



Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties

Auteur(s):

Jong, A., de
Moerland, P.W.
Nijman, Th.E.

De auteurs zijn verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg, als respectievelijk universitair docent Ondernemingsfinanciering, hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance en hoogleraar Econometrie van Financiële Markten. Deze studie werd verricht door het Center for Applied Research van de Katholieke Universiteit Brabant, als onderdeel van een breder onderzoeksprogramma in opdracht van het Ministerie van Financiën. Hieraan werkten, naast de auteurs van dit artikel, voorts mee: M. Das, J. van Helleman, M.R. Kabir, G.M.H. Mertens en L.D.R. Renneboog. Het desbetreffende rapport is op aanvraag verkrijgbaar bij de auteurs.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4254, pagina 368, 5 mei 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

In het debat over corporate governance worden veelvuldig stellingen ingenomen over de voors en tegens van specifieke zeggenschapsverhoudingen. Dit artikel presenteert een empirische studie waarin het verband wordt gelegd tussen zeggenschapskenmerken en financiële prestaties van Nederlandse ondernemingen. Aldus ontstaat inzicht in de effecten van zeggenschapsregimes en beschermingsmaatregelen.

De aan dit artikel ten grondslag liggende studie betreft een empirisch onderzoek naar de samenhang tussen zeggenschapsverhoudingen en de financiële prestaties van beursvennootschappen. Daarbij staan de volgende kenmerken van corporate governance centraal:

- » eigendomskenmerken;
- » beschermingsmaatregelen;
- » kenmerken van het toezicht, inclusief het structuurregime.

Het lijkt weinig zinvol om de opzet van dit type empirisch onderzoek te beperken tot een enkel specifiek aspect van de zeggenschapsverhoudingen binnen een beursvennootschap, zoals bijvoorbeeld het al dan niet van toepassing zijn van het structuurregime. Er zijn immers zowel in de internationale wetenschappelijke literatuur als via observaties in de praktijk sterke aanwijzingen te vinden voor het bestaan van belangrijke onderlinge samenhangen tussen de diverse elementen en karakteristieken van corporate governance. Zo bestaat er in ons land een negatief verband tussen het aantal door een beursvennootschap gehanteerde beschermingsmaatregelen en de concentratiegraad van het aandelenbezit.

Eigendomskenmerken

Een belangrijk aspect van corporate governance heeft betrekking op de eigendoms- of aandeelhoudersstructuur van ondernemingen die aan de beurs genoteerd zijn. Kent de beursvennootschap een wijdverspreid aandelenbezit of juist een meer geconcentreerde structuur? Wie zijn de aandeelhouders en welke zijn hun rechten? De aandeelhoudersstructuur verschilt in de praktijk van beursvennootschap tot beursvennootschap. De aandeelhoudersstructuur van een vennootschap kan in beginsel worden weergegeven door de verdeling van de uitstaande aandelen over de aandeelhouders.

Daarbij is met name de identiteit van de aandeelhouders en de mate van concentratie van het aandelenbezit van bijzonder belang. Indien de aandelen van de vennootschap zijn verspreid over een groot aantal kleine aandeelhouders, zal als gevolg van liftersgedrag ('free ridership') geen effectieve controle op het ondernemingsbestuur plaatsvinden. Immers, het loont niet voor individuele aandeelhouders om zich veel moeite te getroosten om het ondernemingsbestuur tot optimale prestaties aan te zetten, waar vele anderen kosteloos van zouden profiteren. Wel kunnen ze desgewenst afscheid nemen van hun aandelen.

Via de overnamemarkt ('market for corporate control') kan de controle over een onderneming overgaan van zeer veel kleine aandeelhouders in de handen van één meerderheidsaandeelhouder. Voor deze persoon kan en zal het zeer wel aantrekkelijk zijn om effectieve controle over het ondernemingsbestuur uit te oefenen, zo nodig uitmondend in het vervangen of doen vervangen van het zittende management. De werking van dit disciplineringsmechanisme is evenwel op veel plaatsen onderhevig aan beperkingen van institutionele aard, zoals door aandelenbezit in handen van nauw betrokkenen ('insiders') of door de aanwezigheid van beschermingsmaatregelen.

