

Corporate governance en de vermogenskosten van de onderneming

Prof. Dr. P.W. Moerland

1 Inleiding¹

Corporate governance heeft van doen met de wijze waarop de onderlinge betrekkingen tussen de bij de onderneming betrokken belanghebbenden zijn geregeld. Wat heeft dit sterk in de belangstelling staande onderwerp voor relatie met de vermogenskosten van de onderneming, zo kan men zich afvragen. In de standaardliteratuur op het terrein van financiële economie (ondernemingsfinanciering en financiële markten) gaat de aandacht in overwegende mate uit naar de beursvennootschap met wijdverspreid aandelenbezit, die opereert in perfecte en efficiënte vermogensmarkten. Beleggings- en investeringsbeslissingen worden in die optiek geregeerd door het marktwaardeprincipe, waarbij voor het gebruik van vermogen een in de vermogensmarkt bepaalde vergoeding voor tijdvoorkeur en voor ondiversifieerbaar ondernemingsrisico wordt geëist. Hieraan worden de voor de beursvennootschap toepasselijke vermogenskosten ontleend.

Vraagstukken van corporate governance komen in deze standaardbenadering niet of nauwelijks aan bod. Bij ter beurze genoteerde vennootschappen heeft zich enigerlei scheiding tussen leiding en eigendom voltrokken, hetgeen aanleiding geeft tot een potentieel belangenverschil tussen bijvoorbeeld externe aandeelhouders en ondernemingsleiding. Aangezien de ondernemingsleiding veelal een informatievoorsprong

heeft op de externe stakeholders rijst er een vraagstuk van corporate governance. De combinatie van belangen- en informatieverschillen doet de behoefte ontstaan aan het ontwerpen van structuren en processen ten behoeve van een optimale besturing, controle en verantwoording van de onderneming. Weliswaar wordt in de standaardfinancieringsliteratuur - waarvan het fundament is gelegen in de neo-klassieke micro-economische theorie - een empirisch fenomeen als de scheiding van leiding en eigendom onderkend, maar een dergelijke (theoretische) inconvenientie wordt veelal gemaskeerd door te veronderstellen dat de ondernemingsleiding handelt *alsof* zij de waarde van het aandelenvermogen maximaliseert. Met andere woorden, het agency-probleem tussen de externe aandeelhouders en de ondernemingsleiding wordt 'wegverondersteld'. Hierin is verandering gekomen sinds het baanbrekende werk van Jensen en Meckling (1976), waarin de effecten van agency-problematiek op de vermogenskosten en de waardering van de onderneming worden geanalyseerd. De aandeelhoudersstructuur wordt door hen niet als een gegeven (wijdverspreid aandelenbezit) beschouwd, maar als een op zichzelf te optimaliseren beslissingsvariabele. Zelfs het fenomeen beursvennootschap wordt niet als een gegeven beschouwd, maar eveneens als de uitkomst van economisch-organisatorische optimalisering.² De overgrote meerderheid van de ondernemingen - in welke markteconomie dan ook ter wereld - is besloten van karakter. Hoe bepalen zij hun vermogenskosten?

Voorts zijn vermogensmarkten als regel behept met onvolkomenheden en inefficiënties, die hun weerslag kunnen hebben op de marktwaarde en vermogenskosten van ondernemingen.

Prof. Dr. P.W. Moerland is hoogleraar ondernemingsfinanciering bij de Vakgroep Bedrijfseconomie van de Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.

Volgens Boot (1994, p. 724) wordt de 'beschikbaarheid en kostenvoet van vermogen enerzijds bepaald door de efficiëntie van financiële instellingen en markten als aanbieders van vermogen, en anderzijds door de optimaliteit van de aanwending bij de vragers naar vermogen.' Ook hij brengt de fricties en inefficiënties die bestaan tussen bedrijfsleven en financiële sector in verband met de problematiek van corporate governance, in samenhang met de kostenvoet van het extern te verwerven vermogen (vergelijk het schema op p. 729).

Fama en Jensen (1985) analyseren het investeringsgedrag van ondernemingen, die onder uiteenlopende institutionele organisatievormen werkzaam zijn. Op basis van een elegante Fisher-Hirshleiferiaanse analyse¹ laten zij zien dat (p.101) 'the decisions of proprietorships, partnerships, and closed corporations cannot in general be modeled by the market value rule', en wel in verband met (p.118) 'inefficiency in residual riskbearing', 'a tendency toward underinvestment', en dergelijke.

