

Publieke uitingen dividendbeleid en inkoop eigen aandelen

Hans van Ees, Henk von Eije en Reggy Hooghiemstra

SAMENVATTING We gaan in op de rapportage van Nederlandse ondernemingen over dividenden in de vorm van contant dividend in en de vorm van inkoop van eigen aandelen. Contant dividend van Nederlandse ondernemingen bedroeg ruim 22 miljard euro in 2007 en in hetzelfde jaar is er ook circa 14 miljard euro aan aandelen ingekocht. Deze hoge bedragen leiden echter niet tot een krachtige en heldere weergave van het beleid over de beide dividendvormen in publieke uitingen. Bovendien is de wel aanwezige informatie verspreid over verschillende bronnen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Het is wenselijk de buitenwereld beter te informeren over het contante dividendbeleid en over de motieven voor het inkopen van eigen aandelen, bij voorkeur op een plaats in het jaarverslag waar ook andere strategische zaken worden behandeld.¹

1 Inleiding²

In 2007 hebben de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, volgens cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), ruim 22 miljard euro dividend aan aandeelhouders uitgekeerd. Ook heeft de inkoop van eigen aandelen een hoge vlucht genomen. Volgens cijfers van KPMG gaven het afgelopen jaar de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen tussen de elf en twaalf miljard euro terug aan hun aandeelhouders. Over de verslaggeving en redengeving van dergelijke besluiten is in de *Nederlandse Corporate Governance Code* (de Code Tabaksblat) opgenomen dat de beursgenoteerde ondernemingen reserverings- en dividendbeleid als apart agendapunt op de algemene vergadering van aandeelhouders behandelen en verantwoorden (best practice bepaling IV.1.4). Het voorstel tot uitkering van dividend dient als apart agendapunt op de algemene vergadering te worden behandeld (best practice bepaling IV.1.5). Voor wat betreft de inkoop van eigen aandelen dient de algemene vergadering op grond van artikel 2:98 BW het bestuur hiertoe te machtigen en aan te geven hoeveel aandelen mogen worden verkregen, hoe zij mogen worden verkregen en tussen welke grenzen de prijs moet liggen.

Dit alles geeft aan dat er met dividendbeleid niet alleen veel geld gemoeid is, maar dat de samenleving ook een goede verantwoording vraagt. De vraag die wij ons in dit onderzoek stellen is waarover en op welke manier er in publieke uitingen van het management verantwoording over dividendbeleid wordt afgelegd.

In hoofdstuk 2 bespreken we de dividendtheorie. In hoofdstuk 3 gaan we in op de vraag welke handvatten de dividendtheorie biedt als het gaat om publieke uitingen over dividendbeleid. Aansluitend wordt in hoofdstuk 4 de rapportage van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen over het contante dividendbeleid geïnventariseerd en geanalyseerd. In hoofdstuk 5 doen we dat voor de inkoop van eigen aandelen. De samenvatting en conclusies vindt men ten slotte in hoofdstuk 6.

2 Dividendtheorie

De theorievorming over het dividendbeleid begint bij Miller en Modigliani (1961). Zij gaan uit van perfecte vermogensmarkten en van rationeel gedrag van aandeelhouders. Onder dergelijke condities is dividendbeleid irrelevant. Immers, het maakt niet uit voor de aandeelhouders of in een bepaald jaar wel of niet extra dividend wordt uitgekeerd. In een dergelijke perfecte marktsituatie leidt het uitkeren van contante dividenden niet tot waardecreatie en dat geldt ook voor de inkoop van eigen aandelen. Na het fundamentele artikel van Miller en Modigliani (1961), waaruit zou blijken dat dividendbeleid irrelevant is als rationele beleggers opereren op perfecte kapitaalmarkten, hebben veel auteurs gezocht naar marktimperfecties en irrationeel gedrag, want dat zou dividendbeleid wel relevant maken. Het is ondoenlijk om in een kort bestek recht te doen aan alle literatuur op dit gebied. We bespreken hier alleen de belangrijkste benaderingen.³

Inkomstenbelasting

In veel landen zijn contante dividenuitkeringen onderhevig aan inkomstenbelasting, terwijl deze belasting in mindere mate drukt op de waardestijging die een aandeel

ondergaat als er geen contant dividend wordt uitgekeerd.⁴ In dergelijke gevallen kunnen ondernemingen beter geen of weinig contante dividenden uitkeren.

Transactiekosten

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

Agentschapskosten

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

Asymmetrische informatie

Omdat het bestuur zicht heeft op de mogelijkheden van de onderneming, kunnen buitenstaanders uit de beslissingen van het bestuur soms iets afleiden. Aandeelhouders zijn vaak relatieve buitenstaanders en leiden uit de dividenden iets af over de toekomstige mogelijkheden van de onderneming (Bhattacharya, 1979). De vraag is hierbij echter of het uitkeren van extra dividend zou betekenen dat men minder groeimogelijkheden heeft in de toekomst, of – precies omgekeerd – dat men in de toekomst meer winst verwacht en dus ook meer dividend kan uitkeren. Zo vinden bijvoorbeeld Vermaelen (1981) en Ikenberry, Lakonishok en Vermaelen (1995) in dit kader, dat het inkopen van eigen aandelen betekent dat ondernemingen ondergewaardeerd zijn. Nissim en Ziv (2001) concluderen dat de contante dividenden extra informatie bevatten over de toekomstige winstgevendheid naast de informatie die men uit markt- en accounting data kan halen. Koch en Sun (2004) vinden dat contante dividenden een signaalfunctie hebben omdat ze een indicatie geven voor het blijvende karakter van de winst. Grullon, Michaely en Swaminathan (2002) vinden echter geen effect van contante dividenduitkeringen op de winstgevendheid, maar wel een daling van het systematische risico. Grullon en Michaely (2004) vinden na de inkoop van eigen aandelen evenmin een stijging van de operatio-

nele performance van de onderneming. Wel vinden zij dat de inkoop van eigen aandelen gepaard gaat met een reductie van systematisch risico en met een vermindering van de vermogenskosten.

