dividend smoothing niet (Guttman en Kadan, 2008). Volgens Guttman en Kadan (2008) komt dit, omdat de informatieve inhoud verschillend is. Het verschil in informatieve inhoud, zo geven Guttman en Kadan (2008) aan, heeft betrekking op het feit dat dividend aangekondigd en betaald wordt op regelmatige wijze en dat de terugkoop van aandelen incidenteel aangekondigd worden. Daarnaast is de bron van cash verschillend bij dividend en terugkoop van aandelen. Dividend heeft betrekking op een operationele kasstroom en de inkoop van aandelen op een eenmalige kasstroom.

De Nederlandse wet op de dividendbelasting van 1965 artikel 1 lid 1 definieert dividend als de opbrengsten rechtstreeks of door middel van certificaten van aandelen en winstbewijzen verkregen. Onder opbrengsten, wordt volgens de Nederlandse wet op de dividendbelasting van 1965 artikel 3, 1 punt a, onder andere verstaan onmiddellijke of middellijke uitdelingen van winst, onder welke naam of in welke vorm ook gedaan.

2.2 Dividendbeleid

Een dividendbeleid wordt in de literatuur vaak simpel aangeduid met een uitkeringsratio welke in het verloop van deze masterproef aangeduid zal worden als een 'pay out ratio'. Echter is een dividendbeleid meer en complexer dan alleen een pay out ratio, dit zal in de onderstaande uiteenzetting verder worden toegelicht.

Een dividendbeleid is een beleid dat te maken heeft met hoe een onderneming omgaat met de bestemming van haar winst. De verschillende opties die hierop betrekking hebben zijn toegelicht in de voorgaande paragraaf. Een belangrijk aspect van het dividendbeleid is het bepalen van een geschikte allocatie van de winst tussen de dividendbetalingen en de aanvulling van de reserves (van Horne, 1995). Volgens DeAngelo en DeAngelo (2006) wordt een optimaal dividendbeleid gedreven door de noodzaak om de vrije kasstromen van de onderneming te distribueren.

Volgens Emery en Finnerty (1997) bestaan er in de praktijk een viertal eigenschappen van een dividendbeleid die beursgenoteerde ondernemingen prefereren. Dit zijn (i) op zijn minst een minimaal dividend uit te keren op een regelmatige wijze, (ii) het onderhouden van een stabiele pay out ratio en dividend hoeveelheid, (iii) het maken van ordelijke veranderingen in de hoeveelheid dividend en (iv) het vermijden om te snijden in vastgestelde dividenden.

Van Horne en Wachowicz (2008) maken onderscheid tussen een passief en een actief dividendbeleid. Zij verstaan onder een passief dividendbeleid, een dividendbeleid dat strikt genomen behandeld wordt als een financieringsbeslissing. Het dividend dat de onderneming onder een passief dividendbeleid uitkeert is het resterende deel van de winsten dat overblijft nadat nieuwe investeringen afgetrokken zijn van de winsten. Wanneer een onderneming in dit geval veel interessante investeringsmogelijkheden heeft zal de pay out ratio relatief laag zijn. Het omgekeerde is ook waar, namelijk wanneer er weinig tot geen interessante investeringsmogelijkheden zijn zal de de pay out ratio relatief hoog zijn. Een actief dividendbeleid wordt gevormd door het bepalen van een dividendbeleid. Hier wordt niet het residu uitgekeerd, maar betaalt men dividend volgens een strategisch gevormd beleid. Een voorbeeld van een actief dividendbeleid betreft dividend smoothing.

2.3 Irrelevantietheorie

De bekende irrelevantietheorie van Miller en Modigliani (1961) beschrijft de irrelevantie van een dividendbeleid ten aanzien van de waardering van de onderneming. Volgens het theoretisch onderzoek zou een aanpassing van het dividendbeleid geen effect hebben op de waarde van een onderneming. Bij deze veronderstelling gingen zij echter uit van een aantal assumpties. Zij beargumenteren dit vanuit een perfecte kapitaalmarkt, rationeel gedrag van de investeerder en perfecte zekerheid voor iedere investeerder.

In een perfecte kapitaalmarkt zijn kopers en verkopers niet groot genoeg om een impact te hebben op de prijs, alle handelaren hebben gelijke en kosteloze toegang tot informatie, er zijn geen transactiekosten en er zijn geen verschillen in belasting tussen dividend en meerwaarden op aandelen (Miller en Modigliani, 1961). Rationeel gedrag van de investeerder geeft aan dat een investeerder altijd meer welvaart verkiest boven minder. Perfecte zekerheid geeft aan dat er complete zekerheid is voor iedere investeerder aangaande de toekomstige investeringen en winsten van iedere onderneming (Miller en Modigliani, 1961).

Vanuit deze assumpties zijn aandeelhouders indifferent tot het verkrijgen van meerwaarden op aandelen of het ontvangen van dividenden.

2.4 Factoren relevantie dividend

Uit de klassieke theorie van Miller en Modigliani (1961) bleek dat de waardering van de onderneming niet wordt beïnvloed door het dividendbeleid. Echter gingen zij bij hun onderzoek uit van een perfecte kapitaalmarkt welke reeds is toegelicht. Toch kan volgens Hail, Tahoun, en Wang (2014) een dividendbeleid de waardering van de onderneming wel degelijk beïnvloeden wanneer de markt niet geheel perfect is. Hierbij geven zij te

kennen dat deze invloed mogelijk het geval kan zijn wanneer asymmetrische informatie zich voordoet, belastingen aanwezig zijn of wanneer er zich agency problemen voordoen. Middels een studie hebben zij getracht inzage te krijgen in de rol van cash dividenden als financieel middel voor de managers en de controlerende aandeelhouders, om de informatieproblemen met de minderheidsaandeelhouders te verlichten. Deze factoren worden bevestigd in het onderzoek van Stevens en Jose (1992). Deze factoren kunnen daarom verklaren waarom dividenden mogelijk relevant zijn ten aanzien van de waardering van de onderneming. Bij de agency kosten en de signaalwaarde dient wel rekening gehouden te worden met het volgende; de agency kosten en de signaalwaarde die gebruikt worden om hogere aandelenkoersen te voorspellen als resultaat van de hogere dividenden, zijn gebaseerd op de informatieve waarde van de dividenden in plaats van de waarde van een dividendbeleid op zich (Stevens en Jose, 1992). In onderstaande beschouwing zullen deze verschillende factoren besproken worden.

2.4.1 Agency kosten overweging

De eerste uitleg van een factor die meespeelt voor het uitkeren van dividend betreft die over de agency overwegingen aangaande het toepassen van een dividendbeleid als dividend smoothing. Uit het onderzoek van Leary en Michaely (2008) blijkt namelijk dat agency overwegingen een rol spelen in de beslissing van een onderneming om dividenden te smoothen. Hierbij wordt dividend smoothing toegepast als middel om de agency conflicten tussen managers en aandeelhouders te verlichten. Voor de uiteenzetting van de agency kosten als factor voor het voeren van een dividendbeleid komen twee soorten agency problemen naar voren die relevant zijn voor de bespreking van de waarde van een dividendbeleid in de context van dit onderzoek. Dit betreft het agency probleem tussen aandeelhouders en het management van de onderneming en het agency probleem tussen kleinere, vaak individuele, aandeelhouders en de grotere, vaak institutionele, aandeelhouders. Tussen de partijen zijn vaak tegenstrijdige belangen aanwezig. Deze worden in onderstaande beschouwing verder toegelicht.

Agency problemen ontstaan door de aanwezigheid van asymmetrische informatie (Emery en Finnerty, 1997). Wanneer een principaal evenveel zou weten als de agent, dan zou de agent nooit in staat zijn om te besluiten en te acteren op een manier die niet in het voordeel zou zijn van de principaal. Om de agency problemen te verminderen kan men onder andere monitoren en contracten opstellen, welke op hun beurt resulteren in agency kosten. Dividenden kunnen een rol spelen in de verlaging van de agency kosten. Volgens Jensen (1986) en Lang en Litzenberger (1989) kunnen dividenden gebruikt worden om agency kosten van de vrije cashflow te verlagen. Hierdoor worden onder andere de minderheidsaandeelhouders gerustgesteld, doordat de lopende toezegging van

de managers om op een juiste manier om te gaan met de middelen van de onderneming wordt nageleefd.

Agency theorieën voorspellen een verlaging van dividenden in de mate dat de verbeterde publieke informatie de behoefte van het management verlaagt om overinvesteringen tegen te gaan middels dividend uitkeringen (Hail et al., 2014). Omgekeerd kan een verhoging plaatsvinden van dividend wanneer minderheidsaandeelhouders in een betere positie zijn om cash dividenden te onttrekken (Hail et al., 2014). Uit de conclusie van het onderzoek van Hail et al. (2014) blijkt dat hun bevindingen overeen komen met de free cash flow centric (FCF- centric) theorie. In deze theorie wordt aangegeven dat het verbeteren van de informatie omgeving door een onderneming zorgt voor een verlaging van de vraag van investeerders naar dividend en het tevens zorgt voor een verlaging van de waargenomen waarde van dividend. De free cash flow centric theorie stelt dat de neiging tot het betalen van dividend is bepaald door de overweging tussen de behoefte om de free cash flow te behouden ter investering en de behoefte om de free cash flow te distribueren naar de investeerders met het oog op de agency kosten (Kalay, 2014).

2.4.1.1 Agency problemen tussen managers en aandeelhouders

De eerste variant waar er agency problemen aanwezig zijn tussen de aandeelhouders en de managers, kan voortkomen door de verschillen in doelen en/of belangen tussen managers en aandeelhouders. Waar vanuit de financieringstheorie gesteld wordt dat het doel van de aandeelhouders het maximaliseren van de contante waarde van hun investering is, kan het doel van de managers hieromtrent verschillen. Zo stelt Jensen (1986) dat managers een prikkel hebben om de onderneming te laten groeien ondanks het overschrijden van de optimale omvang. Dit komt, omdat een grotere onderneming ervoor zorgt dat de managers meer macht krijgen doordat de middelen van de onderneming groeien waarover zij de controle hebben. Daar komt ook bij dat groei positief gerelateerd is aan compensatie voor het management. Het agency probleem bestaat samengevat uit tegenstrijdige belangen tussen de insiders, het management, en de outsiders, de aandeelhouders. De oorzaak van tegenstrijdige belangen betreft de bestemming van de free cash flow. De free cash flow is de cash flow die overblijft nadat alle nodige projecten met een positieve contante waarde gefinancierd zijn (Jensen, 1986). Een theorie die hierin centraal staat is de free cash flow centric theorie, welke eerder kort is toegelicht. Deze theorie wordt mede bevestigd door Myers en Majluf (1984) en Jensen (1986) die het behouden en het uitkeren koppelen aan vroege en latere stadia waarin de onderneming verkeert. Zo stellen Myers en Majluf (1984) dat ondernemingen prefereren om in vroegere stadia intern gegenereerde middelen te behouden voor investeringsdoeleinden en stelt Jensen (1986) dat ondernemingen de

behoefte hebben om in latere stadia de free cash flow uit te keren om zo de agency conflicten te minimaliseren.

Een vervolg op de agency problemen tussen managers en aandeelhouders inzake de bestemming van de free cash flow, betreft het punt dat de free cash flow kan worden omgevormd door de insiders, in dit geval de managers, voor persoonlijke doeleinden of worden besteed aan projecten die niet rendabel zijn of die persoonlijke voordelen opleveren. Uiteraard gaat dit ten koste van de aandeelhouders. Een consequentie hiervan is de voorkeur van outside aandeelhouders om dividenden uit te keren in plaats van de winst in de onderneming te houden. Dit wordt ook aangehaald door La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, en Vishny (2000).

Dividenden kunnen een nuttige rol spelen in een wereld waar significante agency problemen aanwezig zijn tussen insiders en outsiders van een onderneming. Middels het betalen van dividend laten insiders de outsiders meedelen in de winst waardoor de insiders niet meer in staat zijn deze winsten te gebruiken om zichzelf te verrijken (La Porta et al., 2000). La Porta et al. (2000) geven aan dat aanvullend op de nuttige rol van dividend ook mee te rekenen valt dat middels het betalen van dividend de onderneming daardoor in de toekomst gebruik dient te maken van de kapitaalmarkten voor het verkrijgen van extra kapitaal. Dit geeft outside investeerders de mogelijkheid om controle uit te oefenen op de insiders (Easterbrook, 1984). Het betalen van dividend zorgt ervoor dat een onderneming met interessante groeimogelijkheden zich moet wenden tot externe kapitaal markten waar zij geld dienen op te halen. Hierdoor worden zij aan extra monitoring blootgesteld, zo wordt geconcludeerd door Easterbrook (1984). Easterbrook (1984) stelt eveneens dat het uitkeren van dividend ervoor zorgt dat de onderneming op de kapitaalmarkt blijft, waar de monitoring van managers beschikbaar is tegen een lagere kost.