Groootaandeelhouders verkeren veelal in de positie dat zij op directe of indirecte wijze invloed kunnen uitoefenen op het ondernemingsbestuur.

Beschermingsmaatregelen

Aan gewone aandelen zijn in beginsel een kapitaalrecht en een zeggenschapsrecht verbonden, welke een proportioneel karakter dragen: 'one share-one vote'. In de praktijk komt het echter veelvuldig voor dat deze rechten zijn beperkt.

In de onderhavige studie zijn de volgende beschermingsmaatregelen expliciet voor de Nederlandse beursvennootschappen in aanmerking genomen:

- » certificering;
- » stemrechtbeperking;
- » beschermingspreferent aandeel;
- » prioriteitsaandeel.

Naast deze beschermingsmaatregelen wordt het structuurregime, waaraan evenzeer een beschermingsaspect kan kleven, in het onderzoek betrokken.

Toezicht

In ons land kennen we twee verschillende regimes van ondernemingstoezicht: het structuurregime en het gewone regime.

Het *structuurregime* is wettelijk van toepassing als gedurende drie aaneengesloten jaren aan de volgende drie eisen cumulatief is voldaan:

- » het geplaatste kapitaal van de vennootschap bedraagt minimaal 25 miljoen gulden;
- » de vennootschap heeft krachtens wettelijke verplichting een ondernemingsraad ingesteld;
- » bij de vennootschap zijn tenminste honderd werknemers in Nederland werkzaam.

Indien aan deze voorwaarden is voldaan, geldt toepassing van het structuurregime als verplichting. Het is ook mogelijk dat een vennootschap op vrijwillige basis het structuurregime in haar statuten opneemt. Er moet dan wel een verplichte ondernemingsraad zijn. Voorts is een aantal situaties in de wet geregeld waarin het structuurregime wordt uitgesloten of beperkt wordt toegepast.

Kenmerk van het structuurregime is de verplichte instelling van een raad van commissarissen. Deze raad benoemt haar leden zelf, het zogenoemde coöptatie-systeem. De raad van commissarissen heeft onder het structuurregime een aantal sleutelbevoegdheden:

- » benoeming en ontslag van bestuurders;
- » vaststelling van de jaarrekening;
- » goedkeuring van ingrijpende bestuursbesluiten.

Bij het beperkte structuurregime zijn de eerste twee sleutelbevoegdheden niet van toepassing.

Daarnaast kennen we in ons land het gewone toezichtregime. Dit regime berust niet op een wettelijke verplichting, maar staat ter vrije keuze van vennootschappen die niet onder het verplichte structuurregime vallen. Die vennootschappen mogen een raad van commissarissen instellen, waarvan de leden in beginsel worden benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Hypothesen

Het is op grond van de bestaande theoretische inzichten niet goed mogelijk om op voorhand eenduidige hypothetische verbanden te postuleren aangaande onderscheiden aspecten van corporate governance en de effecten daarvan op de financiële prestaties. Veelal kunnen aan de diverse karakteristieken van corporate governance zowel positieve als negatieve effecten worden onderkend, waaromtrent het niet eenvoudig is om a priori aan te geven welke van deze effecten zullen domineren. Ter illustratie volgt hieronder voor alle van de drie in beschouwing te nemen karakteristieken van corporate governance een voorbeeld: eigendomskenmerken, beschermingsmaatregelen en toezicht.

De aanwezigheid van een grootaandeelhouder zal mogelijkerwijze leiden tot een grotere mate van monitoring van het ondernemingsbeleid, hetgeen een positief effect doet veronderstellen ten aanzien van de financiële prestaties van de onderneming. Daar staan evenwel bepaalde effecten tegenover, die samenhangen met mogelijk verminderde risicospreiding en marktliquiditeit, (vermeende) benadeling van minderheidsaandeelhouders, en dergelijke. Grootaandeelhouderschap kent zowel positieve als negatieve aspecten, die op voorhand moeilijk van relatieve gewichten zijn te voorzien.

De vraag of beschermingsmaatregelen al dan niet schadelijk zijn voor de financiële prestaties van beursvennootschappen is theoretisch eveneens moeilijk ondubbelzinnig te beantwoorden. Veelal wordt in de internationale literatuur terzake een tweetal elkaar uitsluitende hypothesen gepostuleerd, namelijk de 'managerial entrenchment'-hypothese en de 'stockholders interests'-hypothese.

