

STOCKDIVIDEND

door Prof. A. Goudekot

Sinds ik enige jaren geleden in de praktijk ben geconfronteerd met het accounting principle inzake stockdividend in Amerika, heb ik het voornemen opgevat aan dit vraagstuk in de kolommen van ons maandblad aandacht te besteden. Ik meen, dat daartoe aanleiding bestaat, omdat hier sprake is van een mening van het Committee on Accounting Procedure van het A.I.C.P.A. inzake de behandeling van stockdividend door de vennootschap die deze uitkeert, die afwijkt van de bij ons, ik meen te mogen zeggen van de buiten Amerika, geldende normen. Nadere kennisname van dit principle heeft praktische betekenis voor de niet-Amerikaanse vennootschappen die hun aandelen in Amerika willen registreren en/of notering op de New York Stock Exchange willen aanvragen, omdat het accounting principle, voor wat betreft de vennootschap, voor de S.E.C. en de New York Stock Exchange tot een voorschrift is geworden.

Los hiervan is het interessant om de verschillen tussen de normen, die in Amerika en bij ons gelden aan een nader onderzoek te onderwerpen. Het vraagstuk werd in eerste aanleg behandeld in accounting research bulletin nr. 11 van september 1941, herzien gepubliceerd in november 1952, opgenomen in bulletin nr. 43 in „Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins” van juni 1953 in hoofdstuk 7, sectie B en in „Inventory of generally accepted accounting principles for business enterprises”, uitgegeven in 1965 als Accounting Research Study no. 7 in hoofdstuk 5.

Voor zover mij bekend moet de oorsprong van de gepubliceerde mening worden gezocht bij de New York Stock Exchange. Men nam namelijk waar, dat bij de uitkering van stockdividenden, die in verhouding tot het uitstaande kapitaal van geringe omvang waren, de beurskoers onbeïnvloed bleef en de aandeelhouder het stockdividend daardoor als een dividend ter grootte van de beurswaarde beschouwde en dat daarvan door vennootschappen „gebruik” werd gemaakt. Men achtte het wenselijk, dat de vennootschap bij het administreren van die stockdividenden een zodanige procedure zou volgen, dat wat de aandeelhouder blijkbaar als dividend beschouwde, ook als zodanig in de jaarrekening tot uitdrukking zou komen, dat wil zeggen een debitering van „retained earnings” voor de „fair value” die gelijk werd gesteld aan de beurswaarde van het stockdividend en een creditering van „capital surplus” voor het verschil tussen nominale waarde en beurswaarde. De nominale waarde werd uiteraard op „capitalstock” gecrediteerd. De problematiek inzake aandelen zonder nominale waarde laat ik eenvoudigheidshalve buiten beschouwing.

Uit de Amerikaanse literatuur blijkt dat de Amerikaanse beroepsgenoten niet onverdeeld achter de door het Committee uitgesproken mening staan. Uit bulletin no. 43 blijkt ook, dat leden van het Committee geheel of gedeeltelijk een andere mening zijn toegedaan. Hierop kom ik in dit artikel nog terug.

Voor een beschouwing over het onderhavige vraagstuk is het doelmatig nader op de inhoud van het bulletin in te gaan.

Men onderscheidt stockdividenden en stock split-ups, waarvan een begripsomschrijving voor het doel van het bulletin wordt gegeven. Men behandelt verder het vraagstuk voor wat betreft de ontvanger en de vennootschap, die bij het een en ander zijn betrokken.

Onder stockdividend wordt verstaan de uitgifte van gewone aandelen door een vennootschap aan de houders van deze categorie van aandelen, zonder vergoeding en onder voorwaarden, die aanduiden dat een dergelijke uitgifte uitsluitend ten doel heeft iedere aandeelhouder enigerlei deel te geven van zijn aandeel in de geaccumuleerde winsten van de vennootschap, zonder uitkering van geld of enig ander bezit van de vennootschap, hetgeen de leiding nodig of wenselijk acht om de onderneming in stand te houden. Men maakt voor de toepasbaarheid van het bulletin uitdrukkelijk enkele uitzonderingen, onder andere sluit men uit het geval dat de aandeelhouder de keuze heeft het dividend in geld of in stock te ontvangen.