2.4.1.2 Agency problemen tussen kleine en grote aandeelhouders

De tweede variant waar er agency problemen aanwezig zijn tussen kleinere, vaak individuele, minderheidsaandeelhouders en de grotere, vaak institutionele, aandeelhouders wordt beschreven en getoetst door La Porta et al. (2000). Zij beschrijven twee verschillende agency modellen inzake dividenden. Ze maken onderscheid tussen een "outcome model" en een "substitutie model". Volgens het "outcome model" worden dividenden betaald, omdat minderheidsaandeelhouders de insiders van de onderneming onder druk zetten om cash uit te keren. Dit kan geschieden wanneer minderheidsaandeelhouders een goede wettelijke bescherming genieten. Hoe groter de rechten van de minderheidsaandeelhouders, des te meer cash zij weten los te trekken van de onderneming, ceteris paribus (La Porta et al., 2000). Een interessant gegeven dat

mede aangehaald wordt door La Porta et al. (2000) betreft de bescherming van aandeelhouders, specifiek in Nederland in vergelijking tot de bescherming van aandeelhouders in de Verenigde Staten. Waar in De Verenigde Staten aandeelhouders veel meer bescherming hebben ten opzichte van Nederland, zijn zij volgens La Porta et al. (2000) beter in staat dividenden los te trekken van de onderneming.

Een implicatie die wordt aangehaald in het onderzoek van La Porta et al. (2000) inzake het "outcome" model betreft het uitkeren van dividenden wanneer er wel of geen groeikansen zijn in de situaties waarin aandeelhouders een goede of een minder goede bescherming genieten. In een land waar aandeelhouders een goede wettelijke bescherming genieten zullen de aandeelhouders bij interessante groeikansen en investeringskansen ermee instemmen om weinig dividend uit te keren en veel winst te investeren. Zij doen dit met de gedachte dat wanneer deze investeringen goed uitpakken er meer dividend uit de onderneming gehaald kan worden. Wanneer er minder goede investeringskansen en groeikansen aanwezig zijn zullen de aandeelhouders geneigd zijn de winst uit te laten keren, daar de investeringen niet rendabel zijn. In het geval wanneer de aandeelhouders weinig wettelijke bescherming genieten is een relatie als bovenstaande niet aanwezig: zij zullen proberen te krijgen wat zij kunnen krijgen aan dividend.

Volgens het "substitutie model" zijn insiders van de onderneming geïnteresseerd om dividend uit te keren om zo een goede reputatie voor de behandeling van minderheidsaandeelhouders te creëren. Deze goede reputatie heeft de onderneming nodig om externe financiële middelen te verkrijgen. Een reputatie voor een goede behandeling van aandeelhouders kent de meeste waarde in landen waar de minderheidsaandeelhouders een minder goede bescherming genieten. Dit model impliceert dat dividend pay out ratio's in landen met een minder goede bescherming van aandeelhouders hoger zullen zijn dan in landen waar men wel een goede bescherming van de aandeelhouders kent. Ondernemingen die tevens goede groeiverwachtingen hebben, zullen een sterke incentive hebben om dividenden uit te keren om zo een reputatie op te bouwen waardoor zij externe financiën kunnen aantrekken.

La Porta et al. (2000) vinden empirische steun voor het outcome model. Zij kunnen echter geen empirische steun vinden voor het substitutie model.

2.4.2 Signaalwaarde van dividend

De signaalwaarde van dividend is de tweede factor die het uitkeren van dividend kan verklaren.

Ondernemingen kunnen op verschillende manieren informatie verstrekken aan de markt om onzekerheid bij de investeerders weg te nemen. Een van de manieren die hier besproken wordt, betreft het uitkeren van dividenden welke een signaal kunnen sturen naar de markt. Middels het betalen van dividend kan de onderneming de markt dus voorzien van informatie. Deze informatie verstrekende rol van dividenden kan de informatie asymmetrie, die aanwezig is tussen de insiders en de outsiders van de onderneming, verminderen. De informatie die uit dividend gehaald kan worden kan een stuk van de informatie asymmetrie wegnemen waardoor er onzekerheid weggenomen wordt in de markt. Dit kan resulteren in een lagere kapitaalkost voor de onderneming.

Een relatie die van belang is in de signaaltheorie van dividenden betreft de relatie tussen de investeerders en de managers van de onderneming. De asymmetrische informatie die zich situeert tussen de investeerders en de managers komt voort uit het feit dat managers meer informatie bezitten dan investeerders aangaande de huidige en de te verwachten kasstromen van de onderneming. Dividenden kunnen dan een belangrijke rol spelen om de informatie asymmetrie te verminderen tussen de managers en de investeerders, namelijk dat zij een signaal afgeven aan de investeerders met betrekking tot de toekomstige kasstromen van de onderneming. Toch is de relatie tussen de investeerders en de managers niet in alle gevallen gelijk. Er dient namelijk rekening gehouden te worden met de soort aandeelhouder en daarom kan het volgende in acht genomen worden zoals Brennan en Thakor (1990) stellen. Zij maken namelijk duidelijk onderscheid tussen de verschillen in de voorkeur van dividenden tussen minderheidsaandeelhouders en institutionele aandeelhouders. Zij geven aan dat minderheidsaandeelhouders, specifiek individuele aandeelhouders, graag dividenden ontvangen vanuit een smoothing beleid aangezien hiermee hun informatie nadeel wordt geminimaliseerd. Institutionele aandeelhouders, waarvan geacht wordt dat zij beter geïnformeerd zijn, hechten geen waarde aan dividend smoothing, omdat hun voordeel in informatie hen beter winstgevend laat handelen in aandelen. De signaalwaarde is daarom niet in alle gevallen gelijk. De verschillen in wensen tussen institutionele en individuele aandeelhouders vormen de basis van het cliënteel effect omtrent dividenden.

Gelb (2000) geeft aan dat er veel signaalmodellen voorkomen in de literatuur. Hieruit komt een belangrijk aspect naar voren, namelijk dat een onderneming een optimale mix van signalen selecteert tegen een zo laag mogelijke kost om informatie over te brengen

aan de markt. Gedurende deze beschouwing zal alleen de signaalwaarde van dividenden besproken worden. De informatieoverdracht middels andere bronnen zal hier achterwege gelaten worden.

Veel onderzoeken zijn uitgevoerd met betrekking tot de informatie die dividenden mogelijk kunnen bevatten. Lintner (1956) geeft aan dat ondernemingen hun dividenden alleen maar verhogen wanneer het management gelooft dat de winsten van de onderneming permanent zullen stijgen. Dit betekent dat een verhoging van dividend een door het management verwachte verhoging van de winsten weergeeft. Belangrijk hierbij is wel dat volgens het management de aandeelhouders een gestage groei van dividenden prefereren, waar de aandeelhouders negatief zouden reageren wanneer dividenden verlaagd of niet uitgekeerd zouden worden.

Miller en Modigliani (1961) suggereren dat dividenden informatie kunnen bevatten die de toekomstige kasstromen weergeven. Dit werd mede bevestigd door Miller en Rock (1985), die tevens te kennen geven dat dividenden informatie kunnen bevatten met betrekking tot de huidige winsten. Een aantal onderzoeken concluderen dat dividenden gebruikt worden om nadrukkelijk signalen af te geven aan de aandeelhouders, met de door het management te verwachten toekomstige winsten (Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985). Dit vormt de basis voor de signaaltheorie. De signaaltheorie, zo geven Miller en Rock (1985) aan, stelt dat dividendverhogingen of verlagingen, als gevolg van informatie asymmetrie in de relatie tussen de managers en investeerders, respectievelijk als gunstig of ongunstig gezien worden inzake de huidige en toekomstige kasstromen van de onderneming. Dit resulteert in een verhoging van de aandelenprijs wanneer dividenden verhoogd worden en in een verlaging van de aandelenprijs wanneer dividenden verlaagd of niet uitgekeerd worden.

Hoewel de signaaltheorie suggereert dat dividenden een signaalrol hebben onder de aanwezigheid van informatie asymmetrie, wordt deze theorie weinig bevestigd middels empirisch onderzoek aldus Aggarwal, Cao, en Chen (2012). Zo geven zij aan dat uit empirisch onderzoek van Kai en Xinlei (2008) naar de signaalwaarde van dividenden bij ondernemingen uit de Verenigde Staten, blijkt dat ondernemingen die te maken hebben met meer informatie asymmetrie minder snel geneigd zijn om dividenden te betalen, te initiëren of te verhogen. Daar deze theorie door sommige onderzoeken wordt aangenomen en door andere wordt verworpen zal hieronder een uiteenzetting gegeven worden van de ondersteunende en de verwerpende onderzoeken aangaande de signaaltheorie van dividenden.

2.4.2.1 Ondersteuning signaaltheorie

Tal van empirische studies hebben positieve abnormale winsten gedocumenteerd rondom de aankondiging van dividend verhogingen en de terugkoop van aandelen door ondernemingen (Asquith en Mullins Jr, 1986). Middels deze empirische studies wordt bevestiging gevonden voor de signaaltheorie. De meest belangrijke argumentatie die voortkomt uit deze studies, is dat de dividenden en de terugkoop van aandelen kostbare signalen zijn die gebruikt worden om positief nieuws over te dragen aan de investeerders.

Het onderzoek van Healy en Palepu (1988) richtte zich tevens op de signaaltheorie van dividend. Zij onderzochten of er significante veranderingen in winsten van de onderneming waarneembaar waren wanneer een onderneming voor het eerst een dividend uitkeerde of wanneer zij stopten met het uitbetalen van het dividend. Wanneer een van de situaties zich voordeed werd onderzocht of deze veranderingen consistent waren met de reactie van de markt op veranderingen van dividendbeleid. Healy and Palepu (1988) werkten met een sample van 136 ondernemingen die voor de eerste keer dividend uitkeerden en een sample van 172 ondernemingen die stopten met het uitkeren van dividend na minimaal tien jaar achtereenvolgend dividend te hebben uitgekeerd. Het onderzoek heeft geleid tot verschillende conclusies. Allereerst zijn er, minstens een jaar voordat het dividend geïnitieerd/gestopt wordt, significante verhogingen/verlagingen van de winst waarneembaar. Ten tweede, bij ondernemingen die een dividend initiëren, zijn verhogingen van de winsten waarneembaar in dat jaar, en de daaropvolgende twee jaar. Deze verhoging van de winst lijkt permanent te zijn en deze bevinding ondersteunt daarmee de signaaltheorie. Ondernemingen die voor het eerst geen dividend uitkeerden, na dit minstens tien jaar wel gedaan te hebben, laten een verlaging in de winst zien een jaar voor de dividend datum. Vervolgens herstellen de winsten van de onderneming zich weer. Dit laatste punt lijkt tegenstrijdig te zijn met hetgeen de signaaltheorie suggereert.

Howatt, Zuber, Gandar, en Lamb (2009) vinden ondersteunend bewijs voor de signaalwaarde van dividenden. Zij concluderen dat positieve veranderingen in dividend geassocieerd zijn met positieve toekomstige veranderingen in de gemiddelde winst per aandeel.

2.4.2.2 Verwerping signaalwaarde

Zoals bovenstaand uiteengezet blijkt dat verschillende theoretici en empirische onderzoeken een signaalwaarde van dividenden, onder informatie asymmetrie, suggereren en bevestigen. Toch wordt de signaaltheorie van dividenden niet altijd bevestigd zoals onder andere is gebleken uit het onderzoek van Kai en Xinlei (2008) met betrekking tot de ondernemingen in de Verenigde Staten. Ook blijkt uit andere

empirische onderzoeken dat ondernemingen in een omgeving met een grotere informatie asymmetrie minder waarschijnlijk dividenden zullen uitkeren of verhogen.

Volgens DeAngelo, DeAngelo, en Skinner (1996) kunnen dividenden niet als betrouwbare signalen gezien worden omdat (i) managers door optimisme de toekomstige winsten van de onderneming overschatten en (ii) managers alleen maar bescheiden cash toezeggingen doen wanneer zij dividenden verhogen, waarmee zij de betrouwbaarheid van zulke signalen ondermijnen. Zij hebben middels hun onderzoek naar 145 ondernemingen genoteerd op de NYSE, geen bewijs gevonden voor de signaalwaarde van dividenden. Zij geven aan dat hun bevindingen grotendeels overeenkomen met de bevindingen van Jensen (1993), waarin aangegeven wordt dat dividend verhogingen geen informatieve signalen zijn, omdat managers overoptimistisch zijn waardoor toekomstige winsten overschat worden.