De vermogenskosten van een onderneming reflecteren - behoudens de tijdvoorkeur en het ondiversifieerbare risico - aspecten van corporate governance en onvolkomenheden van de vermogensmarkt, zoals de specifieke aandeelhoudersstructuur, werkzame disciplineringsmechanismen, marktiliquiditeit, transactiekosten, en dergelijke. Via de vermogenskosten komen deze elementen tot uitdrukking in de waardebeoordeling van de onderneming.² In dit artikel wordt nader op de onderlinge samenhang tussen corporate governance en vermogenskosten (en daarmee van ondernemingswaarde) ingegaan. Daarbij zal de verhouding tussen de ondernemingsleiding en de verschaffers van aandelenvermogen centraal staan. De vermogenskosten worden eveneens uitsluitend betrokken op het aandelenvermogen van de onderneming. We ontrafelen de vermogenskosten van de onderneming in een aantal componenten, waarvan de aard en omvang afhankelijk worden gesteld van uiteenlopende aspecten van corporate governance en marktonvolkomenheden. Deze analyse beoogt aan te tonen dat:

- de vermogenskostenvoet van een onderneming gemeenlijk een aanzienlijk complexere samenstelling kent dan in de standaardliteratuur veelal wordt voorgesteld;

- het ondernemingsbestuur de hoogte en samenstelling van de vermogenskostenvoet kan beïnvloeden op basis van een grondig inzicht in deze materie.

Zo gezien vormen de vermogenskosten een te optimaliseren grootte, als reflectie van bestuurs- en controlevraagstukken, gericht op het bereiken van een zo hoog mogelijke ondernemingswaarde.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Paragraaf 2 biedt een korte schets van de corporate governance-problematiek, waarbij de afweging tussen een besloten en een open (beursgang) organisatievorm in hoofdlijnen wordt geschetst. Voorts wordt een aantal disciplineringsmechanismen ter beheersing van het ondernemingsgedrag aangegeven. In paragraaf 3 volgt een exposé omtrent de vermogenskosten van de onderneming, eerst in de context van het Capital Asset Pricing Model, daarna in ruimer verband. Dat verschaft in feite de overgang naar paragraaf 4, waarin een aantal (markt)imperfecties - vermogensrantsoenering, specifiek risico, illiquiditeit, agency-problematiek, informatie-asymmetrie - aan bod komen. Deze imperfecties worden vervolgens in paragraaf 5 'vertaald' naar de vermogenskosten van de onderneming. Met de vijf hiervoor genoemde imperfecties corresponderen even zovele premiecomponenten als onderdeel van de vermogenskosten: rantsoeneringspremie, specifiek risicopremie, illiquiditeitspremie, agency-premie, en informatie-asymmetrie-premie. Paragraaf 6 besluit met enkele concluderende opmerkingen.

2 Corporate governance

Bij de klassieke ondernemer zijn de functies van eigendom en directie in één persoon verenigd. Bij hem berusten de zeggenschap, het ondernemingsrisico en het recht op het residuele ondernemersinkomen. Zeggenschap, risico en rendement zijn drie onderling samenhangende facetten van de ondernemersfunctie, die bij de figuur van de klassieke ondernemer ongescheiden zijn. Aan dit klassieke, besloten ondernemerschap is een drietal mogelijke bezwaren verbonden:

- 1 Aantrekkelijke investeringsprojecten zijn onuitvoerbaar vanwege tekortschietende financiële bronnen.
- 2 Derving van de voordelen van risicospreiding

via belegging in de marktportefeuille. De klassieke ondernemer investeert immers zijn vermogen in het unieke risico van zijn onderneming. Bovendien investeert hij zijn menselijk kapitaal in de onderneming, zodat hij in dubbel opzicht specifiek risico loopt.

- 3 Vervreemding van het vermogen is niet goed mogelijk zonder de zeggenschap over zijn onderneming prijs te geven. Het vermogen is illiquide, hetgeen een opoffering inhoudt in termen van mogelijke alternatieve bestemmingen (bijvoorbeeld consumptie).

Deze drie bezwaren kunnen worden herleid tot schaduwkosten (opportunity losses) van, respectievelijk, niet bereikbare investeringen, risicospreiding en liquiditeit. Indien deze schaduwkosten als te hoog worden ervaren, kan de mogelijkheid van het aanboren van externe vermogensbronnen worden overwogen.⁵ Als nadeel hiervan kan worden genoemd, dat zich daarmee een scheiding van leiding en eigendom zal voltrekken, hetgeen aanleiding geeft tot agency-conflicten met bijbehorende agency-kosten. Door deze scheiding komen evenwel voordelen van schaal, diversificatie, professioneel management (los van een eventuele vermogensinbreng) en verhandelbaarheid van vermogenstitels binnen bereik. De beursvennootschap als economisch fenomeen kan in dit kader worden opgevat als de resultante van economische optimalisering, waarbij bovengenoemde schaduwkosten (van de klassieke onderneming) in evenwicht worden gebracht met de agency-kosten verbonden aan de scheiding van leiding en eigendom.⁶

