UNIVERSITY OF AMSTERDAM

UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Aandeelhouderswaarde versus stakeholderwaarde: Een analyse van de ontwikkelingen in Nederland (1992-2009)

Bezemer, P.J.; van den Bosch, F.A.J.; Volberda, H.W.

Publication date
2012

Published in
Jaarboek Corporate Governance

Link to publication

Citation for published version (APA):
Bezemer, P. J., van den Bosch, F. A. J., & Volberda, H. W. (2012). Aandeelhouderswaarde versus stakeholderwaarde: Een analyse van de ontwikkelingen in Nederland (1992-2009). *Jaarboek Corporate Governance*, *2012-2013*, 17-28. http://www.jaarboekcorporategovernance.nl/?p=173

General rights
It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations
If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: https://uba.uva.nl/en/contact, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, P.O. Box 19185, 1000 GD Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

UvA-DARE is a service provided by the library of the University of Amsterdam (https://dare.uva.nl)

Download date:12 Nov 2026

2 Aandeelhouderswaarde versus stakeholderwaarde: Een analyse van de ontwikkelingen in Nederland (1992-2009)

Pieter-Jan Bezemer, Frans van den Bosch en Henk Volberda

1. Inleiding

De vraag of beursgenoteerde ondernemingen enkel de belangen van haar aandeelhouders zouden moeten behartigen of ook die van alle andere betrokken stakeholders, staat al geruime tijd ter discussie in de wetenschap en in de praktijk. In het Nederlandse poldermodel werd deze vraag van oudsher beantwoord door de nadruk te leggen op de belangen van de verschillende stakeholders en relaties in netwerken rondom bedrijven. Gedurende de laatste decennia zijn er in Nederland echter steeds meer invloeden waarneembaar vanuit het Angelsaksische model, waarin niet de belangen van stakeholders maar die van de aandeelhouders centraal staan. Dit blijkt onder meer uit de recente maatschappelijke discussies betreffende topsalarissen en de rol van de overheid en de banken tijdens de recente financiële crisis.

Ondanks de brede maatschappelijke aandacht voor deze thematiek is er verder echter relatief weinig bekend over deze ontwikkelingen in Nederland. In welke mate heeft het Angelsaksische model bijvoorbeeld voet aan de grond gekregen in Nederland? En is het terecht dat aan deze veranderingen zo vaak een negatieve invloed op de prestaties van Nederlandse ondernemingen wordt toegeschreven? En wie heeft er eigenlijk substantieel bijgedragen aan de verspreiding van deze alternatieve logica in de Nederlandse context? Door middel van een inhoudsanalyse van de jaarverslagen van de top-100 beursgenoteerde bedrijven in Nederland gedurende de jaren 1992-2009 proberen we in dit hoofdstuk antwoord te geven op deze intrigerende vragen.

Dit hoofdstuk is als volgt gestructureerd. In paragraaf twee beschrijven we allereerst de belangrijkste kenmerken van zowel het Angelsaksische als het Rijnlandse model. In paragraaf drie gaan we vervolgens in op de vraag in welke mate er daadwerkelijk sprake is van een verspreiding van het Angelsaksische gedachtegoed in Nederland. In paragraaf vier analyseren we de factoren die mogelijk een bijdrage hebben geleverd aan deze ontwikkelingen en in paragraaf vijf bespreken we vervolgens de invloed van deze veranderingen op de prestaties van beursgenoteerde bedrijven in Nederland. In paragraaf zes gaan we ten slotte in op de maatschappelijke gevolgen en onderzoeksimplicaties van onze bevindingen.

2. Het Angelsaksische model versus het Rijnlandse model

Omdat er van oudsher verschillende opvattingen bestaan over het doel van ondernemingen,[1] is er wereldwijd een variëteit aan economische modellen waar te nemen waarbinnen de rol van bedrijven anders wordt ingevuld. In liberale markteconomieën zoals in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk beschouwt men de onderneming voornamelijk als een instrument om zoveel mogelijk economische waarde te creëren voor de eigenaren. In gecoördineerde markteconomieën zoals in Duitsland, Japan en Nederland beschouwt men de onderneming daarentegen oorspronkelijk meer als als een samenwerkingsverband waarin alle betrokken partijen recht hebben op een redelijke beloning.[2] De keuze voor één van deze modellen heeft belangrijke implicaties voor de invulling van de rol van de overheid, werknemers en financiële instellingen. Ook wijze waarop wordt samengewerkt door de verschillende stakeholders en de manier waarop innovatie wordt nagestreefd door bedrijven worden door deze keuze beïnvloed. Tabel 1 geeft een overzicht van de belangrijkste verschillen tussen beide economische modellen.