Volgens Benartzi, Michaely, en Thaler (1997) was Watts (1973) een van de eerste die de relatie tussen de huidige dividenden en de toekomstige winsten toetste. Watts (1973) vond dat gemiddeld genomen de relatie tussen veranderingen in toekomstige winsten en huidige onverwachte veranderingen in dividend positief is. Dit komt overeen met de signaalwaarde van dividenden. Echter wordt er aangegeven dat de absolute waarde van de verandering in toekomstige winsten erg klein is. Waardoor het bewijs voor de signaalwaarde van dividenden niet erg overtuigend is. Gonedes (1978) vond gelijke resultaten als Watts (1973), zo geven Benartzi et al. (1997) aan. Penman (1983) concludeert middels zijn onderzoek dat er maar weinig informatie wordt overgedragen middels veranderingen in dividend.

Benartzi et al. (1997) kunnen maar beperkt bewijs vinden middels hun onderzoek dat veranderingen in dividend informatie kunnen bevatten die betrekking heeft op de toekomstige veranderingen in winst. Op de lange termijn wordt de signaalwaarde van dividend niet bevestigd. Ondernemingen die hun dividend verhogen laten abnormale winsten zien voor de drie opvolgende jaren na aankondiging van dividend. Voor ondernemingen die hun dividend verlagen worden er geen significante abnormale veranderingen in winst waargenomen de komende drie jaar na aankondiging van dividend. Uit het onderzoek blijkt dat er enkel op het moment van de dividendaankondiging een relatie bestaat tussen de veranderingen in dividend en de winsten van de onderneming. Dit impliceert dus een informatiewaarde van dividenden op de korte termijn. Op het moment van de aankondiging van dividendverhoging worden er abnormale winsten waargenomen bij ondernemingen. Omgekeerd worden er op het moment van de aankondiging van dividendverlagingen verliezen waargenomen.

Gebleken is dat er voor de signaaltheorie van dividend niet altijd empirische steun wordt gevonden. De resultaten uit onderzoeken laten soms ook tegenstrijdigheden zien, resulterend in deels een aanname en deels een verwerping van de signaalwaarde van dividenden. Benartzi et al. (1997) geven aan dat theoretici niet overtuigd zijn van de onderzoeken van onder andere Watts (1973) en Healy en Palepu (1988) waar er geen empirische steun gevonden wordt voor de signaalwaarde van dividend. Zo geven Benartzi et al. (1997) aan dat het onderzoek van Watts (1973) berust op een kleine hoeveelheid bedrijfsjaren en het onderzoek van Healy en Palepu (1988) berust op een kleine hoeveelheid data en alleen extreme zaken meeneemt van initiaties en het verzuimen van dividend.

2.5 Dividend smoothing

Deze paragraaf zal een uiteenzetting geven over dividend smoothing. Tevens wordt er een link gemaakt tussen de factoren die in de voorgaande paragraaf zijn besproken en dividend smoothing.

2.5.1. Inleiding tot dividend smoothing

Lintner (1956) ontwikkelde de theorie aangaande dividend smoothing, waar ondernemingen middels het toepassen van dividend smoothing hun dividenden gestaag zullen laten groeien. Dit was een eerste model, beschreven in de literatuur, om een dividendbeleid van een onderneming te begrijpen (Brav, Graham, Harvey, en Michaely, 2005). Ondernemingen zullen hun dividend alleen maar gestaag laten groeien indien de kasstromen dit toelaten, maar zullen afwachtend zijn met het verlagen van de dividenden. Dit betekent dat ondernemingen neigen tot het periodiek gedeeltelijk aanpassen van dividenden naar een pay out ratio die men tot doel streeft, anders dan het drastisch aanpassen van dividend. Lintner (1956) interviewde voor zijn onderzoek 28 managers. Uit zijn onderzoek blijkt dat de managers eerst besloten of zij het dividend van het voorgaande jaar zouden veranderen in plaats dat ze ieder jaar onafhankelijk het dividend zouden bepalen op basis van de winsten van dat jaar. Dividend werd dus niet ieder kwartaal bepaald, maar er werd gekeken of er een verandering in dividend moest plaatsvinden vanuit de huidige dividenden. Indien dit het geval was werd er bekeken hoe groot de verandering moest zijn. Uit de interviews bleek dat managers de dividenden alleen maar verlaagden wanneer er geen andere optie voorhanden was. Omgekeerd werden dividenden alleen maar verhoogd wanneer zij er zeker van waren dat de toekomstige kasstromen de verhoging van het dividend konden onderhouden. Daarnaast bleek uit het onderzoek van Lintner (1956) dat managers sterk geloofden dat de markt een premium zou leggen op het aandeel van een onderneming die een stabiel dividendbeleid voert als dividend smoothing.

Theorieën die betrekking hebben op dividend smoothing zijn voornamelijk gebaseerd op de aanwezigheid van informatie asymmetrie en de reductie van de agency kosten zo stellen Leary en Michaely (2008). Deze twee zaken zullen verder uitgediept worden in het volgende hoofdstuk. Het theoretische gevolg van asymmetrische informatie modellen is dat ondernemingen die meer te maken hebben met onzekerheden en een grotere informatie asymmetrie, meer neigen tot het smoothen van dividenden.

Onderstaand wordt het 'partial adjustment model' van Lintner weergegeven.

$$\Delta D_{it} = D_{it} - D_{it-1} = \alpha + \gamma(D_{it}^* - D_{it-1}^*) + \varepsilon_{it}$$

Stevens en Jose (1992) herschrijven het 'partial adjustment model' van Lintner (1956) model als volgt:

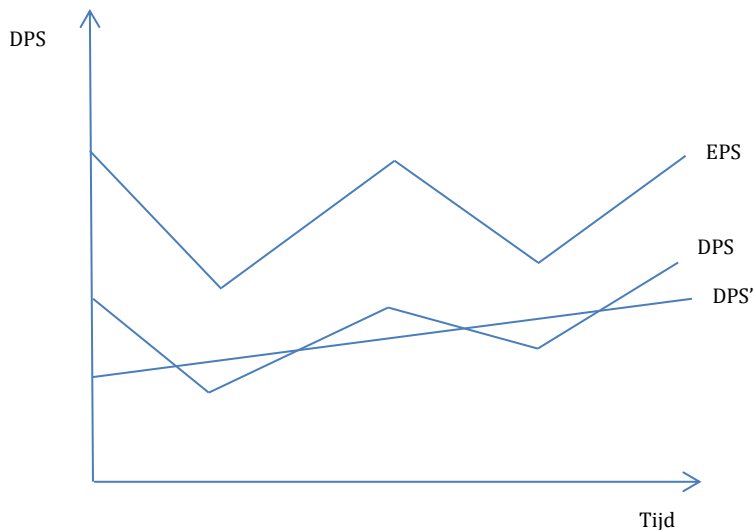
$$POR(t) - POR(t - 1) = \alpha[POR(T) - POR(t - 1)]$$

Hier is $POR(T)$ de target pay out ratio voor de lange termijn. $POR(t-1)$ is de pay out ratio van de afgelopen periode en $POR(t)$ is de pay out ratio van de huidige periode. De 'Speed of Adjustment' wordt aangegeven middels de α en is in de literatuur de meest gebruikte maatstaf om dividend smoothing te meten (M. Leary en Michaely, 2008). Wanneer de onderneming een pay out ratio voert die constant is, is de α gelijk aan 1. Wanneer α kleiner is dan 1, betekent dit dat de onderneming haar dividend meer uitvlakt in plaats van constant houdt (Stevens en Jose, 1992). Dit houdt in dat de onderneming geleidelijk aan naar haar target pay out ratio toewerkt middels het gedeeltelijk aanpassen van de dividenden aan de verandering van de winst per aandeel.

Bovenstaande formule kan, zoals Stevens en Jose (1992) aangeven, ook herschreven worden in de vorm van dividend per aandeel zonder zijn algemeenheid verliezen.

$$DPS(t) - DPS(t - 1) = \alpha[DPS(T) - DPS(t - 1)]$$

Hoe dividend smoothing verschilt ten opzichte van het constant houden van een pay out ratio is waar te nemen in onderstaande figuur. Wanneer een onderneming verkiest om haar pay out ratio constant te houden zal het dividend per aandeel op gelijke wijze meebewegen met de winst per aandeel. Dit is zichtbaar middels de lijn DPS in onderstaande figuur. Wanneer een onderneming haar dividenden smooth zal het dividend per aandeel geleidelijk wijzigen door de tijd. Dit resulteert in een geleidelijke constante stijging van het dividend per aandeel. Dit is waarneembaar in de figuur middels de lijn DPS'.



Figuur 2 Dividend smoothing (Stevens en Jose, 1992)

Zoals eerder vermeld vanuit het onderzoek van Lintner (1956), geloven managers er sterk in dat de markt een premium betaalt voor ondernemingen die een stabiel dividendbeleid hanteren. Volgens Van Horne en Wachowicz (2008) zijn investeerders bereid om een premium te betalen voor aandelen van ondernemingen die dividend smoothing toepassen, omdat deze dividenden enerzijds potentiële informatie bevatten en er anderzijds de wens bestaat van investeerders voor het verkrijgen van een vast inkomen. Echter, zo geeft van Horne zelf ook aan, bestaat er geen empirisch bewijs voor het betalen van een premium.

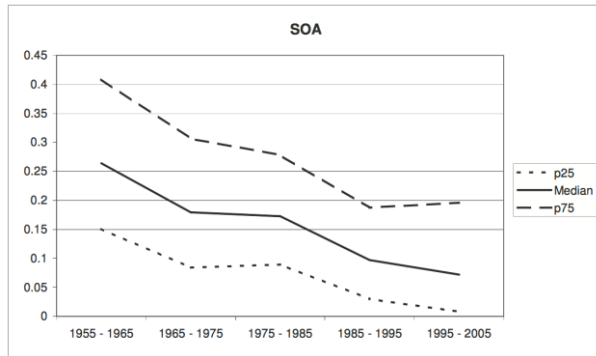
Managers stellen tevens dat de afkeer in het verminderen van dividend een belangrijke motivatie is om een beleid als dividend smoothing uit te voeren. De terughoudendheid van het snijden in dividenden wordt bevestigd door Brav et al. (2005), maar wordt verworpen door Avner Kalay (1980) daar hij het empirische bewijs niet overtuigend vindt. Brav et al. (2005) verkregen resultaten uit hun onderzoek die erop duiden dat managers zelfs bereid zijn om extra extern kapitaal aan te gaan of zelfs investeringen

met een positieve netto contante waarde niet uit te voeren om te vermijden dat er gesneden moet worden in dividenden.

Zoals aangegeven bleek uit het onderzoek van Lintner, op basis van de bevraging van 28 managers, dat dividend smoothing omarmd wordt door de managers. Baker en Powell (1999) vinden gelijke resultaten als Lintner. Zij ontvingen respons van 198 'Chief Financial Officers' van ondernemingen genoteerd aan de NYSE omtrent het dividendbeleid van hun onderneming. De meeste respondenten gaven aan dat zij geloofden dat een dividendbeleid effect heeft op de waardering van de onderneming. Tevens bleek dat het beeld van de meeste managers aangaande het bepalen van de dividenden gelijk is aan het beeld van de respondenten van het onderzoek van Lintner (1956). De managers bleken dus waarde te hechten aan de continuïteit van de dividenden.

Vandaag de dag zijn er een aantal bedenkingen bij het model zoals Lintner impliceerde. Managers geven aan dat dividend targets vandaag de dag anders zijn dan wat het model van Lintner impliceerde, zo geven Brav et al. (2005) en Leary en Michaely (2008) aan. Volgens het onderzoek van Brav et al. (2005) zijn de target pay out ratio's lager dan ze waren en zijn ze tevens flexibeler geworden dan voorheen. Hierdoor bestaat de mogelijkheid dat het model zoals eerder beschreven niet meer op accurate wijze het hedendaagse pay out beleid omschrijft.

Leary en Michaely (2008) geven aan dat een dividendbeleid als dividend smoothing verschillend kan zijn per onderneming en varieert in de tijd. Uit gegevens van (Leary en Michaely, 2008) blijkt dat de afgelopen 50 jaar het belang van dividend smoothing is toegenomen. Deze verschijning is waar te nemen in onderstaande figuur. In deze figuur is de afname van de Speed of Adjustment duidelijk te waar te nemen. Leary and Michaely geven de mediaan weer van de Speed of Adjustment waar de speed of adjustment in periode 1955-1965 ongeveer 0,25 bedraagt en deze afneemt tot ongeveer 0,1 in periode 1995-2005. Dit duidt erop dat ondernemingen hun dividenden meer zijn gaan uitvlakken.



