

Concentratie van aandelenbezit en ondernemingsresultaat

G.J. Huisman*

Het management in veel ondernemingen beschikt over een grote mate van autonomie. Op grond van een empirische studie komen we tot de conclusie dat concentratie van het aandelenbezit in handen van enkele grootaandeelhouders disciplinerend kan werken op het management. Dit komt het sterkst tot uiting in langzaam groeiende, meer stabiele economische sectoren, waar het aloude voordeel van wijdverspreid aandelenbezit, namelijk kapitaalverschaffing, een minder belangrijke rol speelt en waar bovendien – vanwege de grotere financiële speelruimte – de noodzaak om de autonomie van het management te beperken groter is.

De economie gaat ervan uit dat mensen handelen op basis van eigenbelang. In de praktijk echter worden managers van grote bedrijven geacht te handelen "in het belang van de vennootschap en alle bij haar betrokkenen". De waarheid ligt waarschijnlijk ergens in het midden.

Het staat vast, dat het management veel mogelijkheden heeft doelen na te streven die ten koste gaan van die van de aandeelhouders en andere participanten. De door de manager ervaren nutshoeveelheid zal in het algemeen sterk correleren met de omvang van de onderneming. Hoe groter de onderneming, hoe groter zijn macht, status en inkomen. Het is echter twijfelachtig of een steeds groter wordende onderneming – eventueel door middel van een diversificatiestrategie – wel in het belang is van aandeelhouders en andere participanten. De gang van zaken rond de conglomeraten uit de jaren zeventig geeft aan dat dit vermoedelijk niet zo is. Machtspolitieke overwegingen lijken vaak belangrijker dan rendementsoverwegingen. Dit staat een efficiënte allocatie van produktiemiddelen in de weg.

Ook het gedrag van vele managers bij overnemingen doet twijfel rijzen aan de premisse van de onbaatzuchtige toewijding van managers aan het belang van hun onderneming. Bedreigde ondernemingsbesturen plegen namelijk – zeker in de VS – bij een ongewenste overnamepoging nogal eens bedenkelijke strijdmiddelen in te zetten, die zelden in het belang van aandeelhouders of andere participanten zijn.

Het lijkt dus van belang grenzen te stellen aan de autonomie van het management. De economische literatuur suggereert hier een belangrijke rol voor de aandeelhouders. Gedreven door de wens naar een toename in de waarde van hun vermogen bezitten zij voldoende motivatie om de toezichhoudende taak ter hand te nemen.

Een probleem daarbij is vaak het te grote aantal kleine aandeelhouders, die hun aandelenbezit louter als belegging beschouwen. Dit probleem werd al in

1932 voorzien door Berle en Means¹ en later door Alchian en Demsetz². In de laatste jaren is het probleem versterkt onder de aandacht gekomen, mede door de opkomst van de agency-theorie³. Toezicht houden op het management bij afwezigheid van een grootaandeelhouder blijkt een collectief goed te zijn. Bij geconcentreerd aandelenbezit is het waarnemen van managementactiviteiten, het meten van prestaties en het belonen voor een enkele grootaandeelhouder een veel eenvoudiger zaak dan bij gespreid aandelenbezit⁴. De disciplinerende in het laatste geval is vaak voorspelbaar, regelmatig en gericht op criteria die door het management beïnvloedbaar zijn. Daardoor is zij minder effectief.

In dit artikel wordt verslag gedaan van een onderzoek naar de invloed van de structuur van het aandelenbezit op het ondernemingsresultaat. Onze conclusie is dat concentratie van het aandelenbezit disciplinerend kan werken op het management.

* De auteur studeerde op het hier beschreven onderzoek cum laude af aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam en is momenteel werkzaam bij de Commerzbank in de Bondsrepubliek Duitsland.

1. A. Berle en G. Means, *The modern corporation and private property*, New York, 1932.

2. A. Alchian en H. Demsetz, Production, information costs and economic organization, *American Economic Review*, 1972, blz. 777-795.

3. Zie o.a. A.S. Shleifer en R.W. Vishny, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 1986, blz. 461-488 en O.D. Hart, Capital structure as a control mechanism, *Canadian Journal of Economics*, 1988, blz. 467-476.

4. Dat er naar grote aandeelhouders geluisterd wordt, blijkt uit het conflict tussen Nedlloyd en de Noorse aandeelhouder Hagen. Na heftig en langdurig verzet koos het management van Nedlloyd eieren voor zijn geld en volgde de ene strategische wending na de andere. Bij een bedrijf als Philips heeft de afwezigheid van een grotere aandeelhouder er zeker toe bijgedragen, dat er van de kant van de aandeelhouders nooit substantiële invloed op het beleid is uitgegaan.