Irrationale beleggers

Naast de imperfecties op de financiële markt heeft men ook onderzoek verricht naar 'irrationele' beleggers. Zo zouden sommige beleggers liever contante dividenden ontvangen dan waardebehoud of waardeangroei van het aandeel. Met name oudere beleggers zouden vooral graag contante dividenden willen ontvangen, omdat ze zich bezwaard kunnen voelen om hun kapitaal voor de oude dag (bestaande uit aandelen) aan te spreken. Zo vinden Graham en Kumar (2006) bijvoorbeeld dat oudere beleggers vaker kiezen voor aandelen die contant dividend uitkeren.

Naast de traditionele argumenten voor de mogelijke relevantie van dividendbeleid zijn er recentelijk ook nieuwe inzichten ontwikkeld.

Afnemende dividendfrequentie

Het blijkt dat ondernemingen steeds minder ertoe neigen contant dividend te betalen. Fama en French (2001) constateren dat dit gebeurt, zelfs als men corrigeert voor een wijziging in de kenmerken van ondernemingen. Ook Denis en Osobov (2008) vinden een daling van de autonome geneigdheid tot het betalen van contant dividend in het Verenigd Koninkrijk evenals Von Eije en Megginson (2008) dat vinden voor de Europese Unie.

Toenemende inkoopfrequentie

Er is in de loop van de tijd een extra geneigdheid van ondernemingen te vinden om aandelen in te kopen. Grullon en Ikenberry (2000) en Grullon en Michaely (2004) vinden een sterke stijging in het aantal ondernemingen dat aandelen inkoop en in de bedragen die daarmee zijn gemoeid. Von Eije en Megginson (2008) vinden dat vijf procent van de Europese ondernemingen dit deed in de periode 1989-1993, maar dat in 2005 de kans is toegenomen naar 17,8 procent. Volgens Skinner (2008) is er in de Verenigde Staten zelfs al meer geld gemoeid met de inkoop van eigen aandelen dan met de contante dividenden. Von Eije en Megginson (2008) vinden ook een sterke stijging van de bedragen besteed aan de inkoop van eigen aandelen: in 2005 is dit 58,8 miljard euro (uitgedrukt in prijzen van 2000) en daarmee bedraagt de inkoop van eigen aandelen circa een derde van het totaal uitgekeerde dividendbedrag in de Europese Unie.

Dividendconcentratie

Er vindt een sterke concentratie van dividendbetalingen bij een klein aantal ondernemingen plaats. DeAngelo, DeAngelo en Skinner (2004) vinden voor de Verenigde

Staten dat de 25 grootste ondernemingen vijftig procent van de contante dividendbetalingen voor hun rekening nemen. Von Eije en Megginson (2008) vinden ook een toenemende concentratie in de Europese Unie.

Stabieler contante dividenden

Brav e.a. (2005) concluderen op basis van enquêtes - in overeenstemming met Lintner (1956) - dat managers streven naar stabiele contante dividenden en dat de gevoeligheid van contante dividenden voor de winst is verminderd. De flexibiliteit komt nu vooral uit de inkoop van eigen aandelen. Dit wordt bevestigd door empirisch onderzoek van Skinner (2008). Von Eije en Megginson (2008) vinden ook dat de inkoop van eigen aandelen tegenwoordig meer gevoelig is voor de veranderingen in de winst, maar zij vinden geen eenduidige indicatie voor een lagere gevoeligheid van contante dividenden in de Europese Unie.

Algemene motieven voor aandeleninkoop

Door de toenemende betekenis van de inkoop van eigen aandelen is dit een apart onderdeel aan het worden van onderzoek naar dividendbeleid. Dittmar (2000) en Weston en Siu (2003) inventariseren de motieven van ondernemingen om eigen aandelen in te kopen. In de eerste plaats kunnen ondernemingen met aandeleninkoopprogramma's deels hetzelfde bereiken als met het uitkeren van contante dividenden. Zo kan het bestuur ermee aantonen dat het de overtollige gelden niet zal verspillen. Ook kan men er betere toekomstige resultaten mee signaleren. Specifiek voor het inkopen van eigen aandelen is dat in sommige landen dit met minder belastingen gepaard gaat dan het uitkeren van contant dividend, waardoor beleggers inkoopprogramma's prefereren boven contante dividenden. Ook is het inkopen van eigen aandelen een relatief meer flexibel instrument om gelden terug te geven aan de aandeelhouders (zie ook Jagannathan, Stephens en Weisbach, 2000). Bovendien verminderen de agentschapskosten doordat managers veelal niet hun aandelen verkopen, zodat de inkoop van eigen aandelen leidt tot een toeneming van het eigendom van managers in de onderneming. Ook koopt men extra aandelen in als de beurskoers gedaald is. Weston en Siu (2003) tonen aan dat als de onderneming werkelijk te laag gewaardeerd is, de inkoop van eigen aandelen een extra groot rendement oplevert voor de aandeelhouders. De inkoop van aandelen gebeurt verder om de verhouding vreemd tot eigen vermogen te verhogen. Verder helpt het inkopen van eigen aandelen om een minder aantrekkelijke overnamekandidaat te worden.⁵

