Beschermingsconstructies, structuurregime en ondernemingswaarde: een reactie (2)

Ir. J.C. Pape, Ir. S.P. van Triest en Dr. Ir. J. Weimer

1 Inleiding

Het artikel 'Beschermingsconstructies, structuurregime en ondernemingswaarde' van Van der Goot en Van het Kaar (MAB oktober 1997) heeft veel aandacht gekregen in de landelijke dagbladen. Zo kopte *de Volkskrant* van 9 oktober 1997 'Nepotisme schaadt waarde beursfondsen' met als ondertitel 'Structuurregime is eigenlijk een beschermingswal die waarde van een bedrijf schaadt'. *NRC Handelsblad* meldde op 8 oktober 'Structuurregime slecht voor aandeelhouder' en zelfs *Het Financieele Dagblad* liet haar lezers op 9 oktober weten: 'Bescherming kost beurs-NV's rendement'.

De maatschappelijke reikwijdte van publicaties over beschermingsconstructies onderstreept weer eens dat wetenschappers de verplichting hebben hun onderzoeksbevindingen op een zo nauwkeurig en evenwichtig mogelijke wijze te presenteren. Mede gezien de ophef in de landelijke media achten wij het onze taak op het artikel van Van der Goot en Van het Kaar te reageren. Wij hebben namelijk de indruk dat er enige discrepantie bestaat tussen de resultaten van de statistische toetsen in het artikel enerzijds en de relevantie en kwaliteit van de interpretaties die de auteurs daaraan geven anderzijds. Wij menen onder meer dat met behulp van dezelfde statistische resultaten kan worden beargumenteerd dat ondernemingen met een structuurregime zich in *positieve* en juist niet in negatieve zin onderscheiden van ondernemingen zonder een structuurregime voor wat betreft de ontwikkeling van de ondernemingswaarde. Dit in schril contrast tot de conclusies die de auteurs trekken en de boodschap die journalisten uit het artikel hebben gedestilleerd.

Het artikel van Van der Goot en Van het Kaar

is in een aantal opzichten zeer interessant.

De auteurs zetten een (tamelijk) originele stap door het structuurregime als een beschermingsconstructie te beschouwen. Speciale aandacht voor de invloed van het structuurregime op de waarde en het rendement van de onderneming is een belangrijke aanvulling op de bestaande, veelal Angelsaksische onderzoeken naar de effecten van beschermingsconstructies op ondernemingswaardering, omdat het hier een typisch Nederlands fenomeen betreft. De onderzoekers hanteren als onderzoekspopulatie ondernemingen die voor de eerste maal ter beurse geïntroduceerd werden. Zodoende wordt tegemoetgekomen aan een manco dat voorgaande publicaties op dit gebied kenmerkt. Binnen de gangbare event-studies is het namelijk vrijwel onmogelijk om de invloed van het structuurregime op waarde en rendement vast te stellen, omdat slechts een enkele onderneming het structuurregime heeft ingevoerd *tijdens* de periode dat zij beursgenoteerd was (vier stuks over de periode 1960-1992 volgens Bosveld en Goedbloed, 1996, p. 265).

Naar onze mening heeft de veelbelovende insteek echter niet geleid tot een helder beeld van de effecten van beschermingsconstructies in het algemeen en het structuurregime in het bijzonder op de waardering van ondernemingen. Met name menen wij dat het ontbreekt aan een evenwichtige verhouding tussen de statistische resultaten en de relevantie en kwaliteit van de conclusies die daaruit worden getrokken. Wij zullen ons op dit laatste punt concentreren.

Ir. J.C. Pape, Ir. S.P. van Triest en Dr. Ir. J. Weimer zijn verbonden aan de Vakgroep Financieel Management en Bedrijfseconomie, Faculteit Technologie & Management van de Universiteit Twente.

Tabel I: T-waarden voor drie waardemaatstaven bij verschillende beschermingsconstructies in artikel Van der Goot en Van het Kaar

	<i>P/E-ratio</i>	<i>P/B-ratio</i>	<i>Emissiewaarde</i>
Structuurregime	-2,15***	-3,19***	1,48
Prioriteits aandelen	1,77*	2,09**	-2,54**
Preferente aandelen	0,84	-0,10	1,33
Certificaten van gewone aandelen	-1,32	-2,85**	-1,19
X%-regel	-0,89	-1,62	-0,46

