

Groootaandeelhouderschap en aandeelrendement

M.W.J.M. van Kampen en B.P.J. van de Kraats*

Concentratie van het aandelenbezit in handen van één of enkele groootaandeelhouders heeft volgens de agency-theorie een positieve invloed op de prestaties van de onderneming doordat een effectiever toezicht op het management mogelijk is. Onderzoek onder Nederlandse beurs-nv's bevestigt deze hypothese, maar het verband is minder sterk dan in vergelijkbaar Amerikaans onderzoek. Dit kan ermee te maken hebben dat beschermingsconstructies de mogelijkheid van effectieve monitoring door groootaandeelhouders beperken.

"On this earth there is one thing which is terrible, and that is that everyone has his own good reasons"
(Jean Renoir in *The rules of the game* (1939)).

De Wet Melding Zeggenschap (WMZ) die sinds 1992 van kracht is, verplicht groootaandeelhouders te melden welk percentage van het totale aantal uitstaande aandelen van een onderneming zij in handen hebben. Beneden de vijf procent mag melding achterwege blijven, maar als een aandeelhouder die kritische grens passeert, moet hij inzicht van zaken geven. De groootaandeelhouder is opnieuw verplicht zijn belang in een onderneming te melden, wanneer hij respectievelijk 15, 25, 50 en 66 2/3% van de uitstaande aandelen in handen krijgt.

Door de invoering van de WMZ is het mogelijk geworden onderzoek te doen naar het verband tussen groootaandeelhoudersposities en het aandeelrendement. Op basis van de inzichten die met name de agencytheorie ons biedt, is onderzocht of het aandeelrendement van ondernemingen waarvan de aandelen voor een belangrijk deel in handen zijn van groootaandeelhouders, hoger is dan het aandeelrendement van ondernemingen waar dit niet het geval is. De gedachte hierachter is dat bij een toename van groootaandeelhoudersposities de (groot)aandeelhouders een scherpere controle kunnen uitoefenen op het management van de onderneming. De effectievere monitoring leidt ertoe dat de waarde van de onderneming en het aandeelrendement zullen stijgen.

Onderzoek naar een dergelijk verband is interessant omdat veel Nederlandse ondernemingen één of meer groootaandeelhouders hebben.

In dit artikel zullen we eerst een kort overzicht geven van de literatuur op basis waarvan bovenstaande hypothese opgesteld is. Het uitgangspunt is steeds de impliciete veronderstelling dat groootaandeelhouders zich bemoeien met het beleid van het management.

Na de bespreking van relevante literatuur zal de methode van ons onderzoek besproken worden. Vervolgens worden de empirische resultaten gepresenteerd. We besluiten het artikel met een interpretatie van de uitkomsten en een aanbeveling.

Agency-theorie

De hypothese dat ondernemingen met een omvangrijker groootaandeelhoudersbezit een hoger aandeelrendement behalen, wortelt in een bepaalde visie op de onderneming¹. Volgens deze visie – de interne gedragsconceptie – is een onderneming een organisatie, waarin diverse participanten zich verenigd hebben om een bepaald gemeenschappelijk doel te bereiken. Naast de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstelling, wordt elke participant ook gedreven door individuele motieven. Dit leidt tot belangentegenstellingen tussen de participanten.

In dit onderzoek is de belangentegenstelling tussen het management en de aandeelhouders van belang. Managers zijn aangesteld om de belangen van de aandeelhouders te behartigen. Het kan echter voorkomen dat de manager bepaalde acties onderneemt die voor de aandeelhouders nadelig uitwerken. Zo kan de manager in een dure auto van de zaak gaan rijden. Dit kost de aandeelhouders extra geld, zonder dat de produktiviteit aanwijsbaar toeneemt. De aandeelhouders willen voorkomen dat de manager zich dergelijke niet-monetaire voordelen toeëigent.

* Beide auteurs studeren binnenkort af aan de economische faculteit van de Erasmus Universiteit te Rotterdam. Zij danken M.L. Borst, R.M. Storm en J. Zuo voor hun medewerking aan de eerste fase van het onderzoek.
1. J.L. Bouma, *Leerboek der bedrijfseconomie*, deel 1, Delwel, Wassenaar, 1966.

De hier geschetste belangentegenstelling tussen managers en aandeelhouders is reeds opgemerkt door Adam Smith:

"The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners of a private copartnery frequently watch over their own ... But a joint stock company, consisting of a small number of proprietors, with a moderate capital approaches very nearly to the nature of the private copartnery, and may be capable of nearly the same degree of vigilance and attention"².