In Amerika wordt dus geen onderscheid gemaakt tussen bonusaandelen en stockdividend, zoals bij ons het geval is, al naar gelang het betreft een uitdeling ten laste van de reserves of van de winst van het afgelopen jaar. Dr. Bervoets vermeldt in zijn proefschrift „bonusaandelen en stockdividenden”, dat hij in de Amerikaanse literatuur te dien aanzien de termen „extraordinary” en „periodic stockdividend” heeft aangetroffen.

Met stock split-up duidt men aan de uitgifte door een vennootschap van gewone aandelen aan de houders van die categorie aandelen zonder vergoeding en onder voorwaarden die aanduiden, dat die uitgifte in hoofdzaak ten doel heeft het aantal uitstaande aandelen te vergroten met het doel een verlaging van de marktprijs per aandeel en daardoor een grotere spreiding van het bezit en een grotere verhandelbaarheid te bereiken.

Voor wat betreft de aandeelhouder wordt vastgesteld, dat inkomen een gerealiseerde winst is en bepaald wordt op grond van zekere grondslagen ten aanzien van tijd en bedrag. Verder wordt in aansluiting daarop uitdrukkelijk vastgesteld dat inkomen van de vennootschap volkomen gescheiden moet worden gezien van dat van de aandeelhouder. Deze laatste heeft geen inkomen uitsluitend en alleen door het feit, dat de vennootschap inkomen heeft. Weliswaar kan de winst van de vennootschap leiden tot een verhoging van de koers van het aandeel, doch tenzij het gaat om een uitkering, een verdeling of afscheiding van bezittingen van de vennootschap, kan niet van inkomen voor de aandeelhouder worden gesproken. Bij een stockdividend is van niets van dit alles sprake. Alleen door afstand te doen van een deel van zijn belang in de vennootschap kan de aandeelhouder, zowel bij koersstijging door winst bij de vennootschap als bij stockdividend een inkomen genieten.

Samenvattend wordt gesteld, dat een andere opvatting inbreuk zou maken op de gescheidenheid van inkomen van de vennootschap en dat van de aandeelhouders. Door een stockdividend wordt niets aan het bezit van de vennootschap onttrokken en niets aan het belang van de aandeelhouder toegevoegd. De enige consequentie voor de aandeelhouder is, dat de kostprijs van de eerder verkregen

aandelen wordt gerelateerd aan het door het stockdividend vergrote aantal aandelen en dat het resultaat van de verkoop van enig aandeel uit het totale bezit wordt berekend op basis van de door het vergrote aantal aandelen gecorrigeerde kostprijs.

Ten aanzien van de vennootschap wordt de in het bulletin vervatte mening geheel ingegeven door de reeds in de inleiding vermelde overweging, dat het declareren van een stockdividend door de aandeelhouder zal worden opgevat als een uitkering van winst en in het algemeen ter hoogte van de „fair value”, welke men veronderstelt samen te vallen met de beurskoers, omdat de omvang van het stockdividend in het algemeen in verhouding tot het uitstaande aandelenkapitaal zó gering is, dat die beurskoers niet of nauwelijks door het stockdividend zal worden beïnvloed. Daarom beveelt de commissie aan, om in het openbaar belang een bedrag ter hoogte van die fair value over te boeken van „retained earnings” naar de categorie van permanente kapitalisatie, „capital stock” en „capital surplus accounts”.

