

2015•2016
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef
Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Jill Grondelaers
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

2015•2016
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Jill Grondelaers
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

Woord vooraf

In het kader van de opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt, waarbij ik de afstudeerrichting accountancy koos, kreeg ik de kans een brede bedrijfseconomische vorming te genieten. Tijdens deze jaren is mijn belangstelling voor de accountancy alleen maar gegroeid.

De keuze voor het onderwerp “Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor” sluit aan bij mijn afstudeerrichting. Het was een thema dat mij onmiddellijk aansprak en het leek me erg interessant dit te onderzoeken. Ook omdat ik een grote interesse heb voor het beroep van auditor. Zelf wil ik vanaf oktober dan ook een carrière starten als junior auditor.

Door middel van een verkennende literatuurstudie heb ik inzichten verkregen in de belangrijkste delen omtrent mijn onderwerp. Vervolgens heb ik via mijn praktijkonderzoek onderzocht of het dividendbeleid bij Belgische ondernemingen een determinant is voor resultaatmanagement. Daarnaast ben ik nagegaan hoe de auditor omgaat met resultaatmanagement in de praktijk.

Deze masterproef was voor mij een erg interessante en leerrijke ervaring en heeft mijn kennis alleen maar verruimd. Dit was niet mogelijk geweest door een aantal personen die me enorm hebben gesteund. Daarom wil ik graag van deze gelegenheid gebruik maken om hen te bedanken. Ten eerste wil ik mijn promotor prof. Dr. Roger Mercken bedanken die me de kans gaf dit onderwerp uit te werken. Ik wil hem bedanken voor de tussentijdse feedback die hij me gaf waardoor ik dit eindresultaat heb kunnen bereiken.

Ook wil ik graag mijn ouders bedanken die mij de kans gaven na mijn professionele bacheloropleiding deze academische opleiding te volgen.

Daarnaast wil ik ook mijn zus, vriend en klasgenoten bedanken voor hun vele steun en advies.

Jill Grondelaers

Genk, mei 2016

Samenvatting

Een bedrijf heeft meestal een bepaald dividendbeleid waarin dividendbeslissingen worden genomen. De dividendbeslissing is een type financiële beslissing die het bedrag aan earnings beïnvloedt die een onderneming toekent aan aandeelhouders versus het bedrag dat de onderneming behoudt om te herinvesteren. Om een bepaalde dividendpolitiek aan te houden en zich op die manier bijvoorbeeld goed te blijven profileren op de beurs doen sommige ondernemingen aan earnings management. Het is de rol van de auditor om erop toe te zien dat de financiële overzichten een getrouw beeld geven en vrij zijn van materiële fouten veroorzaakt door fouten of fraude. Het dividendbeleid van de onderneming is hierbij een risicofactor.

In de internationale context werd al gedeeltelijk onderzocht of ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige groei meer dan andere ondernemingen geneigd zijn aan resultaatsturing te doen, maar alleszins nog niet in de Belgische context. Deze thesis tracht bijgevolg een antwoord te bieden op de volgende centrale onderzoeksvraag: "Zijn Belgische ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei meer dan andere ondernemingen geneigd aan resultaatsturing te doen en hoe reageert de auditor daarop?".

In het eerste hoofdstuk wordt de probleemstelling en onderzoeksopzet verduidelijkt. Hierbij worden de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen die deze onderzoeksvraag ondersteunen toegelicht en er wordt bovendien een uiteenzetting gegeven van hoe de literatuurstudie en het praktijkonderzoek aangepakt zal worden.

Het tweede hoofdstuk bestaat uit de literatuurstudie. Deze is onderverdeeld in twee grote delen, het eerste deel behandelt earnings management en het tweede deel behandelt dividenden en dividendbeleid. In beide delen wordt de rol van de auditor verwerkt. In het eerste deel wordt uitgelegd wat earnings management in het algemeen inhoudt. Daarnaast wordt dieper ingegaan op de rol van de externe auditor met betrekking tot earnings management. Externe auditoren verminderen namelijk de kansen van het management om in het laatste kwartaal de earnings van het boekjaar nog te kunnen sturen in een gewenste richting (Brown & Pinello, 2007). Ook wordt aandacht besteed aan hoe earnings management

wordt gemeten. Vervolgens wordt de link gelegd tussen earnings management en dividenden. Omdat earnings management mogelijk kostelijk is voor aandeelhouders (bijvoorbeeld, Erickson, Hanlon, en Maydew (2004) laten zien hoe resultaatmanagement kan leiden tot hogere belastingen voor de onderneming), is het feit dat managers bereid zijn deze kosten te maken om het dividendniveau van de firma te behouden een belangrijke indicator dat managers dividenden behandelen als erg belangrijk. Als laatste wordt de mate van earnings management in België besproken. Hierin wordt duidelijk dat er belangrijke institutionele verschillen tussen de Angelsaksische (waarop vorige onderzoeken meestal gebaseerd zijn) en de Belgische omgeving bestaan. Zo wordt er in België bijvoorbeeld slechts één jaarrekening neergelegd voor financiële rapporteringdoeleinden, de fiscale winst wordt berekend op basis van de winst in de gepubliceerde jaarrekening. Daardoor zijn de motieven voor earnings management hier verschillend aangezien in België niet snel aan winstverhogend management zal worden gedaan omdat men dan meer belastingen moet betalen. Dit werd ook bevestigd tijdens het interview wat aan bod komt tijdens het empirisch onderzoek. Uit een studie van Sercu, Vander Bauwhede en Willekens (2002) bleek dan ook dat ondernemingen die belastingen betalen hun earnings duidelijk meer reduceren dan ondernemingen die geen belastingen betalen. In het tweede deel wordt het gebied van de dividenden verder uitgediept. Ten eerste wordt er ingegaan op de grondleggers van de dividendtheorie. Hierin komen onder andere Miller en Modigliani (1961), DeAngelo en DeAngelo (2006, 2007) en Lintner (1956) aan bod. Lintner (1956) stelt dat managers ervan uitgaan dat beleggers een stabiele dividendgroei positief waarderen. Ten tweede wordt het begrip dividendsmoothing, het gladstrijken van dividenden, uitgediept. Ten derde wordt de link gemaakt tussen dividendbeleid en corporate governance. Zo laat een stabiele dividendpolitiek managers minder de kans toe om te spelen, bijvoorbeeld dure auto's te kopen, dividenden zullen dan immers lager zijn en de beurs straft dit af waardoor ook de koers lager zal zijn (Goergen M., 2012) . Op die manier nemen de dividenden dan een corporate governance rol op. Ten vierde wordt er een onderscheid gemaakt met betrekking tot het dividendbeleid en earnings management over verschillende landen. Hierbij wordt onder andere een onderscheid gemaakt tussen common law en civil law landen. Als laatste wordt er specifiek gekeken naar het dividendbeleid in België. Daaruit blijkt dat het model van Lintner

vooral van toepassing is op Belgische beursgenoteerde ondernemingen en het dividendbeleid bij Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen vaak ontbreekt (Deminor, 2007).

In hoofdstuk drie komt het empirisch onderzoek aan bod. Eerst wordt het dividendbeleid besproken van de Bel20, Bel Mid en Bel Small ondernemingen. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de ondernemingen die een dividendbeleid volgen gebaseerd op gelijkmatige dividendgroei versus ondernemingen met een ander dividendbeleid.

Aan de hand van de hypothese wordt getest of de ondernemingen uit de steekproef aan resultaatmanagement doen en of de ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei meer dan andere ondernemingen geneigd zijn aan resultaatsturing te doen. Uit deze hypothese blijkt dat Belgische ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige groei niet geneigd zijn meer aan resultaatsturing te doen dan andere ondernemingen. Het dividendbeleid heeft namelijk geen significante invloed op earnings management voor de Belgische bedrijven. Ook werd er een ondersteunend interview afgenomen met een Big 4 auditor om na te gaan hoe hij omgaat met earnings management in de praktijk en of hij de audit laat afhangen van het dividendbeleid van de ondernemingen. Daaruit bleek dat die auditor het dividendbeleid ziet als risicofactor en afhankelijk van het beleid hij extra alert zal zijn in zijn uitvoering van de audit.

In hoofdstuk vier volgt de algemene conclusie waarin wordt getracht een antwoord te bieden op de centrale onderzoeksvraag aan de hand van de literatuurstudie en het uitgevoerde praktijkonderzoek.

Inhoud

Woord vooraf	1
Samenvatting	1
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en methodologie	1
1.1 Probleemstelling.....	1
1.1.1 Praktijkprobleem	1
1.1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	4
1.2 Onderzoeksopzet	5
1.2.1 Literatuurstudie	5
1.2.2 Praktijkonderzoek.....	6
Hoofdstuk 2: Literatuurstudie	9
2.1 Wat is earnings management?	9
2.1.1 Earnings management en externe auditor	11
2.1.2 Earnings management meten	12
2.1.3 Earnings management en dividenden	14
2.1.4 Earnings management in België	14
2.2 Dividenden en dividendbeleid	17
2.2.1 Grondleggers dividendtheorie	21
2.2.2 Dividendsmoothing.....	23
2.2.3 Dividendbeleid en corporate governance	25
2.2.4 Dividendbeleid & earnings management over verschillende landen	26
2.2.5 Dividendbeleid in België.....	28
Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek	31
3.1 Dividendbeleid Bel20 ondernemingen.....	32
3.2 Dividendbeleid Bel Mid ondernemingen	35
3.3 Dividendbeleid Bel Small ondernemingen	41
3.4 Resultaatmanagement getest op ondernemingen uit de steekproef.....	45
3.4.1 Hypothese	45
3.4.2 Besluit.....	49
3.5 Interview Big 4 auditor met betrekking tot resultaatmanagement & dividendbeleid	50
3.5.1 Besluit.....	52

Hoofdstuk 4: Algemene conclusie..... 53

Lijst van geraadpleegde werken 57

Lijst van afkortingen & figuren..... 63

Lijst van bijlagen 65

Bijlagen 67

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en methodologie

1.1 Probleemstelling

1.1.1 Praktijkprobleem

“Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor”

Een dividendpolitiek kan gezien worden als een vorm van vrijwillige informatieverstrekking naar de markt toe (Booth & Chang, 2011). Dit is een soort van oplossing voor de asymmetrische informatie in de manager-investeerder-relatie die ontstaat doordat managers meer informatie bezitten dan beleggers wat betreft toekomstige verwachtingen van de ondernemingskasstromen. Dividenden doen op die manier dienst als ondubbelzinnig signaal naar de investeerders toe (Baker & Powell, 1999; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985).

Een bedrijf heeft meestal een bepaald dividendbeleid waarin dividendbeslissingen worden genomen. De dividendbeslissing is een type financiële beslissing die het bedrag aan earnings beïnvloedt die een onderneming toekent aan aandeelhouders versus het bedrag dat de onderneming behoudt om te herinvesteren. Dividendbeleid verwijst naar het payout beleid dat een onderneming volgt bij het bepalen van de omvang en het patroon van cash uitkeringen aan aandeelhouders in de tijd (Baker & Powell, 2005).

Internationaal bestaan er grote verschillen in de dividendpolitiek. Volgens Megginson (1997) is de eigendomsstructuur van belang. In een structuur waarin ondernemingen of aandeelhouders nauw met elkaar samenwerken heeft men minder behoefte aan de signaleringsfunctie van dividenden. Dit geldt zowel voor vennootschappen die in een groepsstructuur samenwerken als voor familiebedrijven. Volgens Megginson keren ondernemingen met een beperkt aantal aandeelhouders relatief minder dividenden uit dan beursgenoteerde ondernemingen met een gespreid aandeelhouderschap. Ook dit heeft gevolgen voor de dividenduitkeringen per land. Zo zal men in Japan en India, landen met veel onderlinge verwevenheid van ondernemingen of in landen met minder beursgenoteerde vennootschappen minder dividenden verwachten. Landen die zich sterk op de financiële markt oriënteren voor hun financiering (zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk) neigen naar hogere uitkeringspercentages volgens Megginson

(1997) dan landen waarin ondernemingen meer afhankelijk zijn van financiële intermediairs (zoals Duitsland). Landen zoals Frankrijk, met een sterke socialistische traditie, neigen er volgens Megginson toe om dividenduitkeringen aan particuliere beleggers te ontmoedigen. Het soort dividendbeleid varieert ook tussen landen afhankelijk van de legale basis. Specifieker, firma's in 'common law' landen (Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Canada...), waar de bescherming van investeerders beter is, kennen hogere dividend payouts dan firma's in 'civil law' landen (België, Frankrijk, Duitsland...) (La Porta, 1997-1998).

Om een bepaalde dividendpolitiek aan te houden en zich op die manier bijvoorbeeld goed te blijven profileren op de beurs doen sommige ondernemingen aan earnings management. Nogal wat beursgenoteerde ondernemingen hebben een dividendpolitiek die gericht is op een geleidelijk jaarlijks toenemend dividend of proberen op zijn minst een daling van het dividend te vermijden (Lintner, 1956). Earnings smoothing is belangrijker voor dividend uitkerende dan voor niet-dividend uitkerende ondernemingen. Verwacht kan worden dat de eerste sneller de winst lager willen voorstellen als die in een bepaald jaar heel hoog ligt, of hoger voorstellen als ze laag is, dit om een constante dividend politiek aan te houden en zo de beurs gerust te stellen. Earnings smoothing verklaart volgens internationaal onderzoek ook het langdurig aanhouden van hogere winsten bij dividend uitkerende ondernemingen (Healy & Palepu, 1988; Chen et al., 2007; Skinner & Soltes, 2011).

Wanneer we daarentegen kijken naar de relatie tussen accounting fraude en het dividendbeleid hebben beleidsmakers en financiële experts gesteld dat dividenden het fout weergeven van financiële gegevens beperken (Caskey & Hanlon, 2013). Bijvoorbeeld, nadat WorldCom na het gerucht makend schandaal uit Chapter 11¹ kwam, werd de onderneming door de rechtbank-aangestelde toezichthouder verplicht 25% van haar inkomsten als dividend uit te betalen. Daardoor zou WorldCom haar vorige accounting games niet meer kunnen voortzetten. Cash is

¹ Aanduiding van een belangrijk hoofdstuk in de Amerikaanse faillissementswet. Een bedrijf kan op grond hiervan onder bepaalde voorwaarden aan faillissement ontkomen. Het wordt gedurende een bepaalde periode beschermd tegen zijn schuldeisers en krijgt de tijd om te proberen te reorganiseren en wordt daarna alsnog in staat gesteld om zijn schulden te betalen.

cash. Ofwel heb je het ofwel niet (Stern 2003). Hogere dividend payouts zouden accounting fraude dus verminderen (Weil 2003).

Wat is de rol van de auditor hierbij? De auditor moet erop toezien dat de financiële overzichten een getrouw beeld geven en vrij zijn van materiële fouten veroorzaakt door fouten of fraude. Het dividendbeleid van de onderneming is hierbij een risicofactor (Liu N. & Espahbody R., 2014).

Onafhankelijkheid en deskundigheid zijn de twee pijlers waarop het auditberoep gefundeerd is. De auditor zal op een onafhankelijke wijze informatie verzamelen met betrekking tot de beweringen die het management maakt. Hij moet de overeenstemming tussen de geobserveerde realiteit en de vastgestelde criteria of normen nagaan en daarover rapporteren aan de belanghebbenden.

De taak van de auditor bestaat er niet in fraude op te sporen maar hij moet altijd een professioneel kritische instelling hebben en rekening houden met de mogelijkheid van fraude. Als de auditor fraude ontdekt dient hij dit onmiddellijk te melden aan degenen die met het toezicht belast zijn (normaal de raad van bestuur). De auditor merkt echter niet altijd alles op of beoordeelt sommige dingen niet goed waardoor de gepaste melding ontbreekt. Dit kan komen door tijdsdruk, gebrek aan ervaring van de auditor, de vrees om de klant kwijt te raken of de complexiteit van de dossiers (Chung J., et al., 2013). Ook een kostenoverschrijding tijdens de audit kan de onafhankelijkheid van de auditor in het gedrang brengen (Markelevich & Rosner, 2013), waardoor signalen van earnings management minder snel worden opgemerkt of er niet gepast op gereageerd wordt.

1.1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

1.1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

“Zijn Belgische ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei meer dan andere ondernemingen geneigd aan resultaatsturing te doen en hoe reageert de auditor daarop?”

In de internationale context is dit thesis-onderwerp (Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor) al gedeeltelijk onderzocht. Maar op de Belgische markt is er minder over bekend. Aan de hand van deze masterproef zal getracht worden een antwoord te bieden op deze onderzoeksvraag.

Naast de centrale onderzoeksvraag kunnen er een aantal deelvragen geformuleerd worden. Deze zijn bedoeld ter ondersteuning van de centrale onderzoeksvraag. Ze helpen bij het onderbouwen en formuleren van de uiteindelijke conclusie.

