



De aandeelhouder wint?

Auteur(s):

Jong, D., de
Jong, A., de
Mertens, G
Wasley, C.

De auteurs zijn respectievelijk verbonden aan de Universiteit van Iowa, Katholieke Universiteit Brabant, Universiteit Nyenrode/nib Capital en Universiteit van Rochester. Een uitgebreide beschrijving van de empirische analyse in dit artikel verschijnt in twee delen in Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (jaargang 74 (2001), nr. 3 (maart) en nr. 4 (april)).

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4295, pagina 164, 16 februari 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

corporate, governance

Na de commissie-Peters heeft nu ook de SER advies gegeven over veranderingen inzake corporate governance. Welke belangen staan er op het spel en welke impact heeft de commissie-Peters gehad?

In de financiële economie wordt corporate governance gedefinieerd als de wijze waarop kapitaalverschaffers van ondernemingen zich verzekeren van een rendement op beleggingen. Aandeelhouders vertrouwen hun kapitaal toe aan ondernemingen, in ruil voor dividend en zeggenschap.

In internationaal perspectief is de zeggenschap van aandeelhouders in Nederland sterk beperkt. De Commissie voor Corporate Governance heeft in 1997 veertig aanbevelingen gepubliceerd teneinde de governance te verbeteren¹. De commissie-Peters, genoemd naar haar voorzitter, pleitte hierin voor een herwaardering van de rol en positie van kapitaalverschaffers. Recentelijk heeft ook de ser advies gegeven over wenselijke veranderingen, dat nagenoeg ongewijzigd door het kabinet is overgenomen. Ook in dit advies wordt gepleit voor vergroting van zeggenschap door aandeelhouders.

Governance in Nederland

Nederlandse ondernemingen worden bestuurd door een uitvoerend orgaan, de Raad van Bestuur (RvB). Deze wordt op haar beurt gecontroleerd door een toezichhoudend orgaan, de Raad van Commissarissen (RvC). Dit is een onafhankelijke instelling. De commissarissen hebben de wettelijke plicht zich te richten naar het belang van de vennootschap. Vanaf een bepaalde omvang is het volledige structuurregime verplicht. De RvC is onder dit regime verplicht en kent een aantal rechten die in andere ondernemingen aan aandeelhouders toebehoren. Deze rechten zijn het vaststellen van de jaarrekening, benoeming en schorsing van leden van de RvB en goedkeuring van een aantal specifieke besluiten. Tevens is de RvC gemachtigd haar eigen leden te benoemen en te schorsen: coöptatie. Een veel voorkomende vrijstelling voor het structuurregime geldt voor multinationals met meer dan vijftig procent van de werknemers in het buitenland. Ondernemingen die niet verplicht zijn tot het structuurregime kunnen naar keuze het volledige of het verlichte structuurregime adopteren. Algemeen geldt dat het structuurregime de zeggenschap van aandeelhouders alsmede de verantwoording van de RvC aan aandeelhouders vermindert door verregaande bevoegdheden van de RvC en coöptatie.

Een belangrijk kenmerk van de governance-structuur van Nederlandse ondernemingen is de aanwezigheid van beschermingsconstructies in een groot aantal ondernemingen. Bij aanwezigheid van prioriteitsaandelen heeft een klein aantal aandelen superieure stemrechten. Certificering is het scheiden van het stemrecht van het recht op dividend en het eigendomsrecht. Het stemrecht komt in handen van een administratiekantoor dat de stemgerechtigde aandelen bezit en certificaten met dividend- en eigendomsrecht uitgeeft. Stemrechtbeperking is een regeling waarbij het maximale stemrecht van een aandeelhouder is beperkt, normaal tot één procent. Preferente aandelen worden bij een dreigende overname geplaatst bij een bevriende partij en hoeven slechts deels te worden volgestort. De verwatering leidt tot een effectieve bescherming bij een dreigende overname. Deze juridische constructies bemoeilijken vijandige overnames en beperken de inspraak door aandeelhouders. Het laatstgenoemde effect is niet van toepassing op ongeplaatste preferente aandelen.