*** = significant op 1%-niveau; ** = significant op 5%-niveau; * = significant op 10%-niveau

2 Verband tussen beschermingsconstructies en ondernemingswaarde

Een eerste opmerking betreft de discrepantie tussen de cijfers in tabel 2 (zie MAB oktober 1997, p. 501) en de interpretatie daarvan door de auteurs. Zij concluderen: 'De resultaten van tabel 2 leiden tot de conclusie dat beschermingsconstructies in het algemeen een negatieve invloed hebben op de ondernemingswaarde gemeten aan de hand van de verschillende maatstaven. Enige terughoudendheid is echter op zijn plaats, omdat het gevonden verband niet in alle gevallen negatief is' (p. 503). Wellicht valt nog te verdedigen dat van 'in het algemeen negatief' kan worden gesproken als het tien van de vijftien van de onderzochte verbanden betreft. Maar gezien het feit dat 60% van de negatieve verbanden niet significant is, boet de uitspraak aan gewicht in. De balans lijkt wel erg ver door te slaan als uit de tabel blijkt dat twee van de in totaal zes significante verbanden *positief* zijn (zie *tabel I* in deze bijdrage). De auteurs maken over deze significant positieve verbanden geen enkele opmerking bij de bespreking van de resultaten in paragraaf 6. Het poneren van de stelling dat in het algemeen gesproken beschermingsconstructies een negatieve invloed hebben op de ondernemingswaardering, lijkt ons dan ook niet een kwalitatief juiste weergave van de resultaten uit tabel 2.

3 Gelijktijdig gebruik drie waardemaatstaven

Daarnaast kunnen er vraagtekens worden

geplaatst bij het gelijktijdig hanteren van de P/E- en P/B-ratio enerzijds en de emissiewaarde anderzijds. Volgens de auteurs: 'Er zijn drie waardemaatstaven gehanteerd: de emissiekoers-winst per aandeel verhouding (P/E-ratio), de emissiekoers-eigen vermogen per aandeel verhouding (P/B-ratio) en de emissiewaarde, het product van de emissiekoers en het aantal geplaatste aandelen na emissie' (p. 502). Er schuilt een gevaar in het gelijktijdig gebruik van deze drie waardemaatstaven. De P/E- en P/B-ratio zijn relatieve maatstaven, terwijl de emissiewaarde een absolute maatstaf is. De eerste twee ratio's geven een indicatie van het rendement voor de aandeelhouder, terwijl de emissiewaarde als zodanig een grootte-maatstaf betreft. Er is bij de laatste derhalve geen noodzakelijke relatie met het rendement. Het is opvallend dat bij de bespreking van deze maatstaven in paragraaf 5.2 de keuze voor de emissiewaarde niet wordt toegelicht.

4 Onderlinge samenhang van de gebruikte beschermingsconstructies

De auteurs gaan hierna aan de hand van tabel 3 op zoek naar 'een onderlinge samenhang bij het gebruik van beschermingsconstructies door de onderzochte ondernemingen' (p. 503). Het is ons niet duidelijk waarom dit niet gebeurt aan de hand van een eenvoudige kruistabel met frequenties.

Aan de hand van de gevonden resultaten (zie voor een verkorte weergave *tabel II* in deze bijdrage) concluderen de auteurs: 'Tabel 3 toont een statistisch significant negatief verband tussen de emissiewaarde en de aanwezigheid van priori-

Tabel II: T-waarden voor het verband tussen emissiewaarde en beschermingsconstructies bij ondernemingen met resp. zonder structuurregime in artikel Van der Goot en Van het Kaar

	<i>Ondernemingen met structuurregime</i>	<i>Ondernemingen zonder structuurregime</i>
Prioriteitsaandelen	-0,65	-3,23***
Preferente aandelen	1,88**	-0,21
Certificaten van gewone aandelen	-0,63	-0,88
X%-regel	-0,36	-0,85

*** = significant op 1%-niveau; ** = significant op 10%-niveau

teitsaandelen bij ondernemingen zonder structuurregime' (p. 503) en 'Verder is uit tabel 3 af te leiden dat de machtiging om preferente aandelen uit te geven statistisch significant vaker voorkomt bij grotere ondernemingen, die al in het bezit zijn van een structuurregime' (p. 504).

Op zich valt op deze uitspraken niets af te dingen, maar in het licht van het onderwerp van het artikel hebben wij er moeite mee te doorgronden wat nu eigenlijk de bijdrage van tabel 3 aan het onderzoek is. Er valt inderdaad namelijk slechts te constateren dat bij ondernemingen met structuurregime de aanwezigheid van preferente aandelen samenhangt met een forsere emissiegrootte en dat bij ondernemingen zonder structuurregime de aanwezigheid van prioriteitsaandelen samenhangt met een kleinere emissiegrootte. De relevantie van de gevonden significante verbanden in relatie tot de invloed van beschermingsconstructies op het rendement van de onderneming ontgaat ons.