Disciplinering van het management

Het ontstaan van de huidige mate van autonomie van het management kan verklaard worden uit de ontwikkelingsgeschiedenis van de onderneming, waarbij drie verschillende ondernemingsvormen aantreffen. Het begon in de vorige eeuw met een organisatie waarbij eigendom en leiding in één persoon – de 'ondernemer' – samenvielen: de 'gesloten' onderneming. Begin deze eeuw ontstond, met het groeien van de optimale omvang van de onderneming en de wens tot een groter vermogen bij blijvende decentrale besluitvorming, een nieuw type onderneming met een scheiding tussen eigendom en leiding. Vanaf het begin gingen de voordelen van deze 'open' onderneming gepaard met kosten, namelijk de kosten die voortvloeien uit de belangenstrijd tussen management en eigenaren. De vele honderden aandeelhouders hebben ieder afzonderlijk zo weinig in te brengen dat het hun niet zal lukken het management te disciplineren. De individuele aandeelhouder is hier toe ook niet bereid, omdat hij de kosten van disciplinering geheel alleen draagt, terwijl hij de baten met de overige aandeelhouders moet delen. De aandeelhouders beschouwen het bedrijf slechts als tijdelijke belegging.

Doordat veel ondernemingen tegenwoordig eerder een overschot aan middelen hebben en doordat de moderne financiële markten een aantal geavanceerde instrumenten voor risicospreiding kennen, zijn de voordelen van de open onderneming kleiner geworden. Aandelenemissies vinden zelden meer plaats, integendeel, per saldo verdwijnt er aandelenvermogen van de kapitaalmarkt. De nadelen, de agency-kosten tussen eigendom en leiding, zijn groter geworden doordat veel managers over aanzienlijke financiële speelruimte, en daarmee beleidsvrijheid, beschikken.

Daarom zal in veel situaties een aangepast type open onderneming de beste overlevingskansen bieden. De 'aangepaste open' onderneming wordt gekenmerkt door een aanzienlijke concentratie van het aandelenbezit bij enkele grootaandeelhouders. Vanwege de concentratie in de structuur van het aandelenbezit zijn de aandeelhouders sterker geneigd tot disciplinering van het management dan bij de open ondernemingsvorm. Daardoor zijn de agency-kosten in de relatie tussen management en aandeelhouders beperkt. De aangepaste open onderneming behoudt het voordeel van de decentrale besluitvorming, maar beperkt de vrijheid van het management aan de top.

In de terminologie van Fama en Jensen⁵ kunnen we het als volgt uitdrukken. Een onderneming kent met betrekking tot besluitvorming en disciplinering drie elementen: het decision management (initiatie en implementatie), de decision control (ratificatie en monitoring) en de invloed van de rechthebbenden op het restinkomen (met andere woorden de dragers van de inkomenseffecten van de beslissingen). Ten aanzien van de besluitvorming op het hoogste niveau mogen we stellen dat in de gesloten onderneming de drie elementen in dezelfde handen liggen. Bij de open onderneming liggen ze in verschillende handen. De decision control is in die ondernemingen de

zwakste partij. Officieel berust ze in handen van de Raad van Commissarissen, maar deze disciplinering is zwak, mede doordat de commissarissen geen inkomenseffecten dragen van hun beslissingen. De aangepaste open onderneming brengt de decision control weer terug bij degenen die recht hebben op het restinkomen.

Zoals gezegd gebeurt dit door een verandering in de structuur van het aandelenbezit, namelijk concentratie van een aanzienlijk deel van de aandelen bij enkele grootaandeelhouders. Dit zijn andere aandeelhouders dan degenen in de open onderneming. Deze zogenaamde 'active investors' houden actief toezicht, zijn betrokken bij strategische keuzes en stellen zich kritisch op ten opzichte van het management. Ze ontwikkelen mechanismen waardoor het management wordt gestimuleerd waarmede maximaliserend te handelen. In de praktijk zullen dergelijke investeerders niet altijd zo actief zijn, maar op zijn minst wordt bij een concentratie in het aandelenbezit het 'collectieve goed'-probleem van disciplinering bestreden.