De eigendomsstructuur van een onderneming beschrijft de verdeling van het aandelenbezit over de aandeelhouders. Grootaandeelhouders hebben zowel de motieven als de mogelijkheden om managers te controleren en te disciplineren. Maar het is ook mogelijk dat de grootaandeelhouders samenspannen met de managers. Concentratie kan dus zowel een positieve als een negatieve invloed op de prestaties hebben. Naast concentratie is tevens de identiteit van de aandeelhouders relevant. Industriële ondernemingen kunnen een negatieve en een positieve invloed hebben. De positieve invloed komt voort uit de kennis van de branche. De negatieve invloed ontstaat door het aanwenden van de invloed ter begunstiging van de eigen onderneming. Een vergelijkbare redenering geldt voor financiële instituten, zoals verzekeraars, banken en pensioenfondsen. Met name de banken onderhouden diverse relaties met ondernemingen, bijvoorbeeld als verschaffers van vreemd vermogen en leverancier van financiële diensten. Ten slotte kunnen bestuurders en commissarissen van banken ondernemingen beïnvloeden doordat zij onderdeel uitmaken van de RvB of RvC van de ondernemingen ('interlocks'). Door de diverse relaties van banken met de onderneming beschikken zij over motieven en middelen om

ondernemingen te controleren en te disciplineren. Tegenover deze positieve invloed staat dat de instellingen meerdere belangen in de ondernemingen hebben die boven de financiële prestaties kunnen prevaleren.

Opzet onderzoek

De data die in dit onderzoek worden gebruikt bevatten informatie over niet-financiële ondernemingen met een AEX-beursnotering gedurende de periode 1992-1997². De dataset, bestaande uit 132 niet-financiële ondernemingen, bevat in totaal 570 waarnemingen in de periode 1992-1996 en 114 waarnemingen in 1997. In totaal viel 69,7 procent van de ondernemingen in de periode 1992-1996 onder het volledige structuurregime; 8,1 procent paste dit regime vrijwillig toe. Aandeelhouderzeggenschap wordt beperkt door prioriteits aandelen (40,9 procent van de ondernemingen), certificering (38,4 procent) en stemrechtbeperking (16,5 procent). Preferente aandelen zijn voor 64,7 procent van de ondernemingen beschikbaar als beschermingsconstructie. Gemiddeld hebben de ondernemingen 1,61 van de vier bovengenoemde constructies. De grootste aandeelhouder bezit gemiddeld 24,5 procent van de aandelen. Industriële ondernemingen bezitten gemiddeld 10,3 procent van de aandelen en financiële instellingen hebben 11,4 procent. Banken hebben gemiddeld 1,24 gedeelde bestuurders/commissarissen. Langetermijn-bankleningen omvatten zes procent van de totale ondernemingswaarde, terwijl het totale lange vreemde vermogen zestien procent uitmaakt.

Governance en prestaties

Een in de economische literatuur toegepaste maatstaf voor ondernemingsprestaties is Tobin's q-ratio: de marktwaarde van de activa gedeeld door de vervangingswaarde. De gemiddelde q-ratio was 1,36.

Door middel van de q-ratio is de invloed van governance-kenmerken op ondernemingsprestaties gemeten met behulp van een regressieanalyse, waarbij de ratio de verklaarde variabele is. De resultaten voor de periode 1992-1996 zijn weergegeven in [tabel 1](#).

Tabel 1. Regressie-analyse van de invloed van governance op prestaties

determinanten van q-ratio	coëfficiënten	
	(1)	(2)
totale activa	-0,047*	-0,025
groei	0,804**	0,762**
vreemd vermogen	-0,746**	-0,744**
notering VS/VK	0,562**	0,589**
structuurregime	-0,151*	-0,147*
vrijwillig structuurregime	0,261**	0,286**
aandelenbezit grootste aandeelhouder		-0,001
aandelenbezit industriële ondernemingen		0,001
aandelenbezit financiële instellingen		-0,003*
interlocks met banken		-0,043*

Noot: In de regressie-analyse wordt de q-ratio verklaard door de determinanten in de linkerkolom. Twee analyses zijn uitgevoerd, waarvan de resultaten in kolommen 1 en 2 zijn vermeld. De coëfficiënten beschrijven de richting en omvang van de invloed van iedere determinant op de q-ratio. Significante coëfficiënten zijn aangeduid met * (5%-niveau) of met ** (1%-niveau). De steekproef bestaat uit 570 waarnemingen over de periode 1992-'96. Indicatorvariabelen voor jaren zijn opgenomen;

Uit kolom 1 blijkt dat de prestaties van ondernemingen negatief worden beïnvloed door omvang en vreemd vermogen, en positief door historische groei en toegang tot internationale kapitaalmarkten (significant op vijf procentniveau). Tevens blijkt dat toepassing van het structuurregime een negatieve invloed heeft op ondernemingsprestaties. De regressiecoëfficiënt is -0,15. Dit betekent dat de q-ratio gemiddeld ongeveer twaalf procent lager is bij structuurondernemingen in vergelijking met ondernemingen die niet onder dit regime vallen. Voor het vrijwillig toegepaste structuurregime wordt een positieve coëfficiënt gevonden (per saldo resulteert geen significante invloed)³.