Tabel 1: **Kenmerken van het Rijnlandse model en het Angelsaksische model[3]**

	Gecoördineerde markteconomieën	**Vrije markteconomieën**
Eigenschappen	Rijnlands gemeenschapsdenken Grote rol en invloed overheid, werknemers en financiële instellingen Netwerkgeoriënteerd	Angelsaksisch efficiëntiedenken Beperkte rol en invloed overheid, werknemers en financiële instellingen Marktgeoriënteerd
Onderneming	gezien als een… samenwerkingsverband tussen alle betrokkenen partijen.	… mechanisme voor de maximalisatie van aandeelhouderswaarde.
Samenwerking	Tussen markt en hiërarchie Gericht op lange termijn Intensief wederzijds contact (vertrouwen)	Markt of hiërarchie Gericht op korte termijn Oppervlakkig contact (contracten)

1 R.E. Freeman, A.C. Wicks en B. Parmar, 'Stakeholder theory and 'the corporate objective revisited'', *Organization Science* 2004, 15, p. 364-369; A.K. Sundaram en A.C. Inkpen, 'The corporate objective revisited', *Organization Science* 2004, 15, p. 350-363.

2 P.W. Moerland, 'Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems', *Journal of Economic Behavior & Organization* 1995, 26, p. 17-34; E.M. Heemskerk, 'Decline of the corporate the corporate community: Network dynamics of the Dutch Business Elite', Amsterdam, Amsterdam University Press, 2007.

3 Vertaald en aangepast uit P.W. Moerland, 'Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems', *Journal of Economic Behavior & Organization* 1995, 26, p. 17-34; E.M. Heemskerk, 'Decline of the corporate the corporate community: Network dynamics of the Dutch Business Elite', Amsterdam, Amsterdam University Press, 2007.

De voor- en nadelen van beide economische modellen staan al jarenlang ter discussie. De voorstanders van het liberale Angelsaksische model wijzen voornamelijk op de economische noodzaak voor bedrijven om enkel aandeelhouderswaardemaximalisatie na te streven. Milton Friedman stelde bijvoorbeeld in 1970 al dat dit de maatschappelijke verantwoordelijkheid van managers is, aangezien het streven naar aandeelhouderswaarde volgens hem de enige manier is waarop een onderneming in competitieve markten kan overleven. Hij was bovendien van mening dat het onethisch is als managers geld zouden uitgeven dat in essentie van de eigenaren van het bedrijf is. Tegenstanders wijzen echter op de onevenwichtige inkomensdistributie, financiële excessen en het verlies van de mensgerichtheid als gevolg van een te sterke focus op het financiële bedrijfsresultaat binnen dit model. Het Rijnlandse model wordt daarentegen veelal geprezen voor het aanpakken van deze problemen, maar critici wijzen geregeld op de vergadercultuur, de inflexibiliteit van de arbeidsmarkt en de acceptatie van middelmatigheid als gevolg van het Rijnlandse denken.[4]

Daar waar beide economische systemen decennialang naast elkaar hebben voortbestaan, zorgen de globalisering en de liberalisering van nationale financiële markten in toenemende mate voor uitwisseling tussen Rijnlandse en Angelsaksische economieën. Deze ontwikkeling heeft tot gevolg dat overheden en bedrijven in gecoördineerde markteconomieën als Duitsland, Zweden, Frankrijk en Japan in toenemende mate worstelen met invloeden vanuit het Angelsaksische model[5]. Goede illustraties hiervan zijn de maatschappelijke debatten in (West-)Europese landen rondom prestatie-afhankelijke beloningsstructuren, de rechten en verantwoordelijkheden van aandeelhouders en rol van hedgefondsen en participatiemaatschappijen.

Opvallend genoeg is de focus op aandeelhouderswaarde in Angelsaksische economieën historisch gezien overigens ook niet altijd zo sterk geweest zoals nu. Tot in de jaren zeventig was het in de Verenigde Staten bijvoorbeeld vrij gebruikelijk dat het merendeel van de grootste ondernemingen hun winsten belegden in verdere groei in plaats van deze uit te keren aan de aandeelhouders. De druk door groeiende internationale concurrentie uit Japen, prestatieproblemen door de toenemende interne bureaucratie en de groter wordende invloed van institutionele beleggers zorgden er echter voor dat dit veranderde en dat aandeelhouderswaardemaximilisatie in de jaren tachtig steeds belangrijker werd gevonden. Als gevolg hiervan begonnen de grootste Amerikaanse bedrijven steeds meer dividend uit te betalen, eigen aandelen in te

4 Zie D. Kalff, 'Onafhankelijkheid voor Europa: Het eind van het Amerikaanse ondernemingsmodel', Amsterdam, Business Contact, 2004; J. Peters en M. Weggeman. 'Het Rijnland boekje', Amsterdam, Business Contact, 2009.