Als dat niet zou gebeuren, zou een bedrag ter hoogte van het verschil tussen de nominale waarde en de fair value, beschikbaar blijven voor toekomstige stockdividenden of uitkeringen in geld. Dit zou men, gezien de in de inleiding vermelde opvatting van de aandeelhouder, onjuist vinden. Wanneer het aantal aandelen als stockdividend uitgegeven zó groot is, dat de beurskoers daarvan de invloed wèl ondervindt, dan is de vorengenoemde procedure niet nodig en kan worden volstaan het wettelijk voorschrift te volgen, dat wil zeggen, alleen de nominale waarde van „retained earnings” naar „capital stock” over te boeken. Dan zal echter het woord „dividend” in de aankondiging niet worden gebruikt, doch van „stock split-up” worden gesproken. Om houvast te geven wordt als grens tussen het een en ander $<20 \text{ à } 25\%$ gegeven, hetwelk in de practijk $<25\%$ is geworden.

Het mag bekend worden geacht dat bij de publicatie van accounting principles afwijkende meningen van leden van het committee aan het slot van het bulletin worden vermeld. Twee daarvan zijn voor deze beschouwing van belang:

- twee leden zijn accoord met hetgeen ten aanzien van de aandeelhouder is vermeld, doch achten hetgeen over de vennootschap wordt gezegd inconsequent, want het is er op gebaseerd dat er aandeelhouders zouden kunnen zijn, die het stockdividend anders opvatten dan zoals in het bulletin staat omschreven, dat het moet worden opgevat. Bovendien achten zij het een twijfelachtige procedure om accounting principles te geven op grond van mogelijke reacties van aandeelhouders;
- één lid onderschrijft noch het standpunt dat stockdividend geen inkomen is voor de aandeelhouder (he believes that, with proper safeguards, stock dividends should be regarded as marking the point at which corporate income is to be recognized by shareholders), noch de voorgeschreven procedure voor de vennootschap, zowel omdat deze inconsequent is ten opzichte van hetgeen wordt gesteld ten aanzien van de aandeelhouder als omdat door het gestelde een onlogische afscheiding binnen de rubriek „eigen vermogen” plaats vindt. Hij betreurt dat de in het oorspronkelijke bulletin aanbevolen informatie in het jaarverslag is komen te vervallen.

De laatstgenoemde afwijkende mening is van Mr. Wilcox, die het niet bij deze vermelding heeft gelaten; hij heeft kort na het verschijnen van het bulletin no. 43, in het *Journal of Accountancy* van augustus 1953, uitvoerig van zijn mening doen blijken in een zeer lezenswaardig artikel. In de hierna volgende beschouwing is van dat artikel gebruik gemaakt.

De problematiek met betrekking tot de vennootschap

Hoezeer men begrip kan hebben voor het standpunt van het Institute, dat het als beroepsorganisatie meent zijn medewerking te moeten geven om, door het publiceren van een accounting principle, misverstanden bij het publiek te helpen voorkomen, is het verwonderlijk dat dit, in het hier aan de orde zijnde vraagstuk, is geschied op de wijze zoals uit het bulletin blijkt. Het betrokken accounting-principle dat door S.E.C. en New York Stock Exchange tot voorschrift is gemaakt, is naar mijn mening n.l. theoretisch onjuist.

Het bulletin gaat er terecht van uit, dat de vennootschap als een zelfstandige eenheid moet worden beschouwd. Dit moet tot gevolg hebben, dat het beeld van de jaarrekening op zichzelf juist moet zijn. Men had dus op een andere dan in het bulletin gestelde wijze de waargenomen verkeerde interpretatie van het stockdividend door aandeelhouders moeten helpen wegnemen.

Wilcox zegt heel aardig in zijn eerdergenoemd artikel, dat er voorschriften worden gegeven aan de vennootschap in verband met misleidende gevolgtrekkingen, ingeval de aandeelhouder zou gaan geloven, wat hem wordt voorgehouden niet te geloven!