Optiemotieven voor aandeleninkoop

Fenn en Liang (2001) vinden een duidelijk negatief verband tussen contante dividenden en het aandelenoptiebezit van managers en een positief verband tussen de inkoop van

eigen aandelen en het bezit van deze opties. Echter, de beloning met behulp van aandelenopties kan ook leiden tot verwatering van de winst per aandeel als de uitgeoefende opties worden omgezet in nieuwe aandelen. Het gebruik van ingekochte eigen aandelen - ingekocht rondom de periode van uitoefening van de opties - kan dit echter tegengaan. Kahle (2002) noemt dit de *option funding*-hypothese. Dittmar en Dittmar (2006) laten verder zien dat de inkoop van eigen aandelen een golfpatroon vertoont in de loop van de tijd. Met name de tijdelijke extra inkomsten zullen worden omgezet in de inkoop van eigen aandelen.

Andere variabelen

Ten slotte ontdekt men in de literatuur ook andere variabelen die helpen het dividendbeleid beter te verklaren. Zo zal een hogere verhouding tussen ingehouden winsten en eigen vermogen (hetgeen staat voor een relatief oude onderneming) resulteren in een grotere kans op het uitkeren van contant dividend. Ook maakt het verschil of het hoofdkantoor in een land met het *common law*-systeem is gevestigd of niet. Voor een uitgebreidere weergave van deze variabelen verwijzen wij naar het Eumedion rapport vermeld in de tweede eindnoot.⁶

3 Dividendtheorie en publieke uitingen

De genoemde inzichten geven aan waar dividendbeleid door wordt beïnvloed, maar dit hoeft er niet toe te leiden dat de publieke uitingen van het management ook hierdoor worden beïnvloed. Zo is het niet waarschijnlijk dat het bestuur zal benadrukken dat men vaker of meer dividend uitkeert, omdat men in een *common law*-land gevestigd is. Ook is het niet waarschijnlijk dat men onder normale omstandigheden melding zal maken van de betekenis van het landelijk belastingregime of van de transactiekosten die op de lokale beurs gelden. Gelijksortige redeneringen gelden ook voor bedrijfstak- of ondernemingsgebonden aspecten. Zo is het niet waarschijnlijk dat expliciet wordt gerapporteerd dat de gemiddelde MB-ratio (marktwaarde ten opzichte van boekwaarde) in de bedrijfstak of de leeftijd van de onderneming belangrijke variabelen zijn voor het dividendbeleid. Ook zal men niet gauw vermelden dat veel contant dividend wordt uitgekeerd, omdat de aandeelhouders van de onderneming worden gedomineerd door institutionele beleggers of omdat men te maken heeft met irrationele of relatief oude particuliere beleggers. Ten slotte verwachten we niet dat managers zullen melden dat de inkoop van eigen aandelen de voorkeur heeft boven contant dividend omdat het inkopen zoveel voordeliger is voor de waarde van de opties die men in bezit heeft.

Met inachtneming van de genoemde aspecten resteren er zaken waarvan aandeelhouders waarschijnlijk wél graag

willen weten wat het beleid inhoudt. In dit bestek kunnen wij niet diep ingaan op de motieven van het management; ook omdat zulk onderzoek enquêtes, en mogelijk zelfs diepte-interviews zou vereisen. Voor een recent overzicht van motieven in de Verenigde Staten verwijzen wij naar Brav en anderen (2005). Bovendien is het de vraag of managers wel werkelijk het achterste van de tong willen laten zien en ook of dat dan wel altijd verstandig zou zijn.

De vraag is ook wat beleggers dan graag zouden willen weten en of het management op deze behoeften ingaat. Uitgaande van het onderzoek van Fama en French (2001) en van een onderneming die (nog) geen dividend uitkeert, verwachten wij dat aandeelhouders van dergelijke ondernemingen graag willen weten wanneer en onder welke condities het bestuur dat overweegt te gaan doen.⁷ Voor ondernemingen die overwegen dividend uit te keren, wordt het – aansluitend bij Von Eije en Megginson (2008) – van belang te weten of en wanneer er eventueel sprake zal zijn van inkoop van eigen aandelen. Aansluitend bij Lintner (1956) en Skinner (2008) vermoeden we dat aandeelhouders ook graag willen horen hoe groot het beoogde uitkeringspercentage op lange termijn bedraagt en of het bestuur daar snel of langzaam naar toewerkt. Indien het bestuur dat langzaam doet, is het waarschijnlijk een goede zaak om de reden hiervoor aan te geven.⁸ Uit dergelijke uitingen komt dan de kwaliteit van het management naar voren. Wat wij daarom hierna doen is te onderzoeken wat er over beide vormen van dividendbeleid te vinden is in publieke uitingen van het management.

4 Informatie over contant dividend

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

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

We hebben ons gericht op de fondsen opgenomen in de AEX-, AMX- en AMS-indices. Dit betrof 23 AEX-fondsen, 21 AMX-fondsen en 23 AMS-fondsen. Om inzicht te krijgen in de ontwikkeling van het uitgekeerde contante dividend in de afgelopen negen jaren, is uit de Reach-database informatie verzameld over de hoogte van het uitgekeerde (contante) dividend evenals over het uitkeringspercentage. Tabel 1 biedt een eerste overzicht.

