



Goed bestuur loont voor beleggers

Auteur(s):

Bauer, R.
Gunster, N.

Bauer is werkzaam als manager research bij abp Vermogensbeheer en deeltijd universitair hoofddocent aan de Universiteit Maastricht. Günster is werkzaam aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. r.bauer@abp.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4401, pagina 202, 2 mei 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

belggen

Bedrijven met een goede corporate governancestructuur renderen beter op de beurs. Institutionele beleggers zijn er dus bij gebaat om kennis over corporate governance expliciet te integreren in hun beleggingsproces.

Corporate governance omvat de vraagstukken die opdoemen door de scheiding van eigendom en zeggenschap in de moderne, beursgenoteerde onderneming. Aandeelhouders kunnen in theorie gebruik maken van diverse disciplineringsmechanismen om hun belangen te beschermen. Voorbeelden hiervan zijn de wet, toezichthouders en een actieve overnamemarkt. De effectiviteit hiervan wordt mede bepaald door effectenwetgeving, vennootschapsrecht, statuten van ondernemingen en de liquiditeit van de aandelenmarkt. Daarnaast kunnen aandeelhouders zelf actief informatie verzamelen om de bestuurders van ondernemingen te monitoren. Zo kunnen bestuurders worden gestimuleerd om uitsluitend te handelen in het belang van de aandeelhouders en worden de negatieve effecten beperkt. Bij stijgende aandelenkoersen, zoals in de jaren negentig van de vorige eeuw, richtte de discussie over corporate governance zich vooral op de rol en verantwoordelijkheden van de organen van de vennootschap, zoals bestuur, raad van commissarissen en de algemene vergadering van aandeelhouders (ava)¹. Bij dalende koersen daarentegen, zoals in de afgelopen twee jaren, groeide de aandacht voor partijen die zich bewegen tussen de onderneming en de aandeelhouder, zoals accountants, banken en professionele beleggers².

Institutionalisering aandelenbezit

Een relatief nieuwe ontwikkeling in de relatie tussen ondernemingen en hun aandeelhouders is de institutionalisering van het aandelenbezit. Een steeds groter percentage van de uitstaande aandelen, zowel nationaal als internationaal, wordt namelijk gehouden door verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsfondsen en andere institutionele vermogensbeheerders³. Deze instituten zijn in de meeste gevallen minderheidsaandeelhouder. Dat doet de overnamemarkt en de toezichthoudende functie als disciplineringsmechanismen veelal buiten hun bereik vallen. Tot op heden maken deze instellingen in de praktijk in beperkte mate gebruik van hun aandeelhoudersrechten⁴. Bij beurschandalen zoals recent bij Enron en Ahold verkopen zij doorgaans hun aandelen. Dit wordt ook wel 'stemmen met de voeten' genoemd⁵. Zo worden slecht geleide ondernemingen expliciet gestraft en goed geleide ondernemingen impliciet beloond.

Doel en opzet van dit onderzoek

In deze studie onderzoeken wij de vraag of het expliciet inbedden van corporate governance in de beleggingsstrategie positief bijdraagt aan de rendementsdoelstelling van institutionele beleggers⁶. Wij presenteren de resultaten van een onderzoek naar de impact van corporate governance op respectievelijk aandelenrendementen, de waarde van de onderneming en financiële prestaties (gedefinieerd als winstgevendheid) van ondernemingen in de euro-zone. De onderzoeksopzet is direct vergelijkbaar met die van Gompers, Metrick en Ishii (zie het kader op de volgende pagina)⁷. In de studie maken we gebruik van de Deminor Corporate Governanceratings van Europese ondernemingen. Deminor baseert haar score op ongeveer driehonderd criteria, die onderverdeeld kunnen worden in vier hoofdcategorieën:

» » rechten en plichten van aandeelhouders;

» » aanwezigheid van beschermingsconstructies;

» » transparantie;

» » structuur en het functioneren van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen.

Het gewicht van de verschillende criteria wordt mede bepaald door een enquête die Deminor houdt onder institutionele beleggers. Het voordeel van deze ratings is de breedte van de onderliggende criteria; het nadeel dat er slechts een beperkte historie van de ratings aanwezig is: 2000 en 2001.

