

Dividend en dividendpolitiek¹

Dr. A. B. Dorsman

1 Inleiding

Voor het ter beschikking stellen van eigen vermogen ontvangt de aandeelhouder dividend. Het dividend is een uitkering uit de winst. De hoogte van het dividend wordt door de Algemene vergadering van Aandeelhouders vastgesteld. Een enkele uitzondering daargelaten, wordt in de praktijk het dividendvoorstel van het bestuur overgenomen. Veelal wordt dit voorstel gelijk met de behaalde winstcijfers bekend gemaakt en is ruimschoots voor de Algemene vergadering van Aandeelhouders bekend.

Een alternatief voor de winstuitkering is de winstinhouding ter financiering van investeringsactiviteiten. Wanneer het bestuur en aandeelhouder in één of enkele personen verenigd zijn, dan zal op basis van een afweging van de verwachte rentabiliteit op de door middel van winstinhouding gefinancierde investeringen met de verwachte rentabiliteit, die kan worden behaald door de uitgekeerde bedragen elders aan te wenden, de grootte van de winstuitkering worden vastgesteld (zie onder andere Bouma, 1980, hoofdstuk 12). Daarbij dient wel te worden bedacht dat bij deze afweging de fiscale aspecten een belangrijke rol spelen. Immers, het uitgekeerde dividend is onderworpen aan de heffing van de inkomstenbelasting, terwijl zulks niet geldt voor de bedragen die door middel van winstinhouding in de onderneming worden geherinvesteerd.

In deze bijdrage besteden wij aandacht aan ter beurze genoteerde ondernemingen. Bij deze

ondernemingen is er sprake van een scheiding van bestuur en eigendom. De aandeelhouders zullen minder goed geïnformeerd zijn dan het bestuur over de toekomstperspectieven van de desbetreffende onderneming. In dat geval is het mogelijk dat het dividend een rol speelt bij de informatie-overdracht van bestuur naar belegger. In paragraaf 2 wordt hierop dieper ingegaan. De beschrijving van de gegevens vindt plaats in paragraaf 3. Het onderzoek naar informatieve waarde van het dividend voor de belegger kan op verschillende manieren geschieden. Ten eerste kan worden nagegaan of de hoogte van het dividend informatie bevat over de toekomstige winstontwikkeling. Hierbij wordt verondersteld dat het bestuur een bepaalde dividendpolitiek volgt en dat afwijkingen ten opzichte van deze politiek als signaal kunnen dienen. De tweede mogelijkheid is de invloed van dividendaankondigingen op de beurskoersen te bezien. In de paragrafen 4 en 5 zal van deze onderzoeksmethoden verslag worden gedaan. In de literatuur wordt ten aanzien van de dividenden ook aandacht besteed aan het optreden van een extra rendement op de dag van ex-dividend-notering. In paragraaf 6 wordt dit zogenaamde 'ex-dividend-dag'-effect besproken. In paragraaf 7 worden tenslotte enkele afsluitende opmerkingen gemaakt.

2 Het dividend

Miller & Modigliani (1961) toonden aan dat in het geval van een volkomen markt, rationeel handelende aandeelhouders en volstreekte zekerheid, de hoogte van de dividenduitkering geen invloed heeft op de (markt)waarde van het aandelenkapitaal (plus het uitgekeerde dividend). Daar zij tevens ervan uitgingen dat het investeringsprogramma al vastligt en dat ook de omvang van het vreemde vermogen vaststaat, impliceert dit dat een verhoging van het dividendniveau wordt gefi-

Dr. A. B. Dorsman

promoveerde in 1988 op het hier behandelde proefschrift, is universitair hoofddocent, vakgroep Financiering, aan de Vrije Universiteit, Amsterdam.

nancierd door extra eigen vermogen aan te trekken. De voorwaarden waar deze auteurs bij hun uiteenzetting van uitgaan, worden veelal als te beperkend ervaren. Onder andere de voorwaarde van een volkomen markt blijkt strijdig te zijn met de praktische werkelijkheid. Zo betoogden wij reeds in de inleiding dat het aannemelijk is dat het bestuur over meer relevante informatie over de desbetreffende onderneming beschikt dan de aandeelhouder.²