Preferente aandelen hebben een niet-significante positieve invloed op de q-ratio. Belangrijk is dat deze constructie alleen leidt tot beperking van zeggenschap in oorlogstijd, namelijk bij dreiging van een vijandige overname. Prioriteits aandelen en certificering zijn de twee meest gebruikte constructies die ook in vreedstijd zeggenschap beperken. Deze constructies hebben een negatieve, niet-significante invloed. Stemrechtbeperkingen hebben een significant positieve invloed (resultaten niet gerapporteerd).

In kolom 2 van [tabel 1](#) wordt de invloed van de eigendomsstructuur beschreven. Zowel het aandelenbezit van de grootste aandeelhouder als aandelen in handen van industriële ondernemingen hebben geen significante invloed op ondernemingsprestaties. Aandelenbezit door financiële instellingen heeft een significant negatieve invloed op de q-ratio. Dit geldt ook voor gezamenlijke bestuurders/commissarissen met banken, de interlocks. Teneinde de invloed van banken nader te onderzoeken hebben we naast de variabelen in kolom 2 bankleningen opgenomen. De invloed hiervan op de q-ratio is significant negatief. De resultaten tonen dat banken via interlocks en vreemd en eigen vermogen de prestaties negatief beïnvloeden.

Effecten commissie-Peters

Op basis van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat in de periode 1992-1996 de positie van de aandeelhouder in Nederland zwak was door zeggenschapsbeperkingen. Deze beperkingen, met name het structuurregime, leidden tot lagere waarden van de investeringen van aandeelhouders. In juni 1997 heeft de commissie-Peters haar aanbevelingen gepubliceerd. Uitgangspunt van het rapport is zelfregulering door de beursfondsen. Daar de commissie het initiatief aan de ondernemingen laat, is het interessant veranderingen naar aanleiding van de aanbevelingen te meten. Daarbij zijn drie aspecten nader onderzocht.

Ten eerste is voor de periode na publicatie van het rapport onderzocht of governance-kenmerken zijn veranderd. Voor de eerder gebruikte variabelen plus een aantal additionele variabelen is informatie verzameld over 1997 en vergeleken met 1996. Hieruit blijkt dat de 'pre-Peters' situatie (1996) voor geen van de variabelen significant verschilt van de 'post-Peters' situatie (1997). Deze bevinding is in lijn met de uitkomsten van het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, waarin wordt vermeld dat 14 van de 159 onderzochte ondernemingen wijzigingen in hun governance-structuur doorvoerden.

Ten tweede is onderzocht of de invloed van governance-structuren op de financiële prestaties is veranderd. De regressieresultaten in tabel 1 voor de pre-Peters periode (1992-1996) zijn uitgebreid met coëfficiënten die de veranderingen in de invloeden na Peters (1997) meten. De resultaten zijn dat geen van de governance-kenmerken ná Peters een andere invloed heeft dan ervoor. Een uitzondering vormen aandelen in handen van financiële instellingen en interlocks met banken. Deze twee kenmerken hadden in 1997 evenwel een significant meer negatieve invloed op de ondernemingsprestatie dan in de voorgaande periode.

Ten slotte is de reactie van aandeelhouders op de activiteiten van de commissie-Peters onderzocht. In [tabel 2](#) zijn de belangrijkste aankondigingen omtrent de commissie opgenomen. Voor elke aankondiging is het gemiddelde abnormale rendement vermeld, gecorrigeerd voor normale koersveranderingen.