Behalve een agency-probleem kan zich bij financiering met extern (ondernemend) vermogen ook een vraagstuk van ex ante informatie-asymmetrie voordoen, hetwelk kan leiden tot adverse selection: suboptimaal keuzegedrag in vergelijking met een situatie van symmetrische informatie. Informatie-asymmetrie is een belangrijk vraagstuk in het economisch leven. Dit probleem kan onder omstandigheden zodanig ernstig zijn, dat de markt als coördinatiemechanisme gewoonweg zijn werk niet meer kan doen. Dit heeft Akerlof (1970) in een intussen vermaard artikel aangetoond voor de markt van tweedehands auto's: het lemons-probleem.⁷

Het probleemgebied van corporate governance houdt zich bezig met de bestudering van het

besturen en controleren van ondernemingen, meer in het bijzonder onder omstandigheden van belangenverschillen en informatiever verschillen tussen bij de onderneming betrokken belanghebbenden. Het agency-probleem tussen externe aandeelhouders en ondernemingsleiding berust op een combinatie van een belangenverschil en een informatiever verschil, hetgeen de mogelijkheid inhoudt van adverse selection (als gevolg van het bestaan van ex ante informatie-asymmetrie) en van moral hazard (als gevolg van het bestaan van ex post informatie-asymmetrie).

Nu zijn er allerlei disciplineringsmechanismen om de met deze agency-problematiek verbonden discrepanties zo goed mogelijk te beheersen. Deze zijn:

- het externe disciplineringsmechanisme van de voor de onderneming relevante inkoop- en afzetmarkten voor goederen en diensten;
- disciplinerende werking van de vermogensmarkt, in de vorm van een (te) lage waardering van het aandeel ter beurse;
- de disciplinerende werking van de interne en externe arbeidsmarkt voor managers. Op die markten komt immers hun eigen marktwarde 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;
- de aandeelhouders die rechtstreeks van hun eisen kunnen doen blijken door een actieve (of activistische) opstelling te kiezen in de benadering van de ondernemingsleiding.

Het als eerste genoemde disciplineringsmechanisme, de inkoop- en afzetmarkten voor goederen en diensten, is uiteraard evenzeer van toepassing voor de klassieke, besloten onderneming. Het als vierde genoemde disciplineringsmechanisme,

resultaatafhankelijke beloningssystemen, is bij de klassieke ondernemer per definitie in optima forma aanwezig: hij figureert immers als de residuele inkomenstrekker. Sterker nog: principaal en agent vallen samen, waardoor het agency-probleem afwezig is en waardoor de overige genoemde disciplineringsmechanismen overbodig of niet van toepassing zijn.

Hoe verhoudt deze materie zich nu tot het onderwerp van de vermogenskosten?

3 Vermogenskosten

De vermogenskosten vormen een centrale grootheid binnen het financiële management van de onderneming. Deze grootheid is een opportunity cost-concept: welke opbrengst kan aanwending van het vermogen in alternatieve mogelijkheden op de vermogensmarkt opleveren, onder goed vergelijkbare omstandigheden? Aldus geïnterpreteerd en toegepast is de vermogenskostenvoet van groot belang voor de waardebeoordeling van investeringsprojecten en van de onderneming als geheel. Een goed begrip van de grootte en samenstelling van de vermogenskostenvoet is dan ook van essentiële betekenis voor een goede beleidsvoering en -verantwoording, met andere woorden voor een zinvolle benadering van corporate governance. Zoals reeds eerder aangegeven richten we ons in deze bijdrage met name op het aandelenvermogen en op de daaraan verbonden kosten. Het standaardmodel in de financieringsliteratuur inzake een vermogensmarktevenwicht, het Capital Asset Pricing Model (CAPM), voorspelt een positief-lineaire relatie tussen beleggingsrendement en beleggingsrisico, volgens de formule:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i ([E(r_m) - r_f]), \text{ waarbij}$$

$E(r_i)$ = het verwachte rendement op vermogenstitel i

r_f = het risicovrije rendement

β_i = de index van het systematisch beleggingsrisico dat verbonden is aan vermogenstitel i

$E(r_m)$ = het verwachte rendement op de marktportefeuille van alle risicodragende beleggingen

$E(r_m) - r_f$ = de marktrisicopremie per eenheid β_i

Dit model behelst evenwel een vergaande abstractie van de werkelijkheid en berust op een

aantal vereenvoudigende veronderstellingen ten aanzien van de werking van de vermogensmarkt en het gedrag van beleggers.⁸ Enkele daarvan zijn⁹:

- op de vermogensmarkt heerst volkomen mededinging; er zijn zeer vele kleine beleggers, die prijsnemer zijn, en dus individueel geen invloed kunnen uitoefenen op de prijzen van vermogenstitels;
- er is sprake van een frictieloze vermogensmarkt, zonder belastingen en transactiekosten;
- in- en uitlenen is voor iedere belegger mogelijk tegen een gegeven rentevoet;
- de beleggingsalternatieven zijn beperkt tot publiekelijk verhandelbare vermogenstitels, de besloten onderneming maakt dus geen deel uit van de marktportefeuille;
- de beleggers koesteren homogene verwachtingen ten aanzien van de waarschijnlijkheidsverdelingen inzake toekomstige beleggingsrendementen; er zijn geen zoek- of informatiekosten;
- beleggers laten zich bij hun beleggingsbeslissingen uitsluitend leiden door maximalisatie van het verwachte rendement bij gegeven risico, respectievelijk minimalisatie van het risico bij gegeven verwacht rendement.