In de visie waarbij de aandeelhouders worden gezien als de juridische eigenaren van de onderneming is het de taak van de bestuurders om in het belang van deze eigenaren te handelen. Echter, het bestuur heeft ook een eigen belang, dat strijdig kan zijn met het belang van de aandeelhouders. De agency theorie heeft betrekking op dit soort situaties (zie onder andere Douma, 1987 en Jensen & Meckling, 1976). Door het bestaan van deze belangentegenstelling kan het bestuur niet volstaan met een simpele mededeling naar de aandeelhouders, wanneer zij aan deze groep relevante informatie wil doorgeven. Eén van de middelen die kunnen worden gebruikt bij een eventuele informatie-overdracht is de hoogte van het dividend. Daarbij wordt verondersteld dat 'goede' ondernemingen beter in staat zijn om een bepaald dividendniveau te handhaven dan 'minder goede' ondernemingen. Bestuurders zullen de kans op een negatief signaal van een dividendverlaging in de toekomst klein willen houden en alleen dan het dividend verhogen wanneer men met een bepaalde mate van zekerheid ook in de toekomst het verhoogde dividendniveau kan handhaven. Indien het dividendvoorstel van het bestuur een hoger dividend inhoudt dan waarop de aandeelhouders rekenden, wordt dit als een positief signaal ervaren. Is het voorgestelde dividend lager dan hetgeen de aandeelhouders verwachtten, dan wordt dit geïnterpreteerd als een negatief signaal.

3 De gegevens

In ons onderzoek zijn gegevens van de op de Amsterdamse aandelenmarkt genoteerde ondernemingen gebruikt. Deze ondernemingen zijn niet

willekeurig gekozen, maar maakten in de periode 1979-1983 alle deel uit van de ANP-CBS beursindex. De aandelen die voor minder dan de helft van deze periode in de index waren opgenomen, zijn buiten beschouwing gelaten. Voor de onderzochte ondernemingen zijn de dividend- en winstgegevens voor de periode 1974-1983 verzameld. Om een in de tijd een enigszins vergelijkbare cijferreeks te verkrijgen, is uitgegaan van gegevens per aandeel. Voor 30 van de in ons onderzoek betrokken fondsen waren in de periode 1974-1983 de dividend- en winstgegevens in de opeenvolgende jaren voldoende vergelijkbaar om de relatie tussen dividend en toekomstige winst te onderzoeken. Voor de overige fondsen geldt dat in de periode 1974-1983 het dividend te vaak werd gepasseerd of dat in die periode een belangrijke wijziging (bijvoorbeeld het verschuiven van het tijdstip waarop het boekjaar aanvangt) plaatsvond, zodat het niet mogelijk was de parameters van het in paragraaf 4 nog te bespreken Lintner-model te schatten.

De koersgegevens hebben betrekking op de dagelijkse slotkoersen in de periode 1979-1983. Daarbij gaat niet zozeer de interesse uit naar de koershoogte als wel naar het dagelijks rendement. Het rendement van fonds *i* voor dag *t*, $r_{i,t}$, wordt gedefinieerd als:

$$r_{i,t} = \ln ((P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t})/P_{i,t-1}) \quad (1)$$

waarbij:

- $P_{i,t}$ de voor uitkeringen in aandelen gecorrigeerde slotkoers van fonds *i* op dag *t*;
- $P_{i,t-1}$ de slotkoers van fonds *i* op dag *t*-1;
- $D_{i,t}$ de uitkering van fonds *i* op dag *t*.

Door middel van de logaritmische transformatie wordt een verdeling verkregen die meer overeenkomsten vertoont met een normale verdeling dan zonder deze transformatie het geval is (zie onder andere Fama, 1965, blz. 45-46).