Conform de door ons opgestelde hypothese spreekt uit dit citaat ook al de verwachting dat een onderneming met grootaandeelhouders betere resultaten zal behalen dan een onderneming met een diffuse aandeelhoudersstructuur.

In deze eeuw is de belangentegenstelling tussen managers en aandeelhouders nader uitgewerkt door Berle en Means³. Zij vragen zich af hoe het mogelijk is dat Amerikaanse ondernemingen zo'n diffuse aandeelhoudersstructuur hebben, als dit leidt tot een scherpere belangentegenstelling tussen managers en aandeelhouders. Blijkbaar wegen de efficiëntievoordelen van een scheiding van eigendom en leiding, zoals arbeidsdeling en diversificatie, op tegen inefficiënties als gevolg van de belangentegenstelling tussen de principalen (aandeelhouders) en agenten (management).

Jensen en Meckling hebben het idee dat bij een meer geconcentreerde aandeelhoudersstructuur de doelstellingen van de aandeelhouders beter bereikt kunnen worden, op modelmatige wijze uitgewerkt⁴. Het uitgangspunt is de situatie waarbij er één aandeelhouder-manager is. Wanneer deze zich bepaalde niet-monetaire voordelen toeëigent, zal hij daar zelf voor moeten betalen in de vorm van een daling van de ondernemingswaarde. Als vervolgens anderen ook deel gaan nemen in het eigen vermogen, en de oorspronkelijke aandeelhouder-manager eigent zich opnieuw bepaalde niet-monetaire voordelen toe, dan zullen de nieuwe aandeelhouders ook geconfronteerd worden met de daling van de waarde van de onderneming, resulterend in een lager aandeelrendement. Door actieve monitoring kunnen de aandeelhouders het ongewenste gedrag van de aandeelhouder-manager zoveel mogelijk beperken. Een effectieve monitoring vergt echter een gecoördineerde strategie van de aandeelhouders. De beste coördinatie is uiteraard te bereiken wanneer er maar één grootaandeelhouder is, de aandeelhouder-manager.

Speltheorie

Met behulp van een speltheoretisch model kan aangevoerd worden dat monitoring uitsluitend door grootaandeelhouders uitgevoerd zal worden. Uitgangspunt van het model is dat monitoring zal leiden tot een stijging van de ondernemingswaarde en dat monitoring door uitsluitend kleinaandeelhouders geen effect zal sorteren. In dit model zijn er twee (groepen

		Overige aandeelhouders	
		monitoring	geen monitoring
Grootaandeelhouders	monitoring	$\alpha(\Delta-\gamma), (1-\alpha)(\Delta-\gamma)$	$\alpha\Delta-\gamma, (1-\alpha)\Delta$ *
	geen monitoring	0,0	0,0

Figuur 1. Uitkomsten van monitoring versus niet-monitoring

* = Dominante strategie voor alle aandeelhouders.
 Δ = toename waarde van de onderneming bij monitoring;
 α = aandeel in de onderneming van de grootste aandeelhouder;
 γ = monitorkosten.

van) spelers, de grootaandeelhouder(s) en de overige aandeelhouders. Beide spelers hebben de keuze tot monitoring of geen monitoring. Wanneer beide spelers monitoren, delen ze de kosten. Als alleen de grootaandeelhouder overgaat tot monitoring, draait hij op voor alle kosten. De situatie staat weergegeven in figuur 1.

Uit de spelmatrix blijkt dat monitoring voor de grootaandeelhouder, bij een voldoende groot belang α een dominante strategie is. Immers, in geval van monitoring is de uitkomst, ongeacht wat de andere aandeelhouders doen, positief, terwijl in geval van niet-monitoring de uitkomst nul is. Gegeven deze dominante strategie voor de grootaandeelhouder, zullen de overige aandeelhouders nooit overgaan tot monitoring. Zij besparen zich dan immers de kosten van monitoring en profiteren mee van de monitoring door de grootaandeelhouder alleen, die voldoende is om een waardestijging van de onderneming te bewerkstelligen.

Als er geen grootaandeelhouder is, zal er ook geen monitoring plaatsvinden. Het is voor de kleinaandeelhouders niet interessant om te monitoren, omdat ze niet sterk genoeg staan tegenover het management. De aanwezigheid van grootaandeelhouders is vereist voor een effectieve monitoring, die leidt tot een stijging van de waarde van de onderneming en daarmee het aandeelrendement. Kleinaandeelhouders kunnen kosteloos meeprofiteren van de inspanningen van de grootaandeelhouder.