In sommige sectoren, met name in de minder snel groeiende sectoren met stabiele cash flows, zouden volledig open ondernemingen wel eens een zeldzaam economisch verschijnsel kunnen worden. Door concentratie in de bezitsstructuur kan waarde worden gecreëerd. Er is empirisch materiaal – bij voorbeeld ten aanzien van buy-outs⁶ en de ontwikkelingen in de Amerikaanse olie-industrie⁷ – dat deze conclusie ondersteunt.

Moeten het per se de aandeelhouders zijn die de disciplinering van het management op zich nemen? Zijn er geen andere bronnen van disciplinering?

We kunnen de disciplineringsmechanismen indelen in interne en externe. Tot de interne disciplineringsmechanismen behoren toezichthoudende organen, interne control-systemen en beloningspakketten. Tot de externe behoren de produktmarkt, de arbeidsmarkt voor managers, regelgeving, de publieke opinie en de vermogensmarkt. De interne mechanismen zijn van groot belang bij de disciplinering van lager en midden-management, op hoger niveau schieten ze echter te kort. Het ontbreekt bij voorbeeld de Raad van Commissarissen in veel gevallen aan de macht en de motivatie om het management te corrigeren. Ten aanzien van de externe mechanismen geldt dat op veel markten de mededinging verre van volledig is, onder andere door hoge transactiekosten en moeilijk overbrugbare informatieverschillen. Wat disciplinering via regelgeving betreft, geldt dat de overheid terugtreedt en daarmee huiverig is op de stoel van de ondernemer te gaan zitten.

Aangezien de directe inkomenseffecten op de vermogensmarkt optreden, kunnen we van disciplinering via de vermogensmarkt het meest verwachten.

5. E.F. Fama en M.C. Jensen, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 1983, blz. 301-349.

6. J.M. Karpoff en E.M. Rice, Organizational form, share transferability, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 1989, blz. 69-105.

7. M.C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 1986, blz. 323-329.

Dit geldt te meer gezien de in gang gezette emancipatie van de aandeelhouder. Naast monitoring door aandeelhouders zijn ook de dreiging van een overname en de exit-werking van de aandelenmarkt (dalende koersen door verkoop van aandelen) van belang. Om die reden is het te prefereren, dat de aangepaste open onderneming toch een zeker publiek karakter behoudt.

De emancipatie van de aandeelhouder zal vanwege het verschil in ondernemingsconcept wat gemakkelijker doorzetten in de Angelsaksische dan in de continentaal-Europese landen. De oligarchische structuur van de Europese ondernemingen is zodanig verankerd in regelgeving en gewoonte, dat de aandeelhouders het in gevallen waar het werkelijk tot een confrontatie kwam, veelal moesten afleggen tegen de oppermachtige ondernemingsbestuurders.

Empirisch onderzoek

Uit eerder empirisch onderzoek blijkt dat geconcentreerd aandelenbezit een veel voorkomend economisch verschijnsel is. Het wordt relatief vaak bij kleinere ondernemingen aangetroffen⁸. Verder komt naar voren dat bij geconcentreerd aandelenbezit het management op verschillende fronten aan macht inboet en dat managers inderdaad niet waardemaximaliserend handelen wanneer hun daartoe de kans wordt gelaten. Het blijkt dat concentratie in het aandelenbezit leidt tot stijgingen in winstgevendheid, produktiviteit en marktwaarde⁹. De meer precieze aangrijpingspunten van de sterkere disciplinerende zijn nog relatief onbekend.

Met het eigen onderzoek hebben we ons daarom niet zozeer gericht op het toetsen van algemene prestatemaatstaven, maar veel meer op ondernemingskenmerken op een 'lager' niveau. Met andere woorden: hoe oefenen de aandeelhouders hun invloed uit?

Bij de theoretische fundering van hypothesen is veelvuldig gebruik gemaakt van de 'free cash flow'-theorie van Jensen¹⁰. 'Free cash flow' is cash flow die overblijft nadat alle investeringen met een positieve netto contante waarde zijn gedaan. Zij biedt managers de gelegenheid uit eigenbelang projecten te ondernemen met een negatief waarde-effect voor de aandeelhouders. Voorbeelden zijn te dure overnames, technologisch onnodig geavanceerde produktiemiddelen en andere statusverhogende uitgaven.

De vrijheid en de macht van het management kan worden beperkt wanneer zij zich zouden 'verplichten' tot hogere dividenduitkeringen of wanneer zij meer vreemd vermogen inschakelen bij de financiering.