De dividendaankondigingen worden in vijf dividendklassen ingedeeld. Deze dividendklassen zijn:

klasse 0: De aankondiging van het dividend ge-

schiedt (nagenoeg) gelijktijdig met de bekendmaking van een ander bericht door het bestuur;

- klasse 1: Het dividend wordt evenals in het daaraan voorafgaande jaar gepasseerd;
- klasse 2: Het dividend daalt met tenminste 10%;
- klasse 3: Het dividend wijkt minder dan 10% af van het dividend in het voorafgaande jaar;
- klasse 4: Het dividend stijgt met tenminste 10%.

Voor onderhavig onderzoek zijn de dividendklassen 2, 3 en 4 interessant. Derhalve worden alleen de dividenden uit deze dividendklassen in de beschouwing betrokken.

4 Dividend en toekomstige winst

In Nederland heeft de theorie van de dividendstabilisatie veel aanhangers verworven. Volgens deze theorie worden winstmutaties slechts voor een gedeelte aan de aandeelhouders doorgegeven. De schommelingen in het dividend zijn dan kleiner dan de winstmutaties. Een belangrijke mijlpaal in de theorievorming omtrent de dividendpolitiek werd bereikt met het artikel van Lintner (1956). Op basis van interviews met managers uit het bedrijfsleven kwam Lintner tot de conclusie dat managers naar een bepaald uitkeringspercentage, dit is het dividend als percentage van de winst, streven. Dit betekent dat voor de gewenste grootte van het dividend per aandeel van fonds i over jaar t , $D_{i,t}^*$, geldt:

$$D_{i,t}^* = d_i^* W_{i,t} \quad (2)$$

waarbij:

$W_{i,t}$ de winst per aandeel die fonds i over jaar t heeft behaald;

d_i^* het gewenste uitkeringspercentage.

Wanneer de grootte van het gewenste dividend per aandeel over periode t , $D_{i,t}^*$, afwijkt van het dividend per aandeel over de vorige periode, $D_{i,t-1}$, zal dit verschil geleidelijk worden weggewerkt. Dit betekent dat voor de verwachte dividendmutatie van fonds i voor jaar t , $E(\Delta D_{i,t})$,

geldt dat:

$$E(\Delta D_{i,t}) = c_i (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) \quad (3)$$

waarbij c_i een onbekende parameter is behorende bij fonds i . Deze parameter geeft de aanpassingssnelheid van de dividenduitkeringen over fonds i aan de gewenste hoogte van het dividend weer. De waarde van c_i moet – wanneer er sprake is van dividendstabilisatie – liggen tussen 0 en 1. Een lage waarde van c_i duidt op een lage aanpassingssnelheid. Evenzo komt een hoge aanpassingssnelheid tot uitdrukking in een hoge waarde van c_i . Is c_i gelijk aan nul, dan is er in het geheel geen sprake van een aanpassing aan de gewenste hoogte van het dividend, terwijl als deze aanpassing in één keer geschiedt c_i de waarde één aanneemt. Op basis van het bovenstaande komt Lintner tot een model, dat in de literatuur bekend staat als het Lintner-model:

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} D_{i,t-1} + \beta_{2,i} W_{i,t} + u_{i,t} \quad (4)$$

met $\beta_{1,i} = -c_i$ en $\beta_{2,i} = c_i d_i$

waarbij: $u_{i,t}$ de storingsterm voor fonds i betreffende periode t is en α_i , $\beta_{1,i}$ en $\beta_{2,i}$ parameters zijn. In tabel 1 zijn enkele gegevens met betrekking tot de schattingen van vergelijkingen (4) opgenomen. Voor elke parameter of de daarbij behorende t -waarde is in de tweede kolom de gemiddelde waarde, in de derde kolom de standaarddeviatie en in de vierde tot en met de achtste kolom enkele gegevens met betrekking tot de cumulatieve verdeling opgenomen.