Empirie

Binnen ondernemingen met grootaandeelhouders vindt een effectievere monitoring plaats, waardoor de waarde van de onderneming en het aandeelrendement zal stijgen. Dat is de conclusie van het voorgaande literatuuronderzoek. Het is de vraag in hoeverre een dergelijk verband tussen grootaandeelhoudersposities en het aandeelrendement in de Nederlandse praktijk empirisch ondersteund wordt.

In de Angelsaksische landen is al zeer veel onderzoek gedaan naar dit verband. De resultaten van de onderzoeken leiden niet tot eenduidige uitkomsten. Dit is vooral te wijten aan verschillen in onderzoeks-

2. A. Smith, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, 1776.

3. A.A. Berle en G.C. Means, *The modern corporation and private property*. MacMillan, New York, 1933.

4. M.C. Jensen en W.H. Meckling. Theory of the firm: behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, jg. 3, nr. 4, oktober 1976, blz. 305-360.

methode en het gebruik van boekhoudkundige maatstaven die een beperkt inzicht geven in de huidige performance van de ondernemingen.

Onderzoekers die het aandeelrendement als performancemaatstaf gebruiken, vinden vaak een positief verband. Sorensen deelt zijn steekproef op in een tweetal groepen, waarbij hij de grens legt bij een grootaandeelhouderspositie van 20%. 'Owner controlled firms' (grootaandeelhouderspositie boven de 20%) behalen gemiddeld een hoger rendement dan 'management controlled firms', maar de rendementen zijn nooit significant hoger op minimaal het 95% betrouwbaarheidsinterval⁵. Ook Stano vindt een positief verband⁶. Zijn methodiek hebben wij toegepast bij ons onderzoek. Dit betekent dat wij een cross-sectie onderzoek uitvoeren, en wel per 31 december 1992.

Onderzoeksopzet

De te toetsen vergelijking in ons onderzoek luidt:

$$R_i = a + b GE_i + c GS_i + d B_i + e EA_i + f D1_i + g D2_i + h O_i$$

waarbij R_i = aandeelrendement, gedefinieerd als koerswinst plus dividend van onderneming i ;

GE_i = groei van de netto winst per aandeel van onderneming i ;

GS_i = groei van de omzet per aandeel van onderneming i ;

B_i = beta van onderneming i ;

EA_i = de verhouding eigen vermogen ten opzichte van totaal vermogen van onderneming i ;

$D1_i$ = dummy voor de grootaandeelhouderspositie;

$D2_i$ = dummy voor het aantal grootaandeelhouders van de onderneming;

O_i = de omzet van onderneming i in 1992.

Bij het onderzoek zijn we primair geïnteresseerd in de waarde van de coëfficiënt van $D1$. Op basis van de geformuleerde hypothese verwachten we dat er een positief, significant verband bestaat tussen $D1$ en R . In de vergelijking onderzoeken we het gestelde verband na correctie voor bepaalde variabelen, te weten GE , GS , B , EA en O . Het opnemen van deze variabelen is gangbaar bij onderzoeken waarbij men de hoogte van het rendement wil verklaren. De betekenis van de meeste variabelen zal voor zich spreken. De variabelen B , $D1$ en $D2$ verdienen echter nadere toelichting. B staat voor de beta van onderneming i . De beta geeft het systematische risico weer, dat wil zeggen het geeft aan in hoeverre het rendement van een aandeel varieert met veranderingen in de economie (het marktrendement). De beta's zijn berekend door de 'daily returns' van alle 159 ondernemingen uit onze dataset te relateren aan de CBS koersindex. De hiervoor benodigde data zijn ontleend aan *Datastream*.

$D1$ heeft de waarde één indien de grootaandeelhouderspositie 25% of hoger is. We hebben voor deze grens gekozen omdat deze overeenstemt met een grens van de WMZ en omdat in veel buitenlandse onderzoeken soortgelijke grenzen zijn gelegd, vooral bij 20 en 30%. Door deze specificatie kan de te toetsen hypothese nauwkeuriger omschreven wor-

den als: ondernemingen, waarvan het percentage van de aandelen in handen van grootaandeelhouders hoger is dan 25%, behalen een hoger aandeelrendement dan ondernemingen, waarvoor dit percentage lager is.

