

Een empirische verklaring voor het herstructureren van Nederlandse ondernemingen

Dr. R.A.I. van Frederikslust, Drs. W.T.J. Leermakers, Drs. S.N. Soedito en Dr. J. van Dalen

1 Inleiding

Ondernemingen die een terugval in hun prestaties ervaren, zullen maatregelen nemen om de prestaties van de onderneming te verbeteren. Deze maatregelen lopen sterk uiteen. Sommige zijn gericht op het verkrijgen van middelen op korte termijn, andere maatregelen hebben pas op de langere termijn effect. Alhoewel de maatregelen een gemeenschappelijk doel hebben, namelijk het verbeteren van de prestaties van de onderneming, hebben ze een uiteenlopende invloed op de onderneming en de bij de onderneming betrokken groeperingen. Groeperingen zoals managers, aandeelhouders en schuldeisers zullen maatregelen prefereren die voor hen het minst schadelijk zijn, hetgeen ten koste kan gaan van de andere betrokkenen. Belangentegenstellingen bij de te nemen maatregelen zijn hiervan het gevolg. In deze bijdrage wordt nagegaan in welke mate genomen herstructureringsmaatregelen afhankelijk zijn van verschillen in belangentegenstellingen voorzover deze tot uitdrukking komen in waarneembare ondernemingskenmerken, zoals het schuldenniveau, de eigendomsstructuur en *corporate governance*-mechanismen.

Verscheidende buitenlandse studies hebben de veronderstelde samenhang tussen herstructureringsmaatregelen en genoemde kenmerken waargenomen. Ofek (1993) vindt bijvoorbeeld dat de kans op een operationele of financiële herstructurering toeneemt wanneer er sprake is van een hogere vreemd-vermogensintensiteit of *leverage*, terwijl Lai en Sudarsanam (1997) aantonen dat *leverage*, eigendomsstructuur en *corporate governance*-mechanismen invloed hebben op de genomen herstructureringsmaatregelen.

Lee et al. (1998) constateren dat de kans op ontslag van personeel, de verkoop van divisies, acquisities en managementherstructureringen toeneemt met ondernemingsgrootte. Ook in Japan hangt ondernemingsgrootte samen met maatregelen zoals het ontslaan van personeel, het plegen van acquisities of het verkopen van activa en divisies (Kang en Shivdasani, 1997). Daarnaast constateren Kang en Shivdasani (1997) een positief verband tussen aandelenbezit bij banken en grootaandeelhouders en het inkrimpen van de onderneming.

Het huidige onderzoek is uitgevoerd onder 75 Nederlandse ondernemingen die tussen 1985 en 1998 minimaal drie achtereenvolgende jaren zijn genoteerd (geweest) aan de Amsterdamse Effectenbeurs. Er is gekozen voor beursgenoteerde ondernemingen vanwege de beschikbaarheid van jaarcijfers en van informatie over maatregelen. Het koersrendement is gekozen als maatstaf ter beoordeling van de prestaties van ondernemingen. Alle ondernemingen waarvan het koersrendement is teruggevallen van de bovenste 60% naar de onderste 20%, worden beschouwd als behorend tot de relevante doelgroep van bedrijven met tegenvallende prestaties; zie ook Lai en Sudarsanam (1997).

De indeling van het artikel is als volgt. In paragraaf 2 wordt het theoretische kader uiteen-

Dr. R.A.I. van Frederikslust is Universitair hoofddocent Ondernemingsfinanciering aan de Faculteit Bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit te Rotterdam. Drs. W.T.J. Leermakers is consultant bij Ernst & Young, Corporate Finance. Drs. S.N. Soedito is consultant bij Arthur Andersen. Dr. J. van Dalen is Universitair hoofddocent Statistiek aan de Faculteit Bedrijfskunde van de Erasmus Universiteit te Rotterdam.

gezet. Uitgaande van de *agency theory* wordt de verwachte invloed van schuldeisers, eigendom-structuur en *corporate governance*-mechanismen op met name de managementcontrole nader geduid. In paragraaf 3 worden de onderzoeksmethodologie en de verzamelde data besproken. Ook wordt hier ingegaan op de feitelijke maatregelen die de ondernemingen in de steekproef hebben genomen. De afhankelijkheid van deze maatregelen van de posities van de onderscheiden belanghebbenden wordt onderzocht in paragraaf 4. Ten slotte worden in paragraaf 5 de conclusies van het onderzoek gegeven.