De eerste hypothese voorspelt een negatieve invloed van beschermingsmaatregelen op de beurskoers, aangezien door de verschansing ('entrenchment') van het management interessante overnamemogelijkheden en premies kunnen worden afgehouden. De tweede hypothese voorspelt een positieve invloed van beschermingsmaatregelen op de beurskoers, aangezien door de bescherming het management de ruimte en de tijd wordt geboden om gunstiger voorwaarden te bedingen bij de bieder. De beschermingsmaatregelen kunnen ook in vreedstijd, dat wil zeggen buiten een situatie van een vijandige overnamedreiging, van invloed zijn op de koersvorming ter beurze.

Ten aanzien van toepassing van het structuurregime is het evenzeer niet eenvoudig om op voorhand een eenduidig effect te postuleren. Door toepassing van het structuurregime worden bevoegdheden die normaal bij de algemene vergadering van aandeelhouders berusten, overgeheveld naar de raad van commissarissen.

Men kan stellen dat de ondernemingsleiding door middel van het structuurregime op afstand komt te staan van de disciplinerende werking van de zijde van de kapitaalverschaffers. Deze laatste hebben minder effectieve instrumenten in handen om rechtstreeks zeggenschap uit te oefenen ten aanzien van de ondernemingsleiding en het ondernemingsbeleid in vergelijking met de 'gewone' vennootschap. Benoeming van commissarissen geschiedt op basis van gecontroleerde coöptatie, zodat ook op dit punt geen directe zeggenschap kan worden uitgeoefend. Hiervan mag op zichzelf een negatief effect op de waardering ter beurze worden verwacht, hetgeen neerkomt op een verhoging van de vermogenskosten en daarmee een verslechtering van de concurrentiepositie.

Men kan daartegenover stellen dat de via coöptatie benoemde commissarissen bij uitstek op hun toezichhoudende kwaliteiten worden geselecteerd. Bij de uitoefening van hun toezichhoudende functie domineert niet het aandeelhoudersbelang in exclusieve zin, maar veeleer het belang van de onderneming als zodanig. Commissarissen worden geacht zich in hun oordeelsvorming te laten leiden door een evenwichtige afweging van alle bij de onderneming betrokken deelbelangen. Zulks zou de ontwikkeling van de onderneming op langere termijn ten goede komen en dat is op zichzelf een aantrekkelijk vooruitzicht voor alle belanghebbenden, inclusief de aandeelhouders.

A priori zijn er dus alternatieve hypothesen te formuleren, waarbij in het ene geval een positief effect van het structuurregime op de continuïteit en het prestatievermogen op langere termijn wordt gepostuleerd, en in het andere geval een negatieve relatie tussen aanwezigheid van het structuurregime en de waarde-ontwikkeling van de onderneming resulteert.

Empirisch onderzoek moet uitwijzen of er in de praktijk effecten gevonden kunnen worden en welke dit zijn. Bij het empirisch onderzoek is het van belang om de diverse aspecten van corporate governance mede in een onderlinge samenhang te bestuderen. Zo kunnen de economische effecten van het structuurregime niet los worden gezien van de eigendomsverhoudingen en beschermingsmaatregelen.

Dataverzameling

Ten behoeve van dit onderzoek is een steekproef van vijftig Nederlandse beursvennootschappen samengesteld. Dit is gedaan op basis van de volgende criteria:

» de geselecteerde ondernemingen zijn opgenomen in het rapport *Corporate governance in Nederland 1998: Bericht van de monitoringcommissie corporate governance*;

» met betrekking tot de volledige onderzoeksperiode 1993-1997 zijn financiële gegevens beschikbaar;

» volgens de branche-classificatie van het Centraal Bureau voor de Statistiek behoren de ondernemingen niet tot de categorie 'financiële instellingen'.