Volgens dit model is het specifieke risico van een onderneming voor de beleggers niet van belang, omdat zij alleen goed gespreide effectenportefeuilles aanhouden. De door hen geëiste rendementsvoet bevat een risicovrije vergoeding voor de tijdvoorkeur van het geld en een risicopremie als compensatie voor het systematische, niet-diversifieerbare, ondernemingsrisico. Het spiegelbeeld van deze door de beleggers gestelde rendementseis is de voor de onderneming relevante vermogenskostenvoet. Deze bevat in deze context dus eveneens twee componenten: vergoeding voor tijdvoorkeur (de risicovrije rentevoet) en vergoeding voor het systematisch risico.

Voor een zinvolle beschouwing over corporate governance in relatie tot vermogenskosten is het CAPM ontoereikend, of beter, hooguit een beginpunt. Het zijn juist de vereenvoudigende veronderstellingen die belangrijke aspecten van corporate governance buiten de orde verklaren. Zo wordt het agency-probleem binnen het CAPM niet in beschouwing genomen. Datzelfde geldt voor het vraagstuk van ex ante informatie-asymmetrie. Er is geen ruimte voor grootaandeelhouders die door hun gedrag prijzen van vermogenstitels kunnen beïnvloeden en via hun stemrecht het onderne-

mingsbeleid. De onderneming is binnen het CAPM naar neo-klassieke traditie een black box in een systeem van naar evenwicht tenderende (vermogens)markten. Er is voldoende vermogen beschikbaar voor de financiering van profijtelijke investeringsprojecten. De vermogenstitels zijn frictieloos verhandelbaar, zodat de graad van marktliquiditeit perfect is. In de realiteit doen zich evenwel (markt)imperfecties gelden, die van invloed zijn op corporate governance en vermogenskosten. Die imperfecties laten zich vrijwel steeds herleiden tot opslagen in de vermogenskostenvoet. Hieronder wordt een vijftal van dergelijke componenten onderscheiden en belicht, te weten:¹⁰

- vermogensrantsoenering
- specifiek risico
- illiquiditeit
- agency-probleem
- informatie-asymmetrie

Opgemerkt zij, dat sommige van de componenten elkaar in zekere mate kunnen overlappen.

4 Imperfecties

Vermogensrantsoenering

Het is denkbaar dat de intern beschikbare financiële middelen bij de klassieke, besloten onderneming niet toereikend zijn om alle profijtelijke investeringsprojecten te kunnen realiseren. De toegang tot extern (ondernemend) vermogen kan zijn geblokkeerd of bemoeilijkt vanwege institutionele omstandigheden, de wens om zelfstandigheid te behouden, een grote informatie-kloof, of anderszins. In feite is dan effectief sprake van een vorm van vermogensrantsoenering, die met zich brengt dat opportuniteitsverliezen worden geleden. Deze laten zich herleiden tot als een *rantsoeneringspremie*, welke deel uitmaakt van de vermogenskostenvoet van de desbetreffende onderneming. Het is overigens niet uit te sluiten dat een dergelijke component ook in de vermogenskostenvoet van een beursvennootschap ligt opgesloten. Vergelijk ook de hieronder als laatste genoemde imperfectie.¹¹

Specifiek risico

De klassieke ondernemer (en zijn familie) investeert zijn vermogen in het unieke risico van zijn onderneming en derft daardoor de voordelen van risicospreiding via belegging in de marktpor-tefeuille.¹² Hij kan dan niet volstaan met een

aanpassing van de vermogenskosten voor het systematisch risico, maar dient tevens een opslag voor specifiek ondernemingsrisico toe te passen.¹³ Met andere woorden: de vermogenskostenvoet van dit type onderneming bevat een compensatie voor het *totale* ondernemingsrisico: een systematisch risicopremie plus een *specifiek risicopremie*. Een ter beurse genoteerde onderneming met wijdverspreide en goed verhandelbare aandelen kan volstaan met een opslag voor het systematisch risico in de vermogenskostenvoet. Behalve zijn financieel vermogen investeert de klassieke ondernemer tevens zijn menselijk kapitaal in zijn onderneming, zodat hij in dubbel opzicht specifiek risico loopt. Daar staat tegenover dat hij niet hoeft te vrezen voor welvaartsverliezen uit hoofde van contractbreuk (breach of trust), want hij is 'zijn eigen baas'.¹⁴