Empirische resultaten

Invloed op aandelenrendementen

Geïnspireerd door de studie van Gompers, Ishii en Metrick voor de vs vergelijken we de rendementen van een portefeuille van ondernemingen met goede karakteristieken van governance met rendementen van portefeuilles met slechte karakteristieken⁸. Het universum bestaat uit ondernemingen uit de eurozone die deel uitmaken van de bekende pan-Europese aandelenindex: de ftse300. De eerdergenoemde hoofdcategorieën van Deminor zijn onderling hoog gecorreleerd. Ondernemingen met een hoge score op bijvoorbeeld transparantie over corporate governance hebben doorgaans ook een hoge score op rechten en plichten van aandeelhouders. De gemiddelde correlatie is zelfs groter dan 0,70. Derhalve zullen we gebruik maken van de som van de vier cijfers die Deminor per onderneming verstrekt. De Deminor-ratings lijken ook stabiel in de tijd. Het merendeel van de ondernemingen heeft dezelfde score in de twee bestudeerde jaren. Op basis van deze gegevens veronderstellen we in onze empirische analyse dat de Deminor-rating van een onderneming in het jaar 2000 eveneens wordt toegekend in de periode 1997-1999⁹. Het onderzoek heeft dus betrekking op de periode 1997-2002.

Goede en slechte governance

Tabel 1a beschrijft de rendementsverschillen tussen de 'goede governance'-portefeuille en de 'slechte governance'-portefeuille¹⁰. Een positief rendementsverschil tussen deze portefeuilles impliceert dus dat een hoge Deminor-rating een relatief gunstige invloed heeft op het aandelenrendement van een onderneming. De resultaten in [tabel 1](#) (a) geven duidelijk aan dat de portefeuilles van bedrijven met een goede governancestructuur duidelijk beter presteren dan portefeuilles van bedrijven met een 'slechte' structuur. Het rendementsverschil is na correctie voor sectorinvloeden ongeveer drie procent op jaarbasis. Het overwegen van ondernemingen met goede governance en het onderwegen van ondernemingen met slechte governance in een beleggingsportefeuille voegt blijkbaar waarde toe voor beleggers. De rendementsverschillen zijn niet statistisch significant verschillend van nul. Dit is voornamelijk te wijten aan de korte tijds-horizon en de relatief kleine steekproef¹¹.

Tabel 1. Samenvatting empirische resultaten van de relatie tussen corporate governance karakteristieken en aandelenrendementen, waardering en financiële prestaties in de eurozone, in procenten

a. rendementsverschil tussen 'goede' en 'slechte' governance portfolio's

standaard (i)	2,10
met risico-correctie (ii)	1,58
met risico-correctie sector-neutraal (iii)	2,97

b. corporate governance en de waardering van de onderneming (Tobins q)

invloed van corporate governance rating op Tobins q	0,14***
---	---------

c. corporate governance en de prestaties van de onderneming

invloed van corporate governance rating op nettowinstmarge	-0,11***
invloed van corporate governance rating op rendement eigen vermogen	-0,07**

*** significant (1%), ** significant (5%), * significant (10%).

In tabel 1a berekenen we de pure rendementsverschillen (jaarlijks) eerst zonder enige correctie (standaard: i). Vervolgens corrigeren we de rendementen van beide portefeuilles voor overige invloeden: het verschil in marktrisico, grootte van de onderneming en enkele andere karakteristieken die de beide portefeuilles beïnvloeden (met risico-correctie: ii). Tenslotte corrigeren we bovendien voor de invloed van sectoren (met risico-correctie sectorneutraal: iii) door zowel de afhankelijke als de onafhankelijke variabelen in deze regressie te corrigeren voor sectoreffecten. De bovenstaande attributie zorgt ervoor dat we het effect van corporate governance op portefeuillerendementen kunnen scheiden van de invloed van de overige variabelen. Alle resultaten hebben betrekking op de onderzoeksperiode 1997-2002. De gehanteerde onderzoeksmethode is vergelijkbaar met de aanpak van Gompers, Ishii en Metrick (2001) en oorspronkelijk gepubliceerd door Fama en French (1993) en Carhart (1997)¹. In tabel 1b wordt de invloed van de Deminor-rating op de waardering van de onderneming weergegeven na controle voor overige invloedsvariabelen, analoog aan Gompers, Ishii en Metrick (2001). In tabel 1c wordt de invloed van de Deminor-rating op respectievelijk de nettowinstmarge en het rendement op het eigen vermogen gepresenteerd, eveneens na controle voor de invloed van andere relevante variabelen.