Tabel 1 Aantal ondernemingen met contante dividenden (inclusief keuzedividend)

Algemeen	AEX	AMX	AMS	Totaal
Uitkering 2006	20	17	21	58
Constant uitkeringspercentage	17	14	20	51
Stijgend uitkeringspercentage	3	3	1	7
Keuzedividend	6	15	8	29
Interim-dividend	14	6	4	24
Motivering				
- hoogte winst	12	6	17	35
- financiering groei	1	5	0	6
- balansverhouding	5	5	1	11
- stabiel dividend	0	1	2	3
- kasstromen	5	0	1	6
- overig	3	2	1	6

Zoals uit tabel 1 blijkt, hebben in totaal 58 van de 67 (ofwel: 87 procent) onderzochte fondsen contant dividend uitgekeerd. 88 procent van de fondsen die in 2006 contant dividend uitkeerden geven expliciet aan naar een constant contant uitkeringspercentage te streven. De overige 12 procent van de fondsen geven aan een stijgend uitkeringspercentage te willen realiseren. Voorts blijkt dat 29 fondsen (ofwel: 50 procent) de mogelijkheid biedt te kiezen tussen een uitkering in contanten, dan wel een uitkering in aandelen. Wat hierbij opvalt, is dat vooral de AMX-fondsen deze mogelijkheid bieden. Tot slot heeft 41 procent van de onderzochte fondsen die in 2006 contant dividend uitkeerden een tussentijdse uitkering gedaan.

Tabel 1 geeft ook aan op welke wijze ondernemingsbesturen de hoogte van het uitgekeerde contante dividend motiveren. Ten aanzien van de motivering is de verstrekte informatie echter summier. Sommige ondernemingen geven meer motiveringen, maar er zijn ook ondernemingen (9 van de 67; ofwel 13 procent) die in het geheel geen motivering verschaffen. Bij veel andere ondernemingen is de motivering opvallend kort. Uit tabel 1 blijkt dat de hoogte van het uitgekeerde contante dividend vooral afhankelijk is gesteld van de hoogte van de in een bepaald jaar behaalde winst. Een tweede relatief veel gehanteerd motief betreft de gewenste balansverhouding. Andere argumenten betreffen de mogelijkheid om de groei van de onderneming te kunnen blijven financieren en het uitkeren van overtollige kasmiddelen.

Tabel 2 geeft weer welke informatie over procedures te vinden was bij de onderzochte ondernemingen. Het blijkt dat een ruime meerderheid van de onderzochte ondernemingen een procedure kent, waarin feitelijk de raad van bestuur de beslissing neemt en de raad van commissarissen deze beslissing goedkeurt. Voorts blijkt dat ten aanzien van

de betaalbaarstelling van contante dividenden de informatie summier is. Meestal kennen de onderzochte ondernemingen geen specifieke bepalingen in de statuten ten aanzien van de termijn waarbinnen en de wijze waarop de betaalbaarstelling moet worden aangekondigd. De gevallen dat de statuten hier wél specifiek op ingaan, betreffen veelal een regeling waarin de bevoegdheid geheel bij het bestuur wordt gelegd.

Tabel 2 Procedures rondom contante dividenduitkeringen

Beslissing t.a.v. hoogte reservering	AEX	AMX	AMS	
- Raad van Commissarissen (RvC) alleen	1	1	0	2
- Raad van Bestuur (RvB) alleen	3	1	2	6
- RvC op voorstel RvB	1	2	1	4
- RvB alleen, RvC doet voorstel	18	15	19	52
- anders	0	2	0	2
Betaling contant dividend				
Aankondiging				
- geen informatie	18	20	23	61
- wel informatie	5	1	0	6
Betaalbaarstelling				
- geen informatie	13	3	9	25
- RvB bepaalt specifieke datum	3	5	7	15
- termijn is bepaald in statuten	7	13	7	27
Verval recht op betaling				
- geen informatie	6	5	7	18
- na 5 jaar	15	15	15	45
- een andere termijn	2	1	1	4

Ten aanzien van de feitelijke betaalbaarstelling van het contante dividend nadat deze eenmaal is vastgesteld, kan worden geconcludeerd dat 25 fondsen (37 procent) hierover geen specifieke bepalingen in de statuten hebben opgenomen. Het is hierbij opmerkelijk dat de helft daarvan betrekking heeft op AEX-fondsen. Voor de 42 fondsen die wél bepalingen in de statuten hebben opgenomen, stellen 15 (36 procent) dat de raad van bestuur hierover beslist, terwijl in de overige 25 (64 procent) gevallen er een specifieke datum wordt genoemd. Daarbij wordt veelal gekozen voor ofwel binnen 14 dagen na vaststelling dan wel 30 dagen na vaststelling. Tot slot blijkt dat de overgrote meerderheid van de fondsen een bepaling in de statuten heeft opgenomen die regelt dat eenmaal vastgestelde contante dividenden binnen een termijn van vijf jaar opgeëist moeten worden. Deze regeling wordt door tweederde van de onderzochte fondsen gehanteerd. Ook hier valt het op dat 27 procent geen enkele bepaling hieromtrent in de statuten heeft opgenomen.