Illiquiditeit

De klassieke ondernemer legt zijn vermogen vast op een wijze, die impliceert dat vervreemding ervan niet goed mogelijk is, zonder de zeggenschap over de onderneming prijs te geven. Dat beperkt de beschikkingsmogelijkheid over dat vermogen voor alternatieve doeleinden, hetgeen opportuniteitsverliezen met zich kan brengen. De liquiditeit van een aandeel wordt bevorderd door een grote spreiding over vele beleggers in samenhang met soepel functionerende aandelenbeurzen. Naarmate de aandelen van een beursvennootschap couranter zijn en een grotere, vollere markt kennen, ondervindt de beurskoers daarvan de positieve effecten. Omgekeerd, illiquiditeit gaat gepaard met kortingen op de beurskoers, dus met hogere rendementseisen. In een gezaghebbende studie inzake de Amerikaanse aandelenmarkt hebben Amihud en Mendelson (1986) door analyse van bied-laag marges gevonden, dat de minst liquide fondsen gemiddeld genomen een rendement lieten zien dat ongeveer acht procentpunten per jaar hoger lag dan voor de meest liquide fondsen (over een periode van twintig jaar). Bodie, Kane en Marcus (1993, p.263) spreken in dit verband van een *illiquiditypremie*, die in de prijs van een vermogenstitel is begrepen, ofwel als component in de geëiste rendementsvoet.

Agency-probleem

De klassieke onderneming kent geen agency-probleem uit hoofde van scheiding van leiding en

eigendom.¹⁵ Dat probleem ontstaat eerst bij het aanboren van externe vermogensbronnen. De agency-problematiek kan zich tot verscheidene aspecten van de relatie tussen ondernemingsleiding en externe aandeelhouders uitstrekken, zoals inspanningsniveau, emolumenten, verschillen in risicohouding, en dergelijke. De beheersing van dit agency-probleem brengt agency-kosten met zich mee.¹⁶ De opdeling van de ondernemersfunctie in kapitaalbreng enerzijds en besturing anderzijds biedt dus niet alleen voordelen maar ook nadelen. De beheersing van dit type agency-problematiek vormt het hart van corporate governance: de besturing en controle van de beursvennootschap. De intensiteit van het agency-probleem is wellicht het grootst in het extreme geval van een atomistische aandeelhoudersstructuur: er zijn oneindig veel kleine aandeelhouders wier gedrag geen aanwijsbare invloed heeft op de prijsvorming van het aandeel, noch op de gang van zaken binnen de onderneming.¹⁷ Een kleine aandeelhouder bespaart zich de moeite en kosten om echt invloed uit te oefenen, omdat hij er zelf onevenredig weinig van terugziet en omdat anderen er kosteloos van kunnen meeprofiteren (freerider-ship). Het indirecte disciplineringsmechanisme van de market for corporate control is onder dergelijke omstandigheden evenmin werkzaam, zoals Grossman en Hart (1980) hebben aangetoond.¹⁸ Denkbaar is ook dat zich onder de aandeelhouders één of meer grootaandeelhouders bevinden, die wel invloed kunnen en willen aanwenden op de gang van zaken binnen de beursvennootschap. Dat kan een positief effect hebben op de beheersing van het agency-probleem en daardoor op de hoogte van de vermogenskosten. Een volstrekte beheersing en oplossing van het agency-probleem is evenwel, ingeval van scheiding van leiding en eigendom, illusoir, waardoor incorporatie van een *agency-premie* in de vermogenskostenvoet geboden is. Rationele beleggers wentelen verwachte agency-kosten af op de onderneming door een lagere dan first-best prijs voor de aandelen te bieden, aldus Jensen en Meckling (1976) in hun baanbrekende bijdrage op het onderhavige terrein.

Informatie-asymmetrie

Informatie-asymmetrie is een belangrijk probleem in het economisch leven. Bij veel ruilbetrekkingen is sprake van een gebrek aan volkomen informatie. Bovendien zal de wel beschikbare of

verkrijgbare informatie veelal niet gelijkelijk zijn verdeeld over de betrokken economische subjecten. Dit schept een ex ante informatieprobleem, waarbij sprake is van informatie-asymmetrie tussen ruilpartners, hetwelk kan leiden tot adverse selection. Dit probleem kan onder omstandigheden zodanig ernstig zijn, dat de markt als coördinatiemechanisme zijn werk niet meer kan doen.

Uiteraard doet dit informatievraagstuk zich bij de klassieke onderneming niet voor. Het probleem doet zich met name gelden bij een initiële beursgang en ook bij vervolgemissies. We kennen bij IPO's (initial public offerings) het fenomeen van underpricing, een verschijnsel waarbij, gemiddeld genomen, de emissiekoers (beduidend) lager is dan de op de eerste beursdagen vigerende actuele koers. Ook in de verhouding tussen vermogensmarkt en beursvennootschap loert het gevaar van een market break-down. Indien de vermogensmarkt een korting toepast bij een aandelenemissie - waarvan de opbrengst is benodigd voor een goed maar in de markt onvoldoende bekend project - verhoogt dit de vermogenskosten, waartegen de investeringsbeoordeling van het project wordt afgezet (cut-off rate), mogelijkerwijze in die mate dat entamering van het project niet langer aantrekkelijk is. Hieruit vloeit dus voort dat het van belang kan zijn om de informatie-asymmetrie zoveel als mogelijk is te beperken. Dat is overigens gemakkelijker gezegd dan gedaan, en wel om een drietal redenen:

