

# Beheersingsmechanismen in Nederland: substituut of complement?

*Dr. A. de Jong en Prof. Dr. P.W. Moerland*

THEMA

## 1 Inleiding

Corporate governance heeft van doen met de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders. Dit vraagstuk staat sinds enkele jaren sterk in de belangstelling van onder anderen ondernemers, accountants, beursautoriteiten, beleggers, vakbonden, politici en wetenschapsbeoefenaren. Deze verscheidenheid van belangstellenden brengt vanzelfsprekend met zich mee dat het begrip corporate governance uit verschillende invalshoeken en met uiteenlopende inkleuringen pleegt te worden benaderd. Het begrip corporate governance kan dus in engere of ruimere zin worden opgevat. In hun overzichtsartikel stellen Shleifer en Vishny (1997, p. 737) dat corporate governance 'deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment'. Zij betrekken governance dus op de verhouding tussen vermogensverschaffers en ondernemingsleiding. Monks en Minow (1995, p. 1) hanteren een ruimere omschrijving: 'What is corporate governance? It is the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are (1) the shareholders, (2) the management (led by the chief executive officer), and (3) the board of directors (...). Other participants include the employees, customers, suppliers, creditors, and the community.' In dezelfde geest formuleren Cochran en Wartick (1994, p. 9) het begrip als volgt: '(...) corporate governance is an umbrella term that includes specific issues arising from interactions among senior management, shareholders, boards of

directors, and other corporate stakeholders'. De Commissie-Peters, ten slotte, stelt in haar rapport het volgende (1997, p. 9): 'Governance gaat over besturen en beheersen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht.' In Moerland (1997) wordt de volgende definitie voorgesteld: 'Corporate governance is het geheel van structuren, regelingen en conventies dat bepalend is voor de wijze waarop en de effectiviteit waarmee een vennootschap – door middel van een door prikkels en tucht geregeerde interactie tussen stakeholders – wordt bestuurd en gecontroleerd.

Dit artikel richt zich in het bijzonder op de onderlinge relaties tussen de ondernemingsleiding, de verschaffers van het eigen vermogen en de verschaffers van het vreemd vermogen. Deze relaties worden beïnvloed door een veelvoud van corporate governance-karakteristieken, ofwel beheersingsmechanismen. De diversiteit van de mechanismen, in combinatie met de verschillende relaties tussen de ondernemingsleiding en de vermogensverschaffers, leiden tot een complex geheel van invloeden van corporate governance binnen ondernemingen. In deze studie wordt een beschrijving gegeven van beheersingsmechanismen in Nederlandse ter beurze genoteerde ondernemingen. In het bijzonder proberen wij onderlinge relaties tussen een aantal beheersingsmecha-

---

De auteurs zijn verbonden aan de Vakgroep Ondernemingsfinanciering van de Katholieke Universiteit Brabant. Een eerdere versie van dit artikel is voorbereid voor de workshop 'Corporate governance: evidence from the Netherlands', gehouden op de Rijksuniversiteit Groningen op 29 januari 1999. De auteurs danken Mark Helmantel voor zijn commentaar.

nismen te beschrijven die voor Nederlandse beursondernemingen relevant zijn. Onderzocht wordt of beheersingsmechanismen substituten voor elkaar zijn, complementair zijn, of geen onderlinge relaties vertonen. De resultaten van deze empirische analyse beschrijven allereerst belangrijke elementen van de governance-structuur van Nederlandse beursondernemingen. Tevens beoogt de analyse de rol van individuele mechanismen nader te ontleden. Tenslotte zijn de onderlinge relaties relevant voor verder onderzoek, zoals het bestuderen van de invloed van governance-kenmerken op de prestaties van de beursfondsen, of de invloed van governance op financiële besluitvorming.

In paragraaf 2 wordt een beschrijving gegeven van agency-problemen tussen managers en aandeelhouders en tussen aandeelhouders en schulders. Tevens wordt een aantal onderlinge relaties tussen corporate governance-mechanismen beschreven vanuit de agency-literatuur.

In paragraaf 3 wordt de dataset van Nederlandse beursondernemingen beschreven. Vervolgens wordt in paragraaf 4 onderzocht hoe verschillende beheersingsmechanismen zich tot elkaar verhouden en hoe deze mechanismen zijn gerelateerd aan andere ondernemingskenmerken.

Wij besluiten in paragraaf 5 met de conclusies.

## **2 Agency-problemen en beheersingsmechanismen**

In hun baanbrekende bijdrage presenteren Jensen en Meckling (1976) een tweetal agency-problemen: het agency-vraagstuk inzake eigen vermogen en het agency-vraagstuk inzake vreemd vermogen.

Het eerstgenoemde probleem doet zich voor tussen de externe aandeelhouders en het management. In een agency-relatie is sprake van het delegeren van een zekere mate van beslissingsbevoegdheid van principaal aan gelastigde, en dit brengt, gegeven onvolkomen informatie en behartiging van ieders eigen belang, een motivatie- en beoordelingsprobleem teweeg. Het probleem is om een zodanig contract tussen beide partijen te specificeren dat de gelastigde optimaal wordt gemotiveerd om in het belang van de principaal te handelen, gegeven een situatie van ex post informatieasymmetrie met de daarbij behorende mogelijkheid van moral hazard. Zodra

de eigenaar-manager van een onderneming een deel van het benodigde eigen vermogen van buiten aantrekt doet zich een agency-probleem voor tussen hem en de externe aandeelhouders. Hij is dan in de gelegenheid om zich minder in te spannen dan wel te consumeren tijdens het werk, mede op kosten van die externe aandeelhouders. Jensen en Meckling (1976) wijzen in dit verband op overmatige consumptie van 'perquisites'. De manager zou gesteld zijn op enige speelruimte voor excessieve luxe en beoefening van hobbyïsme. Voorts zullen managers geneigd zijn om, gelet op de continuïteit van hun eigen positie, investeringsprojecten met een relatief hoog risicoprofiel te verwerpen, ook al zou dat in het belang zijn van de externe aandeelhouders. Tenslotte kan de manager zich begeven in investeringsprojecten die een negatieve contante waarde hebben, maar niettemin worden ondernomen omdat zij bijdragen aan zijn verlangen naar groei (empire-building). Vergelijk Jensen (1986). De externe aandeelhouders zullen dergelijk gedrag van de manager evenwel voorzien, en in beginsel geneigd zijn om de lasten hiervan af te wentelen op de oorspronkelijke eigenaar-manager door het betalen van een lagere prijs voor de aandelen. Voorts is denkbaar dat zij overgaan tot het uitoefenen van toezicht, leidend tot zogenaamde monitoring-kosten. Ook de manager heeft er belang bij om te laten zien dat zijn gedrag niet in strijd komt met de behartiging van het belang van de externe aandeelhouders, door informatie te verstrekken over zijn activiteiten en de ondernemingsresultaten, hetgeen zogenoemde bonding-kosten veroorzaakt. Ten slotte is er een residual loss, overeenkomend met de geldswaarde van het welvaartsverlies dat wordt geleden vanwege het feit dat het gedrag van de manager, ondanks het maken van monitoring-kosten en bonding-kosten, niet volledig zal conformeren met het belang van de externe aandeelhouders. Tezamen vormen al deze kosten de agency-kosten van eigen vermogen.