1.1.2.2 Deelvragen

“Streven Belgische ondernemingen ernaar om elk jaar een stabiel stijgend dividend uit te keren?”

De bekende theorie van Lintner (1956) gaat uit van de aversie van het management om het dividend te verlagen. De uitbetaling van het dividend wordt dan ook met vertraging aangepast aan de winst. Het gevolg is ook dat men in jaren van minder winst het dividend niet mee moet laten dalen. Het model van Lintner steunt op twee belangrijke determinanten die als verklaring dienen om het dividend te bepalen namelijk het resultaat per aandeel van het boekjaar en het dividend van het vorig boekjaar.

“Is er een verschil in dividendbeleid van beursgenoteerde versus niet-beursgenoteerde ondernemingen?”

Michaely en Roberts (2011) hebben in hun onderzoek naar de verschillen in dividendpolitiek tussen publieke en private ondernemingen een significant verschil gevonden in hun karakteristieken. Het gaat er dan over dat verschillen in grootte, winstgevendheid, investeringsopportunities en solvabiliteitsratio een aanzienlijk effect hebben op niet alleen de

bereidheid maar ook de hoogte van het uitgekeerde dividend. Uit voorgaand onderzoek blijkt dat private ondernemingen minder aan dividend 'smoothing' doen voor het gladstrijken van dividenden over meerdere jaren (Michaely & Roberts, 2011).

Uit een studie van Deminor naar het dividendbeleid binnen Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen blijkt dat een dividendbeleid veelal ontbreekt bij niet-beursgenoteerde ondernemingen (Deminor, 2007).

“Beperkt een Big4 auditor earnings management in vergelijking met een niet Big4 auditor?”

Uit een onderzoek rond earnings management in België blijkt inderdaad dat Big4 auditors inkomsten dalend earnings management verminderen (Willekens, M. & Vander Bauwhede H., 2003). In het literatuuronderzoek zal uitgelegd worden wat de rol van de auditor is en via een interview met een auditor zal worden nagegaan hoe hij tegenover earnings management staat.

“Hoe wordt dividend smoothing gemeten?”

De 'Speed of Adjustment' (SOA) is in de literatuur de meest gebruikte maatstaf om dividend smoothing te meten (M. Leary en Michaely, 2008). In de literatuurstudie zal er verder worden ingegaan op dividend smoothing.

1.2 Onderzoekopzet

Het onderzoek wordt opgedeeld in twee grote delen, namelijk een theoretisch deel (literatuurstudie) en een praktijkgericht deel (praktijkonderzoek). Deze indeling kwam reeds naar voor in de verschillende deelvragen. Om op de centrale onderzoeksvraag en deelvragen te kunnen antwoorden ga ik eerst een literatuuronderzoek ondernemen om te kijken wat er allemaal reeds onderzocht is over dit onderwerp om zo een beter beeld van de begrippen en meetmethoden te krijgen en de onderzoekshypothesen te formuleren, waarna het praktijkgericht onderzoek kan worden uitgevoerd.

1.2.1 Literatuurstudie

Voor de literatuurstudie zal beroep worden gedaan op secundaire bronnen zoals wetenschappelijke en niet-wetenschappelijke artikels, tijdschriften en andere publicaties. Hierbij zal onder andere EBSCOhost worden gebruikt, raadpleegbaar via de bibliotheek van de

Universiteit Hasselt. Deze secundaire bronnen zijn data of bevindingen die niet meer door de onderzoeker zelf verzameld moet worden, maar die al verzameld werden door voorgaande onderzoekers (Sekara & Bougie, 2009).

Op basis van de literatuurstudie zullen hypothesen worden opgesteld. Deze worden dan getoetst door middel van het praktijkonderzoek.

1.2.2 Praktijkonderzoek

Nadat er een beter inzicht is verkregen in de dividendpolitiek van Belgische ondernemingen, resultaatsturing en auditing zal worden gestart met het praktijkonderzoek. Aangezien uit vorig onderzoek van Dries Martens (2012) bleek dat vooral beursgenoteerde ondernemingen een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei en omdat het dividendbeleid bij Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen veelal ontbreekt (Deminor, 2007) werd er aanvankelijk gekozen om het dividendbeleid van de Bel20 ondernemingen te bekijken. Dit omdat de BEL20 gebaseerd is op 20 aandelen die als de belangrijkste en meest representatieve Belgische waarden worden beschouwd (<http://www.dividendpagina.be/>). Om een voldoende grote steekproef te hebben waaruit statistische conclusies kunnen worden getrokken zullen ook de Bel Mid en de Bel Small ondernemingen worden opgenomen in de steekproef.

Vervolgens worden de ondernemingen opgesplitst in degenen die een dividendbeleid nastreven gebaseerd op gelijkmatige dividendgroei versus de ondernemingen die een ander soort dividendbeleid nastreven (<http://www.analist.be/>).

Om te kijken of er sprake is van een gelijkmatige groei van het dividend worden de jaren 2010 tot en met 2014 onderzocht. Bij het verder bespreken of ondernemingen met een dividendpolitiek gebaseerd op gelijkmatige dividendgroei meer aan resultaatmanagement doen dan andere ondernemingen zullen wij ons baseren op het boekjaar 2014 omdat dit het meest recente jaar is waar zoveel mogelijk gegevens over te vinden zijn.

De gegevens die nodig zijn om de dividendpolitiek na te gaan en resultaatmanagement te berekenen zullen onder andere gehaald worden uit de Belfirst databank, de jaarrekeningen van

de Nationale Bank van België, de Tijd enzovoort. Er zal, indien beschikbaar, gebruik gemaakt worden van de geconsolideerde jaarrekening omdat hier de meeste informatie uit kan gehaald worden. Als deze niet beschikbaar is zal er gebruik worden gemaakt van de enkelvoudige jaarrekening.

Ook zal een ondersteunend interview met een Big 4 auditor worden afgenomen om na te gaan hoe er omgegaan wordt met resultaatmanagement in de praktijk.

De werkwijze die wordt vooropgesteld zal dus bestaan uit een kwantitatief onderzoek gebaseerd op secundaire data. De steekproef die zal gebruikt worden voor het kwantitatief onderzoek moet voldoende groot zijn om de resultaten te kunnen veralgemenen.

Uit bovenstaande data zal vervolgens nagegaan worden wat de dividendpolitiek van de Belgische ondernemingen is en of ze aan resultaatsturing doen. Daarbij zal onderzocht worden of die sturing typisch aan een bepaalde dividendpolitiek gekoppeld kan worden. De data zal verwerkt worden via SPSS. Het statistisch analyseprogramma SPSS laat toe kwantitatieve gegevens te analyseren en presenteren. Hieruit kunnen bewijskrachtige conclusies gehaald worden.

Hoofdstuk 2: Literatuurstudie

2.1 Wat is earnings management?

Resultaatmanagement, Nederlandse term voor earnings management, is een strategie gebruikt door het management van een bedrijf om opzettelijk het resultaat van de onderneming te manipuleren zodat de cijfers overeenkomen met het vooropgestelde doel. Eerder dan jaren met uitzonderlijk goede of slechte resultaten zullen bedrijven via deze techniek cijfers relatief stabiel houden.

Healy en Wahlen (1999) gaven de volgende definitie aan earnings management:

“Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”

In ondernemingen worden beleidstaken dikwijls uitgevoerd door managers, niet door de eigenaren zelf. Verschillen in de persoonlijke doelen van de manager en de eigenaren kunnen resulteren in conflicterende belangen, waarbij de manager zijn of haar eigen doelen zal nastreven. Doordat de manager vaak over meer informatie beschikt dan de eigenaar, en er dus sprake is van informatie-asymmetrie, is het voor de eigenaar vaak moeilijk om de activiteiten te controleren. Dit probleem wordt ook de agency-theorie genoemd. Hierdoor kunnen managers handelen uit eigenbelang en zo ontstaat er ruimte om earnings management toe te passen.

De earnings, dit zijn de winsten van het bedrijf, zijn een van de belangrijkste gegevens die je terug kan vinden in de financiële overzichten van een bedrijf. De earnings laten zien in hoeverre de onderneming waarde toevoegende activiteiten heeft kunnen verwezenlijken. Hogere earnings staan symbool voor een hogere bedrijfswaarde, dit is positief voor de aandeelhouders. De ‘earnings per share’ is een belangrijke maatstaf die de aandeelhouders over de bedrijfswaarde informeert. Bovendien staan de earnings niet alleen toe voor te stellen in welke mate het bedrijf waarde toevoegende activiteiten reeds heeft kunnen verwezenlijken, maar toekomstige cashflows en toekomstige earnings van het bedrijf worden ook voorspeld via de

earnings (Healy & Wahlen, 1999). Daarom spelen earnings een belangrijke rol in de beslissing van investeerders om in een bedrijf te investeren of niet (Lev, 1989). Omdat ondernemingen investeerders willen aantrekken heeft het management er dus alle belang bij hoe dat de earnings worden voorgesteld in de financiële overzichten. Daarbij kunnen ook nog andere drijfveren van het management redenen zijn om aan earnings management te doen zoals aandelen, aandelenopties of bonussen die de manager bij een bepaald niveau van winsten ontvangt of wanneer bepaalde targets gerealiseerd moeten worden (Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998).

Het management heeft twee keuzes bij het sturen van de winst. Ofwel kan de bedrijfsleiding de earnings proberen te managen op een gepaste en legale manier en binnen de grenzen van de geldende regelgeving om op die manier de gewenste stabiele en voorspelbare financiële resultaten te bekomen. Ofwel kan het management de earnings managen op een illegale manier dus via overtreding van de regelgeving. Wanneer de resultaten niet meer overeenkomen met de economische toestand van de onderneming en de wettelijke bepalingen overtreden worden, spreken we niet meer over earnings management maar van 'cooking the books' (McKee, 2005). Ook wordt er gesproken van winstmanipulatie wanneer er sprake is van winststuring door inbreuken op de richtlijnen voor verslaggeving (Vander Bauwhede, 2003).

Het management van een onderneming kan haar earnings managen via weloverwogen accountingprincipes of op basis van bepaalde operationele beslissingen. Accountingprincipes zijn dikwijls breed gedefinieerd of laten keuze toe (McKee, 2005). Als voorbeeld kan gezien worden de waarderingsregels van de voorraad. Een onderneming heeft de keuze uit verschillende waarderingsregels hierbij: LIFO, FIFO, gewogen gemiddelde kostprijs, geïndividualiseerde waarde. De resultaten van de onderneming zullen anders zijn afhankelijk van de keuze die het bedrijf hieromtrent maakt. Een onderneming kan ook kiezen om haar earnings te managen op basis van bepaalde operationele beslissingen. Aan de hand van operationele beslissingen probeert een onderneming haar cashflows te beïnvloeden, en op die manier ook haar opbrengsten en kosten (McKee, 2005). Zowel earnings management via weloverwogen accountingprincipes als earnings management op basis van bepaalde

operationele beslissingen worden in de praktijk toegestaan, zolang ze niet strijdig zijn met de accountingprincipes en de van toepassing zijnde wetgeving. Zo niet wordt het gezien als fraude.

Een manager dient tijdens de bedrijfsvoering voortdurend keuzes te maken. Daarom kan er alleen van earnings management sprake zijn wanneer dit tot doel heeft de stakeholders te misleiden of wanneer het management resultaten stuurt om bepaalde targets te kunnen halen die zonder earnings management niet mogelijk zijn.

2.1.1 Earnings management en externe auditor

Hoewel earnings management niet verboden is, vermindert het wel de transparantie en het getrouwe beeld van de financiële overzichten (McKee, 2005). De moeilijkheden die het bedrijf ervaart en de zwakke bedrijfsprestaties die eruit voortvloeien, kunnen op die manier verborgen worden voor de buitenwereld (SEC, 1999). Dit in tegenstelling tot corporate governance, die net de transparantie van de financiële overzichten wilt waarborgen (OECD, 1999). De vier corporate governance hoekstenen zijn: het auditcomité (onderdeel raad van bestuur), het uitvoerend management, de interne auditor en de externe auditor.

De communicatie naar de buitenwereld toe van het management is meer vertekend indien deze niet gecontroleerd wordt door een externe partij (Scwartz & Young, 2002). Het financiële auditwerk van de externe auditoren op het einde van het jaar blijkt een rol te spelen in het verminderen van earnings management omdat zij de betrouwbaarheid van de informatie controleren die het management communiceert naar de buitenwereld toe. Externe auditoren verminderen de kansen van het management om in het laatste kwartaal de earnings van het boekjaar te kunnen sturen in een gewenste richting (Brown & Pinello, 2007).

Externe auditoren hebben de verantwoordelijkheid het getrouwe beeld te bevestigen van de financiële overzichten van het bedrijf. Bovendien spelen ze een belangrijke rol in het geven van hoogwaardige kwalitatieve informatie aan het 'grote publiek'. Vorige studies onderzochten of er verschillen zijn qua earnings management afhankelijk van een grote of kleine auditor. Geïnspireerd op de theoretische argumenten van DeAngelo's (1981), namelijk dat het niveau van auditkwaliteit positief gerelateerd is aan de grootte van de auditfirma, hebben verschillende studies getest of het niveau van earnings management minder voorkomt bij ondernemingen die

een grote auditor hebben vergeleken met kleinere auditors. Sercu, Vander Bauwhede en Willekens (2003) en Vander Bauwhede en Willekens (2002) vinden niet dat de grootte van de audit onderneming gerelateerd is aan het niveau van earnings management in niet-beursgenoteerde ondernemingen in hun individuele jaarrekeningen. Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003) vonden aanwijzingen dat grote (Big6 in die tijd) auditors het niveau van dalende earnings management bedwingen in geconsolideerde jaarrekeningen van grote en beursgenoteerde ondernemingen. Ze vinden echter geen bewijs voor opwaartse earnings management strategieën. Een uitleg voor deze bevindingen is dat zowel kleine als grote auditors hetzelfde niveau van auditkwaliteit leveren in het geval wanneer geconsolideerde earnings worden overgewaardeerd en de mogelijke negatieve gevolgen voor stakeholders groot zijn. Echter, wanneer de mogelijke negatieve impact van materiële fouten voor stakeholders klein zijn, dat is wanneer ondernemingen neerwaartse earnings management gebruiken, dan worden kleinere auditors minder streng in het bedwingen van earnings management terwijl grote auditors even streng blijven.

2.1.2 Earnings management meten

Omdat de oorspronkelijke earnings, in afwezigheid van earnings management, niet gerapporteerd worden en ook niet meetbaar zijn, zal men deze moeten schatten via een proxy variabele (DeAngelo, 1986). Een proxy variabele is een benadering voor de echte variabele.

De methode die het meest gebruikt wordt voor het schatten van earnings management maakt gebruik van de accruals van de onderneming. Accruals zijn eenvoudig gezegd het verschil tussen de gerapporteerde earnings en de werkelijke cash flows van de onderneming. Dechow en Dichev (2002) gaan ervan uit dat accruals de erkenning van cash flows door de tijd heen verschuiven of aanpassen zodat de resulterende earnings beter passen bij de prestaties van het bedrijf. Uiteraard is dit het doel van financial accounting. Maar door deze flexibiliteit kan misbruik niet worden uitgesloten, wat leidt tot earnings management.

In de meeste gevallen zal men bij het schatten van de accruals vertrekken van de totale accruals, dit is het verschil tussen de gerapporteerde winst en de gerapporteerde operationele cash flow. Daarna zal men met behulp van een bepaald model deze totale accruals proberen op

te splitsen in discretionaire en niet-discretionaire accruals. Niet-discretionaire accruals komen voort uit de gewone bedrijfsvoering en discretionaire accruals komen voort uit earnings management.

Er bestaan heel wat modellen in de literatuur die deze opsplitsing proberen te maken. Onder andere Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991) en Dechow, Sloan en Sweeney (1995) hebben elk een model ontworpen om de discretionaire accruals te schatten. Deze lijst geeft enkel de meest courante modellen weer en is dus niet volledig. Hoewel dit de meest gebruikte modellen zijn in de literatuur is er toch wat kritiek. Over het algemeen zijn verscheidene auteurs van mening dat de modellen niet goed in staat zijn discretionaire accruals te bepalen (Dechow et al., 2010; Kothari et al., 2005). Bovendien gaan de modellen die van totale accruals vertrekken en deze opsplitsen in discretionaire en niet-discretionaire accruals uit van een aantal assumpties, maar men weet niet in welke mate deze kunnen worden verantwoord. Daarom raadt McNichols (2000) aan om in verder onderzoek gebruik te maken van modellen die specifieke accruals gaan schatten in plaats van modellen die vertrekken vanuit totale accruals en die vervolgens opsplitsen. In modellen die earnings management schatten aan de hand van specifieke accruals baseert de onderzoeker zich op de industrie. Aan de hand van de specifieke kenmerken per industrie bepaalt de onderzoeker welke accrual of set van accruals met de grootste waarschijnlijkheid door het management zullen gebruikt worden om earnings te managen. Wanneer de accruals bepaald zijn, worden deze opgesplitst in discretionaire en niet-discretionaire accruals.