- 1 volledige informatieverstrekking aan de vermogensmarkt kan uit concurrentievervalsingen schadelijk zijn voor de onderneming en dus ook voor managers en aandeelhouders;
- 2 de informatieverstrekking van de zijde van de ondernemingsleiding heeft in de ogen van de vermogensmarkt niet steeds geloofwaardig te zijn;
- 3 er bestaat het gevaar dat sommige aandeelhouders beter worden geïnformeerd dan anderen, waardoor problemen van misbruik, handelen met voorkennis en ongewenste belangenverstrengeling kunnen ontstaan.

Uit het voorgaande vloeit voort dat ex ante informatie-asymmetrie niet steeds gemakkelijk valt te overbruggen. Daarom zal vrijwel steeds een *informatie-asymmetriepremie* - als gevolg van het bestaan van informatie-asymmetrie tussen vermogensmarkt en ondernemingsleiding - in de rendementseis en daarmee in de vermogenskos-

tenvoet zijn opgesloten. In het proces van informatiediffusie in de vermogensmarkt kunnen beleggingsanalisten en andere deskundigen een belangrijke rol vervullen. Grote, courante beursfondsen ontvangen meer aandacht van beleggingsanalisten en financiële pers dan kleinere, minder courante fondsen. Ook hier geldt dat een geringere informatieattentie zich vertaalt in een korting op de beurskoers, een fenomeen dat in de empirische literatuur bekend staat als het neglected-firm effect. De ondernemingsleiding van goed presterende, kleinere beursvennootschappen doet er dus goed aan om ook deze intermediairs op een permanente basis van hoogwaardige informatie te voorzien.

5 Een vijftal premiecomponenten

Op grond van voorgaande analyse kunnen we vaststellen dat de vermogenskostenvoet van een onderneming - in aanvulling op de voor elke onderneming geldende compensatie voor tijdvoordeur en systematisch risico - in beginsel de volgende componenten kan bevatten:

- rantsoeneringspremie
- specifiek-risicopremie
- illiquiditeitspremie
- agency-premie
- informatie-asymmetriepremie

De klassieke, besloten onderneming heeft alleen van doen met de drie eerstgenoemde premieopslagen, de beursvennootschap met een atomistische aandeelhoudersstructuur alleen met de beide laatstgenoemde. Daartussen in ligt een zeer gevarieerde verzameling hybride aandeelhoudersstructuren (met disciplineringsmechanismen), waarbij in beginsel alle vijf premiecategorieën een rol kunnen spelen.

Zo zijn er ondernemingen die de voordelen van een beursgang wensen te benutten, zonder evenwel zeggenschap aan buitenstaanders te willen afstaan. Bijvoorbeeld door een partiële beursgang, waarbij de oorspronkelijke eigenaren meer dan 50% van de aandelen behouden. Of via een holdingconstructie met gelaagde meerderheidsposities. Of door uitgifte van priors in vertrouwde kring. In het economisch leven zijn er evenwel maar weinig free lunches. Deze vormen van zeggenschapsbeknotting worden door rationele externe aandeelhouders verdisconteerd in de prijs die zij voor deze onderneming over hebben. Dat

verhoogt de vermogenskosten van de onderneming. In feite wenst de ondernemer het beste van twee werelden te verenigen: de voordelen van aansluiting op externe financiële bronnen zonder verlies van zeggenschap. Uiteraard heeft dat zijn prijs: agency-kosten die op de vermogenskosten drukken.

Het omgekeerde komt evenzeer voor: één of meer externe grootaandeelhouders oefenen een effectieve monitoring-functie uit ten aanzien van de ondernemingsleiding (universele banken in Duitsland, institutionele beleggers in het Verenigd Koninkrijk). Dat kan een positief effect hebben op de beheersing van het agency- en informatieprobleem en daardoor - via lagere agency- en informatiepremies - op de hoogte van de vermogenskosten. Hier raken we evenwel aan een van de fundamentele dilemma's ten aanzien van de meest wenselijke structuur van het aandeelhouderschap van een beursvennootschap. Enerzijds is een wijde verspreiding van de aandelen over een groot aantal kleinere aandeelhouders wenselijk uit een oogpunt van een goede verhandelbaarheid en prijsvorming: het liquiditeitsaspect. Anderzijds is een kleine kring van grotere kernaandeelhouders wenselijk ten behoeve van stabiliteit in de aandeelhoudersbasis en een duurzame dialoog omtrent het beleid en de financiële uitkomsten van de onderneming: het controleaspect. Marktliquiditeit en uitoefening van effectieve zeggingsmacht staan op gespannen voet met elkaar. Beide zijn belangrijk, zowel voor aandeelhouders als onderneming, maar conflicteren tot op zekere hoogte. Immers, geconcentreerd aandelenbezit in vaste handen beperkt de diepte van de markt, en dat is schadelijk voor beurskoers en vermogenskosten. En wijdverspreid aandelenbezit beperkt de controlemogelijkheden, en dat is evenzeer schadelijk voor beurskoers en vermogenskosten. Extreem gesteld: bij volledige controle (een 100%-belang) is er geen markt en bij een volledig liquide markt (perfecte spreiding) is er geen controle. Gebrek aan liquiditeit en gebrek aan controle hebben beide negatieve gevolgen voor de beurskoers. Daarom is het voor elke beursvennootschap van belang om zo goed mogelijk uit dit dilemma te geraken. In feite gaat het om een afruil tussen twee vormen van disciplineren, namelijk directe disciplineren via de uitoefening van effectieve zeggenschap en indirecte disciplineren via een transactie ter beurze. Ofwel: stemmen met het hoofd, dan wel stemmen met de voeten. Een beursvennootschap opereert onder de tucht