5 P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'The diffusion of ideas over contested terrain: The (non)adoption of a shareholder value orientation among German firms', *Administrative Science Quarterly* 2004, 49, p. 501-534; W. Lazonick en M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance', *Economy & Society* 2000, 29, p. 13-35; F. Morin, 'A transformation in the French model of shareholding and management', *Economy & Society* 2000, 29, p. 36-53; T. Yoshikawa en J. McGuire, 'Change and continuity in Japanese corporate Governance', *Asia Pacific Journal of Management* 2008, 25, p. 5-24; T. Yoshikawa, L.S. Tsui-Auch en J. McGuire, 'Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan', *Organization Science* 2007, 18, p. 973-988.

kopen, managers prestatieafhankelijke beloningen te geven en af te slanken door middel van grote ontslagrondes.[6]

3. Aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland

Om zicht te krijgen op de mate waarin het Angelsaksische model zich gedurende de laatste decennia daadwerkelijk in Nederland heeft verspreid, analyseerden we de inhoud van meer dan 1700 jaarverslagen van top-100 beursgenoteerde bedrijven in Nederland gedurende de periode 1992-2009. We selecteerden de top-100 beursgenoteerde ondernemingen aan de NYSE Euronext Amsterdam voor dit onderzoek op basis van de marktkapitalisatie en gemiddelde jaarlijkse omzet. Deze 100 bedrijven leveren een significante bijdrage aan de Nederlandse economie en zijn actief in industrieën variërend van de bouw en communicatie tot IT-consultancy en financiële dienstverlening. Naast jaarverslagen hebben we tevens gebruik gemaakt van een aantal secundaire databronnen, zoals het Handboek Nederlandse Beursfondsen, de AFM-website en de databases Thomson One Banker, Worldscope en Reach (Bureau van Dijk). Verder interviewden we een aantal oud-CEO's en commissarissen over dit onderwerp.[7]

De keuze voor een inhoudsanalyse van jaarverslagen werd gemotiveerd door het gegeven dat deze documenten publiekelijk beschikbaar zijn en nog steeds één van de belangrijkste manieren vormen om te communiceren met aandeelhouders. De inhoud ervan is daarom van belang als indicatie van het gekozen beleid door het bestuur. Twee onafhankelijke onderzoekers hebben de jaarverslagen van de top-100 bedrijven geanalyseerd door te zoeken naar tekstpassages waarin het begrip aandeelhouderswaarde (of een equivalent daarvan, zoals rendement voor de aandeelhouders) expliciet werd genoemd in het jaarverslag. Voorbeelden van zulke tekstpassages zijn:

- 'Centraal in de concernstrategie staat het optimaliseren van het rendement voor aandeelhouders door op zorgvuldig gekozen deelmarkten vooraanstaande posities in te nemen als gespecialiseerde internationale marketing-, verkoop- en distributieorganisatie' (Hagemeyer NV, 1993),
- 'De strategie van Ballast Nedam is erop gericht de centrale doelstelling van het creëren van aandeelhouderswaarde te realiseren door middel van groei van de winst en van de winst per aandeel' (Ballast Nedam NV, 1997), en
- 'De missie van Rodamco Europe is het genereren van een consistente groei in aandeelhouderswaarde' (Rodamco Europe NV, 2005).

---

6 Zie voor een uitgebreide beschrijving en analyse W. Lazonick en M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance', *Economy & Society* 2000, 29, p. 13-35; A. De Jong, A. Roell en G. Westerhuis, 'Changing national business systems: Corporate governance and financing in the Netherlands, 1945-2005'. Business History Review 2009, 84, p. 773-798.

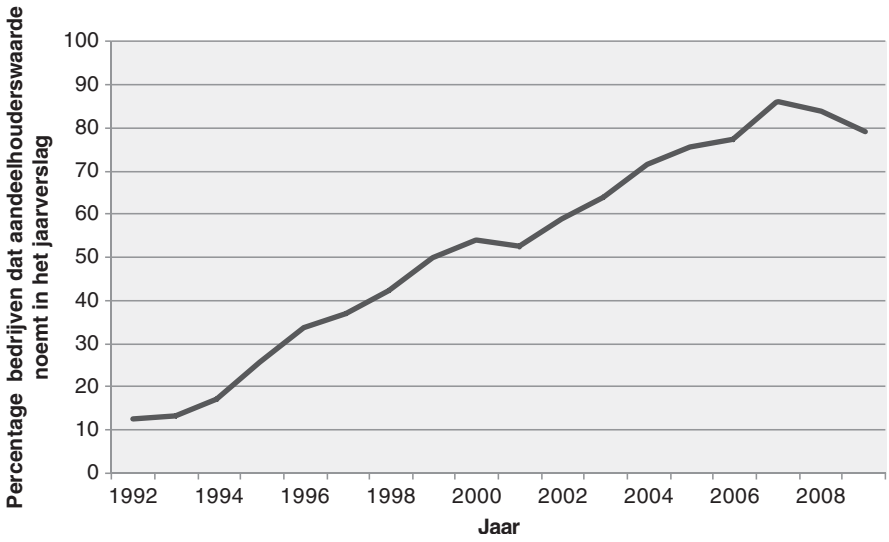
7 Zie voor meer details P. Bezemer, 'Diffusion of corporate governance beliefs: Board independence and the emergence of a shareholder value orientation in the Netherlands', Rotterdam, ERIM doctoral dissertation, 2010.