Het tweede agency-probleem rijst tussen de beide categorieën vermogensverschaffers, dus tussen de aandeelhouders en de schuldeisers. Dit type agency-probleem berust op het volgende spanningsveld. Een aandeelhouder is een 'residual claimant'. De feitelijke vermogensvergoeding aan de aandeelhouder is afhankelijk van het ondernemingsresultaat, en in geval van faillissement is de aandeelhouder als laatste aan de beurt

voor een eventuele terugbetaling op het ingebrachte vermogen. Er is evenwel sprake van beperkte aansprakelijkheid, waardoor de aandeelhouder ten hoogste zijn inbreng kan verliezen. Schuldeisers hebben recht op de overeengekomen rentebetalingen en op de aflossing van de hoofdsom. Hun claims genieten voorrang boven die van de aandeelhouders. Black en Scholes (1973) hebben naar voren gebracht dat het eigen vermogen van een onderneming die deels met vreemd vermogen is gefinancierd kan worden beschouwd als het equivalent van een call-optie op de waarde van de activa. Zoals bekend neemt de waarde van een call-optie toe bij een stijgende volatiliteit van het rendement over de onderliggende waarde. Hierin is nu een potentieel belangenconflict tussen aandeelhouder en schuldeiser gelegen. Immers, de aandeelhouder kan een voordeel behalen door het door de schuldeiser ter beschikking gestelde vermogen in projecten met een hoger risicoprofiel te investeren dan waarmee de schuldeiser bij het aangaan van het leencontract rekening heeft gehouden. Dit verhoogt namelijk het faillissementsrisico en leidt tot een daling van de marktwaarde van het schuldvermogen, en wel ten faveure van de marktwaarde van het aandelenvermogen. Immers, door het optiekarakter kan door de residual claimant ten volle worden geprofiteerd van de toegenomen winstkansen, maar worden de toegenomen verlieskansen afgeknot vanwege de beperking van de aansprakelijkheid tot maximaal het bedrag van de inbreng. Aldus zal een welvaartsverschuiving (expropriation) plaatsvinden van de schuldeiser in de richting van de aandeelhouder, veroorzaakt door het hierboven uiteengezette asset-substitution-effect. Zulks zou ook kunnen geschieden door aanwending van schuldvermogen voor een onverwachte dividenduitkering aan de aandeelhouder. Wederom leidt dit tot een verhoging van de kans op faillissement, waarvoor de schuldeisers niet worden gecompenseerd. Hiermee samenhangend ontstaan kosten door informatieverschaffing door aandeelhouders, toezicht door verschaffers van vreemd vermogen en residuele kosten door de agency-conflicten. Dit zijn de agency-kosten van vreemd vermogen.

Beide typen agency-problemen brengen dus kosten met zich mee. Agency-vraagstukken berusten op een combinatie van een belangenverschil en een informatieverschil. Dergelijke

problemen kunnen dan ook in beginsel worden gemitigeerd door vermindering van de informatie-asymmetrie en door vermindering van het belangenverschil. Hiertoe is een arsenaal van interne en externe beheersingsmechanismen beschikbaar, variërend van een prestatiegeoriënteerd beloningssysteem (intern mechanisme) tot aan cut throat-concurrentie op de afzetmarkt (extern mechanisme).

Het agency-vraagstuk tussen de manager en de externe aandeelhouders kan worden beheerst door de volgende disciplineringsmechanismen:

- disciplinerende werking van de aandelenbeurs in de vorm van een (te) lage waardering van het aandeel ter beurze;
- de disciplinerende werking van de interne en externe arbeidsmarkt voor managers. Op die markten komt immers hun eigen marktwaarde tot stand, die een functie zal zijn van de mate waarin de ondernemingsdoelstelling wordt bereikt;
- resultaatafhankelijke beloningssystemen die kunnen bijdragen tot het parallel schakelen van belangen via koppeling van de beloning aan aandelenprijzen;
- de overnamemarkt (market for corporate control) die disciplineringskracht bewerkstelligt via de overdracht van zeggenschap. Disciplinerende werking van de zittende ondernemingsleiding kan tot uitdrukking komen in schorsing of ontslag;
- een toezichthoudend orgaan dat directe supervisie kan uitoefenen en eventueel disciplinerende maatregelen jegens het management kan treffen;
- aandeelhouders die rechtstreeks hun eisen kenbaar kunnen maken door een actieve (of activistische) opstelling te kiezen in de benadering van de ondernemingsleiding.

Het agency-vraagstuk tussen de aandeelhouders en de schuldeisers kan worden beheerst door:

- disciplinerende werking van de schuldeisers door dreiging met faillissement en overname van de controle;
- het arrangeren van allerlei clauses en convenanten in leningsovereenkomsten. Voorbeelden zijn het verlenen van onderpand, converteerbaar vreemd vermogen, vreemd vermogen met een korte looptijd en expliciete restricties met behulp van convenanten;

- het uitoefenen van toezicht door middel van lidmaatschap van het toezichthoudend orgaan.

Voorts kan schuldvermogen als zodanig als een disciplineringsmechanisme worden beschouwd inzake het agency-vraagstuk tussen externe aandeelhouders en managers. De vastlegging van rente- en aflossingsverplichtingen biedt het management minder ruimte voor discretionair (lees: opportunistisch) handelen dan de residuele vergoeding over eigen vermogen, dat tevens permanent ter beschikking is gesteld. Vergelijk Jensen (1986) en Zwiebel (1996).

De diverse disciplineringsmechanismen worden in de praktijk als substituten voor elkaar dan wel complementair aan elkaar gebezigd. Volgens Fama (1980) bestaat er een 'panoply of internal and external monitoring devices', die alternatief of cumulatief, grenzen stelt aan de discretionaire ruimte van het management. Door allerlei omstandigheden is het denkbaar dat de verschillende disciplineringsmechanismen niet perfect functioneren. Zo kan het externe disciplineringsmechanisme van de voor de onderneming relevante inkoop- en afzetmarkten voor goederen en diensten tekortschieten als op die markten onvoldoende concurrentie heerst. Evenzo kan de vermogensmarkt onvoldoende disciplineringskracht ontwikkelen in geval van inefficiënte prijsvorming, bijvoorbeeld vanwege een relatief geringe marktliquiditeit. De werking van de interne en externe arbeidsmarkten voor managers is veelal onvolkomen vanwege moeilijk overbrugbare informatieverschillen in combinatie met moral hazard. Het disciplineringsmechanisme van de overnamemarkt wordt in ons land ernstig belemmerd door (een overmaat aan) beschermingsmaatregelen. Daarnaast kennen we structurele overnamebarrières in de vorm van bevriende kernaandeelhouders en wederzijdse aandelenparticipaties.

In een empirische studie voor ondernemingen in de Verenigde Staten beschrijven Rediker en Seth (1995) onderlinge relaties tussen interne beheersingsmechanismen. Voor 81 zogenaamde bank holding companies in 1982 onderzoeken de auteurs welke mechanismen substituten vormen voor de aanwezigheid van externe directors. De resultaten tonen aan dat de aanwezigheid van grootaandeelhouders, aandelenbezit door managers, en het aandelenbezit van de topmanager ten opzichte van de overige managers negatief

gerelateerd zijn aan het percentage externe directors. Deze bevindingen bevestigen het bestaan van een substitutie-effect. Agrawal en Knoeber (1996) onderzoeken voor 383 Amerikaanse ondernemingen uit de FORBES 800-lijst van 1987 onderlinge relaties tussen disciplineringsmechanismen. Tevens wordt de invloed van de mechanismen op de prestaties van de ondernemingen onderzocht. Zeven mechanismen worden onderzocht, te weten intern aandelenbezit, institutioneel aandelenbezit, grootaandeelhouders, externe directors, vreemd vermogen, kans op overname en human capital van de topmanager<sup>1</sup>. De resultaten tonen substitutie aan tussen institutionele en grootaandeelhouders, institutionele aandelenbezit en human capital, en grootaandeelhouders en human capital. Complementair zijn vreemd vermogen en intern aandelenbezit, vreemd vermogen en externe directors, kans op overname en instituties, en grootaandeelhouders en de kans op overname. Voor de overige 21 potentiële relaties wordt geen significant verband gevonden. De studies van Rediker en Seth (1995) en Agrawal en Knoeber (1996) tonen aan dat de lappendeken van beheersingsmechanismen gekenmerkt wordt door onderlinge afhankelijkheden. In het vervolg van dit artikel beschrijven wij voor Nederlandse ondernemingen of mechanismen substitueert, complement, dan wel onafhankelijk zijn.

