

Aandelensplitsingen in Nederland

R.J.M. Schrama en H.G. Eijgenhuijsen

Schrama is werkzaam als junior vermogensbeheerder bij Wilgenhaege Vermogensbeheer. Eijgenhuijsen is hoogleraar Financiering aan de Faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde aan de Vrije Universiteit.
raymond@wilgenhaege.nl

Afgelopen decennia hebben diverse internationale studies aangetoond dat een aandelensplitsing een koersstijging met zich meebrengt. In Nederland is vrijwel niets gepubliceerd over dit onderwerp, hoewel een aandelensplitsing ook hier geregeld voorkomt.

Het is wellicht nuttig eerst nader in te gaan op de techniek van een aandelensplitsing. Bij een aandelensplitsing neemt het aantal aandelen toe en vermindert tegelijk de nominale waarde van een aandeel op een zodanige wijze dat het nominale aandelenkapitaal gelijk blijft. Stel je hebt een aandeel met een nominale waarde van twintig euro. Na een 2:1 split, heb je twee aandelen met elk een nominale waarde van tien euro. Ook de zeggenschap en eventuele andere rechten van de aandeelhouder veranderen niet, noch de kasstromen van de onderneming.

In dit onderzoek naar aandelensplitsingen zijn twee tijdstippen van belang, de aankondigingsdag en de executiedag. De aankondigingsdag is de dag wanneer het nieuws voor het eerst de buitenwereld in wordt gebracht. De executiedag, ook wel effectueringsdag genoemd, is de dag dat het aandeel daadwerkelijk splitst. In Nederland vindt de executie van een aandelensplitsing gemiddeld honderd dagen na de aankondiging plaats.

Koersstijging op buitenlandse markten

In theorie zou de aankondiging van een aandelensplitsing geen significante koersverandering met zich mee moeten brengen. De waarde van het aandeel zou na de effectuering daarom met dezelfde factor moeten dalen als de factor waarmee het aantal aandelen stijgt.

Uit empirische onderzoeken in de Verenigde Staten (Fama et al., 1969) blijkt echter dat de aankondiging van een aandelensplitsing gepaard gaat met een significante koersstijging van gemiddeld twee tot vijf procent, waarbij is gecorrigeerd voor het marktrendement. In de loop der tijd zijn deze onderzoeken ook uitgevoerd in andere landen, waaronder Frankrijk, Duitsland, Spanje en Singapore. Ook daar vindt men een significant extra rendement als gevolg van een aandelensplitsing. Twee veelgenoemde verklaringen hiervoor zijn de signaling hypothese en de liquiditeitshypothese.

Twee belangrijke hypothesen

Diverse onderzoekers (Fama et al., 1969) stellen dat de markt altijd in onzekerheid is over de toekomstige winsten. Er bestaat immers een informatieasymmetrie tussen de belegger en de manager. Dit wil zeggen dat de belegger in de ogen van de manager niet volledig geïnformeerd is. Met name wetenschappers denken dat het bestuur van de onderneming met behulp van een splitsing informatie wil overdragen aan de beleggers over de goede vooruitzichten van de onderneming, een toename van toekomstige dividenden of winsten

(*signaling*). De reden van het gebruik van een aandelensplitsing voor de informatieoverdracht is dat analisten er bij een aandelensplitsing van uit gaan dat de manager verwacht dat het aandeel nog verder zal stijgen. Een pessimistische manager zal geen splitsing doen, omdat na slechte resultaten een gesplitst aandeel zelfs onder de acceptabele ondergrens kan komen te liggen, wat vaak als gevolg heeft dat het aandeel nog verder zal dalen. Bovendien wordt gesteld dat veel indirecte kosten gemaakt zullen moeten worden als achteraf blijkt dat een onderneming foutieve informatie heeft gegeven. In het geval van *'false signaling'* komt de reputatie van een onderneming namelijk in het geding.

Het tweede motief, de liquiditeitshypothese, wordt vooral door de ondernemingen zelf naar voren gedragen als de belangrijkste reden voor een aandelensplitsing. Uit diverse enquête-onderzoeken (Baker & Powell, 1993) blijkt dat ondernemingen met behulp van een aandelensplitsing de verhandelbaarheid van het aandeel willen vergroten. De koers van het aandeel kan binnen een optimaal koersinterval worden geplaatst, waarbij kleine beleggers het aandeel gemakkelijk kunnen aanschaffen en de transactiekosten voor de institutionele belegger niet te hoog worden. De liquiditeit van het aandeel wordt dan vergroot. Voor een betere verhandelbaarheid is de belegger bereid een premie te betalen, hetgeen de koersstijging verklaart.