5 Positief verband structuurregime en extra rendement

Ons voornaamste commentaar op het artikel heeft betrekking op de bespreking van tabel 4. De auteurs lijken bij hun interpretatie van de tabel voorbij te gaan aan het wellicht meest opmerkelijke resultaat van hun onderzoek: het structuurregime heeft blijkens de tabel een zeer grote, significant *positieve* samenhang met het extra rendement – na 3 maanden, na 6 maanden en na 12 maanden. De onderzoekers leggen er de nadruk op dat bij ondernemingen met een structuurregime de *afname* van het extra-rendement groter is dan bij

ondernemingen zonder structuurregime naarmate de onderneming meer beschermingsconstructies heeft.

Correct als dit mag zijn, er wordt voorbijgegaan aan het opmerkelijke feit dat de *absolute* hoogte van het extra rendement van ondernemingen met structuurregime aanzienlijk *groter* is dan dat van ondernemingen zonder structuurregime. Kijken we immers naar het extra rendement na 12 maanden voor een onderneming zonder structuurregime, dan bedraagt dat 9,17% tegenover 53,94% voor een onderneming met structuurregime (zie *tabel 1* in de reactie van Van Oijen op p. 210). Zelfs voor een onderneming met drie beschermingsconstructies is de aandeelhouder in aanwezigheid van een structuurregime beter af: een negatief extra rendement van 2,04% is te prefereren boven een negatief extra rendement van 12,73%.¹

Wat naar ons idee niet gezegd mag worden, zeker niet gezien de opmerkelijke extra rendementen in tabel 4B, is dat er sprake is van 'een overwegend negatieve invloed van het structuurregime op het extra rendement' (p. 505). Als kwalificatie van de gevonden statistische verbanden volstaat een dergelijke opmerking niet.

6 Verband tussen structuurregime en P/E-respectievelijk P/B-ratio

Helaas hebben de onderzoekers verzuimd om in tabel 4 een regressie naar aanwezigheid van het structuurregime op te nemen, opdat over de samenhang tussen aanwezigheid van het structuurregime en extra-rendement voor de volledige populatie een uitspraak gedaan had kunnen

worden.³ In plaats van te controleren voor de aanwezigheid van het structuurregime en twee regressies uit te voeren, was dit een wellicht meer voor de hand liggende analyse geweest. Overigens geven de uitgevoerde regressievergelijkingen wel aanleiding voor een mogelijke verklaring waarom in dit onderzoek een schijnbaar verband wordt gevonden tussen structuurregime en P/E- en P/B-ratio, zoals in tabel 2 wordt weergegeven. De lagere waardering aan de hand van de ratio's doet alleen opgeld op het moment van introductie en wordt in de loop van het eerste jaar gecorrigeerd door het grotere extra rendement. Het lijkt zo te zijn dat de extra koerswinst in de loop van het eerste jaar de significant verschillende P/E ratio's grotendeels gelijktrekt. Helaas is voor ons de mate waarin dit gebeurt niet precies aan te geven zonder de oorspronkelijke data in de beschouwing te betrekken.

7 Conclusie

Samenvattend kan gezegd worden dat het artikel van Van der Goot en Van het Kaar niet sterk heeft bijgedragen aan een beter begrip van de effecten van beschermingsconstructies op de waardering van ondernemingen. Vooral de in de pers aangehaalde conclusie dat het structuurregi-

me de waarde van een onderneming schaadt, wordt niet door de cijfers gestaafd.

In weerwil van de conclusie van de onderzoekers – 'Dit onderzoek toont aan dat het structuurregime zowel als anti-overname- als anti-disciplineringsconstructie hoog scoort' (p. 506) – is vooral de vraag naar de rol van het structuurregime bij de waardering van ondernemingen onzes inziens nog niet naar tevredenheid beantwoord.

L I T E R A T U U R

- Bosveld, R., A.M. Goedbloed, (1996), Effecten van Beschermingsconstructies op Aandelenkoersen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, pp. 261-270.
- Goot, L.R.T van der, R.H. van het Kaar, (1997), Beschermingsconstructies, structuurregime en ondernemingswaarde, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, pp. 497-507.