4.1. Contante dividenduitkeringen Nederlandse fondsen 1998-2006

Met behulp van de Reach-database is informatie verzameld over de hoogte van de gedane contante dividenduitkeringen en de uitkeringspercentages in de periode 1998-2006.⁹ Tabel 3 geeft een overzicht van de praktijk ten aanzien van de uitgekeerde contante dividenden in de periode 1998-2006. Panel A presenteert informatie over het uitgekeerde contante dividendbedrag in euro's (per aandeel). Panel B geeft informatie over de uitkeringspercentages.

Tabel 3 Contante dividendpraktijk Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen 1998-2006

Panel A Uitgekeerde contante dividenden in € per aandeel									
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Aantal	112	109	108	108	109	108	106	101	98
Aantal zonder contant dividend	31	34	32	37	39	28	28	20	17
Gemiddelde contant dividend per aandeel	1.14	0.89	0.75	0.68	0.73	0.76	0.91	0.78	0.82
Percentage ondernemingen waarvan het contante dividend steeg	57%	54%	47%	35%	26%	33%	51%	57%	-
Panel B Uitkeringspercentages									
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Aantal ondernemingen	112	109	108	108	109	108	106	101	98
Uitkeringspercentage > 100%	5	2	8	6	3	4	4	4	1
Uitkeringspercentage < 0% (dat wil zeggen ondernemingen die ondanks negatieve winst overgingen tot het uitkeren van dividend)	0	0	1	7	8	8	2	1	2
Geen contante dividenduitkering	31	34	32	37	39	28	28	20	17
Gemiddeld uitkeringspercentage	50%	50%	58%	63%	53%	52%	43%	46%	40%

Uit tabel 3 (panel A) blijkt dat het aantal ondernemingen dat geen contante dividenden uitkeert in een bepaald jaar is toegenomen. Na de eeuwwisseling ligt dit rond de 30 procent (daarvoor lag het rond de 20 procent). Voorts valt op dat vooral de laatste twee jaren het gemiddelde contante dividendbedrag per aandeel aanzienlijk is gestegen. Lag het gemiddelde uitgekeerde contante dividend per aandeel na de eeuwwisseling rond de € 0,75, in 2005 was dat € 0,89, terwijl zij in 2006 op maar liefst € 1,14 lag. In geval van 2006 kan de stijging voor een deel worden verklaard uit het door Nutreco uitgekeerde superdividend à € 10,60, hetgeen een verzevenvoudiging van het over 2005 door Nutreco uitgekeerde contante dividend betekende. Echter ook als we dit superdividend buiten beschouwing laten, is sprake van een gemiddelde contante dividendumkering van circa € 1,03. Uiteraard kan ook de toenemende neiging tot inkoop van eigen aandelen hebben geleid tot een geringer aantal aandelen, waardoor de contante dividendumkering per aandeel kan zijn gestegen. Verder is het opmerkelijk dat zelfs in de conjunctureel slechtere jaren 2001, 2002 en 2003 nog altijd meer dan 25 procent van de ondernemingen hun contante dividenden jaarlijks kon laten stijgen. Intussen was dit percentage in 2006 weer opgelopen naar 57.

Als we ons richten op het percentage dat van de nettowinst wordt uitgekeerd in de vorm van contant dividend (tabel 3, panel B), dan blijkt het gemiddelde uitkeringspercentage binnen een interval van 40-65 procent te zijn gebleven.

Tabel 4 Aantal ondernemingen met inkoop eigen aandelen

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

Opmerkelijk is ook dat er in de periode 1998 tot en met 2004 steeds ondernemingen zijn geweest die verliezen maakten, maar toch contant dividend uitkeerden. Dergelijke situaties deden zich trouwens de laatste twee jaar niet meer voor, terwijl er in 2005 en 2006 wel twee respectievelijk vier ondernemingen verlies leden.

5 Informatie over inkoop eigen aandelen

Voor de periode 1 januari 2006 tot en met 1 januari 2008 is op basis van publiekelijk toegankelijke informatie in het algemeen en jaarverslagen en persberichten in het bijzonder vastgesteld in hoeverre de 69 beursgenoteerde ondernemingen eigen aandelen hebben ingekocht. Tabel 4 presenteert informatie ten aanzien van de in 2006 en 2007 ingekochte eigen aandelen.

Uit tabel 4 blijkt dat in 2006 en 2007 totaal 22 (33 procent) respectievelijk 25 (37 procent) ondernemingen zijn overgegaan tot het inkopen van eigen aandelen. Aan de hand van persberichten en de in jaarverslagen verstrekte informatie is ook nagegaan welke motiveringen ondernemingen geven voor de ingekochte eigen aandelen. Uit tabel 4 blijkt enerzijds dat het bestuur middels inkoop van eigen aandelen de aandeelhouders wil belonen met een extra 'uitkering'. Dit argument werd vooral in 2007 gebezigd. Een ander vaak gehanteerd argument is dat men over is gegaan tot de inkoop van eigen aandelen in verband met de uitstaande optieplannen. In zowel 2006 als 2007 hanteerden zeven ondernemingen dit argument. In 2006 werd voorts het tegengaan van het verwateringseffect als gevolg van een uitkering van stockdividend meermalen als argument genoemd om eigen aandelen in te kopen.