Met behulp van een *'event studie'* kan worden bepaald wat de invloed is van een aankondiging dan wel effectuering van een aandelensplitsing op de koers van een aandeel dat genoteerd is op de Nederlandse aandelenmarkt. Tevens kan daarmee worden bepaald in hoeverre de belegger in staat is om te profiteren van een aandelensplitsing.

De event studie

Een event studie is een onderzoeksmethode om de invloed te onderzoeken van een bepaalde ondernemingsspecifieke gebeurtenis, het *'event'*, op de koers van het aandeel van de ondernemingen die de betreffende gebeurtenis hebben ondergaan (Brown & Warner, 1980). Hierbij wordt verondersteld dat de markt efficiënt is. Fama definieert een efficiënte markt als een markt waarin handel op basis van beschikbare informatie niet leidt tot een extra rendement (Fama, 1970).

In de event studie die hier wordt toegepast, wordt voor elk fonds afzonderlijk het werkelijke rendement vergeleken met het verwachte rendement, waarbij het verwachte rendement wordt bepaald op basis van het marktmodel. Dit model legt een

lineaire relatie tussen het rendement van een fonds en het rendement van de marktportefeuille, waarbij in ons onderzoek de CBS-herbeleggingsindex (exclusief Royal Dutch Shell) de marktportefeuille voorstelt. Hierbij geldt de volgende vergelijking:

$$ER_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t}$$

waarbij:

$ER_{i,t}$ = het verwachte rendement van fonds i op tijdstip t;
 $ER_{M,t}$ = het rendement van marktportefeuille m op tijdstip t;
 α_i en β_i zijn parameters behorende bij fonds i.

De parameters α_i en β_i worden geschat aan de hand van een regressie analyse in de referentieperiode. Dit is een periode van honderd zestig dagen voor de 'event window'. De event window is de periode van tien dagen voor tot en met tien dagen na het event.

Er is sprake van een significant extra rendement als het gemiddelde werkelijke rendement van alle ondernemingen in de dataset op een willekeurige dag t (ten opzichte van de event dag) met een kans van meer dan 95 procent, groter is dan het gemiddelde verwachte rendement (berekend op basis van het marktmodel) van alle ondernemingen in de dataset op een willekeurige dag t (ten opzichte van de event dag).

Criteria

De ondernemingen die voldoen aan de volgende criteria zijn opgenomen in dit onderzoek:

- de ondernemingen moeten in de periode 1986-2004 op de Amsterdamse effectenbeurs genoteerd staan;
- beleggingsinstellingen en houdstermaatschappijen zijn uitgesloten. Dit omdat de waardeontwikkeling van dergelijke fondsen een afgeleide waarde is en niet zelfstandig tot stand komt;
- de splitsingsfactor is ten minste 1,25 (5:4 splitsing). De splitsingsfactor wordt gedefinieerd als het aantal nieuwe aandelen, dat wordt verkregen met een oud aandeel. De GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) classificeert een aandelensplitsing als zodanig als de splitsingsfactor ten minste 1,25 is. Een kleinere factor duidt op een stockdividend;
- om de invloed van niet-verhandelde aandelen te beperken worden aandelen die in vijftig procent van de handelsdagen in de referentieperiode geen handel hebben, geëlimineerd. In totaal voldoen 141 ondernemingen aan de hierboven gestelde criteria.

Significante koersstijging op Nederlandse markt

De resultaten van de event studie met betrekking tot de koersverandering op de aankondigingsdag en de effectueringsdag staan afgebeeld in tabel 1. Uit de tabel blijkt dat op

Tabel 1. Verloop extra rendement in procenten^a

dag t.o.v. event dag		-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4
gemiddeld extra rendement	A	0,019	0,120	0,062	0,243	2,670 ^b	0,956 ^b	-0,107	0,013	0,077
	E	0,125	-0,034	0,207	0,323	0,252	-0,030	-0,063	-0,099	-0,171

a. Deze tabel geeft het gemiddelde extra rendement weer in de periode vier dagen voor het event tot en met vier dagen na het event voor zowel de periode rond de aankondigingsdag (A) als voor de effectueringsdag (E). Met behulp van de one-sample t-test is bepaald of het extra rendement significant afwijkt van nul.

b. Significantieniveau van 1 procent.