### 3 Dataset

In deze studie staan beheersingsmechanismen in Nederland centraal. Om de onderlinge relaties tussen deze mechanismen en relaties met financieel-economische kenmerken te beschrijven is een dataset verzameld met governance-karakteristieken en boekhoudkundige gegevens. De data betreffen Nederlandse niet-financiële ondernemingen, die een beursnotering hebben aan de Amsterdamse Effectenbeurs. De dataset bevat informatie van 1992 tot en met 1996.

De boekhoudkundige gegevens zijn verkregen uit een database van het Centraal Bureau voor de Statistiek, die jaarverslagdata van Nederlandse beursfondsen bevat vanaf 1974 (zie ook Centraal Bureau voor de Statistiek, 1997). De jaarlijkse bijlagen in *Het Financieele Dagblad* van 1992 tot en met 1996, met de cumulatieve en gecorrigeerde meldingen in het kader van de Wet Melding Zeggenschap, zijn gebruikt om de eigendoms-

structuur van de ondernemingen te bepalen (zie *Het Financieele Dagblad*; 20 maart 1992, 7 mei 1993, 6 mei 1994, 23 mei 1995 en 28 mei 1996). Gegevens over de beschermingsconstructies van de ondernemingen zijn gebaseerd op edities van de Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs (1992 tot en met 1996). De namen van de leden van de Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen zijn overgenomen uit het Jaarboek Nederlandse Ondernemingen (edities 1991/1992 tot en met 1995/1996). Aandelenkoersen zijn verkregen uit Datastream.

Uit de vorengenoemde databronnen zijn variabelen gedefinieerd, die de financiële en beheersstructuur van de ondernemingen beschrijven. In het vervolg van deze paragraaf zullen de definities van deze variabelen worden beschreven.

De vermogensstructuur van de ondernemingen beschrijft, ten eerste, de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, ofwel tussen de vermogensverschaffing door aandeelhouders en schuldeisers. De variabele *schuldratio* is gedefinieerd als de verhouding tussen het totale vreemd vermogen en de boekwaarde van de activa. *Schuldratio marktwaarde* is de verhouding tussen het totale vreemd vermogen en de marktwaarde van de activa. De variabelen *langetermijn schuldratio* en *langetermijn schuldratio marktwaarde* zijn de ratio's van het langetermijn vreemd vermogen ten opzichte van respectievelijk de boek- en marktwaarde van de activa. De variabelen *converteerbaar vreemd vermogen* en *kortetermijn schuldratio* meten achtereenvolgens de hoeveelheid converteerbaar vreemd vermogen en vreemd vermogen met een looptijd korter dan een jaar, ten opzichte van de boekwaarde van de activa.

De eigendomsstructuur van het eigen vermogen wordt gemeten op basis van de meldingen in het kader van de Wet Melding Zeggenschap. Deze meldingen zijn gecorrigeerd voor dubbelstellingen, en beschermingsconstructies, zoals preferente aandelen en administratiekantoren, zijn verwijderd<sup>2</sup>. Data bevat alleen belangen vanaf 5% van het totale aandelenkapitaal. De variabele *aandelen RvB* is het percentage van de aandelen in handen van leden van de Raad van Bestuur. De variabele *aandelen RvB/RvC* is het percentage aandelen dat eigendom is van leden van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen.

Ten slotte geeft de variabele *aandelen RvB/RvC/Fam* weer welk percentage van het eigen vermogen in handen is van leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen, of personen met eenzelfde achternaam, als benadering voor familieleden. In het vervolg van dit artikel wordt naar de laatstgenoemde variabele verwezen als het aandelenbezit van bestuurders; de overige aandeelhouders worden externe aandeelhouders genoemd. Institutionele beleggers zijn gedefinieerd als banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en (geïnstitutionaliseerde) venture capital-verschaffers. De variabele *institutionele aandeelhouders* geeft het totale belang van deze beleggers weer. Het procentuele aandelenbezit van de grootste aandeelhouder is  $C_1$ , en voor de grootste externe aandeelhouder  $C_{1\text{extern}}$ . Het totaal van alle grootaandeelhouders, met belangen boven 5%, is  $C_{\text{groot}}$ , en voor alle externe grootaandeelhouders  $C_{\text{groot,extern}}$ .

In Nederland spelen beschermingsconstructies een prominente rol in studies en discussies over corporate governance. De variabele *aantal beschermingsconstructies* geeft het aantal constructies weer dat een onderneming heeft uit de volgende lijst: prioriteitsaandelen, preferente aandelen, certificering en stemrechtbeperking. In geval van prioriteitsaandelen heeft een klein aantal aandelen superieur stemrecht. Preferente aandelen, als beschermingsconstructie, maken het mogelijk voor een onderneming om zonder verdere toestemming van de aandeelhouders (preferente) aandelen uit te geven. Deze aandelen hoeven slechts voor 25% te worden volgestort. Bij een overnamepoging kan de onderneming deze aandelen bij een bevriende partij plaatsen en de aandelen met een lening volstorten. De verwatering creëert een effectieve bescherming. Indien de onderneming overgaat tot certificering van (een deel van) de aandelen, worden het stemrecht en het dividendrecht gescheiden. De aandeelhouder heeft alleen dividendrecht, terwijl het stemrecht in handen is van een administratiekantoor dat de certificaten van aandelen uitgeeft. Stemrechtbeperking is het limiteren per aandeelhouder van het aantal uit te brengen stemmen<sup>3</sup>.

De invloed van het toezichthoudend orgaan, de Raad van Commissarissen wordt beschreven aan de hand van het absolute en relatieve aantal leden. De variabele omvang RvC is het aantal leden van de Raad van Commissarissen. De

variabele omvang RvC en RvB meet het aantal leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen tezamen. Relatieve omvang RvC is het aantal leden van de Raad van Commissarissen ten opzichte van het totaal aantal leden van de beide raden.

Een onderneming kan een groot aantal bankrelaties hebben met verschillende banken en van verschillende aard. Belangrijkste relaties zijn kredietverstrekkingen, advisering, aandeelhouder-schap en het begeleiden van emissies. In deze studie meten wij bankrelatie aan de hand van gezamenlijke bestuurders<sup>4</sup>. De variabele *bankrelatie* geeft aan hoeveel bestuurders tevens deel uitmaken van de Raad van Bestuur of Commissarissen van een bank. De variabele *bankrelatie* is het aantal verschillende banken waarbij de onderneming een gezamenlijke bestuurder heeft. Ten slotte is de variabele *bankrelatie* gedefinieerd als het percentage aandelenvermogen in handen van banken met een gezamenlijke bestuurder.

De overige variabelen beschrijven de omvang, de activiteiten en de prestaties van de onderneming en zijn gebaseerd op jaarverslagen en aandelenkoersen. De omvang van de onderneming wordt gemeten met de variabelen *omzet* en *boekwaarde* en *marktwaarde* van de totale activa, uitgedrukt in miljoenen gulden. De marktwaarde van de ondernemingen is de boekwaarde van de totale activa, gecorrigeerd voor het verschil tussen de boek- en marktwaarde van het eigen vermogen. De variabele *materiële vaste activa* wordt gemeten ten opzichte van de boekwaarde van de activa. *Bedrijfsrisico* is de voor de aanwezigheid van vreemd vermogen gecorrigeerde standaarddeviatie van dagelijkse aandelenrendementen. De historische groei over drie jaar over de boekwaarde van de activa is *historische groei boekwaarde*. De *markt-boekwaarde ratio* is de verhouding tussen de marktwaarde en boekwaarde van de totale activa. Het *bedrijfsresultaat* wordt weergegeven als de ratio van de winst voor afschrijvingen, interest en belastingen en de boekwaarde van de totale activa.