Accruals zijn inherent aan accounting. Maar sommige vormen zijn onmiskenbaar bedoeld om het resultaat te sturen, soms op frauduleuze wijze. Enkele mogelijke recentere indicatoren om accountingfraude te detecteren zijn de Beneish's M-score (Price et al., 2011) of het Kothari model (2005). Het Kothari model is een uitbreiding op het modified Jones model van Dechow.

2.1.3 Earnings management en dividenden

Uit een studie door Daniel N., Denis D. en Naveen L. (2007) blijkt krachtig bewijs dat dividendbetalende ondernemingen meer geneigd zijn inkomsten opwaarts te managen wanneer die inkomsten anders tekort zouden schieten aan de verwachte dividendniveaus. Dividenden zijn van zeer groot belang voor investeerders (DeAngelo & DeAngelo's, 2006).

Managers hebben de incentive om inkomsten opwaarts te managen om dividendverlagingen te vermijden wanneer gerapporteerde inkomsten anders onder het verwachte dividendniveau zouden liggen (Watts & Zimmerman, 1986).

Omdat earnings management mogelijk kostelijk is voor aandeelhouders (bijvoorbeeld, Erickson, Hanlon, en Maydew (2004) laten zien hoe resultaatmanagement kan leiden tot hogere belastingen voor de onderneming), is het feit dat managers bereid zijn deze kosten te maken om het dividendniveau van de firma te behouden een belangrijke indicator dat managers dividenden behandelen als erg belangrijk.

Kasanan, Kinnunen, en Niskanen (1996) documenteerden dat ondernemingen hun inkomsten opwaarts managen als antwoord op de druk van grote institutionele aandeelhouders om dividenden te betalen.

2.1.4 Earnings management in België

Bijna alle voorgaande studies zijn uitgevoerd in een Angelsaksische omgeving. Zij onderzoeken vooral winstverhogend management. Omdat onze Belgische institutionele en accounting context enorm verschilt van de Angelsaksische, stelt zich de vraag of de conclusies transfereerbaar zijn. Bovendien is het in onze institutionele context niet denkbeeldig dat er aan winstverlagend management zou worden gedaan.

Er zijn belangrijke institutionele verschillen tussen de Belgische en Angelsaksische omgeving. Ten eerste is de belastingomgeving en rapportering sterk verschillend. In de VS leggen ondernemingen verschillende jaarrekeningen neer voor financiële rapportering- en belastingdoeleinden. In België legt men in principe slechts één jaarrekening neer voor financiële rapporteringsdoeleinden. De fiscale winst wordt berekend op basis van de winst in de

gepubliceerde jaarrekening. Concreet wil dit zeggen dat het boeken van een inkomstenverhogende boekhoudkundige keuze wellicht zal leiden tot het betalen van meer belastingen. Vander Bauwhede en Willekens (2000) bevestigen het vermoeden dat de nauwe band tussen het gerapporteerde winstcijfer en de belastbare grondslag in de vennootschapsbelasting een reden tot winststuring is. Uit een studie van Sercu, Vander Bauwhede en Willekens (2002) bleek dat ondernemingen die belastingen betalen hun earnings duidelijk meer reduceren dan ondernemingen die geen belastingen betalen.

Qua motieven voor winstmanagement vinden we dat Belgische ondernemingen schommelingen in hun gerapporteerd winstcijfer proberen te vermijden. Bovendien managen ze hun winstcijfer naar beneden in het jaar voor ze bijkomende schuldfinanciering bekomen. Hierbij werd geen verschil vastgesteld tussen het gedrag van beurs- en niet beursgenoteerde ondernemingen (Vander Bauwhede, Gaeremynck, & Willekens, 2000).

Een tweede belangrijk institutioneel verschil is dat in België slechts een zeer kleine minderheid van de ondernemingen op de beurs genoteerd is. Amerikaans onderzoek rapporteert slechts over winstmanagement door beursgenoteerde ondernemingen aangezien alleen deze verplicht zijn jaarrekeninginformatie te publiceren. In België daarentegen hangt de rapporteringsverplichting niet af van het al dan niet beursgenoteerd zijn maar van de vennootschapsvorm alsook de grootte van het bedrijf (Vander Bauwhede et al., 2000). Angelsaksische studies onderzoeken of ondernemingen de winst managen voor ze naar de beurs gaan (Aharony et al., 1995; Friedlan et al., 1994) of voor een kapitaalverhoging (Rangan, 1998); Teoh et al., 1998). Omdat een minderheid van de Belgische ondernemingen op de beurs genoteerd is, is deze vorm van externe financiering minder toegankelijk. Intern gegenereerde cash flows en lange termijn kredieten bij banken zijn traditioneel een belangrijke bron van financiering. Het belang van krediet voor de financiering van de activiteiten van Belgische ondernemingen, en de rol van gepubliceerde financiële informatie bij (1) de beslissing tot toekennen en (2) het bepalen van de voorwaarden waaraan kredieten worden toegekend laat vermoeden dat ook dit een mogelijke drijfveer kan zijn voor het manipuleren van het winstcijfer. Bankiers en financiële instellingen houden wellicht ook rekening met mogelijke sturingen van het winstcijfer.

Een derde institutioneel verschil is de eigendomsstructuur. In zowel de Belgische beurs- als niet-beursgenoteerde ondernemingen is de eigenaarsstructuur sterk geconcentreerd terwijl er in Amerikaanse ondernemingen een sterke scheiding bestaat tussen eigendom en management. De hypothesen in Amerikaanse studies naar de motieven voor winstmanagement baseren zich vaak op het bestaan van een scheiding tussen kapitaal en management. Op die manier wordt het vermijden van schommelingen in de gerapporteerde winst verklaard door de wens van het management om hun vergoeding te maximaliseren of om inmengingen van aandeelhouders te vermijden en hun werk te behouden. In de Belgische context is het managen van de winst voor rapportering naar aandeelhouders toe dan ook veel minder relevant. Maar de financiële informatie wordt ook nog gebruikt door verschillende andere belangenpartijen. De onderneming kan namelijk door winstmanagement, en in het bijzonder winstafvlakking, proberen om de voorwaarden waartegen ze transacties met verschillende stakeholders (leveranciers, klanten, geldschieters...) afsluit te beïnvloeden (Trueman en Titman, 1988). In België is dit waarschijnlijk een belangrijke factor door het grote belang dat gehecht wordt aan financiële informatie en dus ook aan het winstcijfer, door één welbepaalde stakeholdersgroep, namelijk de werknemers. Omdat een stijging in het winstcijfer een vraag kan doen ontstaan om betere loons- en arbeidsvoorwaarden, kunnen de ondernemingen de neiging hebben om extreme stijgingen in het winstcijfer te vermijden. Dalingen in het winstcijfer kunnen dan weer een negatief signaal zijn naar andere stakeholders (leveranciers, banken) en worden dan op hun beurt waarschijnlijk ook vermeden (Burgstahler & Dichev, 1997). Sercu, Vander Bauwhede en Willekens (2002) vinden in recenter onderzoek niet dat de relatie van de onderneming met zijn werknemers impact heeft op earnings management.

In het algemeen blijkt uit de studie van Vander Bauwhede et al. (2000) het winstmanagement door de Belgische ondernemingen nogal mee te vallen. De resultaten van de studie beweren dat zowel beurs- als niet beursgenoteerde Belgische ondernemingen (1) schommelingen in hun winstcijfer proberen te vermijden en (2) hun winstcijfer proberen te verlagen in de jaren voor ze bijkomende financiële middelen, in het bijzonder schuldfinanciering, verkrijgen. Er zijn geen aanwijzingen gevonden dat ondernemingen hun winst ook zouden managen voor het verkrijgen van bijkomende aandelenfinanciering. De resultaten uit de studie van Bauwhede et al. (2000)

inzake winstmanagement voorafgaand aan het verkrijgen van extra financiering zijn tegengesteld aan de resultaten van eerder Angelsaksisch onderzoek. Dit toont aan dat (1) institutionele verschillen (zoals verschillen in eigenaarsstructuur) en (2) verschillen qua financiering (aandelen- vs schuldfinanciering) factoren zijn die een invloed kunnen hebben op de beslissingen van ondernemingen om het winstcijfer aan te passen.

Uit een studie van Vander Bauwhede en Willekens (2002) blijkt dat Belgische ondernemingen earnings managen om inkomsten glad te strijken, relaties te beïnvloeden met sommige stakeholders, belastingen te verminderen en om te voldoen aan bepaalde verwachtingen op de beurs. Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003) vonden sterk bewijs dat ondernemingen earnings laten stijgen in slechte jaren en earnings laten dalen in goede jaren. Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003) onderzochten of er verschillen in earnings management gedrag zijn tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen van vergelijkbare grootte. Ze vonden geen bewijs dat beursgenoteerde ondernemingen meer incentives hebben hun earnings te laten stijgen. Ze vonden wel dat beursgenoteerde ondernemingen hun earnings minder neerwaarts managen dan niet-beursgenoteerde ondernemingen.

2.2 Dividenden en dividendbeleid

De beslissingen van financiële managers bestaan uit twee belangrijke categorieën: investeringsbeslissingen en financiële beslissingen (Baker & Powell, 2005). De dividendbeslissing, bepaald door het dividendbeleid van een onderneming, is een type financiële beslissing dat het bedrag aan earnings beïnvloedt die een onderneming verdeelt aan aandeelhouders versus het bedrag dat de onderneming behoudt om te herinvesteren. Dividendbeleid verwijst naar het payout beleid dat een onderneming volgt bij het bepalen van de omvang en het patroon van cash uitkeringen aan aandeelhouders in de tijd. De Raad van bestuur van een bedrijf, met de input van het senior management, bepaalt het dividendbeleid van een onderneming. Er zijn verschillende soorten van dividendbeleid, namelijk, dividendstabiliteit, aandelendividend, aandelensplitsing, samenvoeging van aandelen, inkoop eigen aandelen, keuzedividend en interimdividend.

Omdat investerings-, financierings-, en dividendbeslissingen met elkaar samenhangen (Pruitt & Gitman, 1991), kan het management het dividendbeleid niet apart zien van deze andere beslissingen. Bijvoorbeeld, wanneer een onderneming beslist om het aantal betaalde dividenden te laten stijgen, blijft er minder geld over om te investeren, waardoor het bedrijf gedwongen kan worden geld op te halen op de kapitaalmarkt. In de praktijk geloven vele managers dat dividendbeslissingen effect hebben op de waarde van de onderneming en dus op aandeelhouderswaarde (Baker, Farrelly, en Edelman, 1985; Baker en Powell, 1999). Daarnaast vinden vele investeerders dividendbeleid belangrijk omdat zij cash leveren aan het bedrijf met de verwachting eventueel cash in return te krijgen. Dus, managers doen meestal alsof ze hun dividendbeleid belangrijk vinden ondanks de controversiële argumenten van Miller en Modigliani (1961) dat dividenden niet relevant zijn bij het bepalen van de waarde van de onderneming.

Er is veel economisch debat over de rol van dividendbeslissingen en of zij kunnen leiden tot waardemaximalisatie. Volgens Williams (1938) is een aandeel slechts waard voor dat wat je eruit kan halen. De intrinsieke waarde, of de lange termijn waarde, van een aandeel is de huidige waarde van de toekomstige netto cashflows in de vorm van dividendverdelingen en de verkoopprijs. Graham en Dodd (1951) geloven ook dat aandelenprijzen een intrinsieke waarde reflecteren gerelateerd aan dividenden en earnings. Gebouwd op de overtuigingen van Graham en Dodd, ontwikkelde Gordon (1959) een waarderingsmodel waarin de enige relevante variabelen die de waarde van de aandelen bepalen dividenden en de discount ratio zijn. Anderen zijn minder optimistisch over hoe dividenden de waarde van een onderneming haar aandelen beïnvloeden. Eerdere studies door Black en Scholes (1974), Miller (1986), en Miller en Scholes (1978, 1982) steunen het irrelevantie argument van dividenden. DeAngelo en DeAngelo zijn van mening dat het mogelijke payout beleid niet zo gelimiteerd is als M&M veronderstelt en dat payout beleid van belang is. Bernstein (1992) is van mening dat de theorie van M&M een abstractie was en dat niemand zou beweren dat de echte wereld er zo uit ziet. Bij het verlaten van de abstracte wereld van M&M en als we meer gaan kijken naar de echte wereld, wordt het probleem van dividend irrelevantie meer betwistbaar. Onderzoekers antwoorden op de conclusies van M&M over dividendbeleid irrelevantie door concurrerende

hypotheses op te stellen over waarom ondernemingen dividenden betalen en waarom investeerders dividenden willen, de “dividend puzzel²” volgens Black (1976). Zo zijn er, bijvoorbeeld, oudere theorieën die uitleggen dat de potentiële relevantie van dividendbelasting elementen van agency kosten en asymmetrische informatie bevatten. Lease, John, Kalay, Loewenstein, en Sarig (1956, p. 46) verwijzen naar deze verklaringen voor dividend relevantie als de “grote drie” fracties en ze verwijzen naar transactiekosten, fluctuatiekosten en irrationeel gedrag van de investeerder als de “kleine drie” fracties. Lease et al. (p. 196) besluiten dat de dividendpolitiek een impact *kan* hebben op aandeelhouderswaarde door verschillende marktimperfecties. Omdat deze imperfecties ondernemingen verschillend beïnvloeden, kan het dividendbeleid erg verschillen tussen ondernemingen. Lease et al. ontwikkelde een dividend levenscyclus om te illustreren hoe dividendbeleid verschilt afhankelijk van de fase in de cyclus: start-up, IPO, snelle groei, maturiteit of achteruitgang. In een controversiële paper beweren DeAngelo en DeAngelo (2006), in tegenstelling tot M&M (1961) dat payout politiek niet irrelevant is en dat investeringspolitiek niet de enige determinant van waarde is.

Ondanks vele studies hebben onderzoekers nog altijd niet alle antwoorden op de dividendpuzzel. Baker, Powell & Veit (2002, p. 242) merken op dat ondanks uitputtend theoretische en empirische analyse om de alomtegenwoordige aanwezigheid te verklaren, dividenden een van de meest lastige puzzels in bedrijfsfinanciën blijven.

Wat verklaart de moeilijkheid om de dividendpuzzel op te lossen? Waarom kiezen managers een methode van cash distributie boven een andere, gegeven dat dividenden en inkoop van aandelen gelijkwaardige maar imperfecte substituten zijn? Baker, Saadi, en Dutta (2008) suggereren dat twee hoofdredenen meetellen voor de onmogelijkheid deze vragen op te lossen. Ten eerste streefden sommige financiële economen ernaar om een universele, of one-size-fits-all uitleg te ontwikkelen, ondanks het gekende feit dat de dividendpolitiek gevoelig is voor factoren zoals ondernemingskarakteristieken, corporate governance en de wettelijke omgeving.

² *The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together* (Black, 1976)

In dezelfde richting merken Frankfurter en Wood (1997, p. 31) op dat dividendbetalingspatronen en de dividendpolitiek van ondernemingen een cultureel fenomeen zijn, beïnvloed door gewoontes, overtuigingen, regelgevingen, publieke opinie, percepties, algemene economische condities en verschillende andere factoren, allemaal in voortdurende verandering, met een verschillende impact op verschillende ondernemingen. Daarmee overeenkomstig kan het niet mathematisch en uniform gemodelleerd worden voor alle ondernemingen ten allen tijde.

Zoals voorgaand bewijs laat zien, is het onwaarschijnlijk een bevredigende oplossing te bieden wanneer men zich gaat concentreren op een enkel stuk van de dividendpuzzel op een bepaald moment, omdat de puzzel heel veel stukjes bevat. Lease et al. (2000) bieden een model dat inhoudt verschillende delen (marktimperfecties) te combineren en hun interacties te begrijpen. Hun dividendlevenscyclus bestaat uit 5 fases: start-up, IPO (Initial Public Offering of beursintroductie), snelle groei, maturiteit en achteruitgang. Volgens hun model zou een firma geen dividenden in de start-up en IPO fase moeten betalen maar zou een laag, groeiend en royaal dividend respectievelijk gedurende de drie latere fases te verwachten zijn. Lease et al. (2000) concludeerden dat het optimale dividend beleid voor elke onderneming uniek kan zijn. Dit omdat voor elke onderneming andere aspecten in de markt belangrijk zijn en ze daar dus andere waarden aan hechten. Wanneer elke onderneming een uniek optimaal dividendbeleid heeft, zouden we niet verrast moeten zijn dat significant statistische veralgemeningen nog ontsnappen aan onderzoekers. Huidige modellen over de impact van de dividendpolitiek op de waarde van de onderneming kunnen de complexiteit van de marktomgeving niet volledig weerspiegelen.