We werken hier met een dummy-variabele omdat we hiertoe worden gedwongen door de wijze waarop de WMZ is ingericht. Aandeelhoudersposities worden op grond van de WMZ tot een of twee cijfers achter de komma geregistreerd, maar deze getallen kunnen niet klakkeloos overnemen voor empirische doeleinden. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Wanneer een aandeelhouder voor het eerst door de grens van 5% heen gaat, zal hij zijn positie op dat moment, zeg 6%, moeten melden. De volgende dag koopt de aandeelhouder extra aandelen tot een totaal van bij voorbeeld 12%. Zijn aandeelbezit is verdubbeld, maar hij staat nog steeds geregistreerd voor 6%. De aandeelhouder heeft immers geen grens overschreden. Dit voorbeeld maakt duidelijk dat de gegevens van de WMZ met de grootste voorzichtigheid geïnterpreteerd moeten worden.

Een ander punt dat aangeeft waarom WMZ-gegevens met voorzichtigheid geïnterpreteerd moeten worden, betreft de wijze van melding. Een aandeelhouder moet zijn percentage kapitaalbelang in de onderneming melden, zonder dat hoeft te worden opgegeven om welk soort aandelen het gaat (gewone, certificaten, preferente en dergelijke). Daarnaast kan er ook sprake zijn van rechtstreekse en middellijke belangen die elkaar overlappen en dus eigenlijk niet bij elkaar opgeteld horen te worden. Door vergelijking van de data van Keesings Wegwijzer en ABN Amro is hiermee zoveel mogelijk rekening gehouden⁷.

$D2$ is een spreidingsmaatstaf die het aantal grootaandeelhouders binnen de onderneming aangeeft. $D2$ is één als het aantal grootaandeelhouders vier of meer is. Wanneer het aantal grootaandeelhouders toeneemt, verwachten we conform onze hypothese dat er minder invloed op het management uitgeoefend kan worden. Immers, hoe diffuser de aandeelhoudersstructuur, hoe moeilijker samenwerking tussen aandeelhouders te bewerkstelligen is.

Empirische resultaten

Uit onze eenvoudige cross-sectie regressieanalyse per 31 december 1992 blijkt (zie tabel 1, kolom 1) een positief verband tussen de dummy voor de grootaandeelhouderspositie ($D1$) en het aandeelrendement; het verband is echter niet significant op minimaal het 10% significantieniveau. Derhalve vinden we hier onvoldoende ondersteuning voor de hypothese dat ondernemingen met grotere grootaandeel-

5. R. Sorensen, The separation of ownership and control and firm performance: an empirical analysis, *Southern Economic Journal*, jg. 41, juni 1974, blz. 145-148.

6. M. Stano, Monopoly power, ownership control, and corporate performance, *The Bell Journal of Economics*, jg. 7, nr. 2, najaar 1976, blz. 672-679.

7. Keesings Wegwijzer, maart 1994: ABN Amro overzicht WMZ meldingen, ultimo 1992.

houdersposities een hoger aandeelrendement hebben.

Wanneer de grootaandeelhouderspositie 50% of meer wordt, is het voorstelbaar dat de grootaandeelhouder aan dezelfde verleidingen komt bloot te staan als een manager. De grootaandeelhouder zal zich ten koste van de overige (klein)aandeelhouders bepaalde niet-monetaire voordelen toeëigenen. Dit zal consequenties hebben voor het verband tussen de grootaandeelhouderspositie en het aandeelrendement⁸.

De uitkomsten van de regressie waarbij de dummygrens gelegd is bij 50%, staan in tabel 1, kolom 2. De waarde van de coëfficiënt van D1 is nu negatief ($f = -0,124$) en significant op het 5%-niveau. De uitkomsten zijn in overeenstemming met het hierboven geuite vermoeden. Het gegeven dat een toename van de grootaandeelhouderspositie na een bepaald omslagpunt niet langer voordelig is voor de kleinaandeelhouders staat bekend als de 'entrenchment'-hypothese⁹.

Demsetz en Lehn stellen dat de bedrijfstak waarin de onderneming zich bevindt, van invloed is op het verband tussen grootaandeelhoudersposities en het aandeelrendement¹⁰. In bedrijfstakken waar sprake is van een sterke mate van (externe) regulering, is de actieradius van de aandeelhouders bij hun toezicht beperkt. Hierdoor verwachten zij dat een verband tussen de grootaandeelhouderspositie en het aandeelrendement minder sterk zal zijn. Regulering speelt met name een rol in de financiële sector, waar de Nederlandse Bank en de Verzekeringskamer sterk regulerend optreden. Daarom verwachten wij dat het verband tussen grootaandeelhouderspositie en het aandeelrendement in de dienstverlenende sector, waar in overwegende mate banken en verzekeringsmaatschappijen actief zijn, zwakker zal zijn dan in de industriële sector.