Een overzicht van de statistieken van de vorengenoemde variabelen is opgenomen in tabel 1. De gegevens zijn gebaseerd op 610 waarnemingen over de jaren 1992 (106 ondernemingen), 1993 (107), 1994 (134), 1995 (134) en 1996 (129).

De gegevens in tabel 1 beschrijven de financiële structuur en beheersstructuur van de Nederlandse niet-financiële beursfondsen. De vermogensstructuur, gemeten in boekwaarden bestaat voor 51,3% uit vreemd vermogen. De langetermijnschuld is kleiner, namelijk 16,1% van de boekwaarde. De kortetermijnschulden vormen daarentegen een groot deel van het vreemd vermogen, 35,3%. Converteerbaar vreemd vermogen is een zeer klein deel van de totale passiva, 0,3%. De eigendomsstructuur valt uiteen in de identiteit van de aandeelhouders en de concentratiegraad. Voor wat betreft de identiteit is het opvallend dat bestuurders 4,45% (Raad van Bestuur) of 6,62% (Raden van Bestuur en Commissarissen) bezitten. Dit relatief kleine aandelenbezit geeft mogelijk aanleiding voor het prevaleren van agency-problemen tussen aandeelhouders en managers. Institutionele belangen worden geschat op 11,05%. Gegevens over de concentratie van eigendom geven aan dat de grootste aandeelhouder gemiddeld 27,7% bezit. De som van de belangen boven 5% is gemiddeld 47,8%. De gegevens van de beschermingsconstructies tonen aan dat Nederlandse beursfondsen gemiddeld 1,52 van de 4 constructies (kunnen) toepassen. De mediaan is twee constructies. De effectiviteit van deze constructies kan worden geïllustreerd aan de hand van het feit dat in de onderzochte periode, 1992 tot en met 1996, geen enkele beursonderneming in Nederland is overgenomen zonder toestemming van het zittende management. De variabelen voor bankrelaties tonen aan dat banken ruim vertegenwoordigd zijn in het bestuur van niet-financiële ondernemingen, en vice versa. In totaal heeft 53,4% van de ondernemingen een of meer gezamenlijke bestuurders<sup>6</sup>.

Tot nu toe zijn de beheersingsmechanismen onafhankelijk van elkaar beschreven. In het vervolg van dit artikel zal worden onderzocht of onderlinge relaties tussen de mechanismen bestaan.

#### 4 Empirische analyse

In deze paragraaf worden onderlinge relaties onderzocht tussen mechanismen die dienen ter beheersing van agency-problemen. Indien onderlinge relaties worden gevonden, zal worden beschreven of de mechanismen substituten dan wel complementen zijn. Met behulp van regres-

**Tabel 1: Overzicht van de variabelen van een financiële structuur en een beheersstructuur**

<i>Variabele</i>	<i>Gemiddelde</i>	<i>[Median]</i>	<i>St.dev.</i>
<i>Vermogensstructuur:</i>			
Schuldratio	0.513	[0.526]	0.157
Schuldratio marktwaarde	0.411	[0.400]	0.177
Langetermijn schuldratio	0.161	[0.142]	0.126
Langetermijn schuldratio marktwaarde	0.133	[0.112]	0.114
Converteerbaar vreemd vermogen	0.003	[0.000]	0.015
Kortetermijn vreemd vermogen	0.352	[0.363]	0.165
<i>Eigendomsstructuur:</i>			
Aandelen RvB	4.45	[0.00]	14.15
Aandelen RvB/RvC	6.62	[0.00]	17.33
Aandelen RvB/RvC/Fam	7.08	[0.00]	18.04
Institutionele aandeelhouders:	11.05	[6.55]	12.50
– banken	7.69	[5.15]	10.59
– verzekeringsmaatschappijen	2.51	[0.00]	4.55
– pensioenfondsen	0.54	[0.00]	2.46
– venture capital-verschaffers	0.31	[0.00]	2.06
Overige aandeelhouders:			
– private personen	10.24	[0.00]	19.69
– overheid	1.03	[0.00]	6.04
– industriële ondernemingen	11.22	[0.00]	21.58
– investeringsmaatschappijen	14.09	[0.00]	18.13
$C_1$	27.73	[20.41]	21.57
$C_1$ extern	23.77	[15.51]	20.11
$C_{\text{totaal}}$	47.84	[48.71]	29.08
$C_{\text{totaal}}$ extern	41.22	[38.79]	28.89
<i>Beschermingsconstructies:</i>			
Aantal beschermingsconstructies	1.521	[2.000]	0.886
<i>Typen beschermingsconstructies:</i>			
– prioriteits aandelen	40.2%		
– preferente aandelen	64.6%		
– certificering	37.5%		
– stemrechtbeperking	9.8%		
<i>Toezichhoudend orgaan:</i>			
Omvang RvC	5.177	[5.000]	2.236
Omvang RvB en RvC	8.046	[7.000]	3.716
Relatieve omvang RvC	0.659	[0.667]	0.128
<i>Bankrelaties:</i>			
Bankrelatie <sub>totaal</sub>	1.097	[1.000]	1.421
Bankrelatie <sub>bank</sub>	0.967	[1.000]	1.171
Bankrelatie <sub>aandeehouder</sub>	0.911	[0.000]	2.673
<i>Overige karakteristieken:</i>			
Boekwaarde totale activa (f 1.000.000)	3161	[444]	12096
Marktwaarde totale activa (f 1.000.000)	4558	[549]	17711
Omzet (f 1.000.000)	3891	[685]	12765
Materiële vaste activa	0.559	[0.589]	0.201
Bedrijfsrisico	0.0075	[0.0067]	0.0046
Historische groei boekwaarde	0.081	[0.052]	0.188
Markt-boekwaarde-ratio	1.415	[1.208]	0.704
Bedrijfsresultaat	0.144	[0.143]	0.070

Noot: De gegevens betreffen 610 ondernemingsjaren over de periode 1992-1996.