Hoewel het model van Lease et al. (2000) verschillende belangrijke stukken van de dividendpuzzel samenbrengt, houdt het nog rekening met andere factoren, die verschillen in dividendbeleid zouden kunnen verklaren zoals corporate governance en de wettelijke omgeving. DeAngelo en DeAngelo (2007) presenteren ook een levenscyclusbenadering van de onderneming die een nuttig raamwerk biedt om de real-world payout politiek te begrijpen. Ze laten zien dat optimale payout beslissingen evolueren gedurende de levenscyclus van de

onderneming samen met de mogelijkheid van de onderneming om intern cash te genereren en de omvang van winstgevende investeringsmogelijkheden.

Baker et al. (2008) merkt op dat de voorgestelde toelichtingen sterk vertrouwen op economische modelleringsmodellen zonder een diepgaand inzicht van hoe beleggers en managers zich gedragen tegenover dividenden en hoe ze dividenden waarnemen. Dus het grootste deel in onderzoek naar dividenden gebruikt marktgegevens die de realiteit oppervlakkig verklaren, maar meet niet de motivatie, welke de onderliggende kracht is achter het genereren van zulke gegevens. Chiang, Frankfurter, Kosedag, en Wood (2006) concluderen dat academisch onderzoek zou moeten gaan naar leren over de motivatie en de percepties achter die motivatie.

Recentelijke observaties merken op dat gedurende de afgelopen decennia van de twintigste eeuw het aantal ondernemingen dat dividenden betaalt gedaald is, terwijl het totale bedrag aan betaalde dividenden is gestegen (Fama en French, 2001; DeAngelo, DeAngelo, en Skinner, 2004).

2.2.1 Grondleggers dividendtheorie

De theorie over irrelevantie van het dividendbeleid start bij Miller en Modigliani (1961), zij gaan uit van perfecte vermogensmarkten en van rationeel gedrag van aandeelhouders. Dividendbeleid is niet relevant onder deze toestand. Het maakt niet uit voor de aandeelhouders als ze in een bepaald jaar wel of niet extra dividend krijgen uitgekeerd. De aandeelhouders krijgen namelijk naast de waarde van de dividenden (D_t) ook de resterende waarde van het bedrijf ($V_t - D_t$). Een hogere dividenduitkering betekent slechts een verdeling over deze twee grootheden ten voordele van de eerste. Structureel kan er alleen meer dividend uitgekeerd worden als er meer winst met gunstige investeringsprojecten wordt gegenereerd zodat de waarde van V_t stijgt. Dividend is volgens Miller en Modigliani (1961) irrelevant omdat beleggers in perfecte markten eenvoudig een contante uitkering kunnen doen aan zichzelf door een deel van hun aandelen te verkopen. In een dergelijke perfecte marktsituatie leidt het uitkeren van contante dividenden niet tot waardecreatie.

DeAngelo en DeAngelo (2006, 2007) laten vijfenveertig jaar na Miller en Modigliani theoretisch zien dat dividendbeleid inderdaad niet relevant is als alle overtollige geldmiddelen ook ooit worden uitgekeerd. Een beleid dat structureel niet alle overtollige geldmiddelen uitkeert, zal leiden tot een lagere waarde voor de aandeelhouders. Niet alleen het investeringsbeleid is in die situatie bepalend voor de waarde die aandeelhouders aan het bedrijf ontleen, maar ook het dividendbeleid. Dit wil zeggen dat een eeuwigdurend reserveringsbeleid tot een lagere waarde voor de aandeelhouders zal leiden. Managers die de waarde willen maximaliseren, zullen het volledige bedrag aan vrije kasstromen moeten uitkeren.

Lintner (1956) wordt ook gezien als een van de grondleggers van de theorie over dividendbeleid. De belangrijkste dividendbeslissing gaat volgens Lintner over de verandering van het uitkeringspercentage (dividenden als percentage van de nettowinst). Het huidige uitkeringspercentage dient dan als referentiepunt en het dividendbeleid hangt daarmee samen. Dit met het idee erachter dat managers ervan uitgaan dat beleggers stabiele dividendgroei positief waarderen. Volgens Lintner (1956) proberen managers veranderingen in het uitkeringspercentage te vermijden als die het jaar erop toch weer teruggedraaid moeten worden. Ook merkt Lintner (1956) op dat dit beleid ook voor het management comfortabel is. Dit doordat in de goede tijden een buffer wordt opgebouwd voor de slechte tijden. Men keert in slechte tijden toch dividend uit omdat managers veronderstellen dat hun persoonlijke positie anders verzwakt wanneer zij niet een redelijk percentage van de winst aan hun aandeelhouders uitkeren (Prof. Dr. H van Ees, Dr. J.H. von Eije, & Dr. R.B.H. Hooghiemstra, 2008). Deze benadering heeft aanzienlijke gevolgen voor financierings- en investeringsbeslissingen, voor liquide middelen en ingehouden winsten. Volgens Lintner (1956) blijkt dat de dividenduitkering in het algemeen niet in gevaar wordt gebracht door investeringswensen. Als eerste kan het werkkapitaal en daarbinnen de liquide middelen van de onderneming als buffer dienen om extra investeringen te financieren. Ten tweede kan men mogelijk externe fondsen verwerven (Prof. Dr. H van Ees, Dr. J.H. von Eije, & Dr. R.B.H. Hooghiemstra, 2008).

Omdat Miller en Modigliani (1961) ervan uit gingen dat dividendbeleid niet relevant is als rationele beleggers opereren op perfecte kapitaalmarkten zijn veel auteurs op zoek gegaan naar marktimperfecties en irrationeel gedrag. Op die manier zou dividendbeleid wel relevant zijn. De

belangrijkste marktimperfecties die gevonden zijn in de handboeken van Brealey, Myers en Allen (2008), Grinblatt en Titman (2002) en Ross, Westerfield, Jaffe en Jordan (2008), zijn de asymmetrische informatie, agentschapskosten, de inkomstenbelasting en transactiekosten.

2.2.2 Dividendsmoothing

In dit deel wordt ingegaan op dividendsmoothing, namelijk het gladstrijken van dividenden.

2.2.2.1 *Determinanten van dividend smoothing*

In een klassieke studie merkte Linter (1956) op dat ondernemingen vooral bezig zijn met de stabiliteit van dividenden. Terwijl Linter zijn studie meer dan 50 jaar geleden werd uitgevoerd en zijn steekproef slechts 28 ondernemingen bevatte, lijken zijn bevindingen staande te houden voor veel ondernemingen en meer recente periodes (e.g., Fama en Blahak 1968; Brav et al. 2005). Recenter zijn er aanwijzingen dat dit gedrag kostelijk is voor ondernemingen. Brav et al. (2005) vond dat managers bereid zijn om extern kapitaal aan te trekken of zelfs afzien van een positieve netto contante waarde om te vermijden lagere dividenden uit te keren. Gebruik makend van data uit het Verenigd Koninkrijk rapporteren Michaely en Roberts (2007) dat dividend smoothing meer uitgesproken is bij publieke ondernemingen dan bij private ondernemingen. Dewenter en Warther (1998) vinden dat Japanse ondernemingen die lid zijn van een Keiretsu groep (aannemelijk minder informatie asymmetrie en minder belangenverstrengeling) dividenden minder gladstrijken. Aivazian, Booth, en Cleary (2006) tonen dat ondernemingen met publieke schuld meer dividenden gladstrijken dan ondernemingen met private schuld. Jongere ondernemingen, kleinere ondernemingen, ondernemingen met lage dividendrendementen, ondernemingen met hoge earnings schommelingen en return schommelingen, ondernemingen met minder analisten en meer verspreid en minder accurate analist voorspellingen gaan minder gladstrijken. Tegelijkertijd gaan ondernemingen onderhevig aan agency conflicten meer gladstrijken. Cash cow ondernemingen, met lage groei vooruitzichten, met zwakkere governance en ondernemingen die gecontroleerd worden door institutionele investeerders gaan meer gladstrijken. Theorieën over waarom ondernemingen hun dividend gladstrijken zijn hoofdzakelijk gebaseerd op ofwel asymmetrische informatie (Kumar ,1988; Brennan en Thakor, 1990; DeMarzo en Sannikov,

2008; Guttman, Kadan, en Kandel, 2010) ofwel agency beschouwingen (Allen, Bernardo, en Welch, 2000; DeAngelo en DeAngelo, 2007; Lambrecht en Myers, 2010).

2.2.2.2 Theorieën van dividend smoothing

Ondanks het feit dat dividend smoothing al heel lang bestaat en als eerste gedocumenteerd was meer dan 50 jaar geleden (Lintner, 1956), is er verassend genoeg weinig consensus over welke economische krachten leiden tot deze gedragingen van de ondernemingen. Bestaande modellen kunnen verdeeld worden in degene die hoofdzakelijk gebaseerd zijn op asymmetrische informatie en degene die gemotiveerd worden door agency beschouwingen.

Informatie asymmetrie modellen

Signalering modellen

Onder asymmetrische informatie modellen, bieden Kumar (1988), Kumar en Lee (2001), en Guttman, Kadan, en Kandel (2010) modellen waarin het dividend dient als signaal van het management hun private informatie voor huidige en toekomstige cashflows. Als smoothing het resultaat is van signaal inspanningen, zou dit gedrag heersend moeten zijn onder ondernemingen waarvan het voordeel van signalering groot is – degene die te maken hebben met een hoge graad van informatie asymmetrie. Bijvoorbeeld, jongere, meer ondoorzichtige ondernemingen, met minder materiële vaste activa en meer groei mogelijkheden zouden dan meer dividend smoothing vertonen. Daarbij kunnen we verwachten dat de graad van smoothing doorheen de tijd daalt wanneer de hoeveelheid aan informatie gegenereerd door markt analisten en vrijgegeven door ondernemingen aanzienlijk is toegenomen met verbeteringen in informatie technologie en markt verbeteringen.

Principaal-agent modellen

Fudenberg en Tirole (1995) en DeMarzo en Sannikov (2008) presenteren optimale contract modellen waarbij informatie asymmetrie tussen de onderneming haar eigenaars en haar managers dividend smoothing gedrag genereert.

Agency gebaseerde modellen

Er zijn verschillende agency gebaseerde modellen. Zo is er, bijvoorbeeld, het model van DeAngelo en DeAngelo (2007). Hierin wordt de financiële flexibiliteit aangehaald van wanneer de schuldgraad laag is, maar in dat geval worden de ondernemingen blootgesteld aan de agency kosten van excess cash. Een hoog en stabiel dividend laat rijpere ondernemingen toe agency kosten te verlichten zonder toegang tot extern kapitaal tegen een lage kost op te geven (en misschien zelfs te versterken).

2.2.3 Dividendbeleid en corporate governance

Dividenden hebben ook een corporate governance rol (Easterbrook, 1984; Rozeff 1982). Rozeff (1982) merkte op dat dividenden agency kosten verminderen door de vrije cashflows te verminderen. Maar dividenden laten transactiekosten echter stijgen wanneer ze hogere dividenden uitkeren omdat dat hun nood voor kostelijke externe financiering doet toenemen. Vandaar is er een optimale dividend payout die de som van beide kosten minimaliseert (Goergen M., 2012). Door hoge dividenden uit te keren wordt vrije cash flow tot een minimum gehouden en wordt verspilling door managers verminderd (Easterbrook, 1984). Daardoor moeten ondernemingen dan regelmatig externe financiering aantrekken en elke keer dat ze dat moeten doen, gaan ze beoordeeld worden door outsiders. Wanneer het management slecht zou hebben gepresteerd, gaat er geen financiering van buitenaf beschikbaar zijn. Een stabiele dividendpolitiek laat managers minder de kans toe om te spelen, bijvoorbeeld, dure auto's te kopen want dividenden zullen dan lager zijn en de beurs straft dit af waardoor de koers lager zal zijn (Goergen M., 2012). Correia da Silva L., Goergen M., & Renneboog L. (2004) bestudeerden de flexibiliteit van Duitse dividenden vergeleken met US en UK dividenden. Hieruit concludeerden zij dat wanneer de winsten tijdelijk lager zijn, Duitse ondernemingen veel meer bereid zijn hun dividenden te verlagen of weg te laten dan UK en US ondernemingen (Angelsaksische ondernemingen). In de Duitse context zijn stakeholders belangrijk, waarbij werknemers en banken ook in de raad van bestuur zitten (Goergen M., 2012). Een verklaring voor het laten zakken van dividenden in Duitsland zou kunnen zijn dat machtige aandeelhouders, zoals banken, hier in de raad van bestuur zitten. Bankenvullen hierbij mogelijk een belangrijk corporate governance mechanisme (Voordeckers, 2015).

Franks, Julian R., en Colin P. Mayer (2006) hebben een onderscheid gemaakt tussen het insider systeem en het outsider systeem. De kenmerken van het insider systeem zijn ten eerste dat er een geconcentreerde controle heerst en een complex eigenaarschap structuur. Ten tweede worden managers gecontroleerd door de grote aandeelhouder en ten derde spreekt men van een onderontwikkelde overname en aandelenmarkt. Continentaal Europa, waaronder ook België, weerspiegelt het intern systeem. Het outsider systeem heeft meer de neiging om naar de beurs te gaan. Dit systeem wordt gekenmerkt door verspreid aandeelhouderschap en controle, goed ontwikkelde overname en aandelenmarkten en managers gedisciplineerd door vijandige overnames. Het VK en de VS stellen dit systeem voor.

2.2.4 Dividendbeleid & earnings management over verschillende landen

Dividenden betalen belet ondernemingen niet om boekhoudfraude te plegen, daarbij handelen ondernemingen die dividenden betalen niet per se in het belang van de aandeelhouders (Caskey & Hanlon, 2013).

Earnings management zou minder voorkomen wanneer private controle voordelen worden ingeperkt (Leuz et al., 2003; Gopalan & Jayaraman, 2012). Managers van ondernemingen die beslissen dividenden uit te keren hebben minder private controle voordelen te consumeren en te verbergen en zouden vandaar minder geneigd zijn boekhoudkundige informatie te fabriceren. Zowel theoretisch als empirisch bewijs geeft aan dat VS-ondernemingen niet bereid zijn om dividenden in te perken, en dat zij zich bezig houden om zo een constante dividendenstroom te behouden (Lintner, 1956; Brav et al., 2005; Skinner & Soltes, 2011). Echter, niet-VS-ondernemingen lijken minder bezorgd om dividend bezuinigingen en passen vandaar hun dividendbeleid vaker aan (Dewenter & Warther, 1998; Chemmanur et al., 2010; Hail, Tahoun, & Wang, 2013). Zulk bewijs impliceert dat de relatie tussen de dividendbetalende status en earnings management misschien niet blijft bestaan of zwakker kan zijn in een internationale omgeving. Anderzijds is het mogelijk dat de link tussen dividendbeleid en earnings management sterker is in een onderzoek over verschillende landen heen. Dit kan te wijten zijn aan een grote verscheidenheid in investeerdersbescherming maatregelen per land (Jensen, 1986; La Porta et al., 2000). In het bijzonder zouden zulke verschillen kunnen resulteren in een mogelijk sterkere nood van buitenlandse ondernemingen om hun kwaliteit van hun

beleid over te brengen via alternatieve geloofwaardige signalen, vergeleken met VS-tegenhangers.

Om earnings management te meten kan er gebruik worden gemaakt van accruals. Hoe meer abnormale accruals, hoe agressiever er aan earnings management wordt gedaan (Wen He, Lilian Ng, Nataiya Zaiats, & Bohui Zhang, 2015). Zo blijkt dat dividendbetalers minder abnormale accruals hebben dan niet dividendbetalers, wat suggereert dat de dividendbetalers minder aan agressieve accrual management doen om hun ondernemingsprestaties te verbergen. Er is sterk bewijs dat dividend betalende ondernemingen geassocieerd zijn met en leiden tot lager earnings management (Wen He et al., 2015). Bestaande literatuur stelt vast dat landen met zwakkere instellingen lagere dividend payouts hebben (La Porta et al., 2000) en dat earnings management meer aanwezig is in ontwikkelingslanden dan in ontwikkelde landen, waaronder ook België (Leuz et al., 2003; Gopalan & Jayaraman, 2012; Lang et al., 2006). Recenter onderzoek (Wen He et al., 2015) draagt tot voorgaande literatuur bij door bewijs te bieden dat dividendbetalers lagere niveaus van earnings management tonen voor zowel ontwikkelde als opkomende markten. Leuz et al. (2003) vonden dat zwakke investeerders bescherming insiders toeliet meer private controle voordelen te consumeren en earnings meer agressief te managen. Een waaier aan literatuur geeft ook weer dat consumptie van private controle voordelen door de insiders van het bedrijf positief geassocieerd is met earnings manipulatie. Leuz et al. (2003) argumenteert dat een onjuiste voorstelling van accounting informatie kan ontstaan door de incentives van insiders en controlerende aandeelhouders om hun private controle voordelen te camoufleren en documenteert bewijs dat earnings management minder voorkomt wanneer die voordelen gelimiteerd zijn. Fan en Wong (2005) concluderen dat een *BigN* auditor een corporate governance rol aanneemt in opkomende markten. Choi en Wong (2007) merken op dat de benoeming van een auditor van hoge kwaliteit een belangrijkere rol speelt in landen met zwakkere juridische rechtssystemen dan in landen met sterkere juridische systemen.

