



Vastgoed, een modern bedrijfsdilemma

Auteur(s):

Brounen, D.

Eichholtz, P.M.A.

Brounen is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en aan de Universiteit van Amsterdam. Eichholtz is verbonden aan de Universiteit Maastricht, de Universiteit van Amsterdam en Kempen & Co. dbrounen@fbk.eur.nl**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4404, pagina 252, 30 mei 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

vastgoed

Gemiddeld wordt eenderde van de bedrijfsbalans door onroerend goed in beslag genomen. Voor veel bedrijven betekent dit een inefficiënte aanwending van schaars kapitaal.

Bedrijfsvastgoed, vastgoed in handen van bedrijven die dat niet tot hun kernactiviteit rekenen, heeft de laatste jaren heel wat bedrijven van de financiële ondergang gered. Een onderneming als Spaarselect heeft bijvoorbeeld het hoofd boven water weten te houden dankzij de verkoop van haar hoofdgebouw. Spaarselect huurt dit gebouw nu en benut het vrijgevallen kapitaal om het tij te keren. Ook voor de ns is de vastgoedafdeling momenteel de kurk waar de winst op drijft. Telecombedrijven hebben hun vastgoed ontdekt als redmiddel in turbulente tijden. Zo verkocht British Telecom twee jaar geleden 7500 verschillende panden middels zogenoemde 'sale-and-lease-back'-constructies. Dit leverde het bedrijf ruim twee miljard pond op, die goed gebruik konden worden om de enorme schulden te saneren.

Bedrijfsvastgoed

Deze voorbeelden, waarbij bedrijfsvastgoed als financiële reddingsboei wordt gebruikt, worden gedreven door de terugval in de economie en door de liquiditeitsproblemen die in het bedrijfsleven zijn ontstaan. In een stabiel economisch klimaat zijn slechts weinig ondernemingen actief in de weer met hun vastgoedbezit. De werkelijke waarde van de eigen vastgoedportefeuille is voor veel ondernemingen een goed bewaard geheim, zelfs voor de ondernemingsdirecties. De panden voor eigen gebruik worden slechts incidenteel getaxeerd en cijfers aangaande de waardeschommelingen worden zelden verzameld. De directie koopt vastgoed indien de operationele activiteiten daarom vragen en verkoopt panden wanneer een volgende reorganisatie het object overbodig maakt. Als wordt bedacht dat de waarde van een onderneming voor gemiddeld eenderde uit vastgoed bestaat, is dit gebrek aan aandacht merkwaardig¹. Het kan tot een inefficiënte aanwending van kapitaal leiden.

Actief vastgoedbeheer

Wanneer bedrijven zich bewust worden van de omvang van hun vastgoedportefeuille, ontstaat de vraag in hoeverre een dergelijk vastgoedbezit een belemmering vormt voor concurrentie in hun kernactiviteit. Bedrijven ontdekken huren als een beter alternatief omdat het flexibeler is. In plaats van vastgoedbezit wordt vaker gekozen voor kortlopende huurcontracten. Hierdoor kan het vastgoedgebruik sneller worden afgestemd op de veranderende behoefte. Verkoop-en-leaseconstructies, waarbij het vastgoedbezit wordt verkocht en direct weer wordt gehuurd van de nieuwe eigenaar, hebben sterk aan populariteit gewonnen. Bedrijven maken gebruik van gespecialiseerde vastgoedondernemingen. Deze zijn veel beter in het beheer en het management van het vastgoed dan de onderneming zelf.

Hoeveel vastgoed op de balans?

De financiële effecten van dergelijke strategische afwegingen zijn tot op heden nauwelijks in kaart gebracht. Om uit te vinden of vastgoedbezit positieve of negatieve effecten heeft op de financiële prestaties van een bedrijf, is de relatie tussen vastgoedeigendom en beursprestaties onderzocht. De eerste stap van dit onderzoek (zie het kader op de volgende bladzijde) behelst het in kaart brengen van het vastgoedeigendom onder beursgenoteerde ondernemingen. Daartoe is gebruik gemaakt van balansgegevens en is per onderneming de zogenaamde vastgoedratio berekend. Dit is de boekwaarde van het vastgoed gedeeld door de boekwaarde van de totale activa. Een samenvatting van de resultaten per land en per sector is weergegeven in [tabel 1](#). Hierbij valt een aantal patronen op.

Tabel 1 Vastgoedeigendom als percentage van totale activa, uitgesplitst voor sectoren en landen, 2000.