Tabel 2: Relaties tussen beheersingsmechanismen

	(1) <i>Schuld ratio</i> ( <i>lt/boekwaarde</i> )	(2) <i>Aandelenbezit</i> <i>bestuurders</i>	(3) <i>Institutioneel</i> <i>aandelenbezit</i>	(4) $C_i$ <i>extern</i>	(5) $C_{\text{total}}$ <i>extern</i>	(6) <i>Beschermings-</i> <i>constructies</i>	(7) <i>Omvang RvC</i> ( <i>absoluut</i> )	(8) <i>Omvang RvC</i> ( <i>relatief</i> )	(9) <i>Bankrelaties</i>	(10) <i>Bankrelaties</i> <i>met aandelenbezit</i>
Intercept	0.700 (0.14)	54.39 (7.23)***	22.29 (4.98)***	47.42 (6.63)***	76.55 (7.66)***	1.151 (8.39)***	0.868 (1.98)**	0.849 (26.79)***	-1.994 (-6.33)***	-1.036 (-1.51)
Schuld ratio ( <i>lt/boekwaarde</i> )	-	0.05 (0.82)	-0.08 (-2.35)**	0.13 (2.20)**	0.19 (2.18)**	-0.001 (-0.39)	0.014 (2.74)***	0.0003 (0.72)	-0.0001 (-0.03)	-0.007 (-0.89)
Aandelenbezit bestuurders	0.016 (0.58)	-	-0.17 (-6.28)***	-0.34 (-8.78)***	-0.54 (-11.11)***	-0.004 (-3.87)***	-0.002 (-0.87)	-0.001 (-2.34)**	-0.001 (-0.76)	-0.008 (-2.65)***
Institutioneel aandelenbezit	-0.105 (-3.23)***	-0.14 (-2.84)***	-	-0.09 (-1.24)	0.54 (7.47)***	-0.001 (-1.03)	-0.006 (-1.45)	-0.002 (-0.58)	0.006 (2.14)**	0.043 (4.29)***
$C_i$ <i>extern</i>	-	-	-0.04 (-1.31)	-	-	-0.008 (-9.30)***	-	-	-	-
$C_{\text{total}}$ <i>extern</i>	0.014 (0.75)	-0.25 (-7.96)***	-	-	-	-	0.005 (2.09)**	0.002 (0.92)	-0.008 (-3.76)***	-0.017 (-3.77)***
Beschermingsconstructies	-1.491 (-1.20)	-6.55 (-3.33)***	-1.47 (-1.03)	-18.43 (-9.82)***	-15.83 (-6.60)***	-	0.071 (0.46)	-0.016 (-1.19)	0.062 (0.69)	-0.090 (-0.32)
Omvang RvC (absoluut)	1.144 (3.36)***	0.22 (0.47)	-0.18 (-0.55)	1.15 (2.15)**	1.30 (1.73)*	0.018 (1.43)	-	-	0.305 (9.19)***	0.204 (2.93)***
Omvang RvC (relatief)	-6.965 (-1.53)	-13.14 (-2.06)**	0.16 (0.04)	2.02 (0.29)	1.00 (0.10)	-0.217 (-1.48)	-	-	0.450 (1.43)	0.857 (1.32)
Bankrelaties	0.488 (1.03)	-0.17 (-0.29)	0.03 (0.08)	-1.98 (-2.94)***	-2.52 (-2.83)***	0.012 (0.86)	0.677 (8.18)***	0.031 (5.91)***	-	-
Bankrelaties met aandelenbezit	-0.247 (-1.56)	-0.31 (-1.95)*	0.93 (6.77)***	-0.55 (-2.35)**	-0.61 (-1.92)*	-0.004 (-0.54)	-0.024 (-1.37)	0.000 (-0.11)	-	-
Boekwaarde	0.255 (0.59)	-3.84 (-5.51)***	-1.31 (-3.07)***	-1.68 (-2.38)**	-5.38 (-5.33)***	0.001 (0.06)	0.533 (5.61)***	-0.033 (-5.55)***	0.215 (6.99)***	0.083 (1.59)
Materiële vaste activa	14.647 (5.77)***	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bedrijfsrisico	-0.012 (-2.07)**	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$R^2$	0.27	0.22	0.11	0.25	0.28	0.19	0.61	0.14	0.53	0.09

Noot: De gegevens betreffen 610 ondernemingsjaren over de periode 1992-1996. De *t*-waarde van de coëfficiënten zijn tussen haakjes vermeld en het eroskedasticiteit-consistent (gebaseerd op White-standaardfouten). Het symbool \*\* duidt op een significantie van 10% betrouwbaarheid, \*\*\* duidt op een significantieniveau van 5% en \*\*\*\* duidt op een significantieniveau van 1%.  $R^2$  is aangepast voor het aantal parameters.

Tabel 3: Substituut, complement of onafhankelijk

	<i>Vreemd</i> <i>vermogen</i>	<i>Aandelenbezit</i> <i>bestuurders</i>	<i>Institutioneel</i> <i>aandelenbezit</i>	<i>Concentratie</i> <i>aandelenbezit</i>	<i>Beschermings-</i> <i>constructies</i>	<i>Raad van</i> <i>Comm. absoluut</i>	<i>Raad van</i> <i>Comm. relatief</i>	<i>Aantal</i> <i>bankrelaties</i>	<i>Aandelenbezit</i> <i>bankrelaties</i>
Vreemd vermogen	X	-	-	-	-	+	-	-	-
Aandelenbezit bestuurders	-	X	-	-	-	-	-	-	-
Institutioneel aandelenbezit	S	S	X	+	-	-	-	-	+
Concentratie aandelenbezit	-	S	C	X	-	+	-	-	-
Beschermingsconstructies	-	S	-	S	X	-	-	-	-
Raad van Comm. absoluut	C	-	-	C	-	X	x	+	-
Raad van Comm. relatief	-	S	-	-	-	x	-	-	-
Aantal bankrelaties	-	-	-	S	-	S	-	-	x
Aandelenbezit bankrelaties	-	S	C	S	-	-	-	x	-

Noot: Het symbool '-' duidt op een negatieve relatie en substitutie ('S'). Het symbool '+' duidt op een positieve relatie en complementariteit ('C').



sieanalyse zijn de onderlinge relaties bepaald tussen tien variabelen die beheersingsmechanismen representeren. Tevens is als benaderingsvariabele voor ondernemingsomvang de boekwaarde van de activa als controlevariabele opgenomen<sup>7</sup>.

In kolom (1) in tabel 2 zijn de determinanten van de schuldratio opgenomen. De significante en negatieve coëfficiënt voor institutioneel aandelenbezit betekent dat als een groter deel van de aandelen van ondernemingen in handen is van institutionele investeerders, de schuldratio lager zal zijn. Dit zou impliceren dat deze beheersingsmechanismen substituten zijn. De significant positieve coëfficiënt voor de absolute omvang van de Raad van Commissarissen duidt op complementariteit. Materiële vaste activa en bedrijfsrisico zijn respectievelijk positief en negatief gerelateerd aan de schuldratio's. Deze bevinding bevestigt eerdere resultaten in empirische studies naar de determinanten van de vermogensstructuur<sup>8</sup>.

De resultaten dienen met voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Bijvoorbeeld de positieve relatie tussen de omvang van de Raad van Commissarissen en schuldvermogen is een substitutie-effect indien een grotere omvang effectieve monitoring belemmert. De negatieve relatie tussen institutioneel aandelenbezit en schuldvermogen wordt wellicht veroorzaakt door portefeuillekeuze van de instituten, waarbij de voorkeur uitgaat naar relatief veilige beleggingen in ondernemingen met lage schuldratio's.

De overige resultaten, in kolom (2) tot en met (10), leiden tot een aantal interessante bevindingen<sup>9</sup>. Aandelenbezit door bestuurders is negatief gerelateerd aan institutioneel aandelenbezit, concentratie van aandelenbezit, beschermingsconstructies, de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen en bankrelaties met aandelenbezit. Institutioneel aandelenbezit is positief gerelateerd aan aandelenbezit van bankrelaties. De concentratie van aandelenbezit, gemeten als het belang van de grootste aandeelhouder of alle grootaandeelhouders, blijkt negatief gerelateerd te zijn aan beschermingsconstructies en bankrelaties, met of zonder belang in het eigen vermogen. Tevens wordt een positieve relatie met de absolute omvang van de Raad van Commissarissen geconstateerd. Deze absolute omvang is tevens positief gerelateerd aan het aantal bankrelaties.

Ten slotte blijkt uit de veelal significante relaties tussen ondernemingsomvang en de mechanismen het belang van deze controlevariabele. De bovenstaande beschrijving leidt tot een groot aantal positieve en negatieve relaties tussen mechanismen. Teneinde een overzicht te krijgen van de veelheid aan relaties is in tabel 3 een samenvatting opgenomen.