1. E. Fama en K. French, Common risk factors in stock and bond portfolios, Journal of Financial Economics, jrg. 33, 1993, blz. 3-56, en M. Carhart, On persistence in mutual fund performance, Journal of Finance, jrg. 52, 1997, blz. 57-82.

Invloed op de waardering van de onderneming

Analoog aan Gompers e.a. hebben we tevens onderzocht wat de invloed is van de score van corporate governance op de waardering van de onderneming. Die waardering is gemeten met behulp van Tobins q. Dit is de ratio tussen de marktwaarde van de assets van een onderneming enerzijds en de vervangingswaarde van de assets anderzijds. Een hoge (lage) q impliceert dat beleggers bereid zijn relatief veel (weinig) voor een onderneming te betalen in verhouding tot de boekhoudkundige waarde. In [tabel 1](#) (b) wordt de relatie tussen Tobins q en de Deminor-rating gepresenteerd, na correctie voor enkele controlevariabelen. De coëfficiënt van de rating voor corporate governance is statistisch significant en positief: 0,14. Dit betekent dat een stijging van één procent in de Deminor-rating correspondeert met een stijging in Tobins q van 0,14 procent. Beleggers zijn dus blijkbaar bereid meer te betalen voor een onderneming met een hogere rating: een verbetering in de corporate governance rating van een onderneming leidt naar verwachting tot een hogere waardering op de

beurs. Dit resultaat is in overeenstemming met de bevindingen van Gompers e.a. (zie ⁷) en met de uitkomsten van een onderzoek onder institutionele beleggers zoals recent uitgevoerd door McKinsey¹².

Invloed van corporate governance op ondernemingsresultaten

Een laatste aandachtspunt van onze studie is de relatie tussen corporate governance en de prestaties van een onderneming. Dit komt tot uitdrukking in de nettowinstmarge en het rendement op het eigen vermogen. De resultaten in [tabel 1](#) (c) geven aan dat er een negatief verband bestaat tussen de Deminor-rating en respectievelijk de nettowinstmarge en het rendement op eigen vermogen. Op het eerste gezicht wekt het bevinding dat ondernemingen met een hoge score voor corporate governance een hoog rendement behalen en hoog gewaardeerd worden, maar een lager boekhoudkundig resultaat boeken. Een mogelijke verklaring is dat de nettowinstmarge en het rendement op eigen vermogen beide zijn gebaseerd op boekhoudkundige grootheden, die door het management relatief eenvoudig beïnvloed kunnen worden. Onze hypothese ter verklaring van de slechte prestaties van ondernemingen met een hoge corporate governance-rating, is dat deze ondernemingen mogelijk prudenter boekhouden. De bevestiging of ontkenning van deze hypothese vergt nader onderzoek.

Conclusie

De resultaten van ons onderzoek zijn veelbelovend: portefeuilles van ondernemingen met een hoge score op het gebied van corporate governance renderen beter dan portefeuilles van ondernemingen met een lage score. Goed geleide ondernemingen worden door beleggers significant hoger gewaardeerd op de beurs. De korte historie van de Deminor-ratings vraagt echter enige voorzichtigheid. Naar onze mening rechtvaardigen deze uitkomsten meer investeringen in het verbeteren van databases en het stimuleren van vervolgonderzoek. Daarnaast zou de positieve teneur van dit onderzoek voor institutionele beleggers een stimulans moeten zijn om corporate governancekarakteristieken zwaarder te laten meewegen in hun beleggingsbeleid. Institutionele beleggers zouden voortaan meer met 'het hoofd' - beloon goed geleide bedrijven en straf slecht geleide bedrijven - dan louter met 'de voeten' moeten stemmen!

Eerder onderzoek naar corporate governance

Wetenschappelijk onderzoek heeft zich vooral gericht op de relatie tussen de karakteristieken van corporate governance en de ontwikkeling van respectievelijk de beurskoers, de waardering en de winst van de onderneming. In het algemeen wordt een positieve relatie gevonden. Daarbij moet worden aangetekend dat het merendeel van de studies zich richtte op één specifiek kenmerk van corporate governance, vaak een bepaalde beschermingsconstructie of de specifieke samenstelling en functioneren van het bestuur van de onderneming. Bovendien zijn de onderzoeken veelal gericht op de korte termijn (zogenaamde eventstudies) en heeft vrijwel elke studie betrekking op de vs. Voorbeelden van uitzonderingen zijn studies voor Nederland: A. de Jong e.a., en voor Rusland: B. Black¹³. Voor een vergelijking tussen 27 landen: R. Laporta e.a.¹⁴. De eerste twee kanttekeningen zijn niet van toepassing op de studie van Gompers, Ishii en Metrick (zie voetnoot 7), die 24 verschillende criteria voor corporate governance gebruikten voor gemiddeld 1500 ondernemingen per jaar in de periode september 1990 tot december 1999. De belangrijkste databron was het Investor Responsibility Research Center (irrc). Het onderzoek besloeg uitsluitend Amerikaanse ondernemingen. De conclusie was dat het rendement van beleggen in ondernemingen met een goede corporate governance significant hoger is (achtenhalf procent op jaarbasis!) dan het rendement van beleggen in ondernemingen met een slechte score voor corporate governance.