Vastgoedratio	Australië	Canada	Frankrijk	Duitsland	Hong Kong	Japan	Nederland	vk	vs	gem.
agrarische sector	0,46	0,21	0,17	n.b.	n.b.	0,49	n.b.	0,54	0,49	0,41
mijnbouw	0,55	0,74	0,40	0,34	n.b.	0,34	0,65	0,49	0,69	0,63

voedsel en tabak	0,41	0,34	0,24	0,35	0,43	0,39	0,30	0,48	0,37	0,38
textiel	n.b.	n.b.	0,23	0,29	0,24	0,37	0,32	0,35	0,36	0,34
uitgeverij	0,23	0,24	0,21	0,20	0,38	0,32	0,22	0,19	0,20	0,24
chemische industrie	0,29	0,28	0,21	0,26	0,32	0,32	0,45	0,26	0,22	0,27
olie-industrie	0,58	0,71	0,26	0,40	n.b.	0,36	0,32	0,40	0,53	0,47
elektronica	0,21	0,19	0,18	0,22	0,21	0,26	0,29	0,21	0,18	0,22
transport	0,37	0,39	0,29	0,55	0,35	0,54	0,42	0,59	0,57	0,52
communicatie	0,24	0,42	0,13	0,13	0,37	0,36	0,42	0,23	0,36	0,32
nutsbedrijven	0,51	0,69	0,40	0,39	0,55	0,74	n.b.	0,65	0,55	0,57
restaurants	n.b.	0,53	0,41	n.b.	0,29	0,43	n.b.	0,78	0,73	0,56
supermarkten	0,41	0,39	0,36	0,47	n.b.	0,46	0,47	0,66	0,52	0,48
banken	0,02	0,01	0,01	0,00	0,03	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02
verzekeraars	0,00	0,01	0,01	0,01	0,05	0,03	0,01	0,01	0,05	0,03
hotels	0,51	0,42	0,44	0,33	0,55	0,64	n.b.	0,83	0,71	0,62
persoonlijke diensten	0,09	n.b.	0,01	n.b.	n.b.	0,47	n.b.	0,61	0,25	0,35
bedrijfsdiensten	0,12	0,11	0,07	0,09	0,04	0,23	0,13	0,14	0,13	0,13
gezondheidszorg	0,36	0,26	0,25	0,50	n.b.	0,34	n.b.	0,48	0,28	0,32
ingenieurs	0,20	0,18	0,11	0,14	n.b.	0,27	0,13	0,14	0,11	0,16
gemiddelde	0,35	0,42	0,16	0,17	0,30	0,31	0,26	0,29	0,26	0,28

Vastgoedbezit per sector verschillend

Zo blijkt vastgoedeigendom sterker te variëren tussen sectoren dan tussen landen. Sectoren als mijnbouw, nutsbedrijven en olie worden in alle landen gekenmerkt door een hoge graad van vastgoedeigendom. Dienstensectoren als het bank- en verzekeringswezen, daarentegen, vertonen in alle negen landen de laagste eigendomsgraad. Logische verklaringen voor de patronen kunnen gezocht worden in de aard van het vastgoed. Binnen de zware industrie bestaat behoefte aan op maat gemaakte industriële panden waarvoor dikwijls geen huurcontracten worden aangeboden. Bij het opzeggen van de huur zou een verhuurder grote moeite hebben met het vinden van een geschikte nieuwe huurder. Dit herverhuur-risico weerhoudt professionele vastgoedondernemers ervan om actief te worden in deze segmenten van de vastgoedmarkt. Voor de dienstensector, waar de vastgoedbehoefte voornamelijk uit kantoorgebouwen bestaat, is dit herverhuur-risico aanzienlijk kleiner en bestaat er derhalve een volwassen verhuurmarkt. Een andere oorzaak van de gevonden verschillen tussen sectoren kan liggen in de uiteenlopende strategische waarde die bedrijfsvastgoed voor een onderneming heeft. Voor bijvoorbeeld logistieke ondernemingen en ondernemingen die diensten verlenen aan consumenten, zoals winkels, is het bedrijfsvastgoed een sterk strategisch wapen dat een cruciaal onderdeel is van de bedrijfsvoering. Voor dergelijke bedrijven is het bezit van vastgoed derhalve een verklaarbare keuze. Voor verzekeringsmaatschappijen of accountants daarentegen heeft hun kantoorpand veel minder toegevoegde waarde voor de geleverde diensten. De algehele landelijke gemiddelde vastgoedratio's wijken doorgaans nauwelijks af van het algehele gemiddelde van 0,28. Slechts Frankrijk en Duitsland vallen op dankzij hun lage gemiddelde vastgoedbezit. Dit komt doordat relatief veel bedrijven tot de dienstensector behoren in die landen. [tabel 1](#) geeft de situatie weer voor het jaar 2000. Door de analyse voor meerdere momenten in de tijd te herhalen, kunnen we naast patronen ook duidelijke trends ontdekken. Gedurende de periode 1992-2000 is het gemiddelde vastgoedbezit in het internationale bedrijfsleven geleidelijk gedaald van 35 tot 28 procent van het balanstotaal. Deze geleidelijke daling is in elke sector waar te nemen. Dit suggereert een trendmatige verschuiving van bezit naar huur van vastgoed.