De resultaten van onze inhoudsanalyse laten een duidelijke toename van de Angelsaksische benadering zien in Nederland: daar waar 13% van de top-100 beursgenoteerde bedrijven in 1992 aandeelhouderswaarde (of een equivalent daarvan) noemt in het jaarverslag, is dit percentage in 2009 gestegen naar 79% (zie Grafiek 1). Een geïnterviewde commissaris herkende deze trend en beschreef deze als:

> '[de] aanwezigheid van een fundamenteel begrip binnen Nederlandse ondernemingen dat de belangen van aandeelhouders tegenwoordig nauwkeurig in ogenschouw moeten worden genomen. En dat is anders dan 15 jaar geleden. Bedrijven wisten toen zelf het beste wat goed was voor de aandeelhouders op de lange termijn.'

Opvallenderwijs is er vanaf de laatste twee jaar van onze analyse een duidelijke afname waar te nemen in het aantal top-100 ondernemingen dat een aandeelhouderswaardeoriëntatie onderschrijft (van 86% van de top-100 bedrijven in 2007 naar respectievelijk 79% in 2009). Deze bevinding lijkt te suggereren dat de economische crisis mogelijk een kentering teweeg heeft gebracht in de wijze waarop bedrijven aandeelhouderswaarde benaderen, hoewel de toekomst zal moeten uitwijzen hoe definitief deze teruggang daadwerkelijk is.

Grafiek 1: **De verspreiding van aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland**[8]



Hoewel onze inhoudsanalyse laat zien dat er een duidelijke verandering heeft plaatsgevonden in de houding van top-100 bedrijven ten opzichte van aandeelhouderswaarde,

8 P. Bezemer, 'Diffusion of corporate governance beliefs: Board independence and the emergence of a shareholder value orientation in the Netherlands', Rotterdam, ERIM doctoral dissertation, 2010.

zou deze ontwikkeling ook kunnen wijzen op een steeds strategischer gebruik van het jaarverslag als communicatiemiddel met aandeelhouders. Eerder onderzoek heeft namelijk aangetoond dat het gunstig kan zijn voor een onderneming om zich symbolisch te associëren met een bepaald beleid, maar het vervolgens niet te implementeren.[9] Een geïnterviewde commissaris omschreef dit in het kader van aandeelhouderswaarde als volgt:

> 'Een bedrijf zal vaak zeggen dat men gericht is op de korte termijn om zo aandeelhouders tevreden te houden, maar de lange termijn is wat men echt wil.'

Onze onderzoeksresultaten laten echter zien dat deze veranderingen niet alleen maar retoriek en symboliek zijn: top-100 beursgenoteerde bedrijven die verwijzen naar aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag, implementeren ook vaker mechanismen die geassocieerd worden met een aandeelhouderswaardeoriëntatie: managementsystemen met een nadruk op economische waardeconcepten (bijvoorbeeld EVA), aandelen- of optieregelingen, inkoopprogramma's voor eigen aandelen en presentatie van de jaarcijfers volgens internationale accountancystandaarden. Daarmee lijkt daadwerkelijk sprake te zijn van een verandering in de bedrijfsfilosofie van de top-100 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland. Een commissaris omschreef dit als volgt:

> 'Als je op NBC, CNN of in de Nederlandse kranten een voorzitter of een CFO hoort praten over de resultaten van het laatste kwartaal, noemt hij altijd wat hij doet in het belang van de aandeelhouders of aandeelhouderswaarde, aangezien hij zich realiseert hoe belangrijk de aandeelhouders zijn. Een deel ervan is absoluut retoriek, maar het is wel in hun gedachten.'

4. Oorzaken van de groeiende focus op aandeelhouderswaarde in Nederland

Veel onderzoekers hebben zichzelf afgevraagd welke factoren hebben bijgedragen aan de wereldwijde verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie. In de uitgebreide literatuur op dit gebied worden vele verschillende verklaringen geopperd, zoals de toenemende internationale concurrentie, de globalisering van financiële markten, een tweede beursnotering van bedrijven in een Angelsaksisch land en de groeiende invloed van CEO's met een financiële achtergrond.[10] Er is echter vaak een

9 P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'The diffusion of ideas over contested terrain: The (non)adoption of a shareholder value orientation among German firms', *Administrative Science Quarterly* 2004, 49, p. 501-534; J.D. Westphal en E.J. Zajac,' Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs', *Administrative Science Quarterly* 2001, 46, p. 202-228.