Als financiële prestatie maatstaf voor de ondernemingen is een drietal variabelen opgenomen, te weten het marktrendement, het rendement eigen vermogen en Tobin's Q. Het rendement van het eigen vermogen op basis van marktwaarden meet de som van de waardeverandering van de aandelen en het dividend. Deze maatstaf wordt het marktrendement genoemd. Het rendement van het eigen vermogen op basis van boekwaarden is de ratio van de nettowinst vóór buitengewone baten en lasten en de boekwaarde van het eigen vermogen. Deze maatstaf wordt rendement eigen vermogen genoemd. Tobin's Q is de ratio van de marktwaarde en de boekwaarde van de activa. In de financieel-economische literatuur worden bovengenoemde maatstaven toegepast.

De eigendomsstructuur van het eigen vermogen kan worden gekarakteriseerd aan de hand van de concentratiegraad en identiteit van het aandelenbezit. Alleen belangen die groter zijn dan vijf procent zijn in de dataset opgenomen en de eigenaren van deze belangen worden gedefinieerd als 'grootaandeelhouders'. De concentratiegraad wordt op tweeërlei wijze gemeten, namelijk (1) als het aandeel van de grootste aandeelhouder en (2) als de som van de belangen van alle grootaandeelhouders. Uitbijters zijn uit de dataset verwijderd.

Empirische resultaten

Het onderzoek beoogt na te gaan of er een samenhang is tussen financiële prestaties en zeggenschapsverhoudingen binnen Nederlandse beursvennootschappen. In het onderzoek wordt gecorrigeerd voor verschillen in grootte en vermogensstructuur tussen de ondernemingen. Voorts wordt rekening gehouden met mogelijke onderlinge relaties tussen de kenmerken van zeggenschapsverhoudingen die indirect kunnen doorwerken in de gevonden resultaten.

In [tabel 1](#) worden de resultaten van een meervoudig regressiemodel gepresenteerd dat beoogt voor deze effecten te corrigeren. Het aldus bepaalde model suggereert dat het marktrendement van ondernemingen samenhangt met zowel de concentratie van het aandelenbezit (positief), de omvang van de bestuurscolleges (negatief) als met bescherming met behulp van certificering (negatief). De omvang van de raad van commissarissen hangt significant negatief samen met het rendement op het eigen vermogen en met Tobin's Q. Concentratie van aandelenbezit versterkt dus de prestaties, terwijl het tegenovergestelde geldt voor certificering en voor vergroting van het toezichhoudend orgaan ¹.

Tabel 1. Relatie tussen zeggenschapskenmerken en de gemiddelde prestaties na correctie voor grootte en vermogensstructuur van de onderneming en voor de effecten van andere zeggenschapskenmerken

Categorie Verklarende Variabele	variabele	prestatie maatstaf		
		markt- rendement	rendement eigen vermogen	Tobin's Q
		%	%	
concentratie aandelenbezit	aandelenbezit grootaandeelhouders	0,16	0,03	0,004
beschermingsmaatregel	» certificering	-9,61 _a		
	» preferente aandelen		3,15 _b	
structuurregime	structuurregime	-6,48	-3,79 _a	-0,07
omvang raden	» omvang rvb en rvc	-1,27 _b		
	» omvang rvc		-2,39 _a	-0,23 _a

a. statistisch significant op 5%-niveau; b. statistisch significant op 10%-niveau

Er zijn indicaties dat beursgenoteerde structuurvennootschappen een lager gemiddeld aandelenrendement behalen dan de beursgenoteerde ondernemingen die geen structuurregime kennen. Indien als prestatie maatstaf het rendement op het eigen vermogen wordt gebruikt, is de negatieve invloed van het structuurregime op de ondernemingsprestaties statistisch significant op het vijf procentniveau. De bevindingen voor de twee alternatieve prestatie maatstaven, namelijk het marktrendement en Tobin's Q, zijn qua teken vergelijkbaar met die voor het rendement op het eigen vermogen, maar de resultaten zijn niet statistisch significant op het tien procentniveau. Als gevolg van de beperkte omvang van de onderzochte steekproef is het niet mogelijk eenduidige statistisch significante uitspraken te doen.