2 Theoretisch kader

De scheiding van leiding en eigendom heeft belangrijke gevolgen voor het ontstaan van verschillende partijen met verschillende belangen in ondernemingen, zoals managers, aandeelhouders en schuldeisers. Adam Smith (1937) stelde al in 1776 dat er problemen ontstaan wanneer

leiding en eigendom van een onderneming niet in dezelfde handen zijn en dat controle op het management noodzakelijk is. Deze controle kan worden uitgeoefend door schuldeisers (Jensen, 1986), aandeelhouders of de Raad van Commissarissen (RvC); zie ook Van Frederikslust en Van Veldhuizen (1996). De belangen van de verschillende partijen worden in verschillende mate beïnvloed door verschillende herstructureringsmaatregelen. De resulterende belangentegenstellingen worden beschreven met de *agency theory*, die door velen is uiteengezet (zie onder andere Douma en Schreuder, 1992; Moerland, 1992; Eisenhardt, 1989; Jensen en Meckling, 1976; Berle en Means, 1932). Uitgaande van deze agentschaptheorie wordt in deze paragraaf de invloed van belanghebbenden op de genomen herstructureringsmaatregelen toegelicht. Een overzicht van de veronderstelde effecten staat in tabel 1.

Tabel 1: Verwachte invloeden van ondernemingskenmerken op herstructureringsmaatregelen

Maatregelen	Leverage	Eigendomsstructuur		Samenstelling RvC
	Schuld / Vermogen	Aandelen bij management	Grootaandeelhouders	Aantal buitenstaanders in RvC
<i>Operationele herstructurering</i>				
Kostenrationalisatie	+	—	+	+
Ontslag werknemers	+	—	+	+/-
Integratie BU	+	+/-	+/-	+/-
Sluiten onderdelen	+	+/-	+/-	+/-
<i>Activa herstructurering</i>				
Verkoop activa & divisies	+	—	+/-	+/-
Investerings	+	—	+	+/-
Acquisities	—	+	—	—
<i>Management-herstructurering/</i>	+	—	+	+
<i>Financiële herstructurering</i>				
Schuldherstructurering	+/-	—	+	+
Faillissement	—	—	—	—
Dividend verminderen	+	+/-	—	+
Aantrekken kapitaal	+	+	—	+

2.1 De invloed van schuldeisers op herstructureringsmaatregelen

De invloed van schuldeisers wordt gemeten aan de hand van de hoogte van het schuldenniveau, de financiële *leverage*. Leverage beïnvloedt de onderneming op twee manieren. Allereerst dient leverage als een controlemechanisme (Jensen, 1986) en ten tweede bepaalt de leverage de manier van reageren van een onderneming op een prestatieverslechtering (Lai en Sudarsanam, 1997; Ofek, 1993; Jensen, 1989). Ondernemingen met een hoge schuldenlast zullen goed in de gaten worden gehouden door de financiers, omdat er weinig ruimte is om slecht te presteren (Lai en Sudarsanam, 1997). Door de hoge schuldenlast zullen de schuldeisers relatief veel macht hebben om bepaalde maatregelen door te drukken. Ofek (1993) onderzocht de invloed van schuldeisers op de te nemen maatregelen en constateert dat een hoge leverage de kans op financiële en operationele maatregelen doet toenemen.

