

## Interview

Pieter-Jan Bezemer

**‘Focus op aandeelhouder slecht voor bedrijven’**

Pieter-Jan Bezemer promoveerde op 19 maart aan de Rotterdam School of Management op zijn proefschrift ‘Diffusion of corporate governance beliefs’. Zijn belangrijkste conclusie is dat de focus op het creëren van aandeelhouderswaarde bij veel ondernemingen ten koste gaat van de bedrijfsresultaten.

*Aldo Dijkster, redacteur Praktijkblad Ondernemingsraad*

*Eij dacht, ik sprong in op de crisis?*

‘Nee, ik ben dit onderzoek in 2007 begonnen, vlak voordat de crisis uitbrak. Er waren twee redenen. De eerste is een heel praktische, namelijk dat dit project voorbijkwam. De tweede reden is nieuwsgierigheid. We zagen een steeds grotere invloed van het Angelsaksische denken in Nederland. Daarmee doel ik met name op de aandacht voor het creëren van zo veel mogelijk aandeelhouderswaarde bij bedrijven. We wilden weten hoe zich dat in een economie verspreidt en begrijpen hoe dat van de ene plek in de wereld naar de andere komt. Pas tijdens het onderzoek kwam de vraag op welke invloed de focus op aandeelhouderswaarde heeft voor de prestaties van het bedrijf.’

*En, hoe kon het zich verspreiden?*

‘We hebben in Nederland wetgeving en codes gehad die meer macht hebben gegeven aan de aandeelhouders. Niet alleen hebben ze meer te vertellen gekregen in het kader van de discussie over corporate governance, ook hebben de meeste beursgenoteerde ondernemingen beschermingsconstructies tegen aandeelhouders opgeheven. Daardoor werd het aantrekkelijker voor aandeelhouders om in deze bedrijven te investeren. Mijn onderzoek laat zien dat de verspreiding van aandeelhouderswaarde is gestimuleerd door twee groepen grote aandeelhouders: Angelsaksische beleggers, en financiële instellingen en investeerders zoals zakenbanken en hedgefondsen. De motieven van die financiële instellingen en investeerders komen in de eerste plaats voort uit druk vanuit de financiële markt die rendement verwacht. Dat rendementsdenken vertalen ze door naar de bedrijven waar ze in investeren. Een tweede oorzaak ligt in de educatie van managers van deze financiële instellingen. De focus bij studies voor managers bij dergelijke instellingen is vooral gericht op financiële prestaties.

De invloed van deze groepen aandeelhouders is groot geweest. We hebben 1400 jaarverslagen van de honderd grootste Nederlandse ondernemingen onderzocht over een periode van vijftien jaar. In 1992 zien we dat slechts 13 procent van die ondernemin-

gen het creëren van aandeelhouderswaarde in het jaarverslag benadrukte, in 2006 was dat gestegen naar 74 procent.’

*Zijn ook de managers in de ondernemingen zelf meer gericht op financiële prestaties?*

‘In dit onderzoek heb ik dat niet bekeken. We zijn nu met vervolgonderzoek bezig, waar we de vraag meenemen in hoeverre de achtergrond van managers van top-100 beursgenoteerde organisaties bepalend is voor de oriëntatie op het creëren van aandeelhouderswaarde.’

*Pensioenfondsen zijn ook financieel instellingen, maar rekenen niet in termen van het bestaan. In hoeverre hebben ze zich verzet tegen de oriëntatie op aandeelhouderswaarde?*

‘Opvallend genoeg is er van verzet vrijwel geen sprake geweest. Ze hebben meegelift op de golven van het rendementsdenken, die anderen hebben gecreëerd. Als ze meer een eigen rol spelen, zouden ze mogelijk voor meer balans kunnen zorgen. Hoewel daarbij aangetekend dient te worden dat pensioenfondsen vaak geen grote pakketten aandelen van Nederlandse bedrijven bezitten, waardoor hun invloed op de aandeelhoudersvergadering beperkt is.’