10 P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'The diffusion of ideas over contested terrain: The (non)adoption of a shareholder value orientation among German firms', *Administrative Science Quarterly* 2004, 49, p. 501-534; W. Lazonick en M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance', *Economy & Society* 2000, 29, p. 13-35; W.M. Sanders en A. Tüschke 'The adoption of institutionally contested organizational practices: The emergence of stock option pay in Germany', *Academy of Management Journal* 2007, 50, p. 33-56; T. Yoshikawa, L.S. Tsui-Auch en J. McGuire, 'Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan',

invloedrijke partij nodig om een grote verandering teweeg te brengen zoals die van het Rijnlandse model naar het Angelsaksische model.[11]

Uit ons onderzoek blijkt dat twee groepen invloedrijke aandeelhouders een grote rol hebben gespeeld in deze ontwikkeling. Allereerst blijkt dat top-100 beursgenoteerde bedrijven eerder geneigd zijn om aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag te benadrukken als zij grote aandeelhouders met een financiële achtergrond hebben, zoals banken, participatiemaatschappijen, hedgefondsen en pensioenfondsen. Deze investeerders staan namelijk zelf onder druk van de globale financiële markten. Bovendien zijn deze eigenaren zich ook bewuster van het belang van aandeelhouderswaarde en rendement en vertalen ze dit door naar de bedrijven waarin ze een aanzienlijk belang hebben. Het is hierbij opmerkelijk dat dit niet alleen opgaat voor hedgefondsen en participatiemaatschappijen - die veel media-aandacht hebben gekregen - maar om financiële instellingen over de gehele breedte van het spectrum. Een manager van een pensioenfonds merkte in dit kader bijvoorbeeld op dat het erop lijkt dat:

> 'pensioenfondsen zijn meegelift op de golven van het rendementsdenken die door andere financiële partijen zijn gecreëerd'.

Ten tweede blijkt uit onze statistische analyses van jaarverslagen dat top-100 Nederlandse ondernemingen vaker aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag benadrukken als zij grote aandeelhouders met een Angelsaksische nationaliteit hebben. Een geïnterviewde commissaris omschreef het mechanisme dat hieraan ten grondslag ligt als volgt:

> 'Je zou eens goed moeten kijken naar de participaties van Angelsaksische aandeelhouders om te zien of hun bedrijfsfilosofie niet met hen is meegekomen naar Nederland. (…) Als onderneming moet je er op voorbereid zijn dat deze investeerders tijdens aandeelhoudersvergaderingen, als ze überhaupt komen, praten over Amerikaanse ideeën, ze praten over aandeelhouderswaarde.'

Daarmee is de toenemende nadruk op aandeelhouderswaarde in Nederland niet enkel maar een financieel fenomeen, maar spelen de verwachtingspatronen van Angelsaksische investeerders ook een belangrijke rol.

Verder bleek uit onze interviews dat de implementatie van een aandeelhouderswaardeoriëntatie is toegenomen onder druk van aandeelhouders gedurende de periode 1992-2009. Met name de introductie van aandelen- en optieregelingen werd door geïnterviewde commissarissen en oud-bestuurders in deze termen besproken. Een oud-CEO vertelde bijvoorbeeld hoe hem keer op keer gevraagd werd tijdens presentaties in de Verenigde Staten:

Organization Science 2007, 18, p. 973-988; T. Yoshikawa en A.A. Rasheed, 'Convergence of corporate governance: Critical review and future directions', *Corporate Governance: An International Review* 2009, 17, p. 388-404.

11 M.S. Kraatz en J.H. Moore, 'Executive migration and institutional change', *Academy of Management Journal* 2002, 45, p. 120-143.

> 'waarom beleggers zouden moeten investeren in een bedrijf waarvan de CEO het niet de moeite waard vindt om er zelf geld in te stoppen'. Hij legt uit: 'Daarom heb ik de RvC op een gegeven moment gezegd dat ik iets nodig had, opties nodig had. Zodat ik kan laten zien dat ik een belang heb in het geld van investeerders. En dat was de reden dat we een optieregeling introduceerden.'

Een andere commissaris omschreef dit proces op een soortgelijke manier:

> 'Stel dat je een commissaris bent van bedrijf X en je aandeelhouders voortdurend klagen over een gebrek aan focus op aandeelhouderswaarde. Een slimme commissaris zou dan opties geven, aangezien dit een duidelijk signaal afgeeft'.

5. Impact van oriëntatie op aandeelhouderswaarde op prestaties Nederlandse bedrijven

Een tweede belangrijke vraag die de verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland oproept, is welke gevolgen dit uiteindelijk heeft gehad voor de financiële prestaties van bedrijven. Het beperkte eerdere wetenschappelijke onderzoek naar de samenhang tussen een nadruk op aandeelhouderswaarde en de financiële prestaties van ondernemingen in de Europese context is niet eenduidig en biedt daarom weinig houvast.[12] Hypothetisch gezien zijn er drie mogelijke gevolgen van de toegenomen aandeelhouderswaardeoriëntatie denkbaar. Allereerst zouden de prestaties van ondernemingen hierdoor kunnen verbeteren, aangezien ze zich volledig richten op de belangen van aandeelhouders, oftewel het creëren van rendement. Ten tweede zouden de prestaties van bedrijven erop achteruit kunnen gaan, bijvoorbeeld omdat de nieuwe manier van denken niet aansluit bij de manier van zaken doen in de Nederlandse context. Minztberg beschreef de verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie in Europa al eens als volgt:

> 'Het is goed nieuws voor Noord-Amerikaanse bedrijven dat men in andere landen zo stom is om het Angelsaksische model met een focus op aandeelhouderswaarde over te nemen'.