De procedure had uitdrukkelijk betrekking op kleine stockdividenden, waarvan men aanneemt dat de beurskoers van het aandeel niet wordt beïnvloed. Dit laatste is theoretisch niet gefundeerd. Er zal ten principale altijd van een beïnvloeding sprake zijn; het hangt van een reeks omstandigheden af of dit bij de uitkering van een stockdividend feitelijk het geval zal zijn. Verder moest men, gezien het doeleinde van het voorschrift, een oplossing geven voor de gevallen, waarin stockdividenden werden uitgekeerd in een omvang waarbij aan te nemen was dat de beurskoers wèl zou worden beïnvloed. In die gevallen namelijk zou niet een overboeking van de fair value van „retained earnings” naar capital (surplus), doch slechts een overboeking van „retained earnings” naar „capital stock” ter hoogte van de nominale waarde behoeven plaats te vinden. De achtergrond van de uitkering, namelijk of het waarlijk om een dividend ging of om een beleidsdaad die er op was gericht aantal en waarde van de aandelen te beïnvloeden om de markt voor de aandelen gunstiger te maken, werd als criterium voor stockdividend of stock split-up beschouwd. Moge dit onderscheid van principiële aard zijn, de afwezigheid van koersbeïnvloeding bij kleine stockdividenden is zoals eerder opgemerkt een willekeurige uitspraak, de grens die men ging trekken tussen stockdividend en stock split-up in verband met de verschillende procedure is mede daardoor zeer willekeurig.

Theoretisch ligt het probleem naar mijn overtuiging erg simpel. Voor de vennootschap maakt het geen verschil of er van een stockdividend of van een stock split-up sprake is. In de balans komt een rubriek „eigen vermogen” voor, waarin een specificatie wordt gegeven die het economisch en juridisch inzicht moet dienen.

Indien de vennootschap een dividend declareert, in welke vorm danook, moet uit de gepubliceerde berichtgeving het uitkeringsbeleid duidelijk blijken. Deze beide overwegingen kunnen tot niets anders leiden, dan tot vermindering van de winst van het jaar of van „retained earnings”, al naar de omstandigheden, met een bedrag ter hoogte van de uitkering. Indien de uitkering in geld plaats vindt, zal dit leiden tot een vermindering van de geldmiddelen; indien de uitkering in aandelen geschiedt zal een verhoging van het aandelenkapitaal het gevolg zijn.

Wilcox heeft in zijn artikel er op gewezen, dat een stockdividend eigenlijk moest worden beschouwd uiteen te vallen in een „cashdividend” en een claimemissie van gelijke omvang a pari. Hij heeft daarmee niet bereikt, dat enigerlei wijziging in het accounting principle werd aangebracht.

Met het vorenstaande is niet bedoeld aan te tonen, dat het voor de aandeelhouder geen verschil maakt of de uitkering op de ene of de andere wijze plaats vindt. Aan die zijde van het vraagstuk zal hierna aandacht worden besteed, zij het in het kort, omdat het mij in het bijzonder om de problematiek bij de vennootschap gaat.

Het feit, dat men de fair value, die voor de overboeking moet worden gehanteerd, gelijk stelt aan de beurskoers van het aandeel op het moment van declaratie van het stockdividend, bevestigt mijns inziens nadrukkelijk de onjuistheid van het voor de vennootschap gegeven voorschrift. De beurskoers komt tot stand op grond van een reeks invloeden, waarvan vele los staan van het beeld, dat de jaarrekening toont. De grote spreiding in de „price earnings ratio's” van verschillende maatschappijen en de vele mutaties, die men in de loop der tijden daarin waarneemt, waarvan meestal niet of slechts ten dele de rechtvaardiging in het beeld van de positie volgens de publicatie van de vennootschappen is te vinden, kwalificeert die beurskoers tot een onaanvaardbare norm voor het gestelde doel.