Behoudens over de argumenten is ook informatie verzameld over het bedrag waarvoor eigen aandelen zijn ingekocht. De gegevens zijn in tabel 5 opgenomen. Uit tabel 5 kan worden opgemaakt dat zowel in 2006 als in 2007 voor

Tabel 5 Inkoop eigen aandelen in 2006 en 2007

Panel A		
Totaal bedrag ingekochte eigen aandelen (in €)		
	2006	2007
AEX	15.011.002.900	14.042.339.116
AMX	346.332.210	278.343.992
AMS	130.837.469	178.029.601
Totaal	15.488.174.585	14.498.714.716
Panel B		
Gemiddeld bedrag ingekochte eigen aandelen per onderneming (in €)		
AEX	1.667.889.211	1.080.179.932
AMX	115.444.070	39.763.427
AMS	13.083.747	35.605.920
Totaal	1.796.417.028	1.155.549.279

circa € 15 miljard aan eigen aandelen is ingekocht door in totaal 22 respectievelijk 25 ondernemingen.

Tot slot wordt nog stilgestaan bij de machtiging die aan het bestuur tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders is verleend om eigen aandelen in te kopen zonder daarvoor later nog apart toestemming aan de aandeelhouders te hoeven vragen. De onderzoeksresultaten staan in tabel 6. Uit tabel 6 blijkt dat 57 van de 67 (85 procent) onderzochte ondernemingen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) die in 2007 is gehouden om een machtiging hebben gevraagd. Wat zonder meer opvallend te noemen is, is dat slechts 13 van de 57 fondsen (oftewel: 23 procent) een expliciete motivering geven voor de aanvraag tot machtiging. Daarbij wordt vooral gewezen op de benodigde flexibiliteit, alsmede dat de machtiging nodig is om aandelen in te kopen met het oog op de uitstaande optieplannen. Voorts is vastgesteld dat van de 57 ondernemingen die om een machtiging vroegen 51 (89 procent) ofwel een prijsrange noemen waarbinnen, dan wel een maximale prijs waartegen, eigen aandelen zonder aparte goedkeuring van de AvA ingekocht kunnen worden. Daarbij is in ruime meerderheid gekozen voor een maximale prijs die ligt op 110 procent van de gemiddelde beurskoers geldend vijf dagen voorafgaand aan de inkooptransactie. Van de 51 ondernemingen die een maximale prijs noemen, hebben 36 (ofwel: 71 procent) gekozen voor deze

optie. Daarnaast zijn er nog 15 andere ondernemingen die een andere maximale prijs kennen, bijvoorbeeld gebaseerd op een gemiddelde over de 10 handelsdagen voorafgaand aan de transactie, dan wel bijvoorbeeld 10 procent boven de beurskoers op de dag van de transactie zelf. Slechts een fractie van de ondernemingen (3 in totaal) motiveert de gekozen prijs.

6 Conclusie

Uit ons onderzoek blijkt dat er diverse zaken zijn die volgens de literatuur het dividendbeleid beïnvloeden. Niet al deze beïnvloedende factoren zullen echter door het management naar voren worden gebracht in hun rapportages. Toch zijn er zaken waarover het management wel zou kunnen rapporteren en waar beleggers en 'buitenstaanders' belangstelling voor kunnen hebben. Daarom hebben wij publieke uitingen van het management onderzocht. Uit de rapportages over het contante dividendbeleid van 69 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen constateren we dat echter in zeer beperkte mate informatie wordt verschaft over dit beleid. Ook wordt de relevante informatie op diverse plaatsen verstrekt. Dat maakt het moeilijk inzicht in het dividendbeleid te krijgen.

In publiekelijk toegankelijke informatie is het – uiteraard – doorgaans wel mogelijk om inzicht te krijgen in de hoogte van het over 2006 uitgekeerde contante dividend. De hoogte van het uitgekeerde contante dividend is voor 52 procent van de ondernemingen afhankelijk van de hoogte van de in een bepaald jaar behaalde winst. Een ander relatief belangrijk argument is de gewenste balansverhouding. Vooral de raad van bestuur neemt de beslissingen over de hoogte van het contante dividend. Uit ons onderzoek blijkt vervolgens dat in 2007 in totaal 25 (37 procent) ondernemingen zijn overgegaan tot het inkopen van eigen aandelen. Het argument is doorgaans de aandeelhouders te belonen met een extra 'uitkering'. Een ander veel gehanteerd argument is dat de inkoop van eigen aandelen verband houdt met de uitstaande optieplannen. In 2006 werd voorts het tegengaan van het verwateringseffect als gevolg van een uitkering van stockdividend meermalen als argument genoemd om eigen aandelen in te kopen.

Uit ons onderzoek blijkt voorts dat het aantal ondernemingen dat geen contant dividend uitkeert ook in Nederland is toegenomen. Na de eeuwwisseling ligt dit rond de 30 procent (daarvoor lag het rond de 20 procent). Voorts valt op dat de laatste twee jaren het gemiddelde contante dividendbedrag per aandeel aanzienlijk is gestegen. Daarbij is het uitkeringspercentage gebleven binnen een interval van 40-65 procent. In 2007 is voor circa € 14 miljard aan eigen aandelen ingekocht door in totaal 25 ondernemingen. Daarbij is door 57 van de 67 (85 procent) onderzochte ondernemingen tijdens de AvA om een machtiging verzocht. Wat

Tabel 6 Aantal ondernemingen met een machtiging inkoop eigen aandelen

Machtiging in 2007	AEX	AMX	AMS	Totaal
- ja	20	17	20	57
- motivering	7	4	2	13
- geen motivering	13	13	18	44
Motivering				
- flexibiliteit	4	3	1	8
- optieplannen	2	2	1	5
- overig	2	0	0	2
Maximale prijs				
- ja	18	16	17	51
- prijsrange vanaf 1 cent*	6	2	4	12
- prijsrange vanaf nominale waarde**	8	9	7	24
- andere prijs	4	5	6	15
Motivering prijs aanwezig: ja	3	0	0	3

* Prijs die ligt tussen € 0,01 en 110 procent van de gemiddelde beurskoers over vijf dagen voorafgaand aan de verkrijging.