Tot slot zou de toegenomen aandeelhouderswaardeoriëntatie zonder gevolgen kunnen blijven aangezien andere factoren mogelijk veel bepalender zijn voor de bedrijfsprestaties.

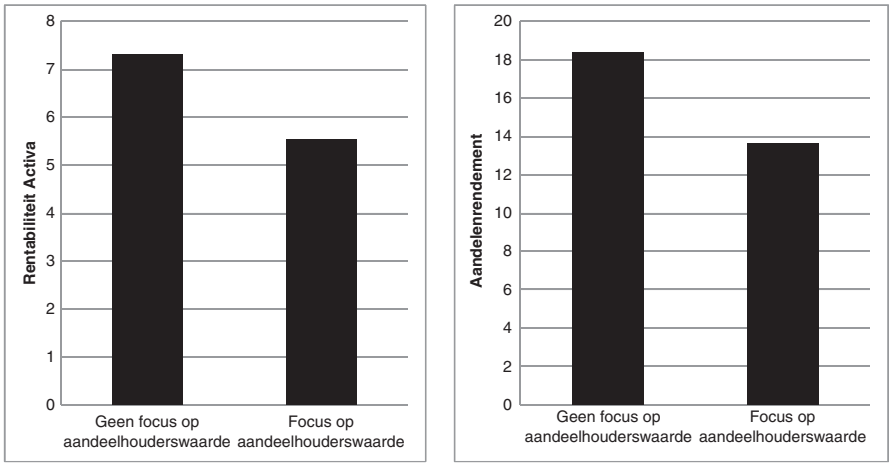
Uit ons onderzoek komt naar voren dat er voor de tweede optie het meeste te zeggen valt. De toegenomen focus op aandeelhouderswaarde heeft er tot nu toe niet toe

---

12 Zie P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'The symbolic management of strategic change: Sense-giving via framing and decoupling', *Academy of Management Journal* 2006, 49, p. 1173-93; J. Froud, C. Haslam, S. Johal en K. Williams, 'Shareholder value and financialization: Consultancy promises, management moves', *Economy & Society* 2000, 29, p. 80-110; S. Ghoshal, 'Bad management theories are destroying good management practices', *Academy of Management Learning & Education* 2005, 4, p. 75-91; M. Omran, P. Atrill en J. Pointon, 'Shareholders versus stakeholders: Corporate mission statements and investor returns', *Business Ethics: A European Review* 2002, 11, p. 318-326; M.E. Raynor, 'End shareholder value tyranny: Put the corporation first', *Strategy &Leadership* 2008, 37, p. 4-11. A. Tüschke en W.M.G. Sanders, 'Antecedents and consequences of corporate governance reform: The case of Germany', *Strategic Management Journal* 2003 24, p. 631-649.

geleid dat de prestaties van bedrijven zijn toegenomen: de top-100 beursgenoteerde bedrijven die in hun jaarverslag aandeelhouderswaarde benadrukten, behaalden gemiddeld een rendement op hun totale activa (ROA) dat 24% lager lag dan dat van ondernemingen die geen nadruk legden op aandeelhouderswaarde in hun jaarverslag (zie Grafiek 2). Bovendien lag ook het aandelenrendement (TSR) van bedrijven die aandeelhouderswaarde benadrukten in hun jaarverslag gemiddeld 25% lager dan bij andere bedrijven (zie Grafiek 2). Deze bevindingen laten zien dat de maatschappelijke kritiek in Nederland op het Angelsaksische model niet ongegrond is.

Grafiek 2: **Gevolgen van een aandeelhouderswaardeoriëntatie**[13]



Deze negatieve samenhang tussen aandeelhouderswaardeoriëntatie en de financiële prestaties van ondernemingen kan op verschillende manieren verklaard worden. Allereerst is het denkbaar dat de Angelsaksische denkwijze voor wrijving zorgt in duurzame netwerkrelaties van bedrijven met partijen als leveranciers, klanten en werknemers. Het Rijnlandse model functioneert immers op basis van samenwerking, coöperatie en gezamenlijke waardecreatie, terwijl het Angelsaksische model hoofdzakelijk uitgaat van marktwerking, concurrentie en eigenbelang, waardoor de oude relaties verstoord kunnen worden.