Tabel 1: De kleinste-kwadratenschattingen voor de parameters uit vergelijking (4) voor de boekjaren 1974 tot en met 1982

(P)	gemiddelde waarde P	st. dev. van P	cumulative verdeling				
			10%	30%	50%	70%	90%
$\hat{\alpha}$	1,833	5,311	-1,937	-0,137	0,588	1,035	5,351
$t(\hat{\alpha})$	0,952	2,023	-1,299	-0,099	0,681	1,494	3,411
$\hat{\beta}_1$	-0,788	0,481	-1,535	-0,867	-0,706	-0,594	-0,384
$t(\hat{\beta}_1)$	-5,040	5,007	-13,851	-5,889	-4,049	-2,015	-1,288
$\hat{\beta}_2$	0,225	0,334	0,066	0,169	0,232	0,292	0,452
$t(\hat{\beta}_2)$	5,469	5,266	0,775	2,212	4,268	5,992	10,010

Uit tabel 1 kan worden afgelezen dat van schattingen van β_{1i} de gemiddelde waarde $-0,788$ en de mediaan $-0,706$ is. De gevonden waarden zijn bij een onbetrouwbaarheid van 5% voor 21 fondsen statistisch van nul verschillend. De gemiddelde waarde en de mediaan van schattingen van β_{2i} , respectievelijk 0,225 en 0,232, blijken – zoals wij op economische gronden verwachten – in te liggen tussen 0 en 1. Op grond van de F-toets blijkt dat voor 26 van de 30 onderzochte ondernemingen het Lintner-model een verklarende waarde niet kan worden ontzegd.

Een signaal van de leiding van de onderneming aan de aandeelhouders blijkt uit het verschil tussen de werkelijke dividendmutatie en de verwachte dividendmutatie, $u_{i,t} = \Delta D_{i,t} - E(\Delta D_{i,t})$. Is de werkelijke dividendmutatie groter dan verwacht werd, dan wordt dit door de markt als een positief teken gezien. Analooft geldt dat een dividendmutatie die kleiner is dan die waarop werd gerekend, ongunstig wordt uitgelegd. Men trekt uit een onverwachte dividendverandering de conclusie dat de leiding het toekomstperspectief van de onderneming in kwestie heeft moeten wijzigen en dat zij dit aan de aandeelhouders door middel van een aanpassing van het dividendniveau wil laten weten. De (eventuele) informatieve waarde van de dividendaankondigingen wordt derhalve verondersteld te zijn opgesloten in de storings-term $u_{i,t}$. Indien de storingsterm $u_{i,t}$ informatieve waarde over de toekomstige winstontwikkeling bevat, zal dit in de volgende relatie tot uitdrukking kunnen komen:

$$\Delta W_{i,t+1} = \gamma_{1,i} + \gamma_{2,i} u_{i,t} + uu_{i,t+1} \quad (5)$$

waarbij:

$u_{i,t}$ de storingsterm uit vergelijking (4);
 $\Delta W_{i,t+1}$ de winstmutatie voor jaar $t+1$;
 $uu_{i,t+1}$ de storingsterm voor fonds i voor jaar $t+1$;
 $\gamma_{1,i}$ en $\gamma_{2,i}$ parameters.

Is $\gamma_{2,i}$ positief en significant van nul verschillend, dan is hiermee aangetoond dat de onverwachte dividendmutaties informatie bevatten over de toekomstige winstontwikkeling. Uit door ons ver-

richt onderzoek blijkt dat voor de periode 1974-1983 voor 30 ondernemingen het gemiddelde van de schattingen van $\gamma_{2,i}$ positief doch de mediaan negatief te zijn.

Uit het bovenstaande blijkt dat er geen lineair verband bestaat tussen de onverwachte dividendmutaties over jaar t en de winstmutaties over jaar $t+1$. Dit is in strijd met de hypothese dat dividenden informatieve waarde bezitten. Dit is overigens geen ontkenning dat er tussen onverwachte dividendmutaties en toekomstige winsten een verband zou kunnen bestaan. In de volgende paragraaf wordt aandacht besteed aan de tweede methode van onderzoek naar een eventuele informatieve waarde van dividenden.