Figuur 3. Evolutie Speed of Adjustment (Leary en Michaely, 2008)

2.6 Conclusie dividendbeleid

Dit hoofdstuk had tot doel een uiteenzetting te geven van bestaande theoretische en empirische modellen aangaande een dividend en een dividendbeleid als dividend smoothing. Waar Miller en Modigliani (1961) aangeven, weliswaar gezien vanuit een perfecte kapitaalmarkt, dat een dividendbeleid geen effect heeft op de waardering van de onderneming, is gebleken dat er een aantal factoren is die ervoor kunnen zorgen dat er wel een effect van een dividendbeleid op de waardering van de onderneming kan zijn. Dit betreft het gebruik van dividenden om het agency probleem tussen managers en aandeelhouders te verminderen en de informatie asymmetrie te verminderen door dividenden als signaal te laten gelden.

Uit de uiteenzetting blijkt dat er empirische steun gevonden wordt voor het feit dat dividenden de agency problemen tussen managers en aandeelhouders kunnen verminderen. De empirische resultaten voor de signaalwaarde van dividenden lopen erg uiteen. De theorie voor de signaalwaarde wordt maar zelden bevestigd middels empirisch bewijs.

De reden waarom ondernemingen een beleid van dividend smoothing hanteren kan voornamelijk gevonden worden bij de perceptie van de managers. Managers geloven dat investeerders een constant dividendbeleid waarderen. Zij stellen tevens dat de afkeer in het verminderen van dividend een belangrijke motivatie is om een beleid als dividend smoothing uit te voeren.

In het volgende hoofdstuk, welke de determinanten van dividend smoothing bespreekt, wordt een analyse gegeven hoe dividend smoothing verklaard kan worden door de agency theorie en de informatie asymmetrie.

Hoofdstuk 3: Determinanten van dividend smoothing

3.1 Inleiding

De tweede deelvraag die vanuit een literatuurstudie onderzocht wordt, heeft betrekking op de determinanten van dividend smoothing. Middels deze deelvraag zal getracht worden antwoord te geven op de vraag welke determinanten volgens empirisch onderzoek een belangrijke rol spelen bij dividend smoothing.

In paragraaf 2.4 is besproken hoe het betalen van een dividend en de hoogte van een dividend de agency problemen en de informatie asymmetrie kan verminderen. Er is echter nog geen specifieke verklaring gegeven hoe dividend smoothing de agency problemen en de informatie asymmetrie kan verminderen. Leary en Michaely (2008) schrijven dat de toepassing van dividend smoothing verklaard kan worden middels dezelfde factoren die het betalen en de hoogte van een dividend verklaren. Aivazian (2002) bevestigt dit. Volgens hem zijn er twee belangrijke voordelen voor het toepassen van dividend smoothing. Enerzijds zorgen stabiele dividenden voor een signaalwaarde die de informatie asymmetrie vermindert, anderzijds kunnen stabiele dividenden de agency kosten kan verlagen.

Dit hoofdstuk zal een uiteenzetting geven hoe dividend smoothing de agency problemen en de informatie asymmetrie kan verminderen. Deze uiteenzetting zal gebeuren aan de hand van empirische onderzoeken van onder andere Javakhadze et al. (2014); Jeong (2013); Leary en Michaely (2008). Zij hebben middels empirisch onderzoek de reden van dividend smoothing proberen te verklaren door ondernemingseigenschappen te relateren aan agency overwegingen en overwegingen ten aanzien van de informatie asymmetrie.

De opbouw van dit hoofdstuk is al volgt. Er zal gestart worden met een verklaring van de relatie tussen dividend smoothing en vermindering van de agency problemen en de informatie asymmetrie, gevolgd door een uiteenzetting per determinant. Het hoofdstuk zal worden afgesloten met een conclusie.

3.2 Dividend smoothing, agency kosten en informatie asymmetrie

3.2.1 Agency kosten

Javakhadze et al. (2014) geven aan dat de agency modellen aangeven dat het conflict tussen managers en aandeelhouders en kleine en grote aandeelhouders stijgt wanneer de free cash flow van de onderneming toeneemt.

Allen, Bernardo, en Welch (2000) beschrijven middels een theoretische verklaring hoe dividend smoothing de agency conflicten tussen managers en aandeelhouders kan

verminderen. Zij geven aan dat ondernemingen die te maken hebben met grotere agency conflicten meer zullen neigen tot het toepassen van dividend smoothing. Javakhadze et al. (2014) geven aan dat een hoog niveau van stabiele dividenden ervoor zorgt dat een onderneming kapitaal dient op te halen op de kapitaalmarkt, omdat het dividend ervoor zorgt dat de free cashflow verminderd. Leary en Michaely (2011) geven aan dat smoothing vaker voorkomt wanneer agency kosten hoog zijn. Dit kan er volgens hen op duiden dat ondernemingen hun dividenden smoothen om de agency problemen tussen managers en aandeelhouders te verminderen.

3.2.2 Signaalwaarde

De modellen van informatie asymmetrie die dividend smoothing trachten te verklaren, suggereren dat een hogere mate van informatie asymmetrie zal leiden tot meer smoothing.

Lambrecht en Myers (2012) geven aan dat een veel gehoord argument is dat dividend smoothing informatie bevat, omdat dividenden alleen maar verhoogd worden indien de toekomstige kasstromen dit toestaan. Lambrecht en Myers (2012) geven tevens aan dat modellen van de signaaltheorie gegeven door Miller en Rock (1985), John en Williams (1985) en Bhattacharya (1979) aangeven waarom dividenden informatie kunnen bevatten. Echter verklaren zij niet waarom een onderneming dividend smoothing toepast.

Leary en Michaely (2011) geven aan dat wanneer smoothing wordt toegepast om signalen af te geven, dit gedrag uitgevoerd zou worden bij ondernemingen waar het voordeel van de signalen het grootst is. Het voordeel van deze signalen is volgens hen het grootst bij ondernemingen die te maken hebben met een hoge mate van informatie asymmetrie.

3.3 Determinanten

Uit empirisch onderzoek van Jeong (2013) blijkt dat de beslissing van een onderneming om dividend smoothing toe te passen verklaard kan worden door enerzijds ondernemingseigenschappen en anderzijds macro-economische factoren zoals belastingen en de rentevoet. Deze sectie bespreekt de determinanten die betrekking hebben op de ondernemingseigenschappen. De macro-economische factoren worden buiten beschouwing gelaten.

De determinanten die betrekking hebben op de ondernemingseigenschappen worden in empirische onderzoeken vaak gebruikt voor de verklaring van de reden van dividend smoothing. Javakhadze et al. (2014); Jeong (2013); Leary en Michaely (2008) proberen

de reden voor het toepassen van dividend smoothing ten aanzien van de reductie van de agency kosten en informatie asymmetrie te verklaren middels de determinanten van dividend smoothing. De agency modellen en de aanwezigheid van asymmetrische informatie zijn reeds toegelicht in hoofdstuk 2. Middels de uitleg van de determinanten van dividend smoothing zal duidelijker worden hoe de agency kosten en informatie asymmetrie verminderd kunnen worden.

3.3.1 Aandeelhoudersstructuur en bescherming aandeelhouders

Javakhadze et al. (2014) vinden middels hun onderzoek dat een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur negatief gerelateerd is aan dividend smoothing. Deze negatieve relatie wordt bevestigd in het onderzoek van Leary en Michaely (2011) waaruit blijkt dat cliënteel effecten een rol spelen bij de beslissing om dividenden te smoothen. Dit punt wordt aangevuld, waaruit blijkt dat ondernemingen waar de aandeelhouders over het algemeen bestaan uit institutionele beleggers meer geneigd zijn tot het smoothen van dividend.

Leary en Michaely (2011) stellen dat ondernemingen dividenden kunnen uitkeren om institutionele aandeelhouders aan te trekken. Institutionele aandeelhouders worden volgens Leary en Michaely (2011) gewaardeerd omwille van hun monitoring. Zodra deze institutionele aandeelhouders zijn aangetrokken kunnen de ondernemingen niet meer snijden in de dividenden, omdat institutionele beleggers het beleid hebben te investeren in ondernemingen die stabiele dividenden uitkeren. Gevolg hiervan is dat managers geforceerd worden om de dividenden te smoothen (Leary en Michaely, 2011). Deze determinant past daarmee binnen de theorie dat dividend smoothing de agency problemen kan verminderen.

Eerder, in de uiteenzetting in paragraaf 2.4.1. met betrekking tot de factoren van dividenduitkering, is kort stilgestaan bij de bescherming van aandeelhouders. Hier werd gerefereerd aan het onderzoek van La Porta et al. (2000) dat betrekking heeft op de bescherming van aandeelhouders in Nederland ten opzichte van de bescherming van aandeelhouders in de Verenigde Staten. Er werd aangegeven dat hoe groter de rechten van de minderheidsaandeelhouders, en daarmee dus de bescherming, des te meer cash zij weten te onttrekken van de onderneming (La Porta et al., 2000). Javakhadze et al. (2014) vinden empirische steun dat ondernemingen waar de aandeelhouders minder bescherming genieten meer dividend smoothing toepassen. Dit valt binnen de theorie dat dividend smoothing de agency problemen kan verminderen.

3.3.2. Private of publieke onderneming

Tussen de toepassing van dividend smoothing en de eigendomsstructuur van de onderneming wordt eveneens een link gevonden. Volgens Leary en Michaely (2011) passen publieke ondernemingen meer dividend smoothing toe dan private ondernemingen. Dit heeft volgens Leary en Michaely (2011) te maken met het feit dat publieke ondernemingen in grotere mate blootgesteld worden aan agency problemen en informatie asymmetrie. In private ondernemingen zullen de agency problemen en informatie asymmetrie minder groot zijn. Michaely en Roberts (2012) rapporteren gelijke resultaten. Namelijk, dat private ondernemingen minder dividend smoothing toepassen dan publieke ondernemingen. Daarnaast geven Michaely en Roberts (2012) aan dat publieke ondernemingen minder snel hun dividenden zullen verlagen, wat dus kan resulteren in een dividendbeleid als dividend smoothing. Deze determinanten passen daardoor binnen de theorieën van de vermindering van de agency problemen en de informatie asymmetrie.

De afhankelijkheid van de eigendomsstructuur inzake het toepassen van dividend smoothing is volgens Michaely en Roberts (2012) niet gerelateerd aan de aandeelhoudersstructuur. Zij geven aan dat publieke ondernemingen hun dividenden meer smoothen dan dat private ondernemingen dit doen, ongeacht hoe hun aandeelhoudersstructuur eruit ziet.

3.3.3 Bedrijfsomvang en leeftijd van de onderneming

De volgende determinanten aangaande dividend smoothing betreffen de omvang en de leeftijd van de onderneming. Leary en Michaely (2008) geven aan dat oudere en grotere ondernemingen geassocieerd worden met een grotere informatievoorziening vanuit het heden en verleden, waardoor er minder informatie asymmetrie aanwezig is.

Javakhadze et al. (2014) vinden dat ondernemingen van kleinere omvang hun dividenden minder smoothen. Leary en Michaely (2008) vinden gelijke resultaten. Volgens Leary en Michaely (2008) zijn deze resultaten te verklaren, omdat grotere ondernemingen betere toegang hebben tot kapitaalmarkten waardoor zij in staat zijn meer dividend uit te keren en hun dividenden kunnen smoothen. Leary en Michaely (2008) geven tevens aan dat dit tegenstrijdig is met de bestaande modellen die dividend smoothing beschrijven in een omgeving waar informatie asymmetrie aanwezig is. Jeong (2013) rapporteert gelijke resultaten. De resultaten in zijn onderzoek geven aan dat grotere ondernemingen met een lage groeifactor hun dividenden meer smoothen.

De resultaten van de bovenstaande beschreven onderzoeken vallen wel binnen de verklaring van dividend smoothing en de vermindering van de agency problemen. Leary

en Michaely (2008) vinden empirisch bewijs voor de agency problemen en het toepassen van dividend smoothing. Zij vinden resultaten dat ondernemingen die ouder zijn, in de 'cash cow' fase zitten en minder investeringsopportunities hebben, hun dividenden meer smoothen. Doordat er minder investeringsopportunities zijn en de ondernemingen zich in de 'cash cow' fase begeven zal de free cash flow hoger zijn. Doordat de free cash flow hoger is door de afwezigheid van interessante investeringsopportunities, zal er een groter conflict tussen managers en aandeelhouders zijn zoals Javakhadze et al. (2014) aangeven. Middels het toepassen van dividend smoothing verlagen zij de free cash flow wat er toe leidt dat de agency conflicten afnemen. Middels deze onderbouwing wordt gesteld dat de factor agency kosten een factor is die de reden van dividend smoothing verklaard.