In het witte deel (rechtsboven) van tabel 3 zijn de relaties samengevat. Indien in de regressieanalyse een onderlinge relatie tussen twee variabelen is gevonden welke minstens significant is op het 10%-betrouwbaarheidsniveau is een minteken of een plusteken geplaatst<sup>10</sup>. Vervolgens is in het grijze deel (linksonder) van de tabel bij negatieve relaties een 'S' geplaatst. Voor deze relaties is sprake van substitutie. In geval van complementariteit is een 'C' geplaatst bij de positieve relaties<sup>11</sup>.

Opgemerkt dient te worden dat een aantal relaties het directe gevolg is van de wijze waarop de variabelen zijn gedefinieerd. Bijvoorbeeld, meer aandelenbezit door bestuurders leidt per definitie tot minder aandelenbezit bij de overige aandeelhouders. Dit geldt tevens voor aandelenbezit door bestuurders, dat negatief is gerelateerd aan institutioneel aandelenbezit, concentratie van aandelenbezit, en bankrelaties met aandelenbezit. Tevens is het logisch dat institutioneel aandelenbezit positief is gerelateerd aan het totaal belang van grootaandeelhouders en het aandelenbezit van bankrelaties. Ten slotte is het voor de hand liggend dat de absolute omvang van de Raad van Commissarissen positief is gerelateerd aan het aantal bankrelaties.

De overige bevindingen beschrijven enkele interessante relaties tussen beheersingsmechanismen in Nederland. Aandelenbezit door bestuurders is negatief gerelateerd aan beschermingsconstructies en de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen. De concentratiegraad van het aandelenbezit, gemeten als het belang van de grootste aandeelhouder of alle grootaandeelhouders, blijkt negatief gerelateerd te zijn aan beschermingsconstructies en bankrelaties met of zonder belang in het eigen vermogen. Tevens wordt een positieve relatie met het aantal leden van de Raad van Commissarissen geconstateerd.

Zoals eerder beschreven, bestaat er een sterke negatieve relatie tussen de concentratie van het

aandelenbezit en het aantal beschermingsconstructies. Een vergelijkbare conclusie is gerapporteerd in Kabir, Cantrijn en Jeunink (1997). Voor de Verenigde Staten constateren Agrawal en Knoeber (1996) een vergelijkbaar resultaat, namelijk een positieve relatie tussen grootaandeelhouders en de kans op een overname. Omdat het aantal beschermingsconstructies kan worden opgedeeld in een viertal constructies, kunnen wij de invloed op de concentratiemaatstaven per constructie beschrijven. Tevens kunnen de onderlinge relaties tussen de verschillende beschermingsconstructies worden toegelicht. In tabel 4 wordt voor iedere beschermingsconstructie de concentratie en de aanwezigheid van alternatieve constructies vergeleken tussen ondernemingen die al dan niet een bepaalde constructie geadopteerd hebben.

De vergelijkingen in tabel 4 tonen aan dat de afruil tussen bescherming door juridische constructies en concentratie consistent aanwezig is voor *iedere* combinatie van een beschermingsconstructie en een concentratiemaatstaf. De afruil is het meest prominent aanwezig bij preferente aandelen en stemrechtbeperking. De resultaten impliceren mogelijk dat in Nederland concentratie van aandelenbezit wordt beschouwd als een bescherming tegen overnamedreiging. Ondernemingen kiezen voor bescherming indien grootaandeelhouders hun belang verminderen. Een illustratie uit de praktijk duidt op deze beschermende rol van grootaandeelhouders in Nederland. Op 10 april maakte Smit Internationale een grote herplaatsing van aandelen bekend<sup>12</sup>. Twee grootaandeelhouders, ieder met een belang van 40%, maakten bekend hun belangen te willen reduce-

**Tabel 4: Beschermingsconstructies**

	<i>Prioriteitsaandelen</i>				<i>Preferente aandelen</i>			
	<i>Niet</i>	<i>Wel</i>	<i>Vershil (P)</i>		<i>Niet</i>	<i>Wel</i>	<i>Vershil (P)</i>	
$C_1$	29.09	25.70	3.39	(0.057)	36.26	23.05	13.21	(0.000)*
$C_1$ extern	25.58	21.06	5.53	(0.006)*	31.46	19.55	11.62	(0.000)*
$C_{\text{totaal}}$	49.80	44.91	4.89	(0.042)	57.60	42.50	15.07	(0.000)*
$C_{\text{totaal}}$ extern	43.75	37.44	6.32	(0.008)*	49.78	36.52	13.26	(0.000)*
Prioriteitsaandelen	-				0.352	0.429	-0.077	(0.063)
Preferente aandelen	0.616	0.690	0.073	(0.063)	-			
Certificering	0.455	0.257	0.198	(0.000)*	0.407	0.358	0.050	(0.228)
Stemrechtbeperking	0.129	0.053	0.076	(0.002)*	0.083	0.107	0.023	(0.357)
	<i>Certificering</i>				<i>Stemrechtbeperking</i>			
	<i>Niet</i>	<i>Wel</i>	<i>Vershil (P)</i>		<i>Niet</i>	<i>Wel</i>	<i>Vershil (P)</i>	
$C_1$	31.57	21.35	10.22	(0.000)*	29.14	14.86	14.28	(0.000)*
$C_1$ extern	26.33	19.50	6.83	(0.000)*	24.74	14.87	9.87	(0.000)*
$C_{\text{totaal}}$	51.18	42.27	8.91	(0.000)*	49.52	32.40	17.12	(0.000)*
$C_{\text{totaal}}$ extern	42.93	38.37	4.55	(0.060)	42.37	30.68	11.69	(0.003)*
Prioriteitsaandelen	0.478	0.275	0.203	(0.000)*	0.422	0.217	0.205	(0.002)*
Preferente aandelen	0.664	0.616	0.048	(0.228)	0.640	0.700	-0.060	(0.357)
Certificering	-				0.320	0.883	-0.563	(0.000)*
Stemrechtbeperking	0.018	0.231	-0.213	(0.000)*	-			
<p>Noot: De gegevens betreffen 610 ondernemingsjaren over de periode 1992-1996. Het symbool '*' duidt op een verschil groter dan nul, op 1% significantieniveau. In de kolom 'wel' staan de gemiddelden voor ondernemingen met een bepaalde beschermingsconstructie. In de kolom 'niet' zijn gemiddelden opgenomen van ondernemingen zonder de constructie. In de kolom 'verschil' is het verschil tussen de twee gemiddelden aangegeven en in de kolom '(P)' is de kans weergegeven dat de gemiddelden gelijk zijn.</p>								

ren. Op de algemene vergadering van aandeelhouders, op 28 mei 1997, worden de gevolgen van deze herplaatsing besproken. Er wordt gesproken van 'bedreigingen' en 'Smit Internationale verliest een natuurlijke beschermingswal'. Gevolg: '... het wegvallen daarvan wil de groep vandaag op de algemene vergadering van aandeelhouders repareren door via een statutenwijziging bij overnamedreiging de uitgifte van preferente aandelen aan een stichting continuïteit mogelijk te maken' (*Het Financieele Dagblad*, 28 mei 1997). Echter, een alternatieve verklaring is voorhanden. Het is namelijk mogelijk dat grootaandeelhouders juist bij voorkeur een belang opbouwen in minder beschermde ondernemingen. Immers, alleen in deze ondernemingen wordt hun verlies van liquiditeit gecompenseerd door toename van zeggenschap. De analyse in dit artikel kan geen uitsluitsel geven over de twee alternatieve verklaringen.