In het algemeen vertonen grotere, oudere, meer winstgevende ondernemingen, ondernemingen met hogere lange termijn vaste activa en degene die een *Big N* auditor inhuren

lagere earnings management. In tegenstelling zijn ondernemingen met een hogere omzetgroei, met een hogere proportie eigen aandelen, meer geneigd aan earnings management te doen (Wen He et al., 2015).

We kunnen ook kijken naar de investeerderbescherming en de transparantie om de mate van earnings management te bepalen. Common law landen (VK, VS, Canada...) genieten een sterke investeerderbescherming terwijl civil law landen (België, Frankrijk, Duitsland...) een zwakkere investeerdersbescherming genieten. Uit testen blijkt duidelijk dat dividend betalende landen met de minste investeerdersbescherming of de laagste transparantie duidelijk lagere earnings management vertonen dan hun tegenhangers van andere landen met de meeste investeerdersbescherming of de hoogste transparantie (Wen He et al., 2015). Het is aannemelijk dat ondernemingen van landen met zwakke investeerdersbescherming of lage transparantie een dividendpolitiek gebruiken met lage earnings management manipulatie om hun toewijding aan de belangen van de aandeelhouders over te brengen.

De negatieve relatie tussen dividendbeleid en earnings manipulatie is bijgevolg meer uitgesproken in ondernemingen die opereren in landen waar er zwakke investeerders bescherming is en weinig transparantie.

2.2.5 Dividendbeleid in België

Op de Belgische markt vonden Cobbaut (1969), De Doncker (1972) en Robe (1990) dat het model van Lintner (1956) het dividendbeleid van Belgische ondernemingen goed verklaarde.

Waem en Van Uytbergen (1998) stelden de resultaten enigszins bij. Zij stelden vast dat bij beursgenoteerde en grote ondernemingen de winst van het boekjaar amper een rol speelt bij de bepaling van het dividend van het boekjaar. Beursgenoteerde ondernemingen keren een stabiel en stijgend dividend uit zonder rekening te houden met de winst van het boekjaar (Laveren et al., 2009).

In België zijn er vooral niet-beursgenoteerde ondernemingen. Uit de reeds aangehaalde studie van Deminor naar het dividendbeleid binnen Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen

blijkt dat een dividendbeleid veelal ontbreekt bij niet-beursgenoteerde ondernemingen (Deminor, 2007).

Uit onderzoek van Dries Martens (2012) blijkt dat het model van Lintner van toepassing is voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen van 2004-2010. Bijgevolg kwam hij tot het besluit dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen worden gekenmerkt door een stabiel en stijgende dividendpolitiek.

Leentje Moortgat, Jan Annaert en Marc Deloof (2015) onderzochten de evolutie van het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde ondernemingen van 1838-2012. Ze verdeelden de tijdsperiode in vijf, met als laatste tijdsperiode 1946-2012. Uit deze laatste periode bleek dat 39,18 % de neiging hebben hun dividend te laten stijgen, 14,28 % hebben de neiging hun dividend stabiel te houden en 46,54% hebben de neiging hun dividend te laten dalen. 53,46 % neigt er dus naar een stabiel, stijgend dividend uit te keren wat tot dezelfde conclusie leidt als de alinea hierboven.

Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek

Het doel is het onderzoeken of Belgische ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei meer dan andere ondernemingen geneigd zijn aan resultaatsturing te doen en hoe de auditor daarop reageert.

Uit vorig onderzoek van Dries Martens (2012) bleek dat vooral beursgenoteerde ondernemingen een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei. Het dividendbeleid bij Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen ontbreekt veelal (Deminor, 2007). Uit onderzoek van Leentje Moortgat, Jan Annaert en Marc Deloof (2015) in verband met de evolutie van het dividendbeleid bleek ook uit de meest recente periode dat 53,46 % van de Belgische beursgenoteerde bedrijven ernaar streefde een stabiel of stijgend dividend uit te keren, de andere 46,54 % keerde geen dividend uit, liet het dividend dalen of had geen echt dividendbeleid. Van daaruit werd aanvankelijk gekozen om het dividendbeleid van de BEL20 ondernemingen te bekijken. De BEL20 is gebaseerd op 20 aandelen die als de belangrijkste en meest representatieve Belgische waarden worden beschouwd. Om een voldoende grote steekproef te hebben werden daarna de ondernemingen uit de Bel Mid en de Bel Small ook in rekening gebracht.

Vervolgens werden de ondernemingen verdeeld in twee groepen. Namelijk de ondernemingen die een dividendbeleid volgen gebaseerd op gelijkmatige dividendgroei, hierin werden de ondernemingen met een stijgend of tenminste stabiel dividend in opgenomen, versus de ondernemingen die een ander soort dividendbeleid nastreven. Uit de steekproef bleek dat 38 van de 78 ondernemingen een dividendbeleid volgt met een stijgend of ten minste stabiel dividend. Anders gezegd keert 49 % een stijgend of op zijn minst stabiel dividend uit. Dit is niet de meerderheid maar dit kan te wijten zijn aan de 5 ondernemingen die uit de steekproef werden gelaten. Deze werden uit de steekproef gelaten omdat bepaalde gegevens bij deze jaarrekeningen niet beschikbaar of moeilijk te vergelijken waren. Daarna wordt nagegaan of de ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei meer dan de andere ondernemingen aan resultaatsturing doen.

Om te kijken of er sprake is van een gelijkmatige groei van het dividend zal gekeken worden naar de jaren 2010 tot en met 2014. Bij het verder bespreken of ondernemingen met een dividendpolitiek gebaseerd op gelijkmatige groei meer aan earnings management doen dan andere ondernemingen wordt gebruik gemaakt van het boekjaar 2014 omdat dit het meest recente jaar is waar zoveel mogelijk gegevens over te vinden zijn.

De SPSS output van dit deel kan in bijlage terug gevonden worden. Ook een lijst van de Bel20, de Bel Mid en de Bel Small kan in bijlage terug worden gevonden. Bovendien zijn gebruikte afkortingen die gebruikt worden in het empirisch onderzoek ook vlak voor de bijlagen te vinden in de lijst van afkortingen.

Daarnaast werd ook een interview afgenomen met een Big 4 auditor om te peilen naar zijn mening in verband met resultaat management en hoe hij daarop reageert.

3.1 Dividendbeleid Bel20 ondernemingen

Van de Bel20 ondernemingen zijn er 14 ondernemingen (70%) die een dividendbeleid nastreven gebaseerd op gelijkmatige groei, de andere 6 ondernemingen streven een ander dividendbeleid na.

Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei

AB Inbev NV: Hun doel is om een dividendrendement te handhaven in lijn met andere grote kapitalisatie consumptiegoederen bedrijven en **met een lage volatiliteit**. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,80; € 1,20; € 1,70; € 2,05; € 3,00.

Ackermans-V.H.: Ackermans & van Haaren wenst het **dividend in de toekomst verder te laten groeien**. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 1,55; € 1,64; € 1,67; € 1,70; € 1,82 .

Ageas: Ageas streeft naar een pay-out ratio van 40 tot 50 % van de nettowinst van de verzekeringsactiviteiten. Het dividend per aandeel dat ze uitkeren van 2010-2014 bedraagt € 0,80; € 0,80; € 1,20; € 1,40; € 1,55 en hier zien we dus een gelijkmatige groei.

Bekaert: Het is het beleid van de Raad van bestuur om de algemene vergadering van aandeelhouders een winstverdeling voor te stellen die, voor zover de winst dat toelaat, voorziet in een **stabiel of toenemend dividend** en die tegelijkertijd een adequate cashflow voor investeringen en zelffinanciering ter ondersteuning van de groei zeker stelt.

Bpost: Bpost keert jaarlijks een dividend uit van minstens 85% van de BEGAAP nettowinst van het moederbedrijf Bpost NV (niet-geconsolideerd). Het dividend per aandeel dat ze uitkeren van 2012-2014 bedraagt respectievelijk € 0,85; € 1,13; € 1,26.

Colruyt: De Raad van Bestuur streeft ernaar om het jaarlijks dividend per aandeel **minstens te laten toenemen** in verhouding met de toename van de groepswinst. Verder tracht Colruyt Group bovenop haar organische groei aandeelhouderswaarde te creëren door het inkopen van eigen aandelen. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk €0,89; € 0,92; € 0,95; € 1,00; € 1,00.

Delhaize Group: Het dividendbeleid van Delhaize Groep bestaat erin om, indien mogelijk, een **regelmatig stijgend dividend uit te keren** en tegelijk voldoende vrije cashflow in te houden om opportuniteiten voor de groei van de Groep te financieren.

Elia: Elia is statutair verplicht om minstens 85% van zijn winsten uit te keren, na afhouding van 5% voor de wettelijke reserve. Dit komt overeen met een uitbetalingsratio van 53,8% van de gerapporteerde IFRS-winst. Elia streeft er bovendien naar een **stabiel dividend** uit te keren. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 1,40; € 1,47; € 1,47; € 1,54; € 1,54.

Engie: Ze streven een **stabiele** dividendpolitiek na met een pay-out ratio van 65-75% en een minimum van € 1 per aandeel, betaalbaar in contanten. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 1,50; € 1,50; € 1,50; € 1,50; € 1,00.

GBL: In haar dividendbeleid streeft GBL naar een evenwicht tussen een aantrekkelijk dividendrendement voor de aandeelhouder en een **stijging van de waarde per aandeel**.

ING Group: ING Group streeft ernaar een **progressief dividend uit te keren in de tijd**. In 2008 werden de dividenduitkeringen geschorst. In de jaren daarna heeft ING zich gericht op de

wederopbouw van de bank en de terugbetaling van de steun die ze ontvangen hadden van de Belgische staat door middel van een uitgebreid herstructureringsplan en door het versterken van hun kapitaalbasis. ING heeft nu de Belgische staat terugbetaald en met hun herstructureringsplan zijn ze bijna klaar. Ze zijn nu in de positie om terug dividenden te betalen aan hun aandeelhouders. Dit is vanaf 2014 ook terug gebeurd met een dividend van € 0,12 per aandeel.

Solvay: Het dividendbeleid bestaat erin het **dividend altijd te verhogen wanneer mogelijk** en het niet te laten dalen. Voor 26 jaar is het dividend geleidelijk verhoogd en nog nooit verminderd. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 3,07; € 3,07; € 3,20; € 3,20; € 3,40.

UCB: UCB streeft naar **geleidelijke groei** van dividenden, en wanneer mogelijke deze niet te verminderen. Van 2011-2015 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,74; € 1,00; € 1,02; € 1,04; € 1,06.

Umicore: Het beleid van Umicore is erop gericht om, wanneer mogelijk, een jaarlijks dividend uit te keren dat **stabiel blijft of toeneemt** ten opzichte van het jaar tevoren. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,80; € 1,00; € 1,00; € 1,00; € 1,00.

Ondernemingen met een dividendbeleid dat niet gebaseerd is op gelijkmatige groei

Cofinimmo – Sicafi: De Vastgoedbevak is verplicht minstens 80% uit te keren van de som van het gecorrigeerd resultaat en de netto meerwaarden op de verkoop van onroerende goederen die niet vrijgesteld zijn van de verplichte uitkering. De vermindering van de schuld tijdens het boekjaar mag echter worden afgetrokken van het uit te keren bedrag. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 6,50; € 6,50; € 6,00; € 6,00; € 4,13.

Galapagos: Geen gelijkmatige groei – Galapagos heeft een beperkte operationele geschiedenis en winstgevendheid in de toekomst kan niet worden gegarandeerd en keert daarom geen dividenden uit.

KBC Group: Zij streven geen gelijkmatige groei na in hun dividendbeleid. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,75; € 0,01; € 1,00; € 0,00; € 2,00.

Ontex: Ontex heeft geen beleid of gedetailleerd plan met betrekking tot de betaling van dividenden aan aandeelhouders.

Proximus: Proximus verbindt zich ertoe een aantrekkelijk beleid van winstuitkering te voeren waarbij, in principe, het grootste deel van haar jaarlijkse vrije kasstroom wordt uitgekeerd aan haar aandeelhouders. Hun doel is niet een dividend uit te keren gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2011-2015 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 2,18; € 2,18; € 2,49; € 2,18; € 1,50.

Telenet: Ze streven geen dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 4,50; € 4,25; € 7,90; € 0,00; € 0,00.

3.2 Dividendbeleid Bel Mid ondernemingen

Van de 33 Bel Mid ondernemingen zijn er 14 (42%) ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei en 19 ondernemingen met een ander dividendbeleid.

Nationale Bank van België werd uit de steekproef gehouden, dit omdat deze onderneming een nogal verschillende voorstelling van de jaarrekening had in vergelijking met de andere ondernemingen waardoor veel gegevens er moeilijk konden worden uitgehaald.

Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei

Barco: Barco wil de aandeelhouders belonen door een **consistente groei in de dividenden** te verzekeren.

Befimmo: Het dividend van de volgende boekjaren zal afhangen van de economische conjunctuur en van de investeringskansen die de vennootschap zal grijpen, terwijl ze tegelijk partij blijft trekken van de **stabiele** inkomsten dankzij het defensieve karakter van haar vastgoedpatrimonium. Van 2011-2015 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 3,90; € 4,95; € 3,45; € 3,46; € 3,45.

Compagnie du Bois Sauvage: Deze onderneming heeft aandacht voor de belangen van haar eigen aandeelhouders, ze vinden dat investeringen een terugkerend inkomen vereisen en dit doen ze aan de hand van een uitkering van een dividend, indien mogelijk, **met gestage groei**.

D'leteren: Behoudens belangrijke onverwachte gebeurtenissen zal het bedrijf een stabiel of, in de mate dat de resultaten dit toelaten, **een gestaag stijgend dividend garanderen**. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk €0,43; € 0,80; € 0,80; € 0,80; € 0,80.

Econocom Group: Hier merken we een **gelijkmatige groei** op in hun uitgekeerde dividenden per aandeel.

Fagron: Fagron streeft een **gelijkmatige groei** na in hun dividenden. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,44; € 0,50; € 0,60; € 0,72; € 1,00.

Gimv: Het is Gimvs dividendpolitiek om het dividend niet te verlagen en om het te **verhogen** wanneer mogelijk.

Leasinvest: Overeenkomstig artikel 13 van het GVV KB diende, bij winst van het boekjaar, ten minstens het positieve verschil te worden uitgekeerd tussen de volgende bedragen: (i) 80% van de som van het gecorrigeerde resultaat en de netto-meerwaarden bij realisatie van vastgoed die niet van de verplichte uitkering zijn vrijgesteld (telkens berekend overeenkomstig voormeld KB), en (ii) de netto-vermindering in het boekjaar van de schuldenlast van de openbare GVV. Er dient verder ook rekening te worden gehouden met artikel 617 van het Wetboek van vennootschappen. De vennootschap streeft ernaar om steeds een aanvaardbaar dividendrendement te bieden aan haar aandeelhouders, gecombineerd met een op middellange termijn beperkt risico. De voorbije boekjaren, en zonder dat dit garanties biedt voor de toekomst, werd er steeds naar gestreefd om een dividend uit te keren dat hoger is dan de wettelijke minima. Van 2010-2014 keerden ze een dividend uit van € 3,49; € 4,15; € 4,45; € 4,50; € 4,55 waarin een **gelijkmatige groei** opvalt.

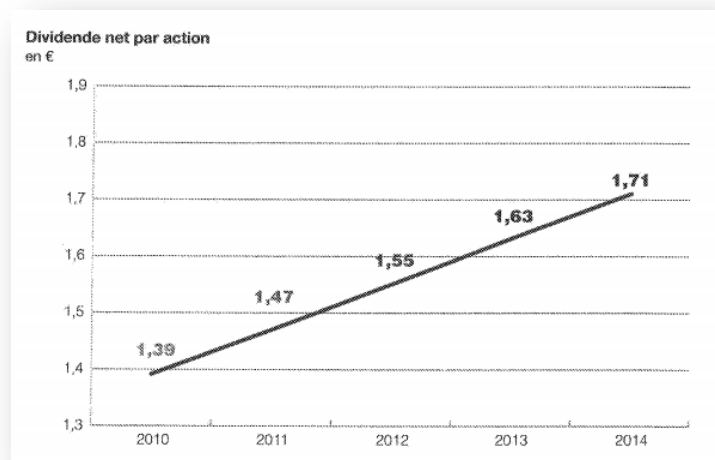
Lotus Bakeries: Lotus Bakeries streeft een **gelijkmatige groei** na in hun dividenden. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 8,80; € 9,40; € 9,80; € 10,80; € 12,40.