Bedrijfsvastgoed en rendement

Hangt vastgoedbezit van bedrijven samen met het rendement en risico van een onderneming? Om dit te bepalen, zijn voor alle ondernemingen de gemiddelde rendementen voor de periode van januari 1997 tot en met december 2000 berekend. Vervolgens is gekeken hoe de vastgoedratio gerelateerd is met dit rendement. In het algemeen blijkt daarbij sprake te zijn van een negatieve relatie: hoe meer vastgoed op de balans, hoe slechter het gemiddelde rendement. Dit resultaat is niet verrassend, gezien het feit dat vastgoed gezien mag worden als een defensieve en laag renderende belegging. Het toevoegen van vastgoed aan de bedrijfsportefeuille door middel van vastgoedeigendom zal derhalve de gerealiseerde rendementen drukken. Deze negatieve relatie valt niet voor iedere sector vast te stellen. De aandelenrendementen van bedrijven uit de communicatie en elektronicasector, welke gedurende de onderzoeksperiode hoge rendementen aan de beurs noteerden, vertonen een sterk negatief verband met het laagrenderende vastgoedeigendom. Aan de andere kant heeft vastgoedbezit voor bedrijven uit meer defensieve sectoren, zoals bijvoorbeeld de agrarische sector en mijnbouw, juist een positief effect op het aandelenrendement. Hierbij dient opgemerkt te worden dat het strategische belang van het vastgoed voor veel van deze defensieve sectoren doorgaans hoger lijkt te zijn, wat eveneens een positief effect op het beursrendement verklaart.

Bedrijfsvastgoed en risico

De volgende vraag is in hoeverre verschillen in vastgoedbezit gevolgen hebben voor het gelopen risico. Dit bepalen we aan de hand van het zogenaamde marktmodel, waarbij we onderzoeken of de rendementen van aandelen verklaard worden door de schommelingen van de algehele beurs. Risicovolle aandelen vertonen een hoge gevoeligheid voor deze marktschommelingen en deze gevoeligheid wordt uitgedrukt in de β ². Als de β gelijk is aan één, betekent dit dat het individuele aandeel een risicoprofiel kent dat gelijk is aan dat van de algehele beurs. Met betrekking tot de relatie tussen het risicoprofiel en de eigendomsgraad van vastgoed bestaan meerdere invalshoeken en is de causaliteit niet zonder meer duidelijk. Enerzijds zou het lage risicoprofiel van vastgoed kunnen betekenen dat veel bezit ervan leidt tot een verlaging van het algehele risico van de onderneming. Anderzijds kan het zijn dat bedrijven met een laag risicoprofiel toegang hebben tot relatief goedkope financiering, als gevolg van hun lage risico³. Dankzij deze goedkope financiering kunnen deze bedrijven eerder geneigd zijn deze financiering in te zetten voor de aankoop van bedrijfsvastgoed. Beide redeneringen leiden tot een negatieve relatie tussen vastgoedeigendom en risico. Door de individuele β 's te relateren aan de waargenomen vastgoedratio's is deze relatie gekwantificeerd⁴. Uit de resultaten blijkt dat vastgoedeigendom inderdaad gepaard gaat met een verlaging van het risicoprofiel van een onderneming. Deze relatie is negatief binnen vrijwel alle sectoren en geldt voor alle landen.

Bovengemiddelde prestatie?

In het algemeen dalen dus zowel het risico als het rendement naarmate er meer vastgoed op de balans van een onderneming staat. In dat

geval is het de vraag of de voor risico gecorrigeerde prestaties positief of negatief door vastgoedbezit worden beïnvloed. Om dat te onderzoeken zijn de rendementscijfers gecorrigeerd voor het gelopen risico en is er onderzocht in hoeverre er daarna nog sprake is van boven- en ondermaatse prestaties ('out-' danwel 'underperformane'). Met behulp van het marktmodel zijn de rendementen voor het systematisch risico (de bèta) gecorrigeerd. Het rendement dat dan overblijft is de outperformance (de alfa). Vervolgens is met een regressiemodel bepaald in hoeverre de vastgoedratio de outperformance en het systematisch risico beïnvloedt, waarbij gecorrigeerd is voor de omvang van de onderneming, de schuldratio en het land en de sector waarin de onderneming actief is. De resultaten staan in [tabel 2](#). De gerapporteerde coëfficiënten geven het verband tussen vastgoedbezit aan de ene kant en de outperformance en risico aan de andere kant. Dit verband blijkt in het algemeen negatief te zijn, hetgeen blijkt uit een negatieve coëfficiëntwaarde van -0,34. Met andere woorden, ondernemingen die veel vastgoed op de balans hebben zijn relatief slecht in het creëren van aandeelhouderswaarde. Stijgt immers de vastgoedratio met tien procent dan daalt het voor risico gecorrigeerde rendement met 3,4 procent. Uit [tabel 2](#) blijkt echter ook dat deze bevinding sterk verschilt per sector. Voor de transportsector geldt zelfs een positief verband tussen vastgoedeigendom en outperformance, maar voor de andere onderzochte sectoren geldt een negatief verband tussen vastgoedbezit en rendement. Dat verband loopt uiteen van -0,23 voor de voedsel- en tabaksindustrie tot -5,03 voor de communicatie-industrie. Vooral communicatiebedrijven doen er dus goed aan hun vastgoed te verkopen. Wat dat betreft is het dus waarschijnlijk dat de recente verkopen van de panden van de Primafoonwinkels door kpn en het Mediapark door het nob bijdragen aan een betere prestatie van die bedrijven.