## 5 Conclusies

In dit artikel is een beknopte beschrijving gegeven van agency-problemen tussen managers en aandeelhouders en tussen aandeelhouders en schulders. De beschrijving behelst een diversiteit van disciplineringsmechanismen die agency-problemen kunnen mitigeren. In Nederland is een aantal van deze beheersingsmechanismen prominent aanwezig. Bijvoorbeeld de aanwezigheid van grootaandeelhouders, aandelenbezit door managers, beschermingsconstructies, en de rol van de Raad van Commissarissen zijn onderwerp van het huidige debat over corporate governance in Nederland.

In de voorliggende studie hebben wij een aantal corporate governance-mechanismen in Nederland beschreven. Allereerst is de aanwezigheid van de beheersingsmechanismen in niet-financiële beursondernemingen beschreven. Vervolgens zijn de onderlinge relaties, alsmede relaties met andere ondernemingskenmerken, beschreven.

Het is belangrijk om op te merken dat deze studie een beperkte analyse bevat. Hoewel substituten en complementen zijn beschreven, is deze beschrijving een achtergrond voor verder onderzoek. Dit verdere onderzoek zou zich kunnen richten op de invloeden van disciplineringsmechanismen op ondernemingsprestaties, investeringsgedrag, en financiële besluitvorming,

zoals vermogensstructuur, dividendbeleid en risicomangement. Het spreekt vanzelf dat in deze studie een deel van alle beheersingsmechanismen is betrokken. Echter, uit de huidige analyse blijkt dat het voor vervolgonderzoek noodzakelijk is een brede groep van beheersingsmechanismen te betrekken, teneinde voor onderlinge invloeden te corrigeren.

---

## LITERATUUR

- Agrawal, A. en C.R. Knoeber, (1996), Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
- Black, F. en M. Scholes, (1973), The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy* 81, 637-659.
- Centraal Bureau voor de Statistiek, (1997), *Statistiek van balans en resultatenrekening beurs-nv's 1996* (CBS, Heerlen/Voorburg).
- Cochran, P.L. en S.L. Wartick, (1994), Corporate governance, review of the literature, in *International corporate governance; text readings and cases* (R.I. Tricker, ed.), Prentice Hall, New York, 8-18.
- Cools, K., (1993), *Capital structure choice: confronting (meta)theory, empirical tests and executive opinion* (Academisch proefschrift, Tilburg).
- Dijk, R. van en A. de Jong, (1998), Determinanten van de vermogensstructuur van Nederlandse beursfondsen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 72, 383-397.
- Ees, H. van en H. Garretsen, (1994), Liquidity and business investment: evidence from Dutch panel data, *Journal of Macroeconomics* 16, 613-627.
- Fama, E.F., (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Goot, L.R.T. van der, (1996), Hebben personeelsopties ook waarde voor beleggers?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 70, 519-528.
- Hoeven, B. van der, (1995), Beschermingsconstructies Nederlandse beursfondsen: een burcht met vele verdedigingswallen, *F&O Monitor* (1/2), 23-31.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-overs, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jong, A. de, R. Kabir, T. Marra en A. Röell, (1998), Ownership and control in the Netherlands, in: *The separation of*

- ownership and control: a survey of 7 European countries* (Preliminary report to the European Commission submitted on 27 October 1997, Volume 4).
- Kabir, R., D. Cantrijn en A. Jeunink, (1997), Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: an empirical analysis, *Strategic Management Journal* 18, 97-109.
- Moerland, P.W., (1997), Corporate governance: schakering, reikwijdte en definiëring, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 71, 657-665.
- Monks, R.A.G. en N. Minow, (1995), *Corporate governance*, Blackwell Business, Oxford.
- Oijen, P. van en C.H.S. Bouwman, (1999), Managementverloop en bedrijfsprestaties: Nederland in international perspectief, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 73, juli/augustus 1999.
- Rediker, K.J. en A. Seth, (1995), Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms, *Strategic Management Journal* 16, 85-99.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Short, H., (1995), Ownership, control, financial structure and the performance of firms, *Journal of Economic Surveys* 8, 203-249.
- Slagter, W.J., (1996), *Compendium van het ondernemingsrecht* (Zevende druk, Kluwer, Deventer).
- Voogd, R.P., (1989), *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen* (Academisch proefschrift, Deventer).
- Zwiebel, J., (1996), Dynamic capital structure under managerial entrenchment, *American Economic Review* 86, 1197-1215.

#### Appendix A: Correlaties tussen beheersingsmechanismen en ondernemingskenmerken

	<i>Boek- waarde activa</i>	<i>Markt- waarde activa</i>	<i>Omzet</i>	<i>Materiële vaste activa</i>	<i>Bedrijfs- risico</i>	<i>Groei boek- waarde</i>	<i>Markt- boek- waarde ratio</i>	<i>Bedrijfs- resultaat</i>
(1) Schuldratio	-0.067	-0.066	-0.034	-0.100	-0.123*	0.166*	0.134*	-0.152*
(2) Schuldratio marktwaarde	-0.071	-0.121*	-0.069	0.205*	-0.432*	-0.058	-0.551*	-0.504*
(3) Langetermijn schuldratio	0.059	0.041	0.058	0.227*	-0.138*	0.074	-0.057	-0.086
(4) Langetermijn schuldratio marktwaarde	0.044	-0.002	0.029	0.340*	-0.272*	-0.015	-0.333*	-0.262*
(5) Conversie vreemd vermogen	-0.010	-0.006	-0.009	0.037	0.087	-0.002	0.103	-0.006
(6) Kortetermijn vreemd vermogen	-0.110*	-0.095	-0.077	-0.270*	-0.011	0.102	0.171*	-0.078
(7) Aandelen RvB	-0.073	-0.070	-0.077	-0.027	0.049	0.040	0.019	-0.031
(8) Aandelen RvB/RvC	-0.080	-0.077	-0.087	-0.096	0.061	0.024	-0.013	-0.019
(9) Aandelen RvB/RvC/Fam	-0.083	-0.080	-0.091	-0.074	0.060	0.039	-0.012	0.036
(10) Institutionele aandeelhouders	-0.116*	-0.102	-0.100	0.077	-0.051	0.009	-0.096	-0.040
(11) C <sub>1</sub>	-0.130*	-0.115*	-0.154*	0.041	0.085	0.048	0.022	0.021
(12) C <sub>1</sub> extern	-0.102	-0.088	-0.125*	0.139*	0.056	0.067	0.016	-0.005
(13) C <sub>totaal</sub>	-0.240*	-0.227*	-0.270*	0.138*	0.027	0.034	-0.030	0.095
(14) C <sub>totaal</sub> extern	-0.193*	-0.183*	-0.219*	0.196*	-0.009	0.019	-0.022	0.084
(15) Beschermingsconstructies	-0.011	-0.023	-0.028	0.006	-0.074	-0.004	0.036	0.053
(16) Omvang RvC	0.104	0.071	0.168*	-0.012	-0.156*	0.088	-0.011	-0.018
(17) Relatieve omvang RvC	-0.500*	-0.518*	-0.505*	0.103	-0.135*	0.105*	-0.218*	-0.165*
(18) Omvang Rvb en RvC	0.303*	0.284*	0.404*	-0.053	-0.022	-0.065	0.022	0.063
(19) Bankrelatie <sub>totaal</sub>	0.199*	0.172*	0.230*	-0.076	-0.161*	0.002	-0.007	-0.013
(20) Bankrelatie <sub>imiek</sub>	0.192*	0.165*	0.221*	-0.085	-0.163*	0.020	-0.001	-0.009
(21) Bankrelatie <sub>aandeelhouder</sub>	-0.032	-0.042	-0.031	0.021	-0.096	-0.017	-0.080*	-0.015

Noot: Weergegeven zijn Pearson-correlaties. Het symbol "\*" duidt op een correlatie verschillend van 0, op 1% (tweezijdig) significantieniveau.