Naar aanleiding van deze verwachting hebben wij onze dataset op basis van de SBI-classificatie ingedeeld in een groep dienstverlenende ondernemingen en in een groep industriële ondernemingen. Vervolgens voeren we de regressie nogmaals uit voor de industriële sector (54 ondernemingen) en de dienstverlenende sector (51 ondernemingen). De resultaten staan in respectievelijk kolom 3 en 4 van tabel 1.

Voor de industriële sector vinden we een op het 95% betrouwbaarheidsinterval significant verband tussen de grootaandeelhouderspositie en het aandeelrendement ($f = 0,127$). Hier wordt de hypothese dus ondersteund. Voor de dienstverlenende sector vinden we daarentegen in het geheel geen verband. Het verband is niet significant en bovendien negatief ($f = -0,007$). Het verschil in uitkomsten is in overeenstemming met de gedachte van Demsetz en Lehn.

Interpretatie

Het is de vraag waarom wij bij de basisregressie zulke matige uitkomsten kregen, terwijl in Angelsaksische onderzoeken vaak al wel een significant verband gevonden wordt. Verschillende oorzaken kunnen hieraan ten grondslag liggen. Ten eerste wordt in de VS de onderneming primair gezien als het verlengstuk van de aandeelhouders, in Nederland

	1	2	3	4
C	-0.035	0.086	-0.066	-0.140
GE	0.007*	0.000*	0.001	0.000
GS	-0.019	-0.019	0.012	-0.038*
B	-0.140**	-0.158***	-0.248***	-0.010
EA	-0.117	-0.140	-0.085	-0.056
D1	0.083	-0.124**	0.127**	-0.007
D2	0.027	0.030	0.046	0.031
O	0.000*	0.000*	0.000*	0.000**
Ad R ²	0.06855	0.09970	0.18481	0.07544
F-Stat	2.09340	2.64529	2.71648	1.582061.

1. centrale regressievergelijking;
 2. regressievergelijking waarbij ten minste 50% van de aandelen in handen is van de grootaandeelhouders;
 3. regressievergelijking van bedrijven in de industrie;
 4. regressievergelijking van bedrijven in de dienstverlening.
- *,** en *** geven significantie aan op respectievelijk het 10, 5 en 1%- niveau.

veeleer als een organisatie die de belangen van meerdere 'stakeholders' bundelt. Dat kan leiden tot een actievare opstelling van de (groot)aandeelhouders in de VS. Daar komt bij dat in de VS traditioneel de diffuse aandeelhoudersstructuur overheerst. Een grootaandeelhouder in de VS is zich derhalve bewuster van zijn positie en zal allicht actiever monitoren dan zijn collega in Nederland.

Ten tweede kan ook het type grootaandeelhouder een rol spelen. Nederlandse grootaandeelhouders zijn vaak pensioenfondsen of financiële instellingen, die de aandelen vooral aanhouden als onderdeel van hun zorgvuldig gediversificeerde portefeuille. ING bij voorbeeld is volgens onze dataset bij 39 ondernemingen grootaandeelhouder, terwijl AMEV/VSB bij 30 ondernemingen grootaandeelhouder is. Deze instellingen zullen niet zo actief monitoren, omdat zij de aandelen vooral in portefeuille houden in het kader van risicomanagement en diversificatie.

Een derde mogelijkheid is dat Amerikaanse aandeelhouders effectiever kunnen monitoren. Zo kunnen zij effectief dreigen met een overname. In Nederland is dat niet het geval door de vele beschermingsconstructies. Het bestaan van beschermingsconstructies belemmert in Nederland een effectieve monitoring, waardoor geen optimale aandeelrendementen behaald worden. Het is vanuit dat oogpunt aanbevelenswaardig het aantal beschermingsconstructies in Nederland drastisch te beperken.

Barend van de Kraats Maarten van Kampen

8. S. Huddart, The effect of large shareholder on corporate value, *Management Science*, jg. 39, november 1993, blz. 1407-1421.

9. K.H. Wruck, Equity ownership concentration and the firm value, *Journal of Financial Economics*, jg. 23, 1989, blz. 3-28.

10. H. Demsetz en K. Lehn, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, jg. 93, nr. 6, blz. 1155-1177.

Tabel 1. Uitkomsten van de regressievergelijking