Ten tweede richt het Angelsaksische governance-model zich meer op kortetermijnresultaten en gaat het voorbij aan gerichte langetermijninvesteringen in kennis, innovatie en personeel, zoals gebruikelijk in het Nederlandse poldermodel. Een geïnterviewde commissaris wees in dat kader op het feit dat:

13 Data gebaseerd op de gemiddelde rentabiliteit en het gemiddelde aandelenrendement gedurende de periode 1992-2009; t-tests laten zien dat de verschillen significant zijn. P. Bezemer, 'Diffusion of corporate governance beliefs: Board independence and the emergence of a shareholder value orientation in the Netherlands', Rotterdam, ERIM doctoral dissertation, 2010.

> 'het besparen op onderzoeksbudgetten en onderwijskosten van medewerkers vaak als de beste manier werd gezien om te beginnen met het creëren van aandeelhouderswaarde.'

Een recente studie onderschrijft dit door aan te tonen dat Shell minder radicale innovaties genereerde toen het bedrijf geleid werd door Angelsaksische managers dan wanneer Rijnlands-georiënteerde managers de leiding hadden.[14] Een derde verklaring, gerelateerd aan de vorige, is dat de kortetermijnfocus van het Angelsaksische model minder ruimte biedt om risico's te nemen met het oog op de langere termijn. Een oud-CEO beschreef tijdens zijn interview bijvoorbeeld hoe in zijn tijd als bestuurder 10% van de inkomsten van de onderneming werd besteed aan de ontwikkeling van nieuwe markten in Oost-Europa. Tegenwoordig besteedt hetzelfde bedrijf slechts 1% van zijn inkomsten aan de ontwikkeling van grote nieuwe markten zoals India en China. De verklaring die de huidige voorzitter van het bedrijf daarvoor gaf, was:

> 'dat hij problemen had om (...) uit te leggen aan de aandeelhouders dat we eerst moeten investeren, terwijl we nu het rendement eigenlijk al willen hebben'.

De oud-CEO voegde hieraan toe dat hij ook bij andere ondernemingen waarvoor hij als commissaris werkt, waarneemt dat:

> 'de korte termijn tegenwoordig eerst komt; het moet allemaal snel en het risico moet heel beperkt zijn. Ik geloof dat dat negatief is voor een bedrijf.'

Ondanks de negatieve invloed van een aandeelhouderswaardeoriëntatie op de prestaties van Nederlandse bedrijven is enige nuance op zijn plaats. Onze onderzoeksresultaten laten zien dat zowel bedrijven die aandeelhouderswaarde in hun jaarverslagen benadrukken als bedrijven die dat niet doen gemiddeld een positief resultaat realiseren. Bovendien betreft het hier slechts twee indicatoren voor de bedrijfsresultaten, namelijk ROA en TSR. Ook wordt de eerder genoemde negatieve samenhang tussen een aandeelhouderswaardeoriëntatie en het rendement op de activa (ROA) minder sterk als top-100 beursgenoteerde ondernemingen niet alleen retorisch aandeelhouderswaarde benadrukken, maar ook daadwerkelijk implementeren in hun organisatie. Een duidelijke keuze voor aandeelhouderswaarde in woord en daad sorteert dus uiteindelijk minder slechte resultaten dan een symbolische poging om de aandeelhouders tevreden te stellen.

6. Conclusies en praktijkimplicaties

In dit hoofdstuk is ingegaan op de verspreiding van het Angelsaksische governance-model binnen Nederland. Net als in andere Europese landen die van oudsher gewend zijn om hun economische activiteit te organiseren volgens het Rijnlandse

14 Z. Kwee, F.A.J. Van Den Bosch en H.W. Volberda, 'The influence of top management team's corporate governance orientation on strategic renewal trajectories: A longitudinal analysis of Royal Dutch Shell plc, 1907–2004, 2011, *Journal of Management Studies*, 48, p. 984-1014.

governance-model bestaat er in Nederland een toenemende druk op bedrijven om zich meer te richten op het creëren van aandeelhouderswaarde. Uit ons onderzoek blijkt dan ook dat de top-100 beursgenoteerde ondernemingen in Nederland in de periode 1992-2009 meer belang zijn gaan hechten aan aandeelhouderswaarde. Deze verandering is met name tot stand gekomen onder invloed van Angelsaksisch-georiënteerde investeerders en door financiële instellingen. Deze ontwikkeling heeft echter wel geresulteerd in slechtere financiële prestaties van de onderzochte top-100 beursgenoteerde bedrijven, hoewel dit effect minder sterk is zodra de nieuwe Angelsaksische oriëntering niet slechts symboolpolitiek in jaarverslagen is, maar dagelijkse praktijk, bijvoorbeeld door middel van het implementeren van aandelen- en optieregelingen.