5 De invloed van dividendaankondigingen op de beurskoersen

Indien dividendaankondigingen voor de beleggers informatieve waarde bezitten, dan zal in een efficiënte markt direct na bekend worden van het dividendvoorstel de koers van het desbetreffende aandeel direct en volledig reageren op deze informatie. In het bovenstaande is eigenlijk sprake van twee vragen, die betrekking hebben op a) de informatieve waarde van dividenden en b) op de efficiëntie van de markt ten aanzien van dividendaankondigingen. Elk van beide vragen kan alleen dan nader worden gezien als de andere vraag positief wordt beantwoord. Dit resulteert derhalve in twee problemen van onderzoek zijn. Bij het eerste probleem wordt uitgegaan van de efficiëntie van de markt (voor zover relevant) en wordt onderzocht of dividenden informatieve waarde bezitten. Bij het tweede probleem wordt uitgegaan van de informatieve waarde van het dividend en wordt gezien of de markt direct en volledig reageert op het bekend worden van het dividend.

Het onderzoek naar de efficiëntie van de Amsterdamse aandelenmarkt is beperkt. Hieruit blijkt niet dat wanneer rekening wordt gehouden met transactiekosten dat – voor zover relevant voor onze studie – voor de Amsterdamse aandelenmarkt de efficiënte markt hypothese moet worden

verworpen (zie onder andere de artikelen in Dorsman, Van der Hilst & Wijmenga, 1987).

In navolging van Brown & Warner (1980) is bij het onderzoek naar de invloed van dividendaankondigingen op de beurskoersen gebruik gemaakt van onder andere de met behulp van het markrendement gecorrigeerde rendementen ('the market adjusted returns'). Het extra rendement van fonds i over periode t , $ER_{i,t}$, wordt dan gedefinieerd als het verschil tussen het behaalde rendement van fonds i over periode t , $R_{i,t}$, en het markrendement van de marktportefeuille over periode t , $R_{M,t}$. Bij de analyse van de aldus berekende extra rendementen is gebruik gemaakt van een ongewogen index, te weten de ongewogen versie van de Tilburg-Amsterdam marktindex (TAM-O). De in deze index opgenomen fondsen zijn dezelfde als die in het ANP-CBS beursindex voorkomen. Voor een beschrijving van deze index alsmede voor een motivering om bij onderzoek zoals het onderhavige niet van de bekende indices uit te gaan, wordt verwezen naar Dorsman & Van der Hilst (1987). De ongewogen variant is gekozen omdat bij het onderzoek naar de informatieve waarde van dividenden en naar de efficiëntie van de markt te dien aanzien een onderscheid tussen de onderzochte fondsen (bijvoorbeeld naar beurswaarden) niet van belang is.

Voor de periode 1979-1983 is aandacht besteed aan de rendementen van de tiende dag vóór, tot en met de tiende dag na de dag van aankondiging van het slotdividend. Voor de dividendklassen 2, 3 en 4 is voor ieder van deze 21 dagen het gemiddelde extra rendement bepaald. Het gemiddelde extra rendement van dag t voor een dividendklasse is het ongewogen gemiddelde van de op dag t behaalde extra rendementen behorende bij de dividenden die in de desbetreffende dividendklasse zijn ingedeeld.

Gesteld dat aan de voorwaarde van efficiëntie is voldaan, zal wanneer het dividendvoorstel informatieve waarde bevat *alleen* op de dag van publicatie van dit voorstel, t_0 , het gemiddelde extra rendement significant van nul verschillen. Het gemiddelde extra rendement op dag t_0 zal in dat geval naar verwachting voor dividendklasse 2 negatief en voor dividendklassen 3 en 4 positief

zijn. Het argument voor de veronderstelde (kleine) positieve waarde van het gemiddelde extra rendement voor dividendklasse 3 is gelegen in de risicoreductie voor de aandeelhouder/belegger. Het dividendvoorstel is voor dividenden uit deze dividendklasse conform de verwachting. Door openbaarmaking van dit voorstel wordt een stuk onzekerheid (met betrekking tot de hoogte van het dividend) weggenomen, hetgeen door de aandeelhouder/belegger positief (dat wil zeggen met een koersstijging) wordt gewaardeerd. Uitgaande van de veronderstelling dat het dividend informatieve waarde bevat, kan de efficiëntie van de markt ten aanzien van de verwerking van deze informatie worden onderzocht door voor de genoemde dividendklassen de gemiddelde extra rendementen te zien *na* de dag van bekendmaking (t_0).