¹ Zie bijvoorbeeld: Commissie Corporate Governance, De veertig aanbevelingen, Amsterdam, 1997.

² Zie bijvoorbeeld: Nederlandse Corporate Governance Stichting, Corporate Governance 2002, de stand van zaken, Amsterdam, 2002.

³ Bron: CBS, Nationale Rekeningen 2001, Heerlen, 2001, blz. 210-217.

⁴ In Nederland is de Stichting Corporate Governance Onderzoek Pensioenfondsen (SCGOP) een voorbeeld van samenwerking tussen beleggers op het gebied van corporate governance. De activiteiten zijn met name gericht op Nederland, zie voor meer informatie www.scgop.nl.

⁵ Dit lijkt geen wenselijke situatie omdat deze beleggers gezamenlijk een belangrijke rol zouden kunnen spelen bij het monitoren van bestuurders van ondernemingen. Het wegvallen van deze druk geeft deze bestuurders in feite de vrije hand. In de Verenigde Staten hebben pensioenfondsen in de publieke sector al in 1975 de fiduciaire plicht gekregen hun stemrecht te gebruiken. In het Verenigd Koninkrijk zijn zij in 2001 opgeroepen dat te doen. In januari 2002 deed de Nederlandse minister van Financiën een soortgelijke oproep. De commissie-Winter (A modern regulatory framework for company law in Europe, Brussel, 2002) beveelt aan dat institutionele beleggers verantwoording afleggen over de wijze waarop ze van hun stemrecht gebruik maakten. Ook de Amerikaanse Securities and Exchange Committee (SEC) heeft onlangs besloten regels op te stellen die vermogensbeheerders verplichten om hun cliënten over hun stemgedrag te informeren.

⁶ Aan de uitvoering van een beleid inzake corporate governance zijn kosten verbonden, zoals het vergaren van informatie. Bij de grotere institutionele beleggers zijn deze kosten slechts een fractie van de totale kosten. Een kleine verbetering van het rendement kan daarom reeds actief corporate governancebeleid rechtvaardigen. Een precieze kosten-batenanalyse wordt in het kader van dit onderzoek niet gemaakt.

⁷ P. Gompers, J. Ishii en A. Metrick, Corporate governance and equity prices, NBER, 2001.

8 P. Gompers, J. Ishii en A. Metrick, op. cit., 2001.

9 Helaas is er op dit moment geen betere dataset beschikbaar voor dit type onderzoek. De ratings van een onderneming zijn echter hoog gecorreleerd van jaar tot jaar. Om deze reden nemen we aan dat de governance rating in het recente verleden (<3 jaar) constant is. Dit is conform W. Drobetz, A. Schillhofer en H. Zimmermann, Corporate governance and expected stock returns: evidence from germany, Working Paper, Universiteit van Bazel, 2003. Dit betreft een onderzoek naar de toegevoegde waarde van corporate governance in de Duitse context.

10 Ter illustratie: Ahold viel met een totale Deminor-rating van zes (uit maximaal twintig) in alle onderzochte jaren in de portefeuille met slechte karakteristieken van governance.

11 Het is ook belangrijk om te beseffen dat we geen rekening houden met transactiekosten.

12 Zie: McKinsey & Company, Global investor opinion survey: key findings, Londen/New York, juli 2002, www.mckinsey.com.

13 A. de Jong D. de Jong, G. Mertens en C. Wasley, The role of self-regulation in corporate governance: evidence from the Netherlands, SSRN, 2002. B. Black, Does corporate governance matter? A crude test using Russian data, University of Pennsylvania Law Review, jrg. 149, 2001, blz. 2131-2150.

14 R. Laporta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, Investor protection and corporate valuation, nber, 2001.