N O T E N

- 1 Respectievelijk $53,94 - 3 \times 18,66 = -2,04$ en $9,17 - 3 \times 7,30 = -12,73$.
- 2 Of bijvoorbeeld een t-toets of Wilcoxon/Mann-Whitney toets.

Beschermingsconstructies, structuurregime en ondernemingswaarde

Nawoord door Dr. L.R.T. van der Goot en Dr. R.H. van het Kaar

Ons artikel in dit blad van oktober 1997, getiteld Beschermingsconstructies, Structuurregime en Ondernemingswaarde, heeft veel aandacht getrokken, zowel van binnen als buiten de academische wereld. In deze bijdrage zullen we ingaan op de twee reacties van vier collega-onderzoekers. Wij waarderen de moeite die de auteurs zich getroost hebben, om ons artikel door te lezen en van kanttekeningen te voorzien.

1 Structuurregime en extra rendement

Pape, Van Triest en Weimer (Pape et al.) en Van Oijen noemen als hun belangrijkste opmerking, dat onze in de conclusie vermelde uitspraak,

dat het structuurregime een negatieve invloed heeft op het extra rendement van ondernemingen, die een eerste beursnotering krijgen, niet juist is. Gezien de onderzoeksresultaten van tabel 4 (Van der Goot en Van het Kaar, 1997) had onze conclusie, zoals verwoord in paragraaf 7 van het artikel, anders moeten luiden, namelijk dat er een statistisch significante, negatieve relatie is tussen de extra aandelenrendementen en beschermingsconstructies bij ondernemingen, die een structuurregime bezitten.

De conclusie die zowel Pape et al. als Van Oijen trekken, dat het structuurregime een positieve invloed zou hebben op het extra rendement, wordt niet door de onderzoeksresultaten van tabel 4 gedragen. Hierbij zij aangetekend, dat Van Oijen terecht opmerkt dat de door hem geopperde positieve relatie tussen structuurregime en onder-

nemingswaarde statistisch niet-significant is, terwijl Pape et al. zelfs stellen, dat bedoelde relatie *significant* positief is.

2 Grootte-effect

De opmerking van Van Oijen over de mogelijke invloed van een grootte-effect wordt niet gedragen door de uitkomsten van tabel 3 uit onze studie. Uit deze tabel blijkt, dat de emissiewaarden van ondernemingen met en zonder structuurregime minder van elkaar verschillen dan Van Oijen suggereert.

3 Wisselwerking tussen beschermingsconstructies

De onderzoeksresultaten geven steun voor het bestaan van een wisselwerking bij het gebruik van verschillende beschermingsconstructies door ondernemingen. Dat er een substitutie-effect optreedt tussen het structuurregime en de aanwezigheid van prioriteits aandelen kan voor een belangrijk deel worden verklaard door wettelijke regels inzake de benoeming van bestuurders en commissarissen. Zoals in het slot van paragraaf 2.1 (Van der Goot en Van het Kaar, 1997) is gesteld, zijn bindende voordrachten voor bestuurders en commissarissen bij structuurvennootschappen uitdrukkelijk verboden. Bij niet-structuurvennootschappen geldt een dergelijk verbod niet. Bindende voordrachtsrechten zijn in de regel gekoppeld aan prioriteits aandelen. Overigens zijn prioriteits aandelen en structuurregeling geen

perfecte substituten, omdat aan prioriteits aandelen ook weer andere bevoegdheden gekoppeld kunnen zijn dan bindende voordrachten. De opmerking van Van Oijen, dat er geen onderlinge samenhang zou zijn tussen het structuurregime en prioriteits aandelen is niet in overeenstemming met het bovenstaande noch met de uitkomsten van tabel 3.

4 Conclusie

Het is duidelijk dat er nog veel aspecten zijn met betrekking tot de invloed op de ondernemingswaarde van beschermingsconstructies in het algemeen en van het structuurregime in het bijzonder, die om een nadere bestudering vragen. Pape et al. en Van Oijen doen in hun respectievelijke bijdragen daarvoor interessante suggesties.

LITERATUUR

Goot, L.R.T., van der, en R.H. van het Kaar, oktober 1997, Beschermingsconstructies, Structuurregime en Ondernemingswaarde, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs economie*, pp. 497-507.

NOOT

Wij zijn Dr. J.C.M. van Ophem en Dr. F.A. de Roon erkentelijk voor hun opmerkingen met betrekking tot een eerdere versie van dit stuk. Voor alle eventuele resterende onjuistheden zijn alleen wij verantwoordelijk.