van deze beide mechanismen en moet daar zo goed mogelijk op inspelen, wil ze een goede toegang, tegen concurrerende voorwaarden, tot de openbare kapitaalmarkt zeker stellen.

Uit het voorgaande blijkt dat een grote mate van marktliquiditeit aan de ene kant en actieve betrokkenheid van aandeelhouders aan de andere kant moeilijk verenigbaar zijn. Er bestaat dus een trade-off tussen de illiquiditeitspremie en de agency-premie. Een dergelijke afruil geldt ook ten aanzien van de agency-premie en de specifieke risico-premie. Naarmate de kring van aandeelhouders groter is vermindert voor hen het specifiek risico, maar neemt de agency-premie toe. Omgekeerd, hoe geringer het aantal betrokken aandeelhouders, des te beter de beheersingsmogelijkheden van het agency-probleem, maar des te minder de mogelijkheden van risicospreiding. Bij hybride aandeelhoudersstructuren kan ook dit afruilmechanisme complex van aard zijn.

6 Tot slot

De vijf onderscheiden premiecomponenten van de vermogenskosten vertonen een complexe onderlinge samenhang, die is terug te voeren op evenzovele aspecten van corporate governance. Elke onderneming staat voor de opdracht om de vermogenskosten zo laag mogelijk te doen zijn. Uit het voorgaande blijkt dat zulks een complex optimaliseringsvraagstuk inhoudt, waarbij - naast de risicovrije rentevoet en het systematisch risico - ten minste een vijftal andere constituerende elementen (premiesoorten) in de beschouwing dienen te worden betrokken. In enkele extreme situaties kunnen sommige premiesoorten worden verwaarloosd. Bij het merendeel van de beursvennootschappen is dat evenwel niet het geval en verdienen alle genoemde aspecten, in hun onderlinge samenhang, de volle aandacht. Zoals dat evenzeer geldt voor het vraagstuk van corporate governance. Vermogenskosten en corporate governance vormen in zekere zin twee onderscheiden maar niet te scheiden zijden van eenzelfde medaille.

LITERATUUR

Akerlof, G.A., (1970), The market for 'lemons': quality and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.

- Amihud Y. en H. Mendelson, (1986), Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 223-249.
- Bodie, Z., A. Kane en A.J. Marcus, (1993), *Investments*, Irwin, Burr Ridge, Illinois.
- Boot, A.W.A., (1994), Corporate governance, structuurregime en de financiering van het bedrijfsleven, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 68, pp. 724-736.
- Brealey, R.A. en S.C. Myers, (1996), *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, New York.
- Duffhues, P.J.W., (1994), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten (deel I)*, Wolters-Noordhoff, Groningen.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1983a), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1983b), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 326-351.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1985), Organizational form and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 101-119.
- Fama, E.F. en K.R. French, (1992), The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 47, pp. 427-465.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart, (1980), Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Moerland, P.W., (1992a), Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel I), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 66, pp. 57-65.
- Moerland, P.W., (1992b), Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel II), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 66, pp. 116-125.
- Moerland, P.W., (1995), Eigendoms- en beheersstructuur van de beursvennootschap, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 69, pp. 545-554.
- Oosterhout, H., (1996), *Takeover barriers: the good, the bad, and the ugly*, proefschrift Tilburg.
- Shleifer, A. en L.W. Summers, (1988), Breach of trust in hostile takeovers, in: A.J. Auerbach (ed.), *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press, pp. 35-56.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1989), Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- Tempelaar, F.M., (1987), *Vermogensmarkt en ondernemingsdoel in de financieringstheorie*, Academisch Proefschrift RUG, Groningen.

NOTEN

1 De auteur is Prof. Dr. A.W.A. Boot, Drs. P.J.W. Duffhues, Drs. T.A. Marra, Drs. A.B.P.B. Schmeits, Prof. Dr. F.M. Tempelaar en Dr. A.H.F. Verboven erkentelijk voor hun constructieve commentaar bij een eerdere versie van dit artikel.