Tabel 2. Gebeurtenissen omtrent de commissie-Peters

Aankondigingen	gemiddeld rendement _a
aankondigingen	gemiddeld rendement _a
13 februari 1996: aankondiging Nederlandse commissie voor corporate governance	-0,056%
15 maart 1996: aankondiging leden van de commissie-Peters	0,099%
28 oktober 1996: presentatie voorlopige conclusies commissie-Peters	-0,052%
25 juni 1997: publicatie definitieve conclusies commissie-Peters	0,076%
3 december 1998: presentatie rapport Monitoring Commissie Corporate Governance	0,706%*
10 mei 1999: reactie minister van Financiën op het rapport van de commissie-Peters	-0,090%

a. rendementen en toetsen zijn gebaseerd op 114 waarnemingen. Significante F-statistieken zijn aangeduid met * (1%-niveau).

Uit [tabel 2](#) blijkt dat aandeelhouders niet positief hebben gereageerd op de aankondigingen rond de totstandkoming en publicatie van het rapport. Uit de marktreactie blijkt dat de commissie-Peters volgens de aandeelhouders geen wezenlijke invloed op de ondernemingen heeft gehad. De bekendmaking van de resultaten van de Monitoring Commissie leidde zelfs tot een significant negatieve marktreactie. Deze weerspiegelt de teleurstelling over de mate waarin zelfregulering leidt tot veranderingen in corporate governance.

Verenigd Koninkrijk

Dat zelfregulering wel effectief kan zijn, bewijzen de resultaten afkomstig uit het VK, waar reeds in december 1992 een rapport verscheen van de Cadbury-commissie. Doel van deze *Cadbury code* was het verbeteren van de governance in het vk door middel van aanbevelingen en zelfregulering door de ondernemingen, conform de insteek van het rapport van de commissie-Peters. Stiles en Taylor hebben gemeten in welke mate de honderd grootste ondernemingen in het VK zich hebben geconformeed aan de aanbevelingen⁴. Uit het onderzoek blijkt dat binnen één jaar na verschijning 73 procent van de beursondernemingen aan minstens vier van de zes criteria heeft voldaan. Het onderzoek toont aan dat zelfregulering effectief kan zijn en dat ondernemingen op korte termijn (binnen een jaar) hun governance-structuren kunnen aanpassen.

De aandeelhouder wint?

Uit de analyse blijkt dat aandeelhouders sterk beknot worden in hun rechten. De beperkte zeggenschap kan een negatieve invloed hebben op de prestaties van ondernemingen. Doordat aandeelhouders residuele claimhouders zijn, komen de negatieve effecten van de zeggenschapsbeperkingen grotendeels voor hun rekening. De commissie-Peters heeft de verzwakte positie van aandeelhouders erkend en pleit voor een heroverweging van hun positie. Verbeteringen zouden de aanbevelingen van de commissie niet hebben gevolgd. Dat de zelfregulering niet tot veranderingen heeft geleid, steekt schril af bij een vergelijkbare situatie in het VK. Het verschil tussen de resultaten kan worden verklaard uit de zeggenschapsbeperkingen van aandeelhouders. Nederlandse bestuurders voelen simpelweg niet de druk die aandeelhouders in het VK kunnen uitoefenen.

Zal het SER-advies wel tot veranderingen leiden? Het is opvallend dat aandeelhouders niet zijn betrokken bij het opstellen van het advies van werkgevers, werknemers en kroonleden. De toekomst zal leren of de aanhouder wint

¹ Commissie Corporate Governance, *Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen*, juni 1997.

² De data zijn verzameld uit datasets van het CBS, reach, het jaarlijkse overzicht van eigendomsstructuren in *Het Financieele Dagblad*, de Gids bij de *Officiële Prijscourant* van Amsterdam Exchanges, het *Jaarboek Nederlandse Ondernemingen*, het rapport *Monitoring Corporate Governance in Nederland 1998* en jaarverslagen van de ondernemingen.

³ Het negatieve effect voor het structuurregime is consistent met A. de Jong, P.W. Moerland en Th.E. Nijman, [Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties](#), *ESB*, 5 mei 2000, blz. 368-371. Voor vijftig niet-financiële ondernemingen over de periode 1993-1997 worden prestaties gemeten aan de hand van het marktrendement, het boekhoudkundige rendement en de q-ratio. De

invloed van het structuurregime is significant negatief voor het boekhoudkundige rendement en insignificant negatief voor de overige twee maatstaven.

4 Zie P. Stiles en B. Taylor, Benchmarking corporate governance: the impact of the Cadbury code, *Long Range Planning*, nr. 26, 1993, blz. 61-71.