** Prijs die ligt tussen de nominale waarde en 110 procent van de gemiddelde beurskoers over vijf dagen voorafgaand aan de verkrijging.

opvalt, is dat slechts 13 van de 57 fondsen (oftewel: 23 procent) expliciet motiveren waarom de machtiging wordt gevraagd.

Concluderend kunnen we stellen dat de informatievoorziening ten aanzien van het contante dividend wel betrekking heeft op de omvang van de bedragen, maar dat men relatief summier is in uitspraken over het beleid. Bij de bepaling van het dividendbeleid spelen diverse contingenties een belangrijke rol en het is ook niet altijd relevant om daar uitgebreid over te rapporteren. Desalniettemin zijn er zeker ook aspecten te noemen waarover het bestuur de aandeelhouders wel zou kunnen informeren, zonder schade te berokkenen aan de eigen bedrijfsvoering. Van een onderneming die (nog) geen dividend uitkeert verwachten wij dat haar aandeelhouders graag willen weten wanneer en onder welke condities het bestuur dat wel overweegt te gaan doen. Voor ondernemingen die overwegen dividend uit te keren is het van belang te weten of en wanneer er eventueel sprake zal zijn van inkoop van eigen aandelen.

Tevens vermoeden we dat aandeelhouders ook graag geïnformeerd willen worden over de omvang van het beoogde uitkeringspercentage op lange termijn en of het bestuur daar snel of langzaam naar toewerkt. ■

Het onderzoekgebied van prof. dr. H. van Ees is strategie en organisatie, met als voornaamste onderwerpen: *corporate governance*, vertrouwen tussen en binnen organisaties en netwerken. Dr. J.H. van Eije is werkzaam op het terrein van de ondernemingsfinanciering en zijn specifieke aandacht gaat momenteel uit naar dividendbeleid, beursgangen en fusies en overnames. Dr. R.B.H. Hooghiemstra is werkzaam op het gebied van *accountancy* en *accounting* en zijn specifieke interesse ligt op het raakvlak van verslaggeving en *corporate governance* met specifieke aandacht voor *non-compliance* met *corporate governance*codes. De auteurs zijn allen werkzaam bij de faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen.

Literatuur

- Bhattacharya, S. (1979), Imperfect information, dividend policy, and "The bird in the hand" fallacy, *Bell Journal of Economics*, vol. 10, no. 1, pp. 259-270.
- Brav, A., J.R. Graham, C.R. Harvey, en R. Michaely (2005), Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, vol. 77, pp. 483-527.
- DeAngelo, H. en L. DeAngelo (2006), The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo en D.J. Skinner (2004), Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, vol. 72, pp. 425-456.
- Denis, D.J. en I. Osobov (2008), Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, no. 1, pp. 62-82.
- Dewenter, K. en V. Warther (1998), Dividends, asymmetric information and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms, *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 879-904.
- Dittmar, A.K. (2000), Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, vol. 73, no. 3, pp. 331-355.
- Dittmar, A.K. en R.F. Dittmar (2006), *Stock repurchase waves: An explanation of the trends in aggregate corporate payout policy*, beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=346548>.
- Eije, H. van en W.L. Megginson (2008), Dividends and share repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics*, vol. 89, pp. 347-374.
- Eumedion (2008), *Aanbevelingen inzake de machtiging tot inkoop van eigen aandelen en inzake de verantwoording over het dividendbeleid*, Schiphol: Eumedion, zie: www.eumedion.nl.
- Fama, E.F. en K.R. French (2001), Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 3-43.
- Fenn, G.W. en N. Liang (2001), Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, pp. 45-72.
- Goergen, M., L. Renneboog en L.C. da Silva (2005), When do German firms change their dividends?, *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 375-399.
- Graham, J.R. en A. Kumar (2006), Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors, *Journal of Finance*, vol. 61, no. 3, June, pp. 1305-1336.
- Grullon, G. en D.L. Ikenberry (2000), What do we know about stock repurchases?, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, pp. 31-49.
- Grullon, G. en R. Michaely (2004), The information content of share repurchases programs, *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 651-680.
- Grullon, G., R. Michaely en B. Swaminathan (2002), Are dividend changes a sign of firm maturity, *Journal of Business*, vol. 75, no. 3, pp. 387-424.
- Gugler, K. (2003), Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D and capital investments, *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, pp. 1297-1321.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok en T. Vermaelen (1995), Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 39, pp. 181-208.
- Jagannathan, M., C. Stephens en M. Weisbach (2000), Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 57, pp. 355-384.
- Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