De volgende determinant betreft de leeftijd van de onderneming. Javakhadze et al. (2014) vinden dat jongere ondernemingen hun dividenden minder smoothen. Dit wordt eveneens bevestigd door Leary en Michaely (2008) daar zij aangeven dat ondernemingen die significant ouder zijn meer dividend smoothen ten opzichte van ondernemingen die jonger zijn. Voor de vermindering van de informatie asymmetrie middels dividend smoothing wordt middels deze determinant wederom geen empirische steun gevonden. Middels deze onderbouwing wordt de vermindering van de agency problemen wel bevestigd.

3.4 Conclusie

Dit hoofdstuk had het geven van een uiteenzetting over de determinanten van dividend smoothing tot doel. Uit de weergegeven literatuurstudie is gebleken dat ondernemingen met een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur de dividenden minder smoothen, en dat ondernemingen waar de aandeelhouders over het algemeen institutionele beleggers zijn hun dividenden meer smoothen.

Tevens is er empirische steun gevonden dat ondernemingen die te maken hebben met aandeelhouders, die bij de wet minder bescherming genieten, hun dividenden meer smoothen. Daarnaast doen publieke ondernemingen meer aan dividend smoothing dan de private ondernemingen. Ook is gebleken dat grotere en oudere ondernemingen meer dividend smoothing toepassen dan kleine en jongere ondernemingen.

In het algemeen blijkt uit het onderzoek van Leary en Michaely (2008) dat dividend smoothing verklaard kan worden door de vermindering van de agency problemen. De verklaring van dividend smoothing die verwijst naar het verminderen van informatie asymmetrie wordt middels de empirische resultaten verworpen. Dit is onder andere te wijten aan het feit dat Leary en Michaely (2008) resultaten bekomen die aangeven dat in

ondernemingen waar de informatie asymmetrie het grootst is, het minst dividend smoothing wordt toegepast.

Uit ondervragingen van Allen en Michaely (2003) en Leary en Michaely (2011) blijkt eveneens dat dividend smoothing beter verklaard wordt door de aanwezige agency problemen dan door de signaalwaarde van dividenden.

Hoofdstuk 4: Hypothesevorming

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk geeft en beschrijft de hypothese van dit onderzoek, welke de basis vormt voor de derde en tevens laatste deelvraag van dit onderzoek. Deze deelvraag luidt als volgt: Is er een effect waarneembaar op de waardering van de Nederlandse beursgenoteerde onderneming van het toepassen van dividend smoothing? Deze deelvraag wordt in dit hoofdstuk omgezet tot een hypothese die getoetst wordt tijdens de regressieanalyse. Daarnaast wordt er in dit hoofdstuk een onderbouwing gegeven van de hypothese.

4.2 Effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming

Uit de literatuurstudie is gebleken dat er een theoretische basis bestaat voor een positief effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming. Een tweetal factoren zijn tijdens de literatuurstudie besproken die het positieve effect op de waardering kunnen onderbouwen. Enerzijds kan dividend smoothing de agency problemen tussen managers en aandeelhouders verminderen en anderzijds kan middels dividend smoothing informatie worden overgebracht aan de markt. Deze informatieoverdracht resulteert in een signaalwaarde.

Aangezien deze beide factoren als positief ervaren kunnen worden door investeerders is de verwachting dat dividend smoothing een positief effect heeft op de waardering van de onderneming.

Naast de theoretische onderbouwing is het volgende citaat van Stevens en Jose (1992) relevant voor de hypothesevorming van dit onderzoek: "Indien dividendstabiliteit en dividend smoothing relevant zijn voor investeerders, zullen gekapitaliseerde waarden van dividendstabiliteit en smoothing moeten resulteren in hogere ondernemingswaarden, ceteris paribus." (Stevens en Jose, 1992).

Bovenstaande uiteenzetting leidt tot de volgende hypothese.

Afhankelijke variabele: Price to book ratio

H_{1_0} : Dividend smoothing heeft een positief effect op de price to book ratio van de onderneming

Empirisch onderzoek

Hoofdstuk 5: Onderzoeksopzet

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van de opzet van het onderzoek. Er wordt een beschrijving gegeven van de data die nodig zijn voor de uitvoering van het onderzoek. Vervolgens zal een toelichting gegeven worden op de filtering van de data, gevolgd door een beschrijving van de mogelijk te gebruiken empirische modellen en bijhorende variabelen.

5.2 Data

Zoals beschreven tijdens de kadering van deze thesis, richt dit onderzoek zich specifiek op de Nederlandse beursgenoteerde onderneming. Om de juiste data te bemachtigen is gebruik gemaakt van de databases Compustat en Bureau van Dijk, waar de laatstgenoemde in Nederland specifiek Amadeus heet. Naast Compustat was het noodzakelijk gebruik te maken van Bureau van Dijk, omdat Compustat geen beurs gerelateerde data beschikbaar heeft van de Nederlandse markt. De beurs gerelateerde informatie zoals de marktprijzen zijn noodzakelijk voor het berekenen van de afhankelijke variabele price to book ratio.

Naast de tekortkoming van Compustat met betrekking tot specifieke beursinformatie is Bureau van Dijk gebruikt om de data van beide databases met elkaar te vergelijken en aan te vullen. Na het aanvullen van de data van Bureau van Dijk met de data van Compustat, ontbraken er nog data. Deze ontbrekende data is aangevuld door gebruik te maken van Company Infogator. Company Infogator haalt de data uit Factiva, OneSource, S&P en Thomson en verstrekt informatie van 2009 tot en met 2013/2014. Voor incomplete data van de jaren vóór 2009 zijn de jaarverslagen van de betreffende ondernemingen geraadpleegd.

5.2.1 Tijdsperiode

Voor dit onderzoek dient een keuze gemaakt te worden ter bepaling van de tijdsperiode waarin het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming gemeten wordt.

Idealiter voor de bepaling van de tijdsperiode waarin de data gevonden dient te worden, dient rekening gehouden te worden met belangrijke gebeurtenissen op de Nederlandse beurs die effect gehad hebben of mogelijk kunnen hebben op het dividend dat uitgekeerd is geworden en andere relevante data. Hierbij valt te denken aan de beurscrash in 2001 en de afgelopen financiële crisis die aangevangen is tussen 2007 en 2008.

Echter, wegens de beperking van data vóór het jaar 2007, is er voor gekozen om een dataset te creëren van de jaren 2007 tot en met 2012. Dit zijn zes volledige jaren waarover data in ruime mate beschikbaar is. Deze zes jaren dienen genoeg te zijn om het effect van dividend smoothing op de waardering van de ondernemingen te testen, daar Stevens en Jose (1992) data gebruikt hebben over vijf jaren.

5.2.2 Filtering

Initieel is een volledige dataset in Compustat gecreëerd die alle variabelen bevat welke Compustat voor de Nederlandse markt beschikbaar heeft. Deze dataset bevat informatie over 145 bedrijven die betrekking hebben op de jaren 1989 tot en met 2014. In totaal zijn dit 2362 observaties.

Zoals besproken in de voorgaande sub paragraaf, heeft de eerste selectie plaatsgevonden middels de tijdsperiode. Zoals is verklaard betreft deze tijdsperiode 2007 tot en met 2012. Deze dataset vormt de basis voor de volgende stappen van de filtering. Voor de tijdsperiode van 2007 tot en met 2012 maken 144 ondernemingen deel uit van de dataset.

Na deze selectie zijn de ondernemingen gefilterd die niet over al deze zes jaren informatie hebben. Dit komt omdat niet alle ondernemingen gedurende deze zes jaren genoteerd waren aan de Nederlandse beurs. Vervolgens is geprobeerd bij de overgebleven ondernemingen om, zoals eerder vermeld, ontbrekende data aan te vullen middels de Company Infogator. Ondernemingen waarvan de informatie onvolledig bleef zijn gefilterd uit de dataset. Na deze filtering blijven er nog 97 ondernemingen over in de dataset.

De volgende filtering die is toegepast heeft betrekking op de financiële instellingen. Gezien het feit dat deze ondernemingen financiële overheidssteun hebben ontvangen tijdens de crisis, is dit een soort onderneming die niet geschikt is om mee te nemen in dataset. Na deze filtering blijven er nog 68 ondernemingen over in de dataset.

De volgende filtering heeft betrekking op de ondernemingen die geen cash dividenden hebben uitgekeerd in de periode tussen 2007 en 2012. Ondernemingen die in deze periode geen cash dividenden hebben uitgekeerd zijn gefilterd uit de dataset. Voor sommige ondernemingen is echter een uitzondering gemaakt. Deze uitzondering geldt voor ondernemingen die een jaar tussendoor geen dividend uitkeerden, maar waar wel de resterende vijf jaren dividend werd uitgekeerd volgens een vast patroon. In totaal zijn er 25 individuele observaties van de in totaal 324 waar geen dividend is uitgekeerd. Na deze filteringen blijft een dataset over met 54 ondernemingen die gedurende alle jaren

2007 tot en met 2012 genoteerd waren, waarvan de data compleet is over deze jaren, die cash dividenden uitkeren en geen financiële instelling betreft. Deze 54 ondernemingen leveren concreet 324 observaties op. De lijst met de 54 ondernemingen die voor dit onderzoek gebruikt worden is te vinden in bijlage 1. In die tabel zijn de ondernemingen terug te vinden met bijhorende ISIN (International Security Identification Number) codes.

Bij een aantal van de observaties waren outliers te vinden. Zo kent Snowworld NV een zeer onevenwichtig uitkeringsklimaat. In 2011 en 2012 bedroegen de pay out ratio's respectievelijk 81 en 43. Omwille van deze waarden is Snowworld verwijderd uit de steekproef. Een andere outlier die manueel geselecteerd is betreft de pay out ratio van Wereldhave NV in 2008. Deze pay out ratio had een waarde van 195, waar de overige jaren waarden lieten zien tussen de 0,44 en 1,77. Om zorg te dragen dat deze outlier niet een vertekend beeld geeft in het model, is gekozen om de specifieke outlier te vervangen voor een gemiddelde van de overige jaren.

5.3 Empirisch model

Voor de uitvoering van de regressieanalyse dient gebruik te worden gemaakt van een aantal controle variabelen. Deze controlevariabelen worden meegenomen in de regressieanalyse om te controleren op bepaalde effecten waardoor de omitted variable bias wordt gecorrigeerd. Voor het bepalen van de controlevariabelen zijn twee eerder gebruikte modellen interessant. Deze modellen zijn eerder toegepast bij onderzoeken die het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming hebben getoetst. Beide modellen met bijhorende controlevariabelen zullen kort toegelicht worden waarna besproken wordt welk model de voorkeur geniet.

5.3.1 Hirshey and Weygandt model

Stevens en Jose (1992) gebruiken het Hirshey and Weygandt model om het effect van een dividendbeleid op de waardering van de onderneming te testen. Dit model maakt gebruik van een aantal controlevariabelen, waaronder de advertisement to sales ratio, research & development to sales ratio, four firm concentration ratio, groei in sales en de risicofactor.

5.3.2 Hu and Chen model

Hu en Chen (2012) gebruiken andere controlevariabelen dan Stevens en Jose (1992). Zij maken gebruik van de controlevariabelen Leverage, het natuurlijk logaritme van de assets, de groei in operating income, assetturnover, proportie van de grootste aandeelhouder. Naast deze controle variabelen controleren zij voor de jaren en de industrie van onderneming middels jaardummy's en industriedummies.

De definitieve keuze voor de controlevariabelen gaat uit naar het model van Hu en Chen (2012). Deze keuze wordt met name beïnvloed door de beschikbaarheid van de data voor de controlevariabelen. De variabelen zullen nader besproken worden in paragraaf 6.3.

5.4 Variabelen

In de vorige paragraaf zijn de modellen besproken die eerder in bestaande empirische onderzoeken zijn gebruikt om het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming te testen. Uit die bespreking is een voorkeur voor het empirisch model naar voren gekomen. De variabelen die voorkomen in het model zijn nog niet voldoende besproken. Deze paragraaf zal die variabelen nader bespreken. Hieronder is de regressievergelijking weergegeven met de variabelen die in deze paragraaf besproken worden.

$$\frac{P}{B} = \alpha + \beta_1 SDPOR + \beta_2 SDEAR + \beta_3 PORAVG + \beta_4 LEV + \beta_5 LNAsset + \beta_6 SalesGrowth + \beta_7 Assetturnover + \beta_8 TOP1 + \beta_9 YEAR + \beta_{10} IND + \varepsilon$$

5.4.1 Market to book

Indien een dividendbeleid relevant is voor de waardering van de onderneming, dan dienen de maatstaven die een dividendbeleid aangeven een statistisch significant effect te hebben op een afhankelijke variabele die een maatstaf is voor de waardering van de onderneming. Om in dit onderzoek de waardering van de onderneming te definiëren wordt gebruik gemaakt van de market to book ratio.