Melexis: Rekening houdend met de huidige en toekomstige kasstromen en als geen lonende investeringsmogelijkheden gevonden worden, is Melexis NV van plan regelmatige (interim)

dividenden uit te keren, om zo het rendement op het eigen vermogen voor zijn aandeelhouders te maximaliseren. Van 2010-2014 werden per aandeel volgend bruto (interim) dividend uitgekeerd: € 0,30 interim dividend; € 0,60 interim dividend; € 0,65 interim dividend; € 0,70 interim dividend; € 1,00 interim dividend.

Retail Estates: Retail Estates streeft een stabiel dividendbeleid na. Van 2010 tot en met 2014 keert de onderneming een dividend uit van respectievelijk € 2,23; € 2,29; € 2,21; € 2,17; € 2,25.

Sofina: Ook Sofina keert dividenden uit gebaseerd op gelijkmatige groei.



Figuur 1: Netto-dividend Sofina uit jaarrekening Sofina 2013

Van de Velde: Van de Velde streeft ernaar een **stabiel en geleidelijk toenemend jaarlijks dividend** uit te keren.

WDP: Het duurzaam en voorzichtig – maar aantrekkelijk – dividendbeleid vertaalt zich in een **aanhoudend hoog en bovendien geleidelijk stijgend dividend per aandeel**.

Ondernemingen met een dividendbeleid dat niet gebaseerd is op gelijkmatige groei

Ablynx: De Vennootschap heeft nooit enige dividenden aan zijn aandeelhouders uitgekeerd. Volgens de Belgische wet op de vennootschappen is de Vennootschap verplicht ten minste 5 % van haar nettowinst af te trekken om een wettelijke reserve op te bouwen tot wanneer deze

reserve één tiende van het statutaire aandelenkapitaal van de Vennootschap bedraagt. Per 31 december 2014 waren er geen winsten beschikbaar voor uitkering. Volgens de Belgische wet op de vennootschappen bedraagt het minimum aandelenkapitaal van een naamloze vennootschap € 61.500.

Aedifica: In het dividendbeleid van Aedifica is te lezen dat de onderneming de verplichting heeft om haar winst grotendeels uit te keren in de vorm van een dividend. Er is verder niets te lezen dat de onderneming groei of stabiliteit nastreeft, wat bijgevolg ook niet bleek uit de dividenden.

Agfa-Gevaert: Als algemene regel, zal de Raad van Bestuur voorstellen dividenden aan de aandeelhouders uit te keren gelijk aan 35% tot 40% van het nettoresultaat. In 2013 werd er geen dividend uitbetaald naar aanleiding van de beslissing van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Agfa-Gevaert NV van 14 mei 2013. In 2014 werd er geen dividend uitbetaald naar aanleiding van de beslissing van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Agfa-Gevaert NV van 13 mei 2014.

Biocartis: Biocartis heeft geen dividenden op zijn aandelen gedeclareerd of uitgekeerd. In de toekomst zal het dividendbeleid van Biocartis worden uitgewerkt en dit zou van tijd tot tijd kunnen wijzigen door een voorstel van de leden van de raad van bestuur van Biocartis. Elke declaratie van dividend zal gebaseerd zijn op de winst van Biocartis, de financiële situatie, de kapitaalbehoeften en andere factoren die door de raad van bestuur belangrijk worden geacht. De Belgische wetgeving en de statuten van Biocartis vereisen niet dat Biocartis dividenden declareert.

Celyad: Celyad heeft de laatste jaren geen dividend uitgekeerd, ze maken al jaren verlies.

CFE: CFE streeft geen dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerde de onderneming een dividend uit van respectievelijk € 1,25; € 1,15; € 0,86; € 1,15; € 0,00.

Euronav: Euronav keerde in 2013 en 2014 geen dividend uit. Euronav heeft geen dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei.

EVS Broadcast Equipment: Sinds 1998 kondigde EVS een dividendum uitkering aan van 30% van de geconsolideerde nettowinst. De gezonde financiële situatie heeft EVS toegestaan om hieraan te

voldoen en vaak zelfs een hoger uitkeringspercentage dan deze verbintenis. Vanaf 2006 startten ze met het verlenen van interim-dividend uitgekeerd in november. Sinds 2013 heeft de Raad van Bestuur een dividendbeleid om een gevestigd deel als dividend uit te betalen rekening houdend met de behoefte aan contant geld ter financiering van de groei van het bedrijf. Van 2010-2014 keerde de onderneming een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 2,64; € 2,63; € 2,64; € 2,16; €2,00.

Exmar: Exmar streeft geen gelijkmatige groei na in hun dividendbeleid. De onderneming keerde een dividend uit van 2010-2014 van respectievelijk € 0,40; € 0,60; € 0,40; € 0,90; € 0,50. We zien dus van 2011 ten op zichte van 2010 een stijging, het jaar erop een daling, het jaar erop een stijging en het jaar erop terug een daling met zelfs bijna de helft.

IBA: Iba keert al sinds 2011 geen dividenden meer uit door verliezen. Vanaf 2015 plannen ze wel een payout ratio van 20 %.

Intervest Offices & Warehouses: Zij hanteren een uitkeringspercentage van 90 %, voordien 100 %. Van 2010 tot en met 2013 keerde de onderneming een dividend uit van respectievelijk € 1,83; € 1,73; € 1,76; € 1,53.

Kinopolis Group: Kinopolis Group keert een dividend uit op basis van een pay-out ratio van 50 % van de courante winst. Van 2010 tot en met 2014 keerde de onderneming een dividend uit van respectievelijk € 0,25; € 1,23; € 0,47; € 0,64; € 0,85.

Mobistar: Door de in 2008 ingevoerde regeling van uitzonderlijk hoge uitkeringen, moet niettemin worden opgemerkt dat de Groep maar binnen één luik kan handelen: zijn dividendbeleid. De Raad van Bestuur van de onderneming heeft, gelijktijdig met de versnelde investeringen in het 4g-netwerk, de impact van het reglementaire kader en de hogere concurrentie door de inwerkingtreding van de nieuwe telecomwet in oktober 2012 en de impact daarvan op de resultaten van de Groep, beslist om in de plaats van het gebruikelijke vergoedingsbeleid voor aandeelhouders (waarbij nagenoeg 100 % van het nettoresultaat wordt uitgekeerd) zijn dividendbeleid aan te passen om een gezonde balans te kunnen handhaven. Deze beslissing heeft geleid tot een lagere uitkering in 2013 in vergelijking met 2012 en geen uitkering in 2014 over de resultaten van 2013.

Nyrstar: De Raad van Bestuur heeft het dividendbeleid van de onderneming beoordeeld in 2009 en concludeerde dat in het licht van de herziene strategie van Nyrstar, een dividendbeleid met een vaste pay-out ratio niet langer geschikt was. Het herziene dividendbeleid van de onderneming is gericht op het maximaliseren van de totale opbrengst voor de aandeelhouder door middel van een combinatie van de aandelenkoers en dividenden, met behoud van voldoende kasstromen voor groei en de succesvolle uitvoering van de strategie van de vennootschap. Van 2010-2014 werd een dividend per aandeel uitgekeerd van respectievelijk € 0,15; € 0,16; € 0,16; € 0,00; € 0,00.

Recticel: Deze onderneming heeft geen dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,27; € 0,28; € 0,29; € 0,20; € 0,20. Na 2012 valt een daling van het dividend op.

RTL Group: Het betalen van dividenden hangt af van de financiële conditie, de operationele resultaten, de kapitaalvereisten, alternatieven voor investeringen en andere factoren die relevant lijken voor het management. Het management neigt ernaar dividenden in de toekomst te betalen met een dividend ratio van tussen de 50 en 75 procent van de nettowinst. Ze hanteren geen dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010 tot en met 2014 keren ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 5,00; € 5,10; € 10,50; € 7,50; € 5,50.

Sipef: Sipef streeft geen gelijkmatige groei na in hun dividendbeleid. Van 2010 tot en met 2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 1,50; € 1,70; € 1,26; € 0,98; € 0,86. Vanaf 2012 daalt het dividend.

Tessengerlo Group: Het dividendbeleid van de vennootschap kan van tijd tot tijd gewijzigd worden, en iedere dividendumuitkering blijft afhankelijk van de inkomsten, financiële positie, vereisten betreffende het aandelenkapitaal en andere belangrijke factoren, die zullen moeten worden voorgelegd aan en goedgekeurd door het bevoegde orgaan van de vennootschap en is onderhevig aan de beschikbaarheid van de uitkeerbare reserves zoals vereist door het W. Venn. en de statuten. Van 2010 tot en met 2014 keerden ze een dividend uit van respectievelijk € 1,33; € 1,33; € 1,33; € 0,00; € 0,00.

Wereldhave Belgium: Als investeringsonderneming is de onderneming verplicht volgens artikel 28 van het wetboek van vennootschappen 1969 tenminste de belastbare winst als dividend te verdelen. Wereldhave heeft als doel een dividend pay-out ratio van 85-90 % van zijn direct resultaat. Van 2010 tot en met 2014 keren ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 3,92; € 4,70; € 3,30; € 3,30; € 3,29.

3.3 Dividendbeleid Bel Small ondernemingen

Van de 25 Bel Small ondernemingen zijn er 10 ondernemingen (40%) met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei, en 15 ondernemingen met een ander dividendbeleid.

ArgenX, Mithra Pharmaceutic, Qrf en Quest for growth werden uit de steekproef gelaten omdat er ofwel niet genoeg gegevens over te vinden waren, niet alle jaarrekeningen beschikbaar waren, oprichting pas gebeurde in 2013 en gegevens van 2012 ook vereist zijn of omdat er geen kasstroomtabel gegeven was.

Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei

Atenor: Atenor streeft een stabiel dividend na. Van 2010-2014 keert Atenor een dividend per aandeel uit van € 2,00.

Home Invest Belgium: Bij het dividendbeleid van Home Invest Belgium wordt waarde gehecht aan het uitkeren van een jaarlijks toenemend dividend aan zijn aandeelhouders. Tussen 2000 en 2014 is het bruto dividend gestegen van € 1,96 tot € 3,75 per aandeel, of een stijging van 91,3% over een periode van 15 en een half jaar gemiddelde jaarlijkse stijging van 5,4%.



Figuur 2: Dividendbeleid Home Invest Belgium

Deceuninck: We zien een gelijkmatige groei in het dividend per aandeel dat de laatste jaren wordt uitgekeerd. Van 2013-2015 keerde Deceuninck een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,02; € 0,02; € 0,03.

Jensen-Group: JENSEN-GROUP heeft een dividend politiek om jaarlijks een gelijkmatig dividend van 0,25 euro per aandeel uit te keren behalve wanneer de resultaten of de financiële situatie

dergelijk dividend niet toelaat. Gebaseerd op de goede jaarresultaten van 2014 stelt de Raad van Bestuur aan de aandeelhouders voor om het dividend éénmalig te verhogen met 0,15 euro per aandeel. Het dividend dat per aandeel werd uitgekeerd van 2010-2014 bedraagt bijgevolg € 0,25; € 0,25; € 0,25; € 0,25; € 0,40.

Montea: Montea stelt zich als doel een solide en gediversifieerde vastgoedportefeuille te ontwikkelen in het kader van een strategie die ertoe strekt haar vastgoed voor lange termijn in bezit te houden, teneinde stabiele huurinkomsten te genereren die leiden tot een stabiel en in de mate van het mogelijke groeiend dividend voor haar aandeelhouders op lange termijn. Van 2010 tot en met 2014 keerde Montea een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 1,84; € 1,84; € 1,93; € 1,97; € 1,97.

Resilux: Resilux heeft een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerden ze een dividend uit van respectievelijk € 1,65; € 1,65; € 1,65; € 1,80; € 1,90.

Sioen: In het algemeen streeft de raad van bestuur naar een payout ratio van meer dan 15 %. Om het dividend aan de cash flow verwachtingen te koppelen aan de ene kant en om de aandeelhouders te belonen aan de andere kant, streeft de raad van bestuur ernaar om het dividend jaar na jaar te laten toenemen. Van 2010-2014 keerde Sioen een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,25; € 0,27; € 0,31; € 0,33; € 0,37.

Ter Beke: We zien bij Ter Beke een toenemend dividend tot en met 2010. Vanaf 2010 zien we een stabiel dividend van € 2,50.

Texaf: Texaf streeft een dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerde de onderneming een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,17; € 0,21; € 0,25; € 0,30; € 0,36.

Vastned Retail Belgium: Deze onderneming streeft een dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010 tot en met 2014 keerde de onderneming een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 2,50; € 2,55; € 2,62; € 2,65; € 2,72.

Ondernemingen met een dividendbeleid dat niet gebaseerd is op gelijkmatige groei

Banimmo A: Deze onderneming streeft geen dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. Van 2010-2014 keerden ze een dividend per aandeel uit van respectievelijk € 0,35; € 0,27; € 0,27; € 0,00; € 0,00.

Bone Therapeutics: Deze onderneming keert geen dividenden uit.

Dalenys: Dalenys keert geen dividenden uit.

Global Graphics: Global Graphics streeft geen gelijkmatige groei na in hun dividendbeleid, ze keren al enkele jaren geen dividend uit.

Greenyard Foods: In functie van de leverage ratio, wordt het bedrag dat kan uitgekeerd worden als dividend beperkt tot maximum 40% van de cashflow. De voorbije boekjaren (2010 tot heden) werd geen dividend uitgekeerd.

Immobel: Immobel streeft geen dividendbeleid na gebaseerd op gelijkmatige groei. In 2013 werd zelfs geen dividend uitgekeerd.

MDxHealth: De Vennootschap heeft nooit dividenden op haar aandelen betaald en er wordt ook niet verwacht dat dat in de nabije toekomst zal gebeuren. Op 31 december 2014 was er geen winst beschikbaar voor distributie onder de Belgische wetgeving.

Option: Option keert al jaren geen dividend uit.

Picanol: Het dividendbeleid van de Picanol Group is het resultaat van een jaarlijkse afweging inzake return voor de aandeelhouders en het beschikbaar houden van vrije cashflow om opportuniteiten voor verdere groei te financieren. Gedurende de jaren 2010-2014 keerde Picanol geen dividend uit.

RealDolmen: Tot en met 2014 keert RealDolmen geen dividend uit.

Roularta Media: De algemene vergadering volgt op voorstel van de raad van bestuur inzake de resultaatbestemming een beleid waarbij zij poogt een dividend uit te keren, zonder hierbij het gezonde evenwicht tussen een dividenduitkering en het behoud van de

investeringsmogelijkheden uit het oog te verliezen. Van 2010-2014 keert de onderneming een dividend uit van respectievelijk € 0,50; € 0,35; € 0,00; € 0,00; € 0,00.

ThromboGenics: ThromboGenics keert geen dividenden uit.

Tigenix: De vennootschap heeft geen dividenden uitgekeerd sinds haar oprichting als gevolg van de verliezen. In de toekomst zal het dividendbeleid van de vennootschap bepaald worden en zou kunnen wijzigen na beslissing door de Raad van Bestuur. Elke uitkering van dividenden zal gebaseerd zijn op de resultaten, de financiële toestand en de kapitaalvereisten van de Vennootschap en andere factoren die belangrijk geacht worden door de Raad van Bestuur.

TINC: TINC Comm. VA, die in 2015 naar de beurs ging in Brussel, betaalt een allereerste interim dividend van 12 cent bruto. Voordien heeft TINC nooit dividenden betaald.

Zetes Industries: De doelstelling van het bedrijf is om een dividend uit te keren voor een bedrag van ongeveer een derde van haar geconsolideerde netto-inkomen (vóór bijzondere waardevermindering van goodwill). Elk voorgesteld dividend is ook gebaseerd op de financiële positie van de vennootschap, kapitaalbehoeften en andere factoren die als belangrijk worden beschouwd door de Vennootschap. Van 2010 tot en met 2014 werd een bruto dividend per aandeel uitgekeerd van respectievelijk € 1,00; € 0,55; € 0,55; € 0,55; € 0,63.

In totaal zijn er van de 78 bedrijven in de steekproef 38 ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei, en 40 ondernemingen met een ander dividendbeleid.

3.4 Resultaatmanagement getest op ondernemingen uit de steekproef

3.4.1 Hypothese

H₁: Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei doen meer aan earnings management dan andere ondernemingen door real activities en accruals management

Earnings management kan gebeuren door real activities manipulatie of door accruals management of beide.

Real activities manipulation: het veranderen van de onderliggende verrichtingen van het bedrijf in een poging om in de huidige periode de winst te verhogen. Bijvoorbeeld, overproductie om de uitgaven van kosten verkochte goederen te laten dalen (cost of goods sold, COGS) en R&D onderzoeken inkrimpen om earnings te boosten.