De vrije *cash flow*-theorie van Jensen (1986) voorspelt een positieve relatie tussen leverage en maatregelen die op korte termijn geld opleveren, zoals verkoop van activa en divisies. Ook het effect van leverage op de kans van een schuldherstructurering zal positief zijn, aangezien ondernemingen met een hoge schuldenlast welhaast gedwongen zijn om hun schulden te herstructureren (Jensen, 1989). Lai en Sudarsanam (1997) veronderstellen een positief verband tussen leverage en alle maatregelen. Toch zullen schuldeisers bepaalde maatregelen prefereren boven andere maatregelen. Bij een schuldherstructurering zijn de schuldeisers namelijk degenen die opdraaien voor de kosten van de herstructurering, doordat ze afzien van interestbetalingen of omdat ze extra kredieten verstrekken. Wanneer deze maatregel echter een laatste redmiddel is, zullen de schuldeisers hierdoor proberen nog iets van hun lening terug te krijgen. Het ontslag van het management zal ook positief samenhangen met de leverage. Wanneer de schuldeisers meer macht hebben, en het management verantwoordelijk houden voor de ontstane situatie, zullen zij voorwaarden verbinden aan eventuele hulp bij het implementeren van maatregelen. Een mogelijke voorwaarde is het management dat deze situatie heeft laten ontstaan te ontslaan.

2.2 De invloed van de eigendomsstructuur op herstructureringsmaatregelen

De eigendomsstructuur van de onderneming wordt bepaald door de verdeling van de aandelen over de verschillende aandeelhouders van een onderneming. Wanneer de aandelen van een onderneming versnipperd zijn, is de invloed van een aandeelhouder op het beleid van een onderneming niet groot. Hieruit volgt dat op het moment dat aandeelhouders zich verenigen of dat de aandelen bij slechts enkele aandeelhouders terechtkomen, hun macht aanzienlijk toeneemt. In geval van het herstructureren van een onderneming kunnen deze grootaandeelhouders die macht aanwenden om bepaalde besluiten door te voeren. Bethel en Liebeskind (1993) constateren dat geconcentreerd aandelenbezit verband houdt met herstructurering. Het toenemende aandelenbezit van banken en institutionele beleggers en het daaruit voortvloeiende feit dat het verkopen van de grote aandelenpakketten moeilijker wordt, doet vermoeden dat deze beleggers invloed uitoefenen op het ondernemingsbeleid (Blommestein, 1998; Frijns et al., 1995).

De invloed die aandeelhouders hebben, zullen zij aanwenden om in te grijpen wanneer een onderneming slecht presteert (Kang en Shivdasani, 1997). De maatregelen die worden genomen, zullen mede afhangen van de voorkeuren van de aandeelhouders. Het verminderen van dividend, het uitgeven van nieuwe aandelen of het verkopen van activa om schulden af te lossen lijken geen prioriteit te hebben bij aandeelhouders (Lai en Sudarsanam, 1997; Lang et al., 1995). Aandeelhouders zullen daarentegen positief staan tegenover een schuldherstructurering, omdat in dit geval de schuldeisers concessies zullen doen (Lai en Sudarsanam, 1997).

Wanneer het management over aandelen in de onderneming beschikt, kunnen zij deze extra zeggenschap aanwenden om zich te onttrekken aan de controle van anderen. Dit zal leiden tot het doorvoeren van maatregelen die het management welgezind zijn. Het herstructureren van het management zal dan ook minder voorkomen wanneer managers aandelen bezitten. Jensen (1986) stelt dat managers baat hebben bij een grote onderneming, aangezien macht, aanzien en

de beloning van managers positief verbonden zijn met de omvang van ondernemingen. Maatregelen gericht op groei zullen daarom eerder voorkomen wanneer managers meer aandelen bezitten.