Voordat een significant van nul afwijkend gemiddeld extra rendement op de dag van aankondiging, t_0 , kan worden geïnterpreteerd als een gevolg van de informatieve waarde van het dividend, dienen enkele andere potentiële oorzaken te worden onderzocht en zo mogelijk te worden uitgesloten.

De eerste potentiële oorzaak zou kunnen liggen in een concentratie van de aankondigingen van de dividenden op bepaalde beursdagen van de week. Uit ons onderzoek blijkt dat de meeste aankondigingen op de laatste twee beursdagen van de week geschieden. Op de gemiddelde extra rendementen heeft dit geen invloed aangezien tevens bleek dat voor de onderzochte periode geen 'dag-van-de-week'-effect kan worden vastgesteld. Onder het 'dag-van-de-week'-effect wordt verstaan dat het verwachte dagrendement afhankelijk is van de beursdag van de week.

Een ander potentieel probleem is de snelheid van de bekendmaking van nieuws. Het is denkbaar dat bestuurders goed nieuws direct openbaar maken, maar dat publicatie van slecht nieuws wordt uitgesteld (zie onder andere Pastena & Ronen, 1979). Indien zulks het geval is, is niet alleen de inhoud van het dividendvoorstel voor de aandeelhouders relevante informatie, maar ook het moment van publicatie. In dat geval zal, wanneer de aandeelhouders een dividendaankondi-

ging verwachten terwijl deze uitblijft, de koers voor het moment van openbaarmaking van het dividendvoorstel gaan dalen. Ons datamateriaal bevat geen aanwijzingen dat van een uitstel van een slecht dividendbericht sprake is.

Een derde mogelijke beïnvloeding van het gemiddelde extra rendement na t_0 zou kunnen worden veroorzaakt door het in de volgende paragraaf nog te bespreken 'ex-dividend-dag'-effect. Onder dit effect wordt verstaan dat op de dag van ex-dividendnotering de koersdaling van het fonds in kwestie kleiner is dan de waarde van het dividend. Er is derhalve sprake van een extra (positief) rendement op de ex-dividend dag. Aangezien wij ons bij het onderzoek naar de informatieve waarde van dividenden beperken tot slotdividenden, heeft het eventueel optreden van het 'ex-dividend-dag'-effect geen invloed op de door ons onderzochte extra rendementen. De periode tussen de publicatie van het voorstel van het bestuur inzake het slotdividend (t_0) en de dag van ex-dividendnotering omvat immers meer dan de tien dagen.

Het laatste probleem betreft de veelal gelijktijdige aankondiging van zowel het dividend als de behaalde winst. Aangezien de waarden van genoemde grootheden onderling zijn gecorreleerd, is het niet mogelijk een eventueel extra rendement op t_0 toe te schrijven aan het aankondigingseffect van één van deze grootheden zonder de mogelijkheid open te laten dat de koersaanpassing op het aankondigingsmoment ook kan worden veroorzaakt door de bekendmaking van de andere grootheid. In concreto betekent dit dat een extra rendement op de dag van dividendaankondiging kan worden veroorzaakt door zowel de informatieve waarde van het dividend als door de informatieve waarde van de winstcijfers.

Uiteraard zijn de uitkomsten bij elk van de door ons gehanteerde onderzoeksmethoden verschillend. Deze uitkomsten leiden echter wel tot unanieme conclusies. Voor de door ons onderzochte fondsen geldt dat voor de periode 1979-1983 bekendmaking van het dividendvoorstel leidt tot een koersaanpassing. Voor de slotdividenden ingedeeld in dividendklasse 2 is sprake van een koersdaling op dag t_0 . Bekendmaking van het dividendvoorstel behorend tot dividendklasse 4

wordt direct gevolgd door een koersstijging. Dit is eveneens het geval voor dividenden uit dividendklasse 3, met dien verstande dat het gemiddelde extra rendement op dag t_0 kleiner is dan voor dividendklasse 4. Voor de dagen na t_0 is voor de te onderscheiden dividendklassen het gemiddelde extra rendement – rekening houdende met transactiekosten – te klein om daarvan op winstgevende wijze te profiteren. Samenvattend kan worden geconcludeerd dat de hoogte van het dividend (of de gelijktijdig aangekondigde winst) informatieve waarde bevat en dat de markt deze informatie op een efficiënte wijze verwerkt.