Accruals management: wordt niet bereikt door het veranderen van de onderliggende operationele activiteiten van de onderneming, maar door de keuze van de boekhoudkundige methoden die worden gebruikt om deze activiteiten te vertegenwoordigen.

Beide types van earnings management houden in dat de managers de winst pogen te verhogen/verlagen. Echter, een type heeft invloed op de operationele activiteiten en de ander niet.

Normale totale accruals worden geschat aan de hand van volgende vier regressies:

$$CFO_t/Assets_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/Assets_{t-1}) + \alpha_2(Sales_t/Assets_{t-1}) + \alpha_3(\Delta Sales_t/Assets_{t-1}) + \epsilon_t (1)$$

$$PROD_t/Assets_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/Assets_{t-1}) + \alpha_2(Sales_t/Assets_{t-1}) + \alpha_3(\Delta Sales_t/Assets_{t-1}) + \alpha_4(\Delta Sales_{t-1}/Assets_{t-1}) + \epsilon_t (2)$$

$$DISX_t/Assets_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/Assets_{t-1}) + \alpha_2(Sales_{t-1}/Assets_{t-1}) + \epsilon_t (3)$$

$$TA_t/Assets_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/Assets_{t-1}) + \alpha_2(\Delta Sales_t/Assets_{t-1}) + \alpha_3(PPE_t/Assets_{t-1}) + \alpha_4(IBEI_t/Assets_{t-1}) + \epsilon_t (4)$$

In bovenstaande regressies staat *CFO* voor de cash flow from operations; *Assets* zijn de totale activa; *Sales* de totale verkopen; *PROD* de productiekosten namelijk de kosten verkochte

goederen en voorraadwijziging; *DISX* zijn de discretionaire uitgaven namelijk de som van de reclame uitgaven, R&D uitgaven en verkoop, algemene en administratieve uitgaven; *IBEI* is de winst uit de gewone bedrijfsuitoefening; *TA* zijn de totale accruals namelijk *IBEI* verminderd met *CFO*; en *PPE* staat voor Property, Plant & Equipment, dit zijn de materiële vaste activa.

De abnormale cash flows (*ACFO*), abnormale productiekosten (*APROD*), abnormale discretionaire uitgaven (*ADISX*), en abnormale totale accruals (*ATA*) worden berekend als het verschil tussen de werkelijke waarden en de normaal voorspelde niveaus (met andere woorden, zij zijn de residuen) van regressies (1) tot en met (4). Abnormale cash flows en abnormale discretionaire uitgaven worden vermenigvuldigd met -1 (en genoteerd als *ACFO* en *ADISX*) zodat een hogere waarde in alle gevallen wijst op een groter opwaarts earnings management. We definiëren real earnings management als de som van *ACFO* en *ADISX*, en totaal earnings management (*TEM*) als *ACFO* plus *ADISX* plus *ATA*.

Regressies 1 tot en met 4

Regressie 1 tot en met 4 werden uitgevoerd om de abnormale cash flows, de abnormale productiekosten, de abnormale discretionaire uitgaven en de abnormale totale accruals te berekenen. Deze zijn terug te vinden in bijlage 1 tot en met 4 en dienen ter voorbereiding van regressie 5, waarin earnings management wordt gemeten.

$$CFO_t/Assets_{t-1} = -0,002 - 6954596,849*(1/Assets_{t-1}) + 0,112*(Sales_t/Assets_{t-1}) + 0,234*(WijzigingSales_t/Assets_{t-1}) \quad (1)$$

$$PROD_t/Assets_{t-1} = -0,084 - 1076082,084*(1/Assets_{t-1}) + 0,665*(Sales_t/Assets_{t-1}) - 0,438*(WijzigingSales_t/Assets_{t-1}) - 0,007*(WijzigingSales_{t-1}/Assets_{t-1}) \quad (2)$$

$$DISX_t/Assets_{t-1} = 0,032 + 11403204,96*(1/Assets_{t-1}) + 0,042*(Sales_{t-1}/Assets_{t-1}) \quad (3)$$

$$TA_t/Assets_{t-1} = 0,007 - 812866,093*(1/Assets_{t-1}) + 0,012*(WijzigingSales_t/Assets_{t-1}) - 0,098*(PPE_t/Assets_{t-1}) + 0,036*(IBEI_t/Assets_{t-1})$$

Alle vier de modellen bleken significant. Niet alle coëfficiënten zijn apart gezien significant verschillend van nul maar om een voorspelling te maken, in dit geval van de abnormale cash flow e.d., dienen niet alle coëfficiënten in het model een significante invloed te hebben. Er werd

ook gecontroleerd op multicollineariteit. In een regressie-analyse heb je bijna altijd meer dan één voorspeller. Die voorspellers hangen samen. Ze hangen weliswaar altijd een beetje samen, maar soms hangen ze vrij sterk samen. Dit heet multicollineariteit. Door die samenhang van de voorspellers heb je in de regressie-analyse minder informatie dan als de voorspellers niet samen zouden hangen. De samenhang tussen de voorspeller betekent immers dat men elke voorspeller (deels) kan voorspellen uit de andere voorspeller(s). Bij regressie-analyse kan je bepalen hoe ‘erg’ de multicollineariteit is door naar de zogenaamde Variance Inflation Factor (VIF) te kijken. Elke voorspeller heeft zo’n VIF. Deze VIF drukt uit met welke factor de varianties van de andere voorspellers toenemen door opname van de betreffende voorspeller in het model. Voor de vier regressies blijkt er geen probleem te zijn qua multicollineariteit, VIF mag tot 10 zijn en is nooit veel meer dan 1.

Regressie 5

De hypothese onderzoekt of ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei meer overgaan tot earnings smoothing door ‘real activities’ en ‘accruals’ dan andere ondernemingen. Dit wordt getest aan de hand van de volgende regressie:

$$EM = \beta_0 + \beta_1 GMG + \beta_2 PMEC + \beta_3 PMEC * GMG + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \epsilon. \quad (5)$$

EM is de earnings management proxy, en wordt gedefinieerd als *TEM*, *total earnings management*, om het totale effect van ‘real activities’ en ‘accruals management’ te behelzen.

De onafhankelijke variabelen in regressie (5) zijn als volgt. *GMG* is de dividendbetalende onderneming op basis van gelijkmatige groei, dit is een dummy variabele die gelijk is aan 1 wanneer ondernemingen dividenden betalen op basis van gelijkmatige groei en 0 wanneer ze dat niet doen.

PMEC is de ‘pre-managed earnings change’, en is gelijk aan de earnings change $(IBEI_t - IBEI_{t-1}) / Assets_{t-1}$ verminderd met de earnings management proxy: *TEM*. De rest van de variabelen zijn bedoeld om te controleren voor factoren die de incentives van het management beïnvloeden om earnings te managen.

Omdat voorgaand onderzoek (Healy & Palepu, 1988; Grullon et al. 2002; Skinner & Soltes, 2011) heeft uitgewezen dat de levenscyclus fase en de financiële kenmerken verschillend zijn

afhankelijk van het dividendbeleid, voegen we de variabele groei van de verkopen (*GROWTH*) en leverage (*LEV*) toe aan onze regressie. **Bewijs van earnings smoothing zou zijn dat de *PMEC* een negatieve coëfficiënt bevat, en bewijs dat ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei meer aan earnings smoothing doen zou bewezen worden door een negatieve coëfficiënt bij *PMEC*GMG*.**

Regressie 5 uitgevoerd

$$EM = \beta_0 + \beta_1 GMG + \beta_2 PMEC + \beta_3 PMEC*GMG + \beta_4 LEV + \beta_5 GROWTH + \hat{\epsilon} \quad (5)$$

$$TEM = 0,004 - 0,003*GMG - 0,945*PMEC + 0,041*(PMEC*GMG) - 0,011*LEV + 0,178*GROWTH$$

De uitvoering van de vijfde regressie, namelijk de regressie om earnings management te meten, is terug te vinden in bijlage 5. Ook dit model is als geheel significant. Regressie 5 werd ook gecontroleerd op multicollineariteit. Er blijkt er geen probleem te zijn qua multicollineariteit, VIF mag tot 10 zijn en is nooit veel meer dan 1.

Leverage werd berekend door voor elke onderneming de totale schuld van vorig jaar te delen door de activa van vorig jaar. Growth verwijst naar de groei van de verkopen en werd berekend door voor elke onderneming de wijziging van de verkopen van jaar t ten opzichte van vorig jaar te delen door de activa van vorig jaar. Aangezien *PMEC* een negatieve coëfficiënt heeft en de p-waarde kleiner is dan 0,05, kan worden besloten dat de ondernemingen aan earnings smoothing doen ($\beta_2 = -0,945$; $p < 0,05$). Het dividendbeleid blijkt geen significante invloed te hebben bij het meten van earnings management, de p-waarde van de coëfficiënt van *GMG* (dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei) is namelijk $> 0,05$. Bijgevolg is de p-waarde horende bij de coëfficiënt *PMEC*GMG*, waaruit blijkt dat ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei niet meer aan earnings management doen dan andere ondernemingen, ook niet significant (p-waarde $> 0,05$). Het dividendbeleid heeft dus geen significante invloed op earnings management.

3.4.2 Besluit

Algemeen kan de hypothese “Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei doen meer aan earnings management dan andere ondernemingen door real activities en accruals management” dus niet bevestigd worden. Er kan dus gesteld worden dat zowel ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei als ondernemingen met een ander dividendbeleid aan resultaatmanagement doen. Echter kan er geen onderscheid gemaakt worden afhankelijk van het dividendbeleid. Het dividendbeleid heeft bijgevolg geen significante invloed op resultaatmanagement. Het dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei geeft dus geen incentive om meer aan earnings management te doen dan wanneer men een ander dividendbeleid volgt.

3.5 Interview Big 4 auditor met betrekking tot resultaatmanagement & dividendbeleid

Voorgaande statistische resultaten werden ook besproken met een Big 4 auditor. Op die manier werd een beter inzicht verkregen in hoe de auditor in de praktijk tegenover resultaatmanagement staat en of dit varieert afhankelijk van het dividendbeleid. Dit interview werd afgenomen met dhr. Christoph Oris, bedrijfsrevisor executive director bij Ernst & Young.

1. *“De auditor moet erop toezien dat de financiële overzichten een getrouw beeld geven en vrij zijn van materiële fouten veroorzaakt door fouten of fraude. Het dividendbeleid van de onderneming is hierbij een risicofactor (Liu N. & Espahbody R., 2014).”*
Ziet u het dividendbeleid in de praktijk als auditor als een risicofactor? Gaat u extra alert of waakzaam zijn met betrekking tot een bepaald dividendbeleid?

Als het beleid van een onderneming is om relatief hoog dividend (in verhouding tot het resultaat van het boekjaar) uit te keren gaat dit inderdaad meespelen in de beoordeling van het risico in kader van de audit.

2. *“Externe auditoren verminderen de kansen van het management om in het laatste kwartaal de earnings van het boekjaar nog te kunnen sturen in een gewenste richting (Brown & Pinello, 2007).”*

Komt resultaat management vaak voor en hoe reageert u hier dan op? Komt resultaatmanagement meer voor bij ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige groei? Resultaatsmanagement komt zeker voor maar eigenlijk kan ik alleen stellen dat bij mijn klanten dit in feite vrij beperkt is en als dit al toegepast zou worden, dat dit meer fiscaal geïnspireerd (resultaten lager/conservatiever voorstellen) dan wel resultaten agressiever voorstellen in een Belgische context waar er een zeer duidelijke link is tussen fiscale aangifte en boekhoudkundige verwerking.

3. *“Er zijn verschillende oorzaken die de onafhankelijkheid van de auditor in het gedrang kunnen brengen zoals tijdsdruk, gebrek aan ervaring van de auditor, de vrees om de klant kwijt te raken of de complexiteit van de dossiers (Chung J., et al., 2013). Ook een kostenoverschrijding tijdens de audit kan de onafhankelijkheid van de auditor in het gedrang brengen (Markelevich & Rosner, 2013), waardoor signalen van earnings management minder snel worden opgemerkt of er niet gepast op gereageerd wordt. “* Hebt u dit reeds ervaren in de praktijk dat door verschillende oorzaken earnings management minder snel wordt opgemerkt of er niet gepast op wordt gereageerd? Het is inderdaad zo dat de bovenstaande elementen een mogelijke impact hebben op de grondigheid van de audit. Evenwel is het in onze praktijk binnen EY de policy om hier niet aan tegemoet te komen en desondanks steeds een grondige controle uit te voeren.
4. Het management heeft twee keuzes bij het sturen van de winst. Ofwel kan de bedrijfsleiding de earnings proberen te managen op een gepaste en legale manier en dus binnen de grenzen van de geldende regelgeving om op die manier de gewenste stabiele en voorspelbare financiële resultaten te bekomen. Ofwel kan het management de earnings managen op een illegale manier dus via overtreding van de regelgeving. Heeft u als auditor al te maken gehad met zowel legale als illegale earnings management? En hoe reageert u hier dan op? Met illegale earnings management heb ik nog nooit te maken gekregen. Met legale earnings management wel (vb kosten activeren en afschrijven of onmiddellijk in resultaat nemen als er mogelijkheid is tot interpretatie, al dan niet op- of afbouwen van een provisie,...). Bij deze laatste is het natuurlijk vereist om na te gaan of de manier van verwerken wel effectief volgens de wettelijke bepalingen kan verdedigd worden.

5. *“In het algemeen vertonen grotere, oudere, meer winstgevende ondernemingen, ondernemingen met hogere lange termijn vaste activa en degene die een Big 4 auditor inhuren lagere earnings management. In tegenstelling zijn ondernemingen met een hogere omzetgroei, met een hogere proportie eigen aandelen meer geneigd aan earnings management te doen (Wen He et al., 2015).”*

Bent u, als Big 4 auditor, het ermee eens dat ondernemingen met een Big 4 auditor minder aan earnings management doen?

Hier ben ik van overtuigd dat dit inderdaad het geval is dat meer earnings management voorkomt bij klanten van niet Big 4 auditors.

3.5.1 Besluit

Uit het interview kan besloten worden dat het dividendbeleid als risicofactor wordt gezien bij de beoordeling van de audit. Bijvoorbeeld wanneer het beleid van een onderneming is om relatief hoog dividend uit te keren (in verhouding tot het resultaat van het boekjaar) zal de auditor extra alert zijn. Dhr. Oris stelt dat resultaatmanagement in België meer fiscaal geïnspireerd (resultaten lager/conservatiever voostellen) dan resultaten agressief voor te stellen omdat in de Belgische context een zeer duidelijke link is tussen de fiscale aangifte en boekhoudkundige verwerking. Wanneer legaal earnings management voorkomt is dit bijvoorbeeld in de zin van kosten activeren en afschrijven of onmiddellijk in resultaat nemen als er mogelijkheid is tot interpretatie of het al dan niet op – of afbouwen van een provisie. Het is dan vereist om na te gaan of de manier van verwerken effectief volgens wettelijke bepalingen kan verdedigd worden. Bovendien is dhr. Oris ervan overtuigd dat meer earnings management voorkomt bij klanten van niet Big 4 auditors.

Hoofdstuk 4: Algemene conclusie

De doelstelling van deze masterproef was na te gaan of ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige groei meer dan andere ondernemingen geneigd zijn aan resultaatsturing te doen en hoe de auditor daarop reageert. Een literatuurstudie en een empirisch onderzoek werden uitgevoerd om dit zo grondig mogelijk te onderzoeken.

Uit de literatuurstudie bleek reeds dat earnings een belangrijke rol spelen in de beslissing van investeerders om in een bedrijf te investeren of niet. Omdat ondernemingen investeerders willen aantrekken heeft het management er dus alle belang bij hoe dat de earnings worden voorgesteld in de financiële overzichten. Omdat earnings management mogelijk kostelijk is voor aandeelhouders, resultaatmanagement kan bijvoorbeeld leiden tot hogere belastingen, is het feit dat managers bereid zijn deze kosten te maken om het dividendniveau van de firma te behouden een belangrijke indicator dat managers dividenden behandelen als erg belangrijk. Om een bepaalde dividendpolitiek aan te houden en zich op die manier, bijvoorbeeld, goed te blijven profileren op de beurs doen sommige ondernemingen bijgevolg aan earnings management.

Aangezien uit eerder onderzoek van Dries Martens (2012) bleek dat vooral beursgenoteerde ondernemingen een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige dividendgroei en omdat het dividendbeleid bij Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen veelal ontbreekt (Deminor, 2007) werd er aanvankelijk gekozen om het dividendbeleid van de Bel20 ondernemingen te bekijken. Dit omdat de BEL20 gebaseerd is op 20 aandelen die als de belangrijkste en meest representatieve Belgische waarden worden beschouwd. Om een voldoende grote steekproef te hebben werden daarna de ondernemingen uit de Bel Mid en de Bel Small ook in rekening gebracht.