De market to book ratio is zoals Sharma, Branch, Chgawla, en Qiu (2013) aangeven een algemene maatstaf voor de relatieve waardering van een onderneming de afgelopen twee decennia.

Marangu en Jagongo (2014) geven aan dat de price to book ratio een waarderingsratio is die gebruikt wordt door investeringsadviseurs, effectenmanagers en investeerders om de marktwaarde van de onderneming te vergelijken met de boekwaarde van de onderneming.

De market to book ratio is naast een algemene maatstaf voor de relatieve waarde van de onderneming ook een interessante maatstaf voor de prestatie van de onderneming, omdat het de differentieel aangeeft tussen de net assets van de onderneming en de waardering vanuit de markt. De marktwaarde van de onderneming wordt weergegeven

door marktkapitalisatie middels de aandelenmarkt en de boekwaarde betreft een accountancy begrip die de boekwaarde van de bezittingen weergeeft.

Middels de berekening van de market to book ratio kan onderzocht worden of de markt de onderneming hoger waardeert dan de boekwaarde. Dit is af te leiden uit de waarde van de market to book, welke een premium kan weergeven.

De market to book ratio wordt vaak weergegeven als de price to book ratio. Deze ratio geeft dezelfde waarde aan, echter op het niveau per aandeel. De formule van de price to book ratio is hieronder weergegeven.

$$P/B = \frac{\text{Price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Wanneer de P/B groter is dan één, houdt dit in dat de markt de onderneming hoger waardeert dan de boekwaarde van de onderneming. Deze premiums geven aan in hoeverre een Euro geïnvesteerd in de onderneming, interessante winsten oplevert voor de investeerders. Een hoge premium geeft aan dat iedere extra investering resulteert in aantrekkelijke winsten voor de investeerders. Het tegenovergestelde is dat lage premiums resulteren in minder aantrekkelijke winsten. Sharma et al. (2013) schrijft dat de market to book niet alleen indicatief is voor de inzet en effectiviteit van de assets, maar tevens voor de potentie in toekomstige groei van de onderneming.

Voor het bruikbaar maken van deze afhankelijke variabele is gekozen om de price to book van einde boekjaar te gebruiken. Middels Amadeus (Bureau van Dijk) zijn de marktprijzen op jaareinde en de boekwaarde per aandeel op jaareinde verkregen. Daarnaast kan de price to book ratio ook direct verkregen worden via Amadeus. Voor verificatie van de juistheid van de direct gegenereerde price to book ratio's zijn ook de marktprijzen op eindejaar en de boekwaarde per aandeel op eindejaar verkregen.

5.4.2 Dividend smoothing

Om het effect van dividend smoothing te testen op de waardering van de onderneming kan gebruik gemaakt worden van verschillende variabelen die dividend smoothing weergeven. Deze zullen in deze sub paragraaf toegelicht worden.

Stevens en Jose (1992) maken gebruik van de standaard deviatie van de pay out ratio als onafhankelijke variabele die dividend smoothing meet.

Een andere methode die vaker voorkomt in de literatuur betreft het Lintner model, welke wordt omgezet in een vergelijking die getest kan worden. Om te constateren of een onderneming dividend smoothing toepast herschrijven Hu en Chen (2012) het Lintner model tot een empirisch te testen vergelijking. Deze is onderstaand weergegeven. Zij verwerken dividend smoothing als een dummy variabele in hun model. Wanneer een onderneming haar dividenden smooth volgens het Lintner model, zal de dummy variabele zich vertalen in een 1.

$$D_{it} = \alpha + b_i E_{it} + (1 - C_i) D_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

In deze vergelijking wordt de 'Speed of Adjustment' weergegeven middels de C_i . De werking van de 'Speed of Adjustment' is reeds eerder uiteengezet in paragraaf 2.5. De target pay out ratio kan worden verkregen door de b_i te delen door de C_i . Leary en Michaely (2008) stellen dat een target pay out ratio vandaag de dag minder relevant is dan het was in de tijd van Lintner. Hiermee geven zij aan dat het model zoals bovenstaand weergegeven is mogelijk niet meer accuraat een hedendaags dividendbeleid kan beschrijven.

Om dividend smoothing weer te geven in het model van dit onderzoek wordt de onafhankelijke variabele van dividend smoothing zoals Stevens en Jose (1992) deze aangeven toegepast. Dit is de standaarddeviatie van de pay out ratio. Stevens en Jose (1992) geven aan dat voor de analyse van dividend smoothing de standaard deviatie van de pay out ratio is toegevoegd. Ondernemingen die dividend smoothen hebben volatiele pay out ratio's aangezien de winsten meer zullen stijgen en dalen dan dividenden over een bepaalde tijdsspanne (Stevens en Jose, 1992). Een hoge standaard deviatie van de pay out ratio geeft daarom aan dat een onderneming relatief meer dividend smoothing toepast.

5.4.3 Leverage

Deze variabele controleert voor het financiële risico van de onderneming. Leverage wordt berekend als de totale schuld gedeeld door de totale assets. De totale schuld wordt weergegeven middels de schuld op korte termijn plus de schuld op lange termijn. Deze individuele data zijn via Compustat te vinden voor de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

5.4.4 LNassets

Voor het weergeven van de omvang van de onderneming zijn er verschillende mogelijkheden voorhanden. Hu en Chen (2012) gebruiken het natuurlijk logaritme van de totale activa voor het meten van het effect van de ondernemingsomvang op de

waardering van de onderneming. Het natuurlijk logaritme van de assets wordt genomen omdat verwacht wordt dat het verband met de price to book niet lineair is. Indien de assets groter worden wordt verwacht dat op een bepaald moment de price to book niet evenredig groter wordt.

5.4.5 Top1

Om het effect van aandeelhoudersconcentratie te meten op de waardering van de onderneming, maken Hu en Chen (2012) gebruik van een top1 variabele die het totale percentage aandelen van de grootste aandeelhouder weergeeft. De data van de grootste aandeelhouders is beschikbaar via Compustat.

5.4.6 Growth

De groei geeft de variabele weer die het effect van de groei opportuniteiten meet op de waardering van de onderneming. In het onderzoek van Hu en Chen (2012) wordt gebruik gemaakt van de groei in operating income. Stevens en Jose (1992) maken gebruik van de groei in sales. Voor dit onderzoek zal gebruik gemaakt worden van de laatste variant, aangezien Compustat beperkt is met de data van operating income.

5.4.7 Asset turnover

De asset turnover geeft de efficiëntie weer van het gebruik van de activa van de onderneming. De asset turnover wordt berekend door de totale sales te delen door de totale activa van de onderneming. Hoe hoger de waarde van de ratio des te efficiënter een onderneming haar activa weet te gebruiken voor het genereren van omzet.

5.4.8 Gemiddelde pay out ratio

Het gemiddelde van de pay out ratio geeft het gemiddelde weer van de pay out ratio's over de zes jaren van 2007 tot en met 2012. Dit gemiddelde wordt berekend voor iedere onderneming in de steekproef. Stevens en Jose (1992) berekenen de gemiddelde pay out ratio op gelijke wijze over de verschillende jaren die hun dataset telt.

5.4.9 Standaarddeviatie Earnings

Het beeld dat de standaarddeviatie van de pay out ratio geeft van dividend smoothing hangt af van de volatiliteit van de winst. Daarom wordt de volatiliteit van de winsten als controlevariabele toegevoegd. Deze variabele is berekend als de standaarddeviatie van de winst per aandeel over de jaren 2007 tot en met 2012.

5.4.10 Dummy variabelen

In het empirisch model van Hu en Chen (2012) zijn jaar dummy's en industrie dummy's toegevoegd. Voor het controleren van de jaren worden vijf jaardummy's toegevoegd. Dit gebeurt voor de jaren 2007 tot en met 2011. Een dummy voor het jaar 2012 wordt weggelaten in verband met de multicollineariteit.

Daarnaast gebruiken Hu en Chen (2012) industrie dummy's om het effect van een industriecategorie te meten op de waardering van de onderneming. In dit model zijn er ook industrie dummy's toegevoegd. Er is gebruik gemaakt van de standaard industrie classificatie, waar er onderscheid gemaakt wordt tussen negen categorieën, die wederom onderverdeeld worden. Voor dit model wordt gebruik gemaakt van negen industrie categorieën die er in beginsel zijn. Van deze categorieën zijn er acht industrie categorieën (nummer één tot en met acht) die voorkomen in de steekproef. Categorie negen komt niet voor in de sample. Om geen probleem te vormen met de multicollineariteit zijn er zeven industrie dummy's aangemaakt.

Hoofdstuk 6: Algemene statistieken

6.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden een aantal algemene statistieken van de data gegeven en besproken.

6.2 Statistieken

In tabel 1 worden een aantal beschrijvende statistieken van de variabelen die voorkomen in het model weergegeven. Deze beschrijvende statistieken hebben betrekking op 324 observaties. Deze observaties komen voort uit 54 ondernemingen over zes achtereenvolgende jaren.

Uit de tabel blijkt dat de gemiddelde pay out ratio van de steekproef 56,82% bedraagt. Het gemiddelde van de standaarddeviatie van de pay out ratio bedraagt 0,7975. Het gemiddelde van de standaarddeviatie van de winsten bedraagt 2,0564.

In de tabel valt de hoogte van de standaarddeviatie van het totaal van de activa (TotalAsset) erg op. Deze hoogte wordt gestaafd door het enorme verschil tussen de minimum en de maximum waarde.

Door het natuurlijk logaritme te nemen van het totaal van de activa neemt de scheefheid af van 2,566 naar -0,102, waarmee de verdeling evenwichtiger is geworden. De scheefheid van de standaarddeviatie van de pay out ratio geeft een evenwichtige waarde aan die 0,3664 bedraagt. Zeven van de tien variabelen laten een absolute waarde zien die hoger is dan 1. Bij waarden hoger dan 1 wordt gesproken van een scheve verdeling.

Tabel 1. Beschrijvende statistieken

Variabele	Aantal	Beschrijvende statistieken					
		Gemiddelde	Deviatie	Minimum	Maximum	Mediaan	Scheefheid
Leverage	324	0,2642	0,1368	0	0,68	0,2626	0,501
TotalAsset	324	5022,461	8830,054	19,459	47512,000	1342,139	2,566
Lnasset	324	7,0059	1,98176	2,97	10,77	7,2028	-0,102
TOP1	324	0,192	0,17107	0,03	0,8	0,1516	1,888
SalesGrowth	324	0,0603	0,23946	-0,76	2,18	0,0412	3,774
Assetturnover	324	1,3623	0,99637	0,05	10,23	1,2212	3,397
PORAVG	324	0,5682	0,65247	0,01	3,85	0,3563	3,02
SDPOR	324	0,7975	1,16561	0,02	5,69	0,5454	0,3664
SDEAR	324	2,0564	2,93812	0,08	15,12	1,2189	3,07
PriceBook	324	1,9399	1,28375	0,22	8,53	1,64	1,604

Onderstaande tabel geeft de totale cash dividenden weer van de steekproef. Een interessant gegeven dat uit deze tabel gehaald kan worden betreft het aantal ondernemingen dat geen cash dividenden uitkeerde. Er is een duidelijke stijging te zien in de jaren 2009 en 2010 van het aantal ondernemingen dat geen cash dividenden uitkeerden. Deze stijging is vermoedelijk te verklaren door het uitbreken van de financiële crisis in 2008.

Tabel 2. Aantal onderneming die geen cash dividend uitkeren

Jaar	Tot .cash dividend(in miljoenen euro's)	n	Gem. cash dividend(in miljoenen euro's)	Geen cash dividend (i)	% geen cash dividend
2007	7052,56	95	74,23750526	38	40%
2008	8330,35	95	87,68789474	35	37%
2009	7060,58	95	74,32189474	42	44%
2010	7284,72	96	75,88253125	41	43%
2011	8305,29	94	88,35410638	30	32%
2012	7963,57	94	84,71880851	32	34%

Zoals vermeld in subparagraaf 5.2.2, tijdens de beschrijving van de filtering van de dataset, is aangegeven dat een 25tal observaties van de 324 observaties, observaties betreffen waar geen cash dividend is uitgekeerd. Deze observaties zijn echter wel meegenomen in de steekproef, omdat de overige jaren wel een vast patroon van

dividenduitkering laten zien. Gedurende deze jaren is het dividend per aandeel namelijk nagenoeg gelijk gebleven tot lichtelijk gestegen. De onderstaande tabel geeft het aantal observaties per jaar weer van de in de dataset opgenomen ondernemingen waar geen cash dividend werd uitgekeerd. Interessant is te zien dat het patroon in deze observaties overeenkomt met de bovenstaande tabel.