- Julio, B. en D. Ikenberry (2005), Reappearing dividends, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, pp. 89-100.
- Kahle, K.M. (2002), When a buyback isn't a buyback, open market repurchases and employee options, *Journal of Financial Economics*, vol. 63, pp. 235-261.
- Koch, A.S. en A.X. Sun (2004), Dividend changes and the persistence of past earnings changes, *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 2093-2116.
- Lintner, J. (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review*, vol. 46, pp. 97-113.
- Megginson, W.L., S.B. Smart en L.J. Gitman (2007), *Corporate Finance*, 2nd edition, Austin, Thomson.
- Miller, M. en F. Modigliani (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Nissim, D. en A. Ziv (2001), Dividend changes and future profitability, *Journal of Finance*, vol. LVI, no. 6, December, pp. 2111-2133.
- Skinner, D.J. (2008), The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 3, pp. 582-609.
- Timmermans, J.P. (2003), *Het effect van de belastingherziening op het dividendbeleid en de aandelenprijs*, Doctoraalscriptie, Universiteit van Tilburg, Tilburg.
- Vermaelen, T. (1981), Common stock repurchases and market signaling, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, pp. 139-183.
- Weston, F. en J. Siu (2003), *Changing motives for share repurchases*, Finance Paper 3, Anderson Graduate School of Management, UCLA.

Noten

1 Voor uitgebreide suggesties wordt men verwezen naar Eumedion (2008).

2 Dit artikel is een korte versie van een onderzoek verricht voor Eumedion getiteld: *Dividendbeleid en inkoop eigen aandelen; De theorie en de praktijk in Nederland* (zie: www.eumedion.nl). De auteurs zijn W. Kaufmann erkentelijk voor zijn bijdrage aan de informatieverzameling en verwerking van de gegevens.

3 DeAngelo en DeAngelo (2006) geven trouwens aan dat Miller en Modigliani (1961) een impliciete aanname maken dat de ingehouden dividenden eens volledig zullen worden uitgekeerd.

4 In Nederland is het sinds 2001 door het box 3-systeem voor particuliere beleggers eerder andersom. In een scriptie over het effect van de aankondiging van wijzigingen in de Nederlandse dividendbelasting per 2001 vindt Timmermans (2003) trouwens geen aanwijzingen voor significante rendementswijzigingen bij 18 ondernemingen met een continue notering aan de AEX. Wel bleken de ondernemingen die relatief weinig dividend uitkeerden hun dividendpercentage te vergroten.

5 Dat de motieven om aandelen in te kopen niet juist kunnen zijn en dat de Amerikaanse motieven niet altijd in continentaal Europa geldig zijn, werd al in 1998 door A. Boot en K. Cools gemeld in het *Financieele Dagblad* van 19 en 20 maart.

6 Ook hebben we in dat rapport een drietal regressieanalyses verricht. De eerste regressieanalyse toont aan dat de waarschijnlijkheid om contant dividend te betalen significant (op 5%-niveau) positief afhangt van de omvang, de

winstgevendheid en de relatieve omvang van de ingehouden winst in het eigen vermogen, en daarnaast negatief met de variabiliteit van de winstmarge en de groeimogelijkheden van de onderneming. De tweede regressieanalyse laat zien dat het al dan niet uitkeren van contant dividend niet negatief wordt beïnvloed door het inkopen van eigen aandelen. De derde regressieanalyse laat ten slotte zien dat de uitkeringsratio positief afhangt van de winstgevendheid en negatief van de variabiliteit van de nettomarge. Omdat we hier focussen op de rapportage in de publieke uitingen, gaan we er hier niet verder op in en verwijzen we voor de precieze uitkomsten naar het desbetreffende rapport.

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

8 De gewenste snelheid van reageren kan per land verschillen en afhangen van de belangrijkste aandeelhouders. Zo vermelden Goergen, Renneboog en DaSilva (2005), dat het in Duitsland niet ongewoon is dividendbetalingen te stoppen als er sprake is van een verslechtering van inkomsten op permanente basis en dat dit nog gemakkelijker gebeurt als de belangrijkste aandeelhouder een bank is. Zij vermelden tevens dat het beëindigen van dividendbetalingen in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk minder gebeurt en dat

men daar eerder het uitgekeerde dividendbedrag zal korten. Net als in Duitsland vindt Gugler (2003) in Oostenrijk dat familieondernemingen hun dividenduitkeringen nauwelijks *smoothen* en jaarlijks een vast (laag) percentage van de winst uitkeren, terwijl ondernemingen met de overheid als belangrijkste aandeelhouder juist hele stabiele dividenden vertonen. Ook Dewenter en Warther (1998) vinden in dit kader verschillen tussen Japan en de Verenigde Staten en binnen Japan tussen keiretsu- en niet-keiretsu-ondernemingen, waarbij de Japanse ondernemingen sneller dividenden aanpassen en binnen Japan de keiretsu-ondernemingen dit sneller doen. Zij menen dat de snellere reacties voorvloeien uit minder asymmetrische informatie en minder agentschapskosten.

9 In lijn met de methode van Julio en Ikenberry (2005) hebben we twee correcties toegepast op de informatie afkomstig uit de Reach-database. Enerzijds zijn alle negatieve uitkeringspercentages omgezet naar een uitkeringspercentage van honderd procent. Anderzijds zijn de uitkeringspercentages gemaximaliseerd op honderd procent. Anders gezegd, indien Reach een uitkeringspercentage van bijvoorbeeld 150 procent rapporteert, is deze in de analyses omgezet naar een uitkeringspercentage van honderd procent. De belangrijkste reden hiervoor is dat we van mening zijn dat de analyses niet te veel dienen te worden beïnvloed door dergelijke uitbijters en we dus in staat zijn een representatiever beeld te geven over de praktijk aangaande het contante dividendbeleid in de afgelopen negen jaar.