Deze resultaten hebben een aantal belangrijke maatschappelijke en wetenschappelijke implicaties. Ten eerste roept het negatieve effect van een aandeelhouderswaardeoriëntatie op de prestaties van beursgenoteerde bedrijven de vraag op of het overnemen en implementeren van Angelsaksische principes niet enigszins is doorgeschoten. Als Nederlandse bedrijven daarmee hun eigen prestaties ondermijnen, zouden ze zich moeten bezinnen op de vraag of ze hun Rijnlandse gedachtegoed misschien niet te snel hebben opgegeven in een globaliserende wereld. Een van de weinige kritische opiniestukken die naar aanleiding van dit onderzoek verschenen is,[15] belichtte deze kwestie vanuit een ander perspectief. De auteur vergelijkt aandeelhouderswaardeoriëntatie met een mes, dat zowel ten goede als ten kwade kan worden ingezet in de maatschappij. Hij suggereerde dat wellicht niet het mes, maar de intentie van de maatschappij en de bedrijven die het hanteren, het daadwerkelijke probleem zouden kunnen zijn. Een commissaris merkte in dat kader ook al op dat:

> 'je je als bedrijf ook op de korte termijn moet richten, omdat er anders nooit een lange termijn zal zijn'.

Ten tweede plaatsen onze onderzoeksbevindingen vraagtekens bij de toenemende macht en invloed van de aandeelhouder. Gedurende het afgelopen decennium zijn de rechten van de aandeelhouder verruimd, is het aantal beschermingsconstructies afgenomen en is er meer aandeelhoudersactivisme waargenomen in de Nederlandse context. Met het oog op de belangrijke rol van Angelsaksisch-georiënteerde investeerders en financiële instellingen bij de verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland, rijst derhalve de vraag of een herbezinning van de positie van de aandeelhouder in het Nederlandse governance-systeem niet op zijn plaats is. Mogelijk zijn aandeelhouders niet de beste partij om de belangen van alle stakeholders te waarborgen of is er meer debat nodig onder aandeelhouders met betrekking tot het te voeren bedrijfsbeleid. Aangezien uit ons onderzoek blijkt dat niet alleen topmanagers een rol hebben gespeeld in de verspreiding van een aandeelhouderswaardeoriëntatie in Nederland, plaatsen onze resultaten bovendien ook een

15 J. Groeneveld, Aandeelhouderwaarde in de schil, 12 April 2010, column op de website van accountancynieuws.nl (http://www.accountancynieuws.nl/commentaar/columns/aandeelhouderwaarde-in-de-schil.91633.lynkx).

kanttekening bij de rol van topmanagers, die regelmatig vrij negatief in de media is beschreven. Verschillende andere partijen hebben eveneens een rol gespeeld en dit roept de vraag op of we ons als maatschappij niet in bredere zin moeten herbezinnen op het doel van de onderneming en de beste manier om hieraan vorm te geven in de 21e eeuw.

Ten derde laten onze resultaten zien dat het aannemen van corporate governance-opvattingen die haaks staan op de gangbare logica in een nationale context, niet altijd productief is. Dat maant aan tot enige voorzichtigheid bij het implementeren van dit soort nieuwe ideeën. Een beperking van onze studie is echter dat we verder niet onderzocht hebben op welke wijze bedrijven die een aandeelhouderswaardeoriëntatie onderschrijven in de rest van het jaarverslag over hun stakeholders praten. Het is erg goed mogelijk dat ze eerdere stellingen met betrekking tot aandeelhouders nuanceren en veel gebalanceerder zijn dan onze resultaten suggereren. Vervolgonderzoek zou dit in ogenschouw kunnen nemen, te meer omdat recentelijk onderzoek suggereert dat berijven die in staat zijn om de sterke kanten van oude en nieuwe ideeën te combineren, uiteindelijk het beste preseteren.[16]

Tot slot is een belangrijke maatschappelijke vraag die zich nu aandient in hoeverre de huidige financiële crisis een blijvende kentering teweeg zal brengen in deze ontwikkeling, zoals Grafiek 2 lijkt te suggereren. Hoewel de populariteit van een aandeelhouderswaardeoriëntatie aan het begin van het decennium - rond de val van de beurskoersen en de verschillende corporate governance-schandalen zoals Enron en Ahold - een tijdelijke terugval laat zien, bleek de toename ervan in Nederland toendertijd vrij robuust. Of dit nu opnieuw het geval zal zijn, zal de toekomst moeten uitwijzen. Onze resultaten suggereren in ieder geval dat verdere voorzichtigheid op zijn plaats is.

16 S. Ansari, P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'Made to fit: How practices vary as they diffuse'. *Academy of Management Review* 2010, 35, 67-92; P.C. Fiss, M.T. Kennedy en G.F. Davis, 'How golden parachutes unfolded: Diffusion and variation of a controversial practice', *Organization Science*, forthcoming; P.C. Fiss en E.J. Zajac, 'The symbolic management of strategic change: Sense-giving via framing and decoupling', *Academy of Management Journal* 2006, 49, p. 1173-93