## Appendix B: Correlaties tussen ondernemingskenmerken

	<i>Boek- waarde activa</i>	<i>Markt- waarde activa</i>	<i>Omzet</i>	<i>Materiële vaste activa</i>	<i>Bedrijfs- risico</i>	<i>Groei boek- waarde</i>	<i>Markt- boek- waarde ratio</i>	<i>Bedrijfs- resultaat</i>
Boekwaarde activa	1.000							
Marktwaarde activa	0.981*	1.000						
Omzet	0.966*	0.955*	1.000					
Materiële vaste activa	0.039	0.016	0.036	1.000				
Bedrijfsrisico	-0.080*	-0.054	-0.084	-0.275*	1.000			
Groei boekwaarde	-0.033	-0.008	-0.028	-0.037	-0.031	1.000		
Markt-boekwaarde ratio	0.010	0.075	0.024	-0.418*	0.456*	0.179*	1.000	
Bedrijfsresultaat	0.005	0.035	0.013	-0.064	0.177*	0.170*	0.539*	1.000

Noot: Weergegeven zijn Pearson-correlaties. Het symbol \*\* duidt op een correlatie verschillend van 0, op 1% (tweezijdig) significantieniveau.

### NOTEN

1 Human capital van de topmanager is het tegenovergestelde van de externe arbeidsmarkt voor managers en wordt benaderd met het aantal jaren dat de manager in dienst is bij de onderneming. De variabele is gecorrigeerd voor de leeftijd van de manager.

2 Zie De Jong, Kabir, Marra en Röell (1998) voor een beschrijving van de correcties.

3 De lijst van beschermingsconstructies is niet volledig. Voogd (1989) beschouwt het structuurregime (44% van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen), prioriteitsaandelen (53%), preferente aandelen (51%), bindende voordracht (49%), stemrechtbeperking (6%) en certificering (32%), voor een dataset van 237 beursgenoteerde ondernemingen in 1988. Bindende voordracht is een constructie voor eigenaren van prioriteitsaandelen die het aanstellen van een bestuurder mogelijk maakt. In geval van structuurregime hebben deze bindende voordrachten minder kracht, omdat ze niet langer bindend zijn. Zie Slagter (1996, p. 209 en p. 231). Van der Hoeven (1995) bestudeert het structuurregime (65%), prioriteitsaandelen (41%), preferente aandelen (61%), gemeenschappelijk-bezitsconstructie (8%) en Pandoraconstructies (2%), voor een dataset van 135 beursfondsen in 1992 and 1993. In een gemeenschappelijk-bezitsconstructie zijn de aandelen van de onderneming (deels) in handen van een holding en de aandeelhouders van deze holding kunnen alleen het (dividend)beleid van deze onderneming beïnvloeden, en niet van de onderliggende onderneming. Het resultaat is vergelijkbaar met certificering. Pandoraconstructies zijn diverse arrangementen, die de onderneming minder aantrekkelijk als overnamekandidaat maken (bijvoorbeeld de 'crown-jewel'-constructie, 'poison pills' en 'golden parachutes') of een

overname onmogelijk maken door aandelentransacties (bijvoorbeeld 'white knight'-constructie, 'pac-man'-constructie, buy-outs en kruisparticipaties). Kabir, Cantrijn en Jeunink (1997) beschrijven het gebruik van prioriteitsaandelen (45%), preferente aandelen (59%), bindende voordracht (36%), stemrechtbeperking (4%) en certificering (40%) in 177 beursfondsen in 1992.

4 Een vergelijkbare aanpak is gebruikt in Van Ees en Garretsen (1994). In Nederland domineert een klein aantal grote banken de sector. Volgens EIU (1995) zijn de totale activa, per einde 1994, voor ABN-AMRO 504,6 miljoen gulden, 269,0 miljoen voor Rabobank en 217,5 miljoen voor ING. Naast deze drie grootbanken, is een aantal kleinere banken in onze dataset opgenomen, te weten MeesPierson, Fortis/Amev, SNS bank/Reaal, Mendes Gans, Van Kempen, NIB, Staal, AVCB/Achmea, Van der Hoop en Kas-Associatie.

5 Met betrekking tot institutionele aandeelhouders moeten twee opmerkingen worden gemaakt. Ten eerste is ING als bank opgenomen, terwijl de onderneming tevens activiteiten als verzekeraar ontplooit. Naar verwachting is een aanzienlijk deel van de aandelen in handen van het verzekeringsonderdeel. Ten tweede worden de resultaten beïnvloed door de laagste meldingsdrempel in de Wet Melding Zeggenschap. Banken, verzekeringsmaatschappijen en venture capital-verschaffers zijn (vennootschaps)belastingplichtig. Door de deelnemingsvrijstelling, vanaf 5% deelnemingen, hebben deze beleggers goede redenen om belangen van minstens 5% aan te houden. Echter, omdat deze belastingplicht niet voor pensioenfondsen geldt, valt het voordeel van de deelnemingsvrijstelling weg. Dit kan leiden tot het onderschatten van de belangen van pensioenfondsen.

6 In de dataset zijn variabelen opgenomen voor een groot aantal voor Nederland relevante disciplineringsmechanismen. Echter, voor een viertal mechanismen zijn geen data beschik-

baar en/of opgenomen. Het eerste mechanisme is de arbeidsmarkt voor managers. Zie Van Ooijen en Bouwman (1999) voor een empirische studie naar de werking van dit mechanisme. Het tweede mechanisme is de beloningsstructuur van het management, anders dan aandelenbezit. Van der Goot (1996) heeft de invloed van personeelsopties, en in het bijzonder managementopties, op de prestaties van de onderneming onderzocht voor nieuw genoteerde Nederlandse ondernemingen. Het derde mechanisme is de productmarkt waar de onderneming actief is. Het vierde mechanisme is de structuur van het vreemd vermogen, zoals convenanten en onderpand.

7 De variabele 'beschermingsconstructies' is gedefinieerd als de logaritme van het aantal beschermingsconstructies plus één. Boekwaarde is de logaritme van de boekwaarde van de totale activa. In de regressievergelijking voor de schuldratio zijn materiële vaste activa en bedrijfsrisico als controle-variabelen opgenomen. In Appendix A (zie pagina 510) zijn de correlaties tussen ondernemingskenmerken en beheersingsmechanismen weergegeven. Ter aanvulling zijn in Appendix B (zie pagina 511) tevens de onderlinge correlaties tussen de kenmerken van de ondernemingen opgenomen.

8 Zie Cools (1993) en Van Dijk en De Jong (1998).

9 In de regressievergelijkingen is of  $C_1$  extern of  $C_{\text{totaal}}$  extern opgenomen vanwege de hoge correlatie tussen deze variabelen. In geen van de vergelijkingen leidt het opnemen van de andere concentratiemaatstaf tot andere resultaten. Een uitzondering is vergelijking (3), waar de coëfficiënt voor  $C_{\text{totaal}}$  extern significant positief is op het 1%-betrouwbaarheidsniveau. Dit resultaat kan worden verklaard door de aanwezigheid van de institutionele belangen in  $C_{\text{totaal}}$  extern.

10 Tevens dient in twee regressievergelijkingen aan dit criterium te worden voldaan. In de eerste vergelijking is de eerste variabele de te verklaren variabele en de tweede verklarend, en vice versa in de tweede vergelijking.

11 Opgemerkt dient te worden dat substitutie en complementariteit relatieve begrippen zijn. Bijvoorbeeld beschermingsconstructies zijn een benadering van de mate van afwezigheid van de druk van de markt voor onvrijwillige overnames. Indien de variabele invers gedefinieerd zou zijn als de kans op een overname, zou complementair substituuut worden en vice versa.

12 Zie *Het Financieele Dagblad*, 27 en 28 mei 1997.