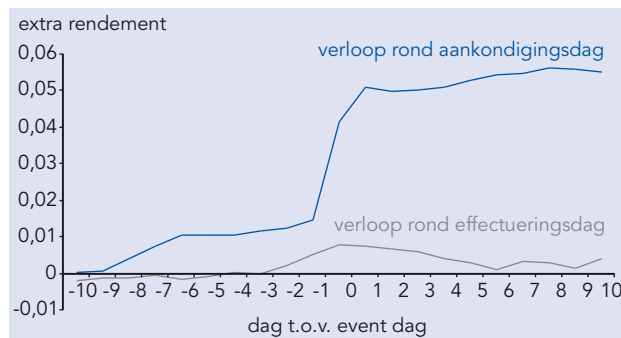
Bron: eigen berekening.

de aankondigingsdag (dag nul) een gemiddelde significant extra koersstijging van 2,67 procent plaatsvindt. Van de 141 ondernemingen in de dataset behalen 115 fondsen een positief extra rendement. Opvallend is ook de significante extra koersstijging op dag één. De reden hiervan is zeer waarschijnlijk dat het moment van de aankondiging niet op hetzelfde tijdstip plaatsvindt. Sommige ondernemingen kondigen het nieuws voorbeurs aan, anderen nabeurs en weer anderen midden op de dag of net voor sluiting. De tijd die de koers krijgt op een handelsdag om zich aan te passen aan nieuws is dus niet gelijk. Een gedeelte van de koersverandering vindt daarom op dag één plaats. Het cumulatief extra rendement voor de gehele event window komt uit op 5,51 procent. Verder is het opvallend dat de koers daags vóór de aankondiging al gestegen is. Dit zou het gevolg kunnen zijn van enige speculaties in de markt.

De resultaten van de event studie met betrekking tot de koersverandering op en rond de effectueringsdag staan ook vermeld in tabel 1. De cijfers tonen aan dat in die periode geen significant extra rendement kon worden behaald.

In figuur 1 is het cumulatief extra rendement weergegeven van zowel de aankondigingsdag als van de effectueringsdag. In de grafiek is goed te zien dat de koers enkele dagen voor de aankondiging al redelijk oploopt en dat de koers direct na de flinke koersstijging op de aankondigingsdag en dag één structureel op het nieuwe prijsniveau blijft, hetgeen bevestigt dat de markt redelijk efficiënt is. De lichte stijging op de effectueringsdag wordt daarentegen de dagen direct na de splitsing weer teniet gedaan.

Figuur 1. De ontwikkeling van het extra rendement in de event window



Bron: eigen berekening.

Extra rendement voor de belegger

Zoals hierboven is gebleken kan een extra rendement worden behaald in een korte tijd als de aankondigingsdag van een aandelensplitsing vooraf bekend zou zijn. Helaas voor de belegger is deze datum over het algemeen onbekend. Ook gebruiken ondernemingen geen vaste koers waarbij het aandeel splitsingswaardig is. Het vooraf voorspellen van de datum van

aankondiging is dus onmogelijk. Het gevolg hiervan is dat ook het behalen van extra rendement op de aankondigingsdag voor de reguliere belegger onmogelijk is. Voor een belegger is het daarom veel interessanter hoe de koers zich ontwikkelt vanaf een dag na de aankondiging en wat de mogelijkheden zijn op het behalen van een extra rendement in de periode na de aankondiging.

Uit ons onderzoek is gebleken dat de relatie tussen het rendement op de aankondigingsdag en het rendement op de effectueringsdag significant positief is. Het kan daarom aantrekkelijk zijn om een fonds aan te schaffen op de effectueringsdag, als het betreffende fonds op de aankondigingsdag een extra rendement heeft behaald. Tabel 2 toont aan dat bij een dergelijke strategie (gemakshalve strategie één) op dag -1 en dag nul ten opzichte van de effectueringsdag een significant extra rendement kan worden behaald van bijna één procent. Als de aandelen worden gehouden van dag -5 tot en met dag nul kan een extra rendement worden behaald van 1,6 procent. De kans dat het extra rendement in deze periode groter is dan 0 procent, is meer dan 99 procent.