6 Het 'ex-dividend-dag'-effect

Niet alleen op de dag van aankondiging, maar ook op de ex-dividend dag, worden extra rendementen behaald. Een mogelijke oorzaak van het bestaan van deze extra rendementen kan het verschil in belastingtarief voor inkomen (contant dividend) en voor vermogenswinst (koerswinst) zijn. Laaststgenoemd tarief is in ons land nul. Wanneer de aandeelhouder zijn 'welvaart' na belastingen wenst te maximaliseren, is hij indifferent tussen a) de verkoop van het aandeel op de laatste dag waarop het cum dividend noteert of b) de verkoop op de eerste dag waarop het fonds voor het eerst ex-dividend wordt genoteerd indien de volgende relatie (zie ook Elton & Gruber, 1970) – geldt:

$$P_B = P_A + D(1-t_d) \quad (6)$$

waarbij:

P_A de slotkoers van het fonds op de ex-dividend dag;

P_B de slotkoers van het fonds op de laatste dag voordat het fonds ex-dividend gaat;

t_d het belastingtarief voor inkomen (contante dividenden);

D het contante dividend.

Vergelijking (6) kan herschreven worden in:

$$(P_B - P_A)/D = (1 - t_d) \quad (7)$$

In de berekening wordt de gehele koersmutatie op de ex-dividend dag betrokken, waardoor het

probleem ontstaat dat $P_B - P_A$ mede bepaald wordt door de marktontwikkeling op die dag. Dit kan worden ondervangen door P_A te corrigeren voor het marktrendement op de ex-dividend dag. In onze studie zijn de rendementen gecorrigeerd met behulp van de reeds eerder genoemde TAM-O. Voor de periode 1979-1983 was de grootte van de (gecorrigeerde) koersdaling op de ex-dividend dag gemiddeld 76,8% van het desbetreffende rendement. Nadere analyse leerde dat dit percentage kan worden verkleind wanneer men zich beperkt tot slotdividenden die alleen in de vorm van contanten worden uitgekeerd.

Voor diegenen die van het handelen in effecten hun beroep maken (de professionele beleggers), worden in ons land de behaalde koerswinsten door de fiscus als inkomen gezien en als zodanig belast. Het is mogelijk dat deze groep beleggers van het extra rendement op de ex-dividend dag kunnen profiteren. Zij dienen dan het desbetreffende aandeel te kopen voor de ex-dividend dag en vervolgens na ex-dividend-notering dit aandeel af te stoten. De bruto-opbrengst van deze transactie is $D - (P_B - P_A)$. Wanneer dit bedrag groter is dan de transactiekosten over aan- en verkoopbedrag, is deze transactie voor de professionele handelaar voordelig. Zoals reeds opgemerkt is het extra rendement op de ex-dividend dag voor contante dividenden groter dan voor dividenden in aandelen, zodat een beperking van genoemde transacties tot alleen de contante dividenden de winstgevendheid positief beïnvloedt. Voorts blijkt uit onze studie dat de koersmutatie als percentage van het dividend op de dag waarop een interimdividend van de koers afgaat groter te zijn dan in het geval een aandeel ex-slotdividend wordt genoteerd. Het interimdividend is doorgaans kleiner dan het slotdividend, zodat desalniettemin het extra rendement op de dag van ex-slotdividend-notering groter is dan op de dag waarop een interimdividend van de koers afgaat. Beperkt men zich bij bovengenoemde transacties tot slotdividenden die in contanten worden uitgekeerd, dan kan het 'ex-dividend-dag'-effect op profijtelijke wijze gebruik worden gemaakt, wanneer men werkt met transactiekosten van minder dan 1,151% van aan- en verkooptransacties tezamen

($P_B + P_A$). De particuliere belegger heeft naar alle waarschijnlijkheid een hoger kostenpercentage, terwijl het aannemelijk moet worden geacht dat voor diegenen die van het handelen op de beurs hun beroep maken met een lager percentage uit kunnen komen.