Tabel 3. Dataset ondernemingen die geen cash dividend uitkeren

Jaar	Geen cash dividend (i)
2007	3
2008	1
2009	7
2010	8
2011	2
2012	4

Hoofdstuk 7: Regressieanalyse

7.1 Inleiding

Dit hoofdstuk bespreekt de regressieanalyse van deze masterproef. Specifiek worden de regressies toegelicht met als afhankelijke variabele de price to book. In paragraaf 7.2 wordt de correlatie besproken tussen de onafhankelijk variabelen. Deze waarden worden weergegeven in een tabel met het significantieniveau. Eerder in hoofdstuk 5 zijn de afhankelijke, controle en de onderzoeks variabelen besproken. De regressieresultaten van het effect van de onderzoeks variabelen op de price to book ratio wordt weergegeven en besproken in paragraaf 7.3.

7.2 Correlatie

In de onderstaande tabel wordt een Pearson correlatiematrix weergegeven. Hieruit is op te maken hoe de variabelen onderling correleren. De correlerende waarden zijn op de correlatie tussen de PORAVG en de SDPOR na niet erg hoog. Hierdoor kan gesteld worden dat er geen problemen zijn met de multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen. De correlerende waarde tussen de gemiddelde pay out ratio en de standaard deviatie van de pay out ratio is 0,877. Deze waarde komt overeen met de hoogte van de correlerende waarde uit het onderzoek van Stevens en Jose (1992), daar zij een correlerende waarde van 0,7097 verkrijgen. Volgens Stevens en Jose (1992) vormt dit geen probleem voor het onderzoek.

Tabel 4. Correlatiematrix

	Leverage	LNAsset	TOP1	SalesGrowth	Assetturnover	PORAVG	SDPOR	SDEAR
Leverage	1,000	0,185***	-0,014	-0,020	-0,335***	0,036	0,047	-0,143***
LNAsset		1,000	-0,349***	-0,062	-0,323	0,014	0,001	0,052
TOP1			1,000	0,13***	-0,036	0,001	0,032	-0,001
SalesGrowth				1,000	0,066	0,020	-0,001	-0,060
Assetturnover					1,000	0,064	-0,129***	-0,216***
PORAVG						1,000	0,877***	0,072*
SDPOR							1,000	0,101**
SDEAR								1,000

Legenda: * = significant op 10%, ** = significant op 5%, *** = significant op 1%

7.3 Regressieanalyse

Voor de uitvoering van de regressieanalyse is gebruik gemaakt van de ordinary least squares (OLS) methode middels een pooled regressie.

In tabel 5 worden de regressieresultaten besproken die het effect weergeven op de afhankelijke variabele price to book ratio. In totaal zijn er zeven verschillende modellen die het effect van verschillende onafhankelijke en onderzoeks variabelen weergeven op de afhankelijk variabele.

Voor de modellen 1 tot en met 7 is gebruikt gemaakt van 324 observaties per model. Deze 324 observaties representeren data van 54 ondernemingen over zes achtereenvolgende jaren.

Model 1 geeft een regressie weer met de controlevariabelen, waar de dummy controlevariabelen en de standaarddeviatie van de earnings achterwege gelaten zijn. Daarnaast is de getoetste onafhankelijke variabele aan dit model toegevoegd, dit is specifiek de standaarddeviatie van de pay out ratio. Uit model 1 blijkt dat het natuurlijk logaritme van de assets, de assetturnover, het gemiddelde van de pay out ratio en de onderzochte standaarddeviatie van de pay out ratio significant zijn op het niveau van 1%. De relatie tussen de standaarddeviatie van de pay out ratio en de relatieve waardering van de onderneming laat in dit model een zeer significante negatieve relatie zien. Eerder is aangegeven dat een hoge standaarddeviatie van de pay out ratio duidt op dividend smoothing. Model 1 laat zien dat dividend smoothing een zeer significant negatief effect heeft op de relatieve waardering van de onderneming. De coëfficiënt van de standaarddeviatie van de pay out ratio geeft namelijk een waarde van -0,877, welke significant is op het 1% significantieniveau. Model 1 heeft een R square van 0,29, dit geeft aan dan 29% van de variantie in de afhankelijke variabele verklaard wordt door de onafhankelijk variabelen. Daarnaast geeft de ANOVA tabel de modeltoets weer, waar model 1 een F waarde geeft van 18,483 welke significant is op het 1% significantieniveau.

In model 2 zijn naast de variabelen als in model 1 de standaarddeviatie van de earnings toegevoegd. De standaarddeviatie van de earnings controleert voor de volatiliteit in de earnings. In model 2 blijft de standaarddeviatie van de pay out ratio significant op het 1% significantieniveau. Daarnaast blijven net als in model 1 het natuurlijk logaritme van de assets en de assetturnover significant op het 1% significantieniveau. De nieuw toegevoegde controlevariabele (standaarddeviatie van de earnings) laat een significant negatief effect zien op de afhankelijke price to book. Deze negatieve relatie is te

verklaren wanneer de standaarddeviatie van de earnings geïnterpreteerd kan worden als een maatstaf voor risico. Hoe hoger de volatiliteit in de earnings hoe hoger het risico. De negatieve coëfficiënt van de standaarddeviatie van de pay out ratio verandert licht ten opzichte van model 1. Deze duidt een negatieve relatie aan tussen dividend smoothing en de relatieve waardering van de onderneming. De R square van model 2 is 0,34. De F waarde van model 2 geeft een waarde van 20,263 welke significant is op het 1% significantieniveau.

In model 3 zijn naast de controle en de onafhankelijke variabelen die gebruikt zijn in model 1 en 2, jaardummy's toegevoegd. In model 3 blijft de standaarddeviatie van de pay out ratio significant op het 1% significantieniveau. Daarnaast blijven net als in model 1 en 2 het natuurlijk logaritme van de assets, de assetturnover, de gemiddelde pay out ratio en de standaarddeviatie van de earnings significant op het 1% significantieniveau. De R square van model 3 is 0,423. De F waarde van model 3 geeft een waarde van 17,499 welke significant is op het 1% significantieniveau.

In model 4 zijn de jaardummy's weggelaten en vervangen door de industrie dummy's. De andere controlevariabelen zoals eerder gebruikt in model 2 en model 3 blijven wel behouden in het model. De industriedummy's laten, op een industriecategorie na, een significant effect zien op de afhankelijke price to book ratio. De standaarddeviatie van de pay out ratio laat wederom een significant negatief effect op het 1% significantieniveau zien op de relatieve waardering van de onderneming. De R square geeft een waarde weer van 0,467. De modeltoets geeft een F waarde weer van 17,499, welke significant is op het 1% significantieniveau.

Model 5 is een regressie waar alle controlevariabelen inclusief de jaar- en industriedummy's zijn meegenomen. De onafhankelijke variabele, de standaarddeviatie van de pay out ratio die dividend smoothing weergeeft, laat wederom een significante negatieve relatie zien tot de relatieve waardering van de onderneming. De variabelen assetturnover, het natuurlijke logaritme van de assets, de gemiddelde pay out ratio en de standaarddeviatie van de earnings laten net als in de eerdere modellen een significant effect zien op het 1% significantieniveau. De R square neemt een waarde aan van 0,548. De modeltoets geeft een F waarde weer van 18,386 welke significant is op het 1% significantieniveau.

Bij model 6 is een gelijke regressie uitgevoerd als bij model 5, echter is hier de TOP1 variabele weggelaten omdat deze in de eerste vijf modellen een verre van significant effect laat zien. In de presentatie van de resultaten van Hu en Chen (2012) laat de TOP1

ook een t waarde zien die verre van significant is. De onafhankelijk variabele die het effect van dividend smoothing weergeeft op de afhankelijk variabele laat wederom een negatief effect zien op 1% significantie niveau. De R square laat met het weglaten van de TOP1 variabele een nagenoeg gelijke waarde zien als in model 5, namelijk 0,546. De modeltoets geeft een F waarde weer van 19,265 welke significant is op het 1% significantieniveau.

In Model 7 wordt de gemiddelde pay out ratio weggelaten. Vanuit de correlatietabel bleek dat er een hoge multicollineariteit aanwezig is tussen de gemiddelde pay out ratio en de standaarddeviatie van de pay out ratio. Deze toepassing is gelijk aan de toepassing van Stevens en Jose (1992). Met het weglaten van de gemiddelde pay out ratio laat de coëfficiënt van de standaarddeviatie van de pay out ratio geen significante relatie zien met de afhankelijke variabele.

7.4 Conclusie

De eerste zes modellen laten gelijke resultaten zien omtrent de variabele die dividend smoothing ten aanzien van de waardering van de onderneming weergeeft, daar er een significant negatief effect wordt weergegeven in ieder van de zes modellen. In model 7, waar de gemiddelde pay out ratio wordt weggelaten, verdwijnt het significante effect van de standaarddeviatie van de pay out ratio.

De gevonden resultaten zijn tegenstrijdig met de conclusie uit het onderzoek van Hu en Chen (2012), waar een positieve relatie tussen dividend smoothing en de waardering van de onderneming gevonden wordt. De resultaten van dit regressieonderzoek laten wel gelijke resultaten zien als het onderzoek van Stevens en Jose (1992). De significante negatieve relatie tussen de standaarddeviatie van de pay out ratio en de price to book in dit onderzoek komt overeen met de resultaten en de conclusie van Stevens en Jose (1992).

Tabel 5. Regressieresultaten, afhankelijke variabele price/book

Afhankelijke variabele is Price/Book

		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
Onafhankelijke variabelen	Leverage	-0,111	-0,594	-0,366	-0,877*	-0,566	-0,544	0,005
	Lnasset	0,117***	0,124***	0,13***	0,071**	0,080**	0,093***	0,130***
	TOP1	-0,235	-0,249	-0,203	-0,439	-0,377		
	SalesGrowth	0,232	0,183	0,092	0,201	0,102	0,061	0,117
	Assetturnover	0,282***	0,234***	0,257***	0,302***	0,330***	0,343***	0,481***
	PORAVG	1,539***	1,259***	1,245***	1,380***	1,349***	1,360***	
	SDPOR	-0,877***	-0,715***	-0,708***	-0,757***	-0,741***	-0,749***	-0,026
	SDEAR		-0,107***	-0,104***	-0,099***	-0,095***	-0,094***	-0,112***
	Year2007			0,909***		0,890***	0,896***	0,904***
	Year2008			-0,256		-0,271	-0,27	-0,287
	Year2009			0,243		0,235	0,234	0,257
	Year2010			0,316		0,312*	0,320*	0,33*
	Year2011			-0,056		-0,057	-0,054	-0,048
	Ind1				-1,357***	-1,369***	-1,396***	-1,344***
	Ind2				-0,598**	-0,609**	-0,646***	-0,626**
	Ind3				-0,565**	-0,551**	-0,577**	-0,678***
	Ind4				0,747**	0,687**	0,600*	0,671**
	Ind5				-1,134***	-1,175***	-1,222***	-1,351***
	Ind6				-0,273	-0,339	-0,356	-1,093***
	Ind7				-0,953***	-0,955***	-0,1,005***	-0,744**
Constante	0,619*	1,019	0,689*	1,990***	1,629***	1,475***	1,160***	
Regressiegegevens	R square	0,29	0,34	0,423	0,467	0,548	0,546	0,486
	Adjusted R square	0,275	0,323	0,399	0,441	0,518	0,518	0,455
	F	18,483***	20,263***	17,499***	17,955***	18,386***	19,265***	15,999***
	Aantal observaties	324	324	324	324	324	324	324

Legenda: * = significant op 10%, ** = significant op 5%, *** = significant op 1%

Conclusie en kritische reflectie

8. Conclusie en kritische reflectie

8.1 Inleiding

Dit laatste hoofdstuk geeft de eindconclusie weer van dit onderzoek. In de conclusie wordt een antwoord geformuleerd op de onderzoeksvraag. Tevens zal in dit hoofdstuk een kritische reflectie gegeven worden waarin de beperkingen van dit onderzoek besproken worden. Vanuit deze kritische reflectie worden aanbevelingen gegeven voor verder onderzoek.

8.2 Conclusie

Deze masterproef heeft tot doel het effect van dividend smoothing op de waardering van de onderneming te onderzoeken. Naar aanleiding van dit doel is de volgende onderzoeksvraag gedefinieerd:

Bestaat er een verband tussen het hanteren van een dividendbeleid in de vorm van dividend smoothing en de waardering van een onderneming?