Tabel 2. Verschil in rendement bij strategie 1

	t-waarde	significantie-niveau	extra rendement (%)
dag -1	2,088	0,039	0,0045
dag 0	2,024	0,045	0,0051
cumulatief rendement op dag -5 t/m dag 0	2,744	0,007	0,0160 ^b

b. Significantieniveau van 1 procent.

Bron: eigen berekening.

Om vast te stellen of ook een extra rendement kon worden behaald op langere termijn (gemakshalve strategie twee), is van de 141 ondernemingen in de dataset het extra rendement berekend van dag één tot en met dag 161 na de aankondiging. Het hoogste cumulatief extra rendement werd behaald na 119 dagen, te weten ruim 2,6 procent. Dit cijfer is echter niet significant.

Om na te gaan of het extra rendement van beide strategieën afhankelijk is van de periode of van de marktomstandigheden waarin de aandelensplitsing is toegepast, is de dataset nader onderzocht. Tabel 3 geeft hierin meer inzicht. Het onderzoek naar marktomstandigheden bevat twee verschillende definities van het begrip *bullmarkt* (een stijgende trend op de aandelenmarkt) en *bearmarkt* (een dalende trend op de aandelenmarkt).

Tabel 3. Onderverdeling dataset^a

onderverdeling naar:		N	strategie 1 (%)	N	strategie 2 (%)
periode	tot 1995	52	0,52	63	7,79
	vanaf 1995	60	2,54	77	-1,6
markt-omstandigheden	bull markt A	69	2,24	51	3,26
	bear markt A	43	0,57	89	2,23
	bull markt B	90	2,22	113	4,35
	bull markt B	22	-0,95	27	-4,58

a. Deze tabel geeft het extra rendement weer, waarbij een onderverdeling is gemaakt naar periode en naar marktomstandigheden voor zowel strategie één als voor strategie twee. De onderverdeling naar periode betreft het jaar waarop de effectuering heeft plaatsgevonden.

Bron: eigen berekening.

Bij methode A valt een beleggingsjaar onder een bullmarkt als het marktrendement van een bepaald jaar tot de beste helft behoort in de periode 1986-2004. Er is sprake van een bearmarkt als het marktrendement tot de laagste helft behoort in de betreffende periode. Bij methode B valt een beleggingsjaar onder een bullmarkt als het marktrendement positief is. Een bepaald jaar valt onder een bearmarkt als het marktrendement van dat jaar negatief is. In de tabel valt op dat het extra rendement in een bullmarkt (aanmerkelijk) groter is dan in een bearmarkt.

Conclusie

In deze studie is het fenomeen aandelensplitsing met behulp van een event studie nader onderzocht. Hoewel een aandelensplitsing in theorie geen koerseffect met zich mee zou moeten brengen, blijkt uit diverse internationale studies dat een aandelensplitsing wel degelijk invloed heeft op de koers.

Ons onderzoek maakt duidelijk dat de aankondiging van een aandelensplitsing ook op de Nederlandse aandelenmarkt een significant positieve koersreactie veroorzaakt, waarbij gemiddeld 2,6 procent meer dan het verwachte rendement wordt behaald. Dit resultaat komt overeen met de resultaten van de internationale studies.

Hoewel het behalen van een extra rendement op de aankondigingsdag van een aandelensplitsing voor de reguliere belegger onmogelijk is, is het voor een belegger toch mogelijk om te profiteren van een aandelensplitsing, zo blijkt uit de resultaten van dit onderzoek. Het kopen van aandelen die op de aankondigingsdag beter presteren dan de markt, levert de belegger gemiddeld een significant extra rendement op van 1,6 procent ten opzichte van de markt. Hiervoor moet de belegger het fonds vijf dagen vóór de effectuering kopen en op de effectueringsdag verkopen. ■

Raymond Schrama en Hans Eijgenhuijsen

Literatuur

- Baker, H.K. & G.E. Powell (1993) Further evidence on managerial motives for stock splits. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32, 20-31.
- Brown, S. & J. Warner (1980) Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Fama, E. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E., L. Fischer, M. Jensen & R. Roll (1969) The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10, 1-21.