7 Enkele afsluitende opmerkingen

Uit ons onderzoek blijkt dat er aanwijzingen zijn dat bestuurders van ondernemingen bij de vaststelling van de hoogte van het dividend streven naar een optimaal uitkeringspercentage. Het is ons in paragraaf 4 niet gelukt om op basis van deze dividendpolitiek een lineair verband tussen de onverwachte dividendmutaties over jaar t en de winstmutaties over jaar $t+1$ aan te tonen.

In paragraaf 5 werd de invloed van dividendaan kondigingen op de beurskoersen onderzocht. Op de dag van aankondiging is een koersreactie waarneembaar. Dit is in overeenstemming met de hypothese dat dividenden informatieve waarde bezitten. Na de dag van aankondiging, t_0 , waren de gevonden extra rendementen te klein om daarvan op winstgevende wijze van te profiteren. Dit is conform de efficiënte-markt hypothese.

In paragraaf 6 is beknopt verslag gedaan van het onderzoek naar het zogenaamde 'ex-dividend-dag'-effect voor de Amsterdamse aandelenmarkt. Voor de in ons onderzoek betrokken fondsen blijkt voor de periode 1979-1983 een dergelijk effect te bestaan. Het extra rendement op de ex-dividend dag is bij benadering gelijk aan de omvang van het bij uitkering van het dividend in te houden percentage aan dividendbelasting. Dit kan erop wijzen dat belastingontduiking dermate is ingeburgerd dat de markt alleen nog voor de verplichte voorheffing van 25% corrigeert. Voor degene die van het handelen op de beurs zijn beroep maakt, is het mogelijk op winstgevende wijze van het 'ex-dividend-dag'-effect te profiteren. Zijn resultaat wordt positief beïnvloed indien hij zich beperkt tot slotdividenden die in contanten worden uitgekeerd.

Literatuur

- Bouma, J. L. (1980), *Leerboek der bedrijfseconomie*, deel II, Delwel, Wassenaar.
- Brown, S. J. en Warner, J. B. (1980), Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, blz. 205-258.
- Dorsman, A. B., Van der Hilst, J. en Wijmenga, R. Th. (red.) (1987), *De Amsterdamse aandelenmarkt: theorie en praktijk*, Samsom, Alphen a.d. Rijn.
- Dorsman, A. B. en Van der Hilst, J. (1987), De Tilburg-Amsterdam Marktindex, opgenomen in: Dorsman, Van der Hilst en Wijmenga (1987), blz. 123-128.
- Dorsman, A. B. (1988), *Dividend en dividendpolitiek*, Stenfert Kroese, Leiden.
- Douma, S. W. (1987), Op weg naar een economische organisatietheorie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, blz. 420-432.
- Elton, E. J. en Gruber, M. J. (1970), Marginal stockholder tax rates and the clientele effect, *Review of Economics and Statistics*, vol. 52, blz. 68-74.
- Fama, E. F. (1965), The behavior of stock market prices, *Journal of Business*, vol. 38, blz. 34-105.
- Jensen, M. C. en Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and the ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, blz. 305-360.
- Lintner, J. (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, *American Economic Review*, vol. 46, blz. 97-113.
- Miller, M. H. en Modigliani, F. (1961), Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, vol. 34, blz. 411-433.
- Pastena, V. en Ronen, J. (1979), Some hypothesis on the pattern of managements' informal disclosures, *Journal of Accounting Research*, vol. 17, blz. 550-564.

Noten

- 1 Dit artikel is een samenvatting van mijn dissertatie, Dorsman (1988).
- 2 In de Verenigde Staten zijn ingewijden, waaronder directeuren, verplicht hun transacties in de vermogenstitels van de onderneming waartoe zij tot de ingewijden worden gerekend aan te melden bij de Securities and Exchange Commission (SEC). De SEC maakt deze gegevens dan vervolgens openbaar. Uit empirisch onderzoek gebaseerd op deze gepubliceerde gegevens blijkt dat ingewijden in staat zijn een hoger rendement te behalen dan de 'markt' in zijn algemeen.