Naast vennootschappen waarvoor het structuurregime wettelijk geldt, kent Nederland ook vennootschappen die er vrijwillig voor kiezen het structuurregime toe te passen. Het is uiteraard mogelijk dat de vrijwillige keuze voor het toepassen van het structuurregime andere effecten op de prestaties heeft dan de wettelijke plicht daartoe. Opsplitsing van de effecten van het vrijwillig toepassen van het structuurregime van de effecten van de wettelijke plicht daartoe is overigens niet eenvoudig, omdat de steekproef slechts een beperkt aantal vrijwillige structuurvennootschappen kent. Toevoeging van deze extra variabele blijkt de resultaten voor de overige variabelen nauwelijks te beïnvloeden. Het effect van het vrijwillig structuurregime is statistisch insignificant.

De steekproef van vijftig vennootschappen kan worden opgedeeld in 29 vennootschappen met een al dan niet wettelijk verplicht structuurregime en 21 vennootschappen zonder structuurregime. Bij twaalf van deze laatstgenoemde vennootschappen vindt de benoeming van bestuurders en commissarissen plaats op basis van een bindende voordracht. Bij de overige negen vennootschappen is dus noch sprake van de structuurregeling noch van een bindende voordracht.

Het recht van bindende voordracht houdt in dat houders van prioriteitsaandelen of andere daartoe bevoegden (zoals de raad van commissarissen, de raad van bestuur, of beiden) een bindend advies aan de algemene vergadering van aandeelhouders uitbrengen voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Meestal is de algemene vergadering van aandeelhouders in de gelegenheid om aan een zodanige voordracht het bindende karakter te ontnemen.

De op basis van bovenstaand model gevonden resultaten laten geen significant verschil zien tussen het effect van een bindende voordracht bij een vennootschap zonder structuurregime op de financiële prestaties van ondernemingen in vergelijking met vennootschappen zonder een bindende voordracht. Het maakt verder weinig verschil of het structuurregime wordt vergeleken met vennootschappen zonder structuurregime en zonder bindende voordracht dan wel vennootschappen zonder structuurregime. Het negatieve effect van het structuurregime op het rendement op het eigen vermogen is nu evenwel niet meer significant (zie [tabel 1](#)).

Conclusies

Benadrukt zij dat in deze studie slechts data voor een vijftigtal ondernemingen zijn geanalyseerd. Bij een dergelijke beperkte steekproef is het niet verrassend dat het vaak niet mogelijk is eenduidige, statistisch significante, uitspraken te doen over het al dan niet bestaan van relaties tussen variabelen.

De gevonden uitkomsten suggereren dat de financiële prestaties, in het bijzonder het marktrendement, van ondernemingen gerelateerd is aan de concentratie van het aandelenbezit, de omvang van het toezichthoudend orgaan en bescherming met behulp van certificering. Concentratie van aandelenbezit gaat gepaard met betere prestaties, terwijl het tegenovergestelde geldt voor certificering en voor vergroting van het toezichthoudend orgaan.

De voordelen van aandelenconcentratie blijken de nadelen daarvan te overtreffen, wellicht doordat de mogelijkheden tot beïnvloeding van het ondernemingsbeleid beter worden benut dan bij verspreid aandelenbezit. Voorts is er een belangen-alignering ingeval de ondernemingsleiding tevens grootaandeelhouder is.

Certificering beperkt de zeggenschap van beleggers, hetgeen gepaard gaat met een significant lager marktrendement in vergelijking met ondernemingen zonder certificering. Kennelijk is ten aanzien van deze beschermingsmaatregel de 'managerial entrenchment'-hypothese van toepassing, welke stelt dat verschansingsgedrag niet in overeenstemming is met de belangen van de beleggers.

De negatieve relatie tussen de omvang van het toezichthoudend orgaan en de financiële prestaties, een verband dat ook in andere landen is gevonden, lijkt erop te duiden dat een relatief omvangrijke raad van commissarissen minder efficiënt dan wel minder effectief opereert.

Men kan de bevindingen ook omgekeerd formuleren, in de zin dat geen indicaties zijn gevonden, dat het van toepassing zijn van het structuurregime samengaat met betere financiële prestaties. Andere aspecten van corporate governance, zoals aandelenconcentratie, certificering, en de omvang van het toezichhoudend orgaan, blijken van groter belang te zijn voor de financiële prestaties van Nederlandse beursvennootschappen

1 De overige beschermingsmaatregelen vertonen insignificante resultaten, behoudens preferente aandelen, welke op tien procentniveau een significant positief verband laten zien met de prestatie maatstaf 'rendement eigen vermogen'.