De beurskoers is een gegeven, dat los staat van de vennootschap en zomede in de jaarrekening als verantwoordings- en informatie-instrument geen functie kan hebben. Gelijke stockdividenden zullen in verschillende jaren tot overboekingen leiden, waarvan de grootte aanmerkelijk kan verschillen zonder dat die verschillen vanuit het gezichtspunt van de vennootschap verklaarbaar zijn. Eenmaal een onjuiste procedure gekozen zijnde, om aan het misverstand, dat de aanleiding vormde voor het bulletin, een einde te maken, is de keuze van de beurskoers voor de bepaling van de fair value wel begrijpelijk.

Ook het besluit om de procedure niet van toepassing te doen zijn, indien de aandeelhouder de keuze wordt gelaten tussen een dividend in geld of in aandelen, is in het licht van het geheel wel te plaatsen, maar ook daarin ligt een argument voor de onjuistheid met betrekking tot de vennootschap. Men hoeft daartoe slechts te denken aan het geval, dat alle aandeelhouders hun keuze laten vallen op een dividenduitkering in aandelen. De situatie is dan voor de vennootschap volkomen gelijk aan die in geval van een stockdividend.

Samenvattend is er dus generlei reden tot twijfel aan de procedure, die in ons land bij stockdividend door de vennootschap wordt gevolgd, te weten een overboeking van de winst van het jaar of van ingehouden winst naar aandelenkapitaal ter hoogte van de nominale waarde van het gedeclareerde stockdividend.

De problematiek met betrekking tot de aandeelhouder

Alhoewel het de bedoeling was om mij te beperken tot de problematiek bij de

vennootschap, is de verleiding groot om toch ook met een enkel woord aandacht te besteden aan de aandeelhouder. Het Amerikaanse standpunt is, dat het stockdividend geen inkomen voor de aandeelhouder vormt.

Wilcox is het daarmee niet zonder meer eens. Ook in ons land beluistert men wel in de financiële pers, dat er bij de uitkering van een stockdividend eigenlijk niets gebeurt en er dus voor de aandeelhouder niet van inkomen kan worden gesproken. Dr. Bervoets, in zijn eerdergenoemde proefschrift, is een andere mening toegedaan. Ik ben evenzeer van mening, dat van inkomen sprake is.

Vast moet staan dat men zich bij het vraagstuk van stockdividend beweegt op het terrein van het beleid ten aanzien van de winstbestemming.

Indien de aandeelhouder geen keuze wordt gelaten tussen een contant en een stockdividend dan is er sprake van een winstuitkering gepaard gaande met een gedwongen emissie a pari voor aandeelhouders. Besluit de aandeelhouder aan de emissie deel te nemen, dan zal hij het stockdividend - de technische mogelijkheid buiten beschouwing latende - in aandelen omwisselen. Indien hij besluit niet aan de emissie deel te nemen zal hij zijn stockdividend verkopen, waardoor hij een contant dividend incasseert ter hoogte van het gedeclareerde stockdividend (= inkomen) en daarenboven een bedrag dat theoretisch de waardevermindering voorstelt van het oorspronkelijke aandelenbezit, als gevolg van de emissie, voortvloeiende uit het stockdividend (= vermogen).

Ik ben mij er van bewust met het vorenstaande de problematiek voor de aandeelhouder gesimplificeerd te hebben aangeduid. Ik ben niet ingegaan op de vele invloeden op de koersvorming, ik heb de dividendpolitiek onbesproken gelaten evenals het in Nederland sinds een reeks jaren bestaande gebruik stockdividenden ten laste van de agiorekening uit te keren. Allemaal factoren, die bij een maar even dieper gaande behandeling van het vraagstuk met betrekking tot de aandeelhouder aan de orde zouden hebben moeten komen. Ik acht mij daarvan echter ontslagen, omdat de aandeelhouder slechts volledigheidshalve werd genoemd. Het ging, zoals eerder opgemerkt, eigenlijk uitsluitend om de problematiek met betrekking tot de vennootschap.