*Kunnen bedrijven zich wel verzetten tegen de focus op aandeelhouderswaarde?*



'Izeker, want 26 procent is niet in deze stroom meegegaan, zo blijkt uit ons onderzoek. We hebben waargenomen dat het vooral bedrijven betreft met een wat familieachtige cultuur waar de oprichter een grote vinger in de pap heeft. Dan kun je denken aan een bedrijf als Aalbers Industries, waar oprichter Jan Aalbers de scepter zwaait.'

*Presteren bedrijven die zich laten leiden door het creëren van aandeelhouderswaarde ook beter?*

'Nee, eerder integendeel. Als je kijkt naar het rendement op de bezittingen van het bedrijf, is dat 17 procent lager dan bij bedrijven die zich niet op aandeelhouderswaarde focussen. De oorzaak daarvan is dat bedrijven in de kosten gaan snijden, vooral bij interne opleidingen en innovatie. Die bedrijven lopen daardoor kennisachterstand op, waardoor het rendement op termijn vermindert.'

*Maar presteren ze wel beter op de beurs?*

'Ook niet. We hebben geen verschil gevonden met bedrijven die zich niet op aandeelhouderswaarde focussen.'

*Amerikaanse bedrijven met de focus op aandeelhouderswaarde presteren ook. Hoe verklaart u dat verschil met Nederlandse ondernemingen?*

'Dat komt door de verschillen in bedrijfscultuur. De Amerikaanse bedrijfscultuur is gebaseerd op eigenbelang en concurrentie. De eigen prestatie, desnoods ten koste van anderen, daar gaat het om. Zo'n instelling wordt daar niet als negatief beschouwd, het wordt zelfs gestimuleerd. De Nederlandse cultuur is veel meer geënt op netwerken en samenwerking. Bedrijven zijn ingebed in een netwerk van leveranciers, klanten, werknemers en hebben ook contacten met concurrerende bedrijven. Dat botst met de focus op aandeelhouderswaarde. Voor mijn onderzoek sprak ik met een commissaris bij een bedrijf dat aandeelhouderswaarde als doel begon te stellen. Hij vertelde me dat dat in eerste instantie tot onrust bij de werknemers leidde. In de Verenigde Staten zou dat ondenkbaar zijn.'

*U pleit voor breiter van het netwerk?*

'Ik pleit voor meer balans. Neem de commissarissen. Ondernemingen werd verweten te putten uit een old boys network voor de aanstelling van commissarissen. Er zouden nieuwe commissarissen van buiten moeten komen. Maar op zich hoeft zo'n old boys network niet verkeerd te zijn. Mensen kennen elkaar, en kunnen daardoor informatie en kennis uitwisselen over bijvoorbeeld nieuwe ontwikkelingen op het gebied van regelgeving of in de markt. Ook kunnen samenwerkingsverbanden tot stand komen omdat iemand commissaris is bij verschillende bedrijven. Het is helemaal niet slecht om commissarissen met een andere achtergrond op te nemen in raden van commissarissen, maar we moeten niet het kind met het badwater weggooien.'

*Versucht u dit nu te veranderen door de crisis erin van Nederlandse kansen gaan zien?*

'Ik ben daar niet optimistisch over. Je ziet in tijden van crisis dat bedrijven beseffen dat er meer is dan aandeelhouderswaarde. In Engeland is in 2006 in de company law voor het eerst in de geschiedenis opgenomen dat commissarissen de

belangen van alle stakeholders moeten dienen. En ook in de Verenigde Staten zie je meer aandacht voor alle stakeholders en neemt de kritiek op de focus op aandeelhouderswaarde toe. Maar dat is in de geschiedenis wel vaker gebeurd. In de VS werd er na de beurskrach van de jaren '30 uit de vorige eeuw ook meer aandacht geschonken aan andere stakeholders. In de jaren '70 en '80 vervaagde dat weer. Het is een slingerbeweging. Het zelfcorrigerend vermogen van de financiële markten is in die zin redelijk beperkt. Als de crisis weer voorbij is, vrees ik dat de lessen van nu weer snel vergeten zijn.' ◉

*'Als iets duidelijk is geworden, is het dat economen geen zicht hebben op toekomstige ontwikkelingen'*



*Pieter-Jan Bezemer: 'Als de crisis voorbij is, zijn de lessen van nu gaan voor vergeten'*