Het empirische onderzoek is – vooral vanwege de betere beschikbaarheid van gegevens over het bezit van aandelen – uitgevoerd in Duitsland, maar de conclusies zijn vanwege de relatief geringe verschillen op dit gebied eveneens geldig voor Nederland. Ook uit Duits onderzoek blijkt dat de 'Aufsichtsrat' zelden een vuist kan of wil maken¹¹. Het is bekend dat er in Duitsland meer bedrijven in familiebezit zijn dan in Nederland, maar omdat de onderzochte bedrijven tot de grootste Duitse bedrijven behoren, zal dit gegeven ons onderzoek niet wezenlijk beïnvloeden.

We maken voor ons onderzoek gebruik van de databank van de Commerzbank, die hoofdzakelijk ten behoeve van effecten- en bedrijfstakanalyse onderhouden wordt. Alle 800 ondernemingen uit de databank worden volgens strenge criteria in één van de volgende drie categorieën ingedeeld:

- ondernemingen met een duidelijk diffuse bezitsstructuur (open ondernemingen);
- ondernemingen met een duidelijk geconcentreerde bezitsstructuur (aangepaste open ondernemingen);
- overige ondernemingen.

Om tot de eerstgenoemde categorie te behoren, moet een onderneming aandelenkapitaal hebben dat voor minstens 80% verspreid gehouden wordt en vrij verhandelbaar is. Verder mag geen enkele individuele aandeelhouder een belang hebben van meer dan 10%. De tweede categorie wordt gevormd door ondernemingen met minder dan 20% verspreid aandelenbezit. Indien één partij beschikt over meer dan 80% van de aandelen moet er nog een tweede onafhankelijke aandeelhouder met minstens 10% aanwezig zijn, om te voorkomen dat een absoluut dominante partij wellicht de nadruk legt op het behalen van 'private benefits'. Door deze voorwaarden vinden we in deze categorie geen pure 'gesloten' ondernemingen. Vanwege het publieke karakter van de meeste ondernemingen in de databank was de kans hierop overigens toch al gering. De laatste categorie, bestaand uit 433 ondernemingen, heeft in het onderzoek verder geen rol meer gespeeld.

Uiteindelijk telt categorie 1 nog 48 en categorie 2 nog 119 ondernemingen. Vanwege de ruime beschikbaarheid van datamateriaal is het mogelijk veel verschillende toetsen uit te voeren, namelijk betreffende:

- return on investment (ROI);
- marktwaarde per DM omzet;
- het aantal bedrijfstakken waarin de onderneming opereert;
- dividend-pay-out ratio;
- lange rentedragende schuld als percentage van het totale vermogen;
- netto werkkapitaal als percentage van het balans-totaal;
- current ratio;
- gemiddelde jaarlijkse omzetgroei in de bedrijfstak over de laatste 10 jaar.

8. H. Demsetz en K. Lehn, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 1985, blz. 1155-1177.

9. M. Hirschey en J.K. Zaima, Insider trading, ownership structure, and the market assesment of corporate sell-offs, *Journal of Finance*, sept. 1989, blz. 971-980 en M. Stano, Monopoly power, ownership control and corporate performance, *The Bell Journal of Economics*, 1976, blz. 672-679.

10. M.C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 1986, blz. 323-329.

11. E. Dülfer, *Dualismus versus Monismus in der Leitung europäischer Aktiengesellschaften*, Paper Phillips Universität Marburg, 1986.

Uiteindelijk wordt bepaald of de gemiddelden en de medianen van de twee groepen ondernemingen wezenlijk van elkaar verschillen. Dit gebeurt in ieder geval twee keer, namelijk eenmaal op de originele populatie en eenmaal op de populatie na correctie voor ondernemingsomvang, en soms drie keer wanneer we nog een correctie op free cash flow toepassen. Ondernemingen waarvan we vermoeden dat ze over relatief veel free cash flow beschikken, blijven dan over.

Resultaten

De belangrijkste resultaten zijn opgenomen in de tabel en kunnen als volgt worden geïnterpreteerd.

Tussen ondernemingen met een geconcentreerde en met een diffuse bezitsstructuur is geen verschil in winstgevendheid, echter wel in marktwaarde (voor zover gegevens beschikbaar). De geconcentreerd gehouden bedrijven hebben een duidelijk hogere marktwaarde per gulden omzet. Verder zijn ze relatief vaak werkzaam in minder snel groeiende bedrijfstakken. Dit lijkt een bevestiging van de theoretische notie dat vooral in die sectoren de voordelen van de open onderneming zijn verdwenen of verminderd.