Tabel 2. Samenhang tussen vastgoedbezit en bedrijfsprestaties

	outperformance met vastgoedbezit			systematisch risico		
	coëfficiënt	t -waarde	r ²	coëfficiënt	t -waarde	r ²
hele steekproef	-0,34	1,63	0,10	-0,27	2,84a	0,34
bedrijfsdiensten	-2,24	1,54	0,13	-0,72	2,34a	0,19
communicatie	-5,03	3,21a	0,06	-0,22	1,36	0,09
transport	0,74	0,98	0,11	-0,17	0,89	0,39
uitgeverij	-0,98	1,13	0,11	-0,61	2,12a	0,15
voedsel en tabak	-0,23	0,68	0,11	-0,14	0,97	0,11

a. Statistisch significant op een 95-procents betrouwbaarheidsinterval.

Conclusie

Onze resultaten laten zien dat in de afgelopen tien jaar ondernemingen in de gehele wereld en in vrijwel alle sectoren hun vastgoedbezit trendmatig hebben verminderd. Dit kan belangrijke gevolgen hebben voor de beursprestaties van die ondernemingen. Het bezitten van vastgoed blijkt repercussies te hebben voor het rendement en risico van beursgenoteerde ondernemingen. In het algemeen gaat het bezit van vastgoed gepaard met een negatief rendement. Voor ondernemingen uit defensieve sectoren lijkt het eigendom van bedrijfstvastgoed minder negatief te zijn voor de beursprestaties dan voor hoogrenderende ondernemingen uit sectoren met een meer uitgesproken risicoprofiel. Voor die laatste groep leidt vastgoedbezit gemiddeld tot een duidelijke daling van het rendements- en risicoprofiel. Op dit moment is de aandacht voor bedrijfstvastgoed vooral incidenteel: nu het slecht gaat wordt het vastgoed gebruikt om de winstcijfers op te krikken, maar de kans is groot dat de aandacht weer verdwijnt wanneer de economie aantrekt. Onze bevindingen geven aan dat het eigen vastgoedbezit structurele aandacht verdient van ondernemingsdirecties.

Onderzoek

In het onderzoek is gebruik gemaakt van gegevens van 5109 beursgenoteerde ondernemingen uit negen landen: Australië, Canada, Duitsland, Frankrijk, Hong Kong, Japan, Nederland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Daarnaast zijn de ondernemingen opgedeeld in twintig sectoren. De verdeling van de steekproef over landen is grofweg in overeenstemming met de beurswaarde van die landen en dat geldt ook voor de verdeling over sectoren. De gebruikte cijfers komen uit de internationale databanken van Standard & Poor's Compustat. De gegevens met betrekking tot bedrijfstvastgoedeigendom betreft de periode 1992 tot 2000. De beurskoersen zijn over de periode 1997-2000 in het onderzoek meegenomen.

¹ Op basis van een schatting voor Fortune 500-ondernemingen in de VS. Zie W.B. Brueggeman, J.D. Fisher en D.M. Porter, Rethinking corporate real estate, Journal of Applied Corporate Finance, 1990, blz. 39-50.

² Om te corrigeren voor eventuele variaties in kapitaalstructuren hebben wij gerekend met een zogenaamde asset-bèta.

³ Uiteraard wordt het risico van een lening in eerste instantie afgeleid van de waarde van het hypothecaire onderpand, hetgeen het risico op oninbaarheid van de lening zal bepalen. Met betrekking tot het uitdienen van het contract (het risico van het vervroegd aflossen) is echter de betrouwbaarheid van de huurder van belang. Daarbij speelt het risicoprofiel van de onderneming een voorname rol.

⁴ Door het gebruik van dummies voor sectoren en landen hebben wij rekening gehouden met cross-sectionele patronen en is een algehele conclusie mogelijk geworden.