Waar Miller en Modigliani (1961) aangeven, gezien vanuit een perfecte kapitaalmarkt, dat een dividendbeleid geen effect heeft op de waardering van de onderneming, is gebleken dat er een aantal factoren is die ervoor kunnen zorgen dat er wel een effect van een dividendbeleid op de waardering van de onderneming kan zijn. Dit betreft het gebruik van dividenden om het agency probleem tussen managers en aandeelhouders te verminderen en de informatie asymmetrie te verminderen door dividenden als signaal te laten gelden.

Uit de uiteenzetting blijkt dat er empirische steun gevonden wordt dat dividenden de agency problemen tussen managers en aandeelhouders kunnen verminderen. De empirische resultaten voor de signaalwaarde van dividenden lopen erg uiteen. De theorie voor de signaalwaarde wordt maar zelden bevestigd middels empirisch bewijs.

De reden waarom ondernemingen een beleid van dividend smoothing hanteren kan voornamelijk gevonden worden bij de perceptie van de managers. Managers geloven dat investeerders een constant dividendbeleid waarderen. Zij stellen tevens dat de afkeer in het verminderen van dividend een belangrijke motivatie is om een beleid als dividend smoothing uit te voeren.

De tweede deelvraag behandelt de determinanten van dividend smoothing om de reden van dividend smoothing beter te begrijpen. Er is kort een link gelegd tussen de factoren die de uitkering van dividend verklaren en een dividendbeleid als dividend smoothing. Uit

de literatuurstudie blijkt dat dividend smoothing beter wordt verklaard door de aanwezige agency problemen dan door de aanwezigheid van informatie asymmetrie.

Uit de bestudering van de empirische onderzoeken blijkt dat er empirische steun gevonden wordt dat ondernemingen die te maken hebben met aandeelhouders die bij de wet minder bescherming hebben hun dividenden meer smoothen. Daarnaast doen publieke ondernemingen meer aan dividend smoothing dan de private ondernemingen. Ook is gebleken dat grotere en oudere ondernemingen meer dividend smoothing toepassen dan kleine en jongere ondernemingen.

In het algemeen blijkt dat dividend smoothing beter verklaard kan worden door de vermindering van agency problemen dan door de vermindering van de informatie asymmetrie.

Een hoge standaarddeviatie duidt volgens Stevens en Jose (1992) op dividend smoothing. Middels de uitkomsten van de regressieanalyse kan gesteld worden dat dividend smoothing een negatief effect heeft op de relatieve waardering van de onderneming. De significante negatieve relatie tussen de standaarddeviatie van de pay out ratio en de price to book in dit onderzoek komt overeen met de resultaten en de conclusie van Stevens en Jose (1992). Hu en Chen (2012) vonden wel een positieve relatie tussen dividend smoothing en de waardering van de onderneming.

De reden voor het negatieve effect is niet duidelijk, de dividend puzzel blijft bestaan. Leary en Michaely (2008) geven aan dat het inzicht aangaande de reden voor de toepassing van dividend smoothing nog altijd niet volledig is. Zij concluderen echter wel dat ieder onderzoek aangaande dit onderwerp de materie een stap dichterbij brengt. Stevens en Jose (1992) concluderen eveneens dat meer onderzoek nodig is om het belang een dividendbeleid aan te tonen en het afstemmen van een dividendbeleid met de maximalisatie van de waardering van de onderneming.

8.3 Kritische reflectie en beperkingen van het onderzoek

Deze paragraaf zal een aantal kritische beperkingen plaatsen bij het uitgevoerde onderzoek. Eveneens zullen een aantal aanbevelingen gegeven worden voor verder onderzoek.

Dit onderzoek spitst zich toe op de Nederlandse markt. Voor de Nederlandse markt an sich is dit geen beperking. Echter kan dit onderzoek niet als representatief gezien worden voor het vormen van een beeld van het effect van dividend smoothing op de waardering

van de onderneming voor de analyse van andere markten. Marco-economische effecten kunnen mogelijk een verschil maken in deze.

De volgende beperking kan gerelateerd worden aan de omvang van de steekproef. De steekproef bevat 324 individuele observaties van in totaal 54 ondernemingen. Deze 54 ondernemingen beslaan ongeveer de helft van alle ondernemingen die genoteerd staan aan de Nederlandse beurs. Deze 54 ondernemingen blijven over van een aanvankelijk totaal van 110 ondernemingen, omdat er filters zijn toegepast. De filtering is besproken in paragraaf 5.2.2.

Ondanks het feit dat het totaal aan dividenden uitgekeerd tijdens crisistijd niet veel lager is dan in de periode voor de crisis, blijft de crisisperiode natuurlijk een beperking van het onderzoek. De reden voor de keuze van de tijdsperiode is besproken in sectie 5.2.1.

Het aantal jaren waarover het effect van dividend smoothing op de relatieve waardering is onderzocht dient opgemerkt te worden. Voor de analyse van dividend smoothing op de waardering van de onderneming kan een betrouwbaardere analyse gevormd worden door middel van een langere tijdsperiode. De data voor een langere tijdsperiode was echter niet voorhanden. Ondanks deze beperking is getracht een zo lang mogelijk tijdsperiode te selecteren.

De wijze waarop de regressie is uitgevoerd kan als beperking worden gezien. Er is gebruik gemaakt van een OLS methode in plaats van een panel data regressie.

Een volgende beperking heeft te maken met de onderzochte variabele te maken. De standaarddeviatie van de pay out ratio geeft niet in alle gevallen een volledig beeld van dividend smoothing weer. Wanneer de winsten over een bepaalde periode gelijk blijven en de dividenden constant blijven kunnen zich problemen voordoen bij de uitwerking van dit onderzoek. Om dit probleem enigszins te ondervangen is de variabele die de volatiliteit van de winsten weergeeft toegevoegd.

De aanbevelingen voor verder onderzoek komen voort uit de beperkingen van dit onderzoek. Bij een volgend onderzoek kan gebruik worden gemaakt van een andere proxy voor dividend smoothing. Daarnaast kan getracht worden het onderzoek over een andere en/of langere tijdsperiode uit te voeren met een grotere omvang van de steekproef.

Lijst van de geraadpleegde werken

- Aggarwal, R. A. J., Cao, J., & Chen, F. (2012). Information Environment, Dividend Changes, and Signaling: Evidence from ADR Firms. *29(2)*, 403-431.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, *55(6)*, 2499-2536.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, *1*, 337-429.
- Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1986). Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. *Financial Management (1972)*, *15(3)*, 27-44.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business & Economics*, *38(2)*, 17.
- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*, *52(3)*, 1007-1034.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, *10(1)*, 259-270.
- 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.
- Brennan, M. J., & Thakor, A. V. (1990). Shareholder Preferences and Dividend Policy. *Journal of Finance*, *45(4)*, 993-1018.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, *79(2)*, 293-315.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, *40(3)*, 341-371.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1994). The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, *29(4)*, 567-587.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, *74(4)*, 650.
- Emery, D. R., & Finnerty, (1997). *Corporate Financial Management*: Prentice Hall.
- Frentrop, P. M. L. (2012). Andermans geld: Over de korte termijn geneigdheid van institutionele beleggers.
- Gelb, D. S. (2000). Corporate signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Accounting Disclosures: An Empirical Study. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, *15(2)*, 99-120.

- Gonedes, N. J. (1978). Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 26-79.
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2008). A Theory of Dividend Smoothing¹.
- Hail, L., Tahoun, A., & Wang, C. (2014). Dividend Payouts and Information Shocks. *Journal of Accounting Research*, 52(2), 403-456.
- Healy, P. M., & Palepu, K. O. (1988). EARNINGS INFORMATION CONVEYED BY DIVIDEND INMATIONS AND OMISSIONS. *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Howatt, B., Zuber, R. A., Gandar, J. M., & Lamb, R. P. (2009). Dividends, earnings volatility and information. *Applied Financial Economics*, 19(7), 551-562.
- Hu, F., & Chen, X. (2012, 2012). *Dividend smoothing and firm value: Evidence from Chinese firms*.
- Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sen, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29(1), 200-220.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jeong, J. (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review*, 17, 76-88.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Kai, L., & Xinlei, Z. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 37(4), 673-694.
- Kalay, A. (1980). SIGNALING, INFORMATION CONTENT, AND THE RELUCTANCE TO CUT DIVIDENDS. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 15(4), 855-869.
- Kalay, A. (2014). International Payout Policy, Information Asymmetry, and Agency Costs. *Journal of Accounting Research*, 52(2), 457-472.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810.
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989). DIVIDEND ANNOUNCEMENTS Cash Flow Signalling vs. Free Cash flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181-191.
- Leary, M., & Michaely, R. (2008). Why firms smooth dividends: empirical evidence. *Johnson School Research Paper Series*(11).

- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, 24(10), 3197-3249.
- 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. (2012). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-411.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Penman, S. H. (1983). The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends. *Journal of Finance*, 38(4), 1181-1199.
- Sharma, A., Branch, B., Chgawla, C., & Qiu, L. (2013). Explaining Market-to-Book.
- Stevens, J. L., & Jose, M. L. (1992). The Effects of Dividend Payout, Stability, and Smoothing on Firm Value. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7(2), 195-212.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, (2008). *Fundamentals of Financial Management: Financial Times/Prentice Hall*.
- Varouj Aivazian, L. B., Sean Cleary. (2002). WHY SOME FIRMS SMOOTH THEIR DIVIDENDS AND WHY OTHERS DON'T. 39.
- Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191-211.

Bijlagen

Bijlage 1 Ondernemingen steekproef

Tabel 6. Ondernemingen in steekproef

Naam	International Security Identification Number
AALBERTS INDUSTRIES N.V.	NL0000852564
ACCELL GROUP N.V.	NL0009767532
AKZO NOBEL N.V.	NL0000009132
AMSTERDAM COMMODITIES N.V.	NL0000313286
ARCADIS N.V.	NL0006237562
ASM INTERNATIONAL N.V.	NL0000334118
ASML HOLDING N.V.	NL0010273215
BALLAST NEDAM N.V.	NL0000336543
BATENBURG TECHNIEK N.V.	NL0006292906
BETER BED HOLDING N.V.	NL0000339703
BRUNEL INTERNATIONAL N.V.	NL0010776944
CORBION N.V.	NL0010583399
CORIO N.V.	NL0000288967
CROWN VAN GELDER N.V.	NL0000345452
CTAC N.V.	NL0000345577
DOCDATA N.V.	NL0000345627
EXACT HOLDING N.V.	NL0000350361
FUGRO N.V.	NL0000352565
HEIJMANS N.V.	NL0009269109
HEINEKEN HOLDING N.V.	NL0000008977
HEINEKEN N.V.	NL0000009165
HOLLAND COLOURS N.V.	NL0000440311
HYDRATEC INDUSTRIES N.V.	NL0009391242
ICT AUTOMATISERING N.V.	NL0000359537
KENDRION N.V.	NL0000852531
KONINKLIJKE AHOLD N.V.	NL0010672325
KONINKLIJKE BAM GROEP N.V.	NL0000337319
KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER N.V.	NL0000852580
KONINKLIJKE BRILL N.V.	NL0000442523

KONINKLIJKE DSM N.V.	NL0000009827
KONINKLIJKE KPN N.V.	NL0000009082
KONINKLIJKE PHILIPS N.V.	NL0000009538
KONINKLIJKE REESINK N.V.	NL0000379303
KONINKLIJKE TEN CATE N.V.	NL0000375749
KONINKLIJKE VOPAK N.V.	NL0009432491
KONINKLIJKE WESSANEN N.V.	NL0000395317
MACINTOSH RETAIL GROUP N.V.	NL0000367993
N.V. NEDERLANDSCHE APPARATENFABRIEK 'NEDAP'	NL0000371243
NEWAYS ELECTRONICS INTERNATIONAL N.V.	NL0000440618
NSI N.V.	NL0000292324
NUTRECO N.V.	NL0010395208
POSTNL N.V.	NL0009739416
RANDSTAD HOLDING NV	NL0000379121
REED ELSEVIER N.V.	NL0006144495
ROYAL IMTECH N.V.	NL0010886891
SBM OFFSHORE N.V.	NL0000360618
SLIGRO FOOD GROUP N.V.	NL0000817179
STERN GROEP N.V.	NL0000336303
TELEGRAAF MEDIA GROEP N.V.	NL0000386605
TKH GROUP N.V.	NL0000852523
UNILEVER N.V.	NL0000009355
VASTNED RETAIL N.V.	NL0000288918
WERELDHAVE N.V.	NL0000289213
WOLTERS KLUWER N.V.	NL0000395903

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Dividend smoothing en de waardering van de onderneming

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

Jaar: **2015**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

van Wittmarschen, Theodorus

Datum: **2/06/2015**