Dit laatste resultaat betekent dat, gemiddeld genomen, geconcentreerd gehouden bedrijven stabielere en dus minder risicovolle beleggingen zijn, waarmee dan een verklaring is gegeven voor de gelijke winstgevendheid en de tegelijkertijd hogere marktwaarde ten opzichte van ondernemingen met wijdverspreid aandelenbezit. In dat geval mogen we stellen dat geconcentreerd gehouden bedrijven, vanuit het oogpunt van de aandeelhouder, beter presteren.

Verder blijkt dat de aangepaste open ondernemingen minder diversificeren dan open ondernemingen. In onze 'back to core business'-tijd kan dit zeker een gevolg zijn van de sterkere disciplinerende door aandeelhouders. Ze zijn in staat een rem te zetten op de drang van het management om de onderneming te vergroten en zorgen ervoor dat deze bedrijven zich concentreren op de meer stabiele sectoren van de economie.

Ten aanzien van liquiditeit en free cash flow zijn de resultaten interessant. Het blijkt dat ondernemingen met een geconcentreerde bezitsstructuur meer dividend uitkeren. Er is enige aanleiding – hoewel de resultaten niet statistisch significant zijn – voor de conclusie dat ze ook meer lange rentedragende schuld gebruiken in de ondernemingsfinanciering. Wanneer we de populatie beperken tot ondernemingen met veel free cash flow kunnen we deze conclusie ook op basis van statistische significantie trekken.

Op grond van de resultaten rond dividenduitkering en lange rentedragende schuld is het niet meer verwonderlijk dat duidelijk geconstateerd kan worden, dat geconcentreerd gehouden ondernemingen minder liquide zijn dan ondernemingen met verspreid aandelenbezit: Aandeelhouders in een geconcentreerde bezitsstructuur zorgen voor een beperking van de financiële speelruimte en daarmee van de autonomie van het management. Dit is des te opvallender wanneer we beseffen dat deze ondernemingen relatief vaker in minder snel groeiende sectoren werk-

Verschillen in prestaties tussen open en 'aangepaste open' ondernemingen

Criterium	Gemiddelde uitkomst		t-statistiek
	open ondern.	aangepaste open ondern.	
Return on investment (ROI) (%)	7,37	7,07	0,24
Marktwaarde per DM omzet	0,48	1,11	2,37*
Aantal bedrijfstakken waarin de onderneming opereert	2,88	1,95	2,54*
Dividend-pay-out ratio (%)	46,2	69,4	2,97*
Lange rentedragende schuld als percentage van het totale vermogen	14,1	17,6	1,55
Netto werkkapitaal als percentage van het balanstotaal	22,0	10,4	3,55*
Current ratio	1,68	1,33	3,12*
Gemiddelde jaarlijkse omzetgroei in de bedrijfstak over de laatste 10 jaren	8,94	6,61	2,70*

* = Statistisch significant op 5%-niveau.

zaam zijn, waardoor we juist grotere financiële reserves mogen verwachten.

Slot

Op grond van onze theoretische en empirische studie komen we tot de conclusie dat aandeelhoudersgedrag disciplinerend kan werken op het management. Vooral in ondernemingen met een geconcentreerde bezitsstructuur wordt de autonomie van het management beperkt. Het sterkst komt dit tot uiting in langzaam groeiende, meer stabiele economische sectoren, waar het aloude voordeel van de onderneming met wijdverspreid aandelenbezit, namelijk kapitaalverschaffing, een minder belangrijke rol speelt en waar bovendien de noodzaak de autonomie van het management te beperken groter is.

Deze conclusies kunnen aanleiding zijn de Nederlandse wetgeving met betrekking tot overnames en fusies te overdenken. De dreiging van een overname als ultiem machtinstrument ontbreekt in de meeste gevallen. Ten einde te komen tot een meer evenwichtige rolverdeling in een onderneming is de conclusie van Rietkerk, om de structuurregeling en in het bijzonder het coöptatierecht van de Raad van Commissarissen in te trekken, eveneens het overdenken waard¹².

Wellicht ten overvloede moet nog opgemerkt worden dat een belangrijker rol voor de aandeelhouders niet automatisch betekent dat dit ten koste gaat van de invloed van de werknemers. Integendeel, wanneer de autonomie van het management beperkt wordt, zouden zij in het krachtenspel van de participanten weleens terrein kunnen winnen.

G.J. Huisman

12. G. Rietkerk, Structuurregeling aan heroverweging toe, *ESB*, 5 februari 1992, blz. 124-127.