2 Vergelijk ook: Fama en Jensen, (1983 a,b).

3 Zie voor een grondige en heldere uiteenzetting van de opbouw en onderbouwing van dit type analyse voorts Tempelaar, (1987).

4 Zo stellen Jensen en Meckling, (1976), dat rationele externe vermogensverschaffers de agency-problematiek voorzien en doorzien en de hierdoor veroorzaakte agency-kosten in mindering brengen op de prijs die zij voor de vermogenstitels bereid zijn te betalen.

5 Het is van belang om bij beursintroducties te onderscheiden tussen het aantrekken van nieuw vermogen en het herplaatsen van bestaande vermogenstitels. In het laatste geval spelen vooral overwegingen van risicospreiding en liquiditeit een rol van betekenis. Er zijn verscheidene stadia in de levenscyclus van een onderneming, waarin een beursgang (going public-transactie) valt te overwegen. Tijdens de groeifase is het denkbaar dat aantrekkelijke investeringsprojecten onuitvoerbaar zijn vanwege beperkte financiële middelen, die bestaan uit de persoonlijke rijkdom van de ondernemer (of zijn familie). Om in de benodigde financiële middelen te voorzien, zal allereerst een beroep worden gedaan op handels- en bankkrediet. Voorts kan worden getracht eigen vermogen te verwerven door middel van een onderhandse plaatsing van aandelen. Indien deze bronnen evenwel ontoereikend zijn voor de financiering van zeer forse groei kan een beursintroductie worden overwogen. Ook komt het voor dat in een later stadium van de levenscyclus aan een beursgang wordt gedacht, zoals bijvoorbeeld bij het verpakkingconcern Van Leer en bij Vendex. De beursgang van Van Leer beoogde onder andere ruimte te creëren voor overnames. Bij Vendex speelde mede een rol de bij vele van de bestaande familieaandeelhouders levende wens om hun bezit te verzilveren.

6 Voor een meer uitvoerige weergave van dit optimaliseringsvraagstuk zij verwezen naar Moerland, (1995).

7 Vergelijk voor een meer uitvoerige weergave van dit lemons-probleem: Moerland, (1992a), of uiteraard de primaire bron, Akerlof, (1970).

8 Opgemerkt zij dat de empirische geldigheid van het CAPM sedert de publicatie van Fama en French, (1992) ernstig in twijfel wordt getrokken. Zij laten zien dat de relatie tussen het gemiddeld rendement en β zwak, zo niet afwezig is. Het gemiddelde rendement over een aandeel is volgens hun empirische bevindingen negatief gerelateerd aan de koers/winst-verhouding en aan de marktwaarde/boekwaarde-verhouding van een onderneming.

9 Ontleend aan Duffhues, (1994), p. 151 en Bodie, Kane en Marcus, (1993), pp. 243-244.

10 Daarnaast spelen transactiekosten, zoals emissiekosten, kosten wegens uitkering van dividenden, inkoop van aandelen, en dergelijke een rol zodra de klassieke ondernemer extern aandelenvermogen wenst aan te trekken.

11 Brealey en Myers, (1996), p. 105 merken in dit verband op: 'Mr. Turbot (...) is convinced that expansion of his operation is a high-NPV investment. He has tried to sell stock but has found that prospective investors, skeptical of prospects for fish farming in the desert, offer him much less than he thinks his firm is worth. For Mr. Turbot capital markets hardly exist. It makes little sense for him to discount the prospective cash flows at a market opportunity cost of capital.'

12 Ervan uit gaande dat deze ondernemer niet over zodanig veel rijkdom beschikt, dat hij tevens volop in staat is om te beleggen in de marktportefeuille. Vergelijk Fama en Jensen, (1985).

13 Uitgaande van een risico-averse houding. Dit duidt uiteraard niet op het mijden van ondernemingsrisico's als zodanig, maar op de vermijding van die risico's waarvan de drager onvoldoende compensatie ontmoet in de vergoeding.

14 Vergelijk: Shleifer en Summers, (1988) en Shleifer en Vishny, (1989).

15 Afgezien van een eventuele verdeling van functies binnen familieverband, en dergelijke, hetgeen een vorm van 'interne' agency-problematiek met zich kan brengen.

16 Voor een meer uitvoerige uiteenzetting van dit vraagstuk zij verwezen naar Moerland, (1992b).

17 Uiteraard kan er wel een disciplineringseffect uitgaan van massale verkoop door beleggers, hetgeen de beursprijs drukt en de vermogenskostenvoet verhoogt.

18 Zie voor een verhandeling omtrent deze materie, alsook voor verschillende in de theoretische literatuur aangedragen 'oplossingen' voor het falen van de disciplinaire overname-markt: Oosterhout, (1996), met name hoofdstuk 4.