Vervolgens werden de ondernemingen verdeeld in twee groepen. Er werd een onderscheid gemaakt op basis van de criteria gelijkmatige dividendgroei. De eerste groep ondernemingen streeft gelijkmatige groei of tenminste stabiliteit na in hun dividenden en de tweede groep ondernemingen heeft een ander soort dividendbeleid. Ook hier kan verwacht worden dat de

eerste groep meer earnings management gaat toepassen om een constante dividend politiek aan te houden en zo de beurs gerust te stellen. Bijgevolg werd volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 1: Ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei doen meer aan earnings management dan andere ondernemingen door real activities en accruals.

Het besluit dat volgt uit de hypothese is dat deze niet kan worden bevestigd. Zowel ondernemingen met een dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei als ondernemingen met een ander dividendbeleid doen aan resultaatmanagement. Echter kan er geen onderscheid gemaakt worden afhankelijk van het dividendbeleid. Het dividendbeleid heeft geen significante invloed op resultaatmanagement. Het dividendbeleid gebaseerd op gelijkmatige groei geeft dus geen incentive om meer aan earnings management te doen dan wanneer men een ander dividendbeleid volgt.

In het algemeen vertonen ondernemingen met een Big 4 auditor lagere earnings management, zo bleek uit de literatuurstudie. Bijgevolg werd er in het empirisch onderzoek een interview afgelegd met een Big 4 auditor om zijn mening hierover en rond dividendbeleid en earnings management in het algemeen te horen. Uit het interview bleek dat het dividendbeleid als risicofactor wordt gezien bij de beoordeling van de audit. Bijvoorbeeld wanneer het beleid van een onderneming is om relatief hoog dividend uit te keren zal de auditor extra alert zijn. Dhr. Oris stelt ook dat resultaatmanagement in België meer fiscaal geïnspireerd (resultaten lager/conservatiever voorstellen) is dan resultaten agressief voor te stellen omdat in de Belgische context een zeer duidelijke link is tussen de fiscale aangifte en boekhoudkundige verwerking. Bovendien is dhr. Oris ervan overtuigd dat meer earnings management voorkomt bij klanten van niet Big 4 auditors.

Samengevat kan de centrale onderzoeksvraag beantwoord worden aan de hand van de literatuurstudie en het empirisch onderzoek. Belgische ondernemingen die een dividendpolitiek volgen die gebaseerd is op een gelijkmatige groei zijn niet geneigd meer aan resultaatsturing te doen dan andere ondernemingen. Het dividendbeleid heeft namelijk geen significante invloed op earnings management voor de Belgische bedrijven. De auditor ziet het dividendbeleid als

risicofactor en zal afhankelijk van het beleid wel extra alert zijn in zijn uitvoering van de audit.

Lijst van geraadpleegde werken

Annaert J., Deloof M., & Moortgat L. (2015, mei). *The long-run evolution of dividend policy:*

Evidence from Belgium 1838-2012. Geraadpleegd via

http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0405_fullpaper.pdf

Agence France-Presse (2015, 27 augustus). Denmark reveals €800m tax fraud – the country's

biggest. *The Guardian*. Geraadpleegd via

<http://www.theguardian.com/business/2015/aug/27/denmark-fears-it-has-been-victim-of-biggest-ever-800m-tax>

Baker, K.H. (2009). *Dividends and dividend policy*. Canada, NJ: H.Kent Baker. Geraadpleegd via

https://books.google.be/books?hl=nl&lr=&id=3m6URysvb3QC&oi=fnd&pg=PR16&dq=dividends+and+dividend+policy+h.+kent+baker&ots=cOD_xuv0FN&sig=EvQzp6LpMMuJ-H4RV0q4MP0EZpg#v=onepage&q&f=false

Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K.R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 21-24.

<http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547.x>

Belga (2007, december). Dividendbeleid ontbreekt bij niet-beursgenoteerde bedrijven. *De*

Standaard.

Booth, L., & Chang, B. (2011). Information asymmetry, dividend status, and seo announcement-day returns. *Journal of Financial Research*, 34(1), 155-177.

<http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-6803.2010.01287.x>

- Brown, L. D., & Pinello, A. S. (2007). To what extent does the financial reporting process curb earnings surprise games? *Journal of Accounting Research*, 45(5), 947-981.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00256.x>
- Caskey, J. and Hanlon, M. (2013). Dividend policy at firms accused of accounting fraud. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 818–850. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01173.x>
- Chung, J., Cullinan, C., Frank, M., Long, J., Mueller-Phillips, J., & O'Reilly, D. (2013, 30 september). The auditor's approach to subsequent events: insights from the academic literature. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32(1), 167-207.
<http://dx.doi.org/10.2308/ajpt-50328>
- Correia da Silva, L., Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). *Dividend policy and corporate governance*. Oxford University Press. Geraadpleegd via
<http://econpapers.repec.org/bookchap/oxpobooks/9780199259304.htm>
- Daniel, Naveen D., Denis, David J., Naveen, Lalitha (2007, maart). *Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?* (AFA 2008 New Orleans Meetings Paper). Geraadpleegd via SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.969792>
- Dechow, P.M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
<http://dx.doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P.M., Hutton, A.P., Kim, J.H., & Sloan, R.G. (2010). Detecting earnings management: a new approach. *Journal of accounting research*, 50, 275-334.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>

- Dechow, P.M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. Geraadpleegd op <http://www.jstor.org/stable/248303>
- Defour, S. (2001-2002). *Dividendbeleid bij niet-beursgenoteerde ondernemingen* (Master Thesis, Universiteit Gent). Geraadpleegd op http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/000/734/091/RUG01-000734091_2010_0001_AC.pdf
- Deminor (2007, 14 december). *Deminor presenteert studie over dividendbeleid*. Geraadpleegd op <http://www.deminor.com/drs/nl/news/6073/deminor-presenteert-studie-dividendbeleid>
- Dries, R., Van Brussel, L., & Willekens, M. (2011). *Handboek auditing (Derde herwerkte druk)*. Antwerpen, België: Intersentia.
- Franks, Julian R., Colin P. Mayer, & Renneboog, L. (2006). *Return to Shareholder Activism* (ECGI Finance working paper NO. 138). Geraadpleegd via European Corporate Governance Institute website: http://www.ie.edu/workshop_governance/pdf/Paper4_Collin_mayer.pdf
- Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance*. Harlow, Engeland: Pearson.
- He, W., Ng, L. K., Zaiats, N. S., & Zhang, B. (2015, 1 november). *Dividend policy and earnings management across countries*. Geraadpleegd via SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2686897>
- Healy, P.M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

- Kothari, S.P., Leone, A.J., & Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Leary, T., Mark, & Michaely, R. (2011, 30 juni). *Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence* (AFA 2011 Denver Meetings Paper; Johnson School Research Paper Series NO. 18-2010). Geraadpleegd via SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1572618>
- Liu, N. & Espahbodi, R. (2014, september). Does dividend policy drive earnings smoothing?. *Accounting Horizons*, 28(3), 501-528. <http://dx.doi.org/10.2308/acch-50764>
- Liu, N. (2011). *The role of dividend policy in real earnings management* (Proefschrift, Georgia State University). Geraadpleegd op http://scholarworks.gsu.edu/accountancy_diss/9
- Markelevich, A., & Rosner, R. (2013). Auditors fees and fraud firms. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1590-1625. <http://dx.doi.org/10.1111/1911-3846.12013>
- Martens, D. (2011-2012). *Dividendpolitiek en de informatiewaarde hiervan getest op Belgische beursgenoteerde bedrijven* (Master thesis, Universiteit Hasselt). Geraadpleegd op <https://uhdspace.uhasselt.be/dspace/handle/1942/14019>
- Prawitt, D.F., Smith, J.L., & Wood, D.A. (2009). Internal audit quality and earnings management. *The Accounting Review*, 84(4), 1255–1280.
<http://dx.doi.org/10.2308/accr.2009.84.4.1255>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2009). *Research methods for business: A skill-building approach* (6th ed.). United Kingdom: Wiley and Sons.

Van Ees, H, Von Eije, J. H., & Hooghiemstra, R. B. H. (2008). *Dividendbeleid en inkoop eigen aandelen, theorie en de praktijk in Nederland*. Schiphol: Eumedion. Geraadpleegd via http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/publicaties/2008_dividendbeleid_inkoop_eigen_aandelen.pdf

Vander Bauwhede H., Gaeremynck A., & Willekens M. (2000). Drijfveren voor winstmanagement voor Belgische beurs en niet-beursgenoteerde bedrijven. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 45(3), 367-386.

Vander Bauwhede, H., & Willekens, M. (2003). Earnings management in Belgium: a review of the empirical evidence. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 48(2), 199-215.

Geraadpleegd via

https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/121969/1/02_Willekens.pdf

Lijst van afkortingen

IBEI = income before extraordinary items

CFO = cash flow from operations

DISX = discretionary expenditures

PROD = productions costs

TA = total accruals

ACFO = abnormal cash flow from operations

ADISX = abnormal discretionary expenditures

PROD = production costs

TA = total accruals

ACFO= abnormal discretionary expenditures

ADISX = abnormal discretionary expenditures

APROD = abnormal production costs

ATA = abnormal total accruals

TEM = total earnings management and is equal to $ACFO_t + ATA_t + ADISX_t$

PMEC = pre-managed earnings change

Lijst van figuren

Figuur 1: Netto-dividend Sofina uit jaarrekening Sofina 2013

Figuur 2: Dividendbeleid Home Invest Belgium

Lijst van bijlagen

Bijlage 1: regressie 1 Abnormale Cash Flow uit Operationele Activiteiten (ACFO)

Bijlage 2: regressie 2 Abnormale Productiekosten (APROD)

Bijlage 3: regressie 3 Abnormale Discretionaire uitgaven (ADISX)

Bijlage 4: regressie 4 Abnormale Totale Accruals (ATA)

Bijlage 5: regressie 5 Totale Earnings Management (TEM)

Bijlage 6: lijst Bel 20

Bijlage 7: lijst Bel Mid

Bijlage 8: lijst Bel Small

Bijlagen

Bijlage 1: regressie 1 Abnormale Cash Flow uit Operationele activiteiten (ACFO)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,690 ^a	,476	,454	,148954	2,378

a. Predictors: (Constant), Sales t/Assets t-1, WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1

b. Dependent Variable: CFO/Assets t-1

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,489	3	,496	22,365	,000 ^b
	Residual	1,642	74	,022		
	Total	3,131	77			

a. Dependent Variable: CFO/Assets t-1

b. Predictors: (Constant), Sales t/Assets t-1, WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,002	,026		-,093	,926					
	WijzSalest/Assets t-1	,234	,134	,148	1,747	,085	,188	,199	,147	,994	1,006
	1/Assets t-1	-6954596,849	1114674,367	-,529	-6,239	,000	-,575	-,587	-,525	,985	1,015
	Sales t/Assets t-1	,112	,028	,343	4,030	,000	,419	,424	,339	,980	1,021

a. Dependent Variable: CFO/Assets t-1

Bijlage 2: regressie 2 Abnormale Productiekosten (APROD)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,901 ^a	,811	,801	,204266	2,307

a. Predictors: (Constant), WijzSalesT-1/Assets t-1, Sales t/Assets t-1, WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1

b. Dependent Variable: PRODt/Assetst-1

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13,099	4	3,275	78,483	,000 ^b
	Residual	3,046	73	,042		
	Total	16,145	77			

a. Dependent Variable: PRODt/Assetst-1

b. Predictors: (Constant), WijzSalesT-1/Assets t-1, Sales t/Assets t-1, WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-,084	,036		-2,352	,021						
	WijzSalest/Assets t-1	-,438	,205	-,122	-2,137	,036	-,054	-,243	-,109	,796	1,256	
	1/Assets t-1	-1076082,084	1828252,552	-,036	-,589	,558	-,140	-,069	-,030	,688	1,453	
	Sales t/Assets t-1	,665	,039	,896	17,209	,000	,892	,896	,875	,952	1,050	
	WijzSalesT-1/Assets t-1	-,007	,095	-,005	-,077	,939	-,070	-,009	-,004	,591	1,692	

a. Dependent Variable: PRODt/Assetst-1

Bijlage 3: regressie 3 Abnormale Discretionaire uitgaven (ADISX)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,791 ^a	,625	,615	,136343	2,273

a. Predictors: (Constant), Sales t/Assets t-1, 1/Assets t-1

b. Dependent Variable: DISX/Assets t-1

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,324	2	1,162	62,519	,000 ^b
	Residual	1,394	75	,019		
	Total	3,719	77			

a. Dependent Variable: DISX/Assets t-1

b. Predictors: (Constant), Sales t/Assets t-1, 1/Assets t-1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	,032	,024		1,375	,173					
	1/Assets t-1	11403204,96	1020154,194	,796	11,178	,000	,782	,791	,790	,985	1,015
	Sales t/Assets t-1	,042	,025	,119	1,666	,100	,022	,189	,118	,985	1,015

a. Dependent Variable: DISX/Assets t-1

Bijlage 4: regressie 4 Abnormale Totale accruals (ATA)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,349 ^a	,122	,074	,079694	1,885

a. Predictors: (Constant), WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1, PPEt/Assets t-1, IBEIt/Assets t-1

b. Dependent Variable: TAt/Assetst-1

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,064	4	,016	2,534	,047 ^b
	Residual	,464	73	,006		
	Total	,528	77			

a. Dependent Variable: TAt/Assetst-1

b. Predictors: (Constant), WijzSalest/Assets t-1, 1/Assets t-1, PPEt/Assets t-1, IBEIt/Assets t-1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	,007	,013		,525	,602					
	1/Assets t-1	-812866,093	798762,452	-,151	-1,018	,312	-,158	-,118	-,112	,549	1,822
	IBEIt/Assets t-1	,036	,064	,084	,552	,582	,142	,065	,061	,518	1,932
	PPEt/Assets t-1	-,098	,036	-,309	-2,744	,008	-,275	-,306	-,301	,951	1,052
	WijzSalest/Assets t-1	,012	,075	,019	,161	,873	,078	,019	,018	,902	1,108

a. Dependent Variable: TAt/Assetst-1

Bijlage 5: regressie 5 Totale earnings management (TEM)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,946 ^a	,895	,888	,06549

a. Predictors: (Constant), GROWTH, PMECmaalGMG, GelijkmGroei, LEV, PMEC

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,629	5	,526	122,583	,000 ^b
	Residual	,309	72	,004		
	Total	2,937	77			

a. Dependent Variable: TEM

b. Predictors: (Constant), GROWTH, PMECmaalGMG, GelijkmGroei, LEV, PMEC

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,004	,020		,181	,857		
	PMEC	-,945	,047	-,964	-20,318	,000	,649	1,541
	GelijkmGroei	-,003	,015	-,007	-,173	,863	,973	1,028
	PMECmaalGMG	,041	,080	,024	,515	,608	,658	1,520
	LEV	-,011	,027	-,016	-,407	,685	,966	1,035
	GROWTH	,178	,060	,116	2,977	,004	,967	1,035

a. Dependent Variable: TEM

Bijlage 6: lijst Bel20

AB InBev

Ackermans & van Haaren

Ageas

Bekaert

Bpost

Cofinimmo

Colruyt

Delhaize group

Elia

Engie

Galapagos

GBL

ING Group

KBC Group

Ontex

Proximus

Solvay

Telenet Group Holding

UCB

Umicore

Bijlage 7: lijst Bel Mid

Ablynx	Recticel
Aedifica	Retail Estates
Agfa-Gevaert	RTL Group
Barco	Sipef
Befimmo	Sofina
Biocartis	Tessengerlo Group
Celyad	Van de Velde
CFE	WDP
Compagnie du Bois	Wereldhave Belgium
D'Ieteren	
Econocom Group	
Euronav	
EVS Broadcast Equi	
Exmar	
Fagron	
Gimv	
IBA	
Intervest Offices	
Kinopolis	
Leasinvest	
Lotus Bakeries	
Melexxis	
Mobistar	
Nationale Bank van België	
Nyrstar	

Bijlage 8: lijst Bel Small

ArGEN-X	TINC
Atenor Group	Vastnet Retail Belgium
Banimmo A	Zetes Industries
Bone Therapeutics	
Dalenys	
Deceuninck	
Global Graphics	
Greenyard Foods	
Home Invest Belgium	
Immobel	
Jensen-Group	
MDxHealth	
Mithra Pharmaceuti	
Montea	
Option	
Picanol	
Qrf	
Quest For Growth	
RealDolmen	
Resilux	
Roularta Media	
Sioen Industries	
Ter Beke	
Texaf	
ThromboGenics	
Tigenix	

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Dividendpolitiek, resultaatmanagement en auditor

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

Jaar: **2016**

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,

Grondelaers, Jill

Datum: **1/06/2016**