2.3 De invloed van corporate governance-mechanismen op herstructureringsmaatregelen

De systemen van corporate governance kunnen worden verdeeld in het *outsider*- en het *insider*-model (Blommestein, 1998; Mayer, 1998; The Economist, 1994). Het outsider-model wordt met name in de Angelsaksische landen aangehangen. Kenmerkend voor dit systeem is de centrale rol die aandeelhouders spelen in het controleren van het management (Gelauff en Den Broeder, 1996; Frijns et al., 1995; Moerland, 1995; The Economist, 1994). Controle vindt met name plaats op de *market for corporate control*: door de verkoop van aandelen en vijandige overnames. Het insider-model wordt gekenmerkt door de *stakeholder*-opvatting van de onderneming (Frijns et al., 1995). Het aandelenbezit is geconcentreerd en de controle van het management vindt voornamelijk plaats door de RvC, de grootaandeelhouders en schuldeisers. Vaak hebben banken en institutionele beleggers een langdurige relatie met de onderneming. Zij zullen hun leningen en aandelen niet snel opgeven, maar trachten de ondernemingsleiding te sturen (Gelauff en Den Broeder, 1996).

In het insider-systeem van corporate governance is er, naast managers, schuldeisers en aandeelhouders, nog een partij die invloed kan uitoefenen op het ondernemingsbeleid: de Raad van Commissarissen. Met name in het Nederlandse structuurmodel heeft de RvC invloed op de onderneming, zoals het recht om het management van een (slecht presterende) onderneming te ontslaan, belangrijke besluiten goed te keuren en het vaststellen van de jaarrekening (Frijns et al., 1995). De samenstelling van de RvC verschilt per onderneming. Van belang is met name het aantal commissarissen dat van buiten de onderneming komt en het aantal dat naar voren is geschoven vanuit de onderneming zelf. Van buitenstaanders kan verwacht worden dat zij harder optreden tegen het management (Fama en Jensen, 1983). Weisbach (1988) en Lai en Sudarsanam (1997) constateren dat ontslag van management een

positieve samenhang vertoont met het aantal buitenstaanders in een RvC.

In de volgende paragraaf wordt ingegaan op de omvang van deze herstructureringsmaatregelen in de Nederlandse situatie.

3 Methodologie en data

3.1 De selectie

Het huidige onderzoek richt zich op slecht presterende beursgenoteerde ondernemingen. Het criterium voor slecht presteren wordt gebaseerd op het koersrendement op aandelen. Dit criterium komt op een relatief objectieve manier tot stand onder omstandigheden die voor iedere onderneming gelijk zijn. Een onderneming wordt in de steekproef geselecteerd, indien haar koersrendement in een bepaald jaar in de onderste 20% valt, na twee achtereenvolgende jaren bij de bovenste 60% te hebben behoord. Dit wordt kortweg de '60:60:20'-regel genoemd. Naast dit criterium is nog een aantal andere selectiecriteria toegepast. Zo zijn financiële instellingen en beleggingsfondsen niet in de steekproef opgenomen, omdat de regelgeving en de structuur van de jaarrekening van deze instellingen sterk verschillen van die van de niet-financiële ondernemingen. De periode waarop de selectie betrekking heeft, loopt van 1985 tot en met 1998. De uiteindelijke steekproef omvat 75 ondernemingen, genoteerd aan de Amsterdamse Effectenbeurs van 1985 tot en met 1998. Van de ondernemingen in de steekproef is nagegaan welke herstructureringsmaatregelen ze hebben genomen. Maatregelen die voor analyse in aanmerking komen, moesten zijn genomen in de tweede helft van het jaar van de prestatierugval of het daaropvolgende jaar. De steekproefgegevens zijn verkregen via *Het Financieele Dagblad*, *Datastream* en de jaarverslagen van de geselecteerde ondernemingen.

3.2 Herstructureringsmaatregelen prestatierugval

De verschillende herstructureringsmaatregelen die de ondernemingen hebben genomen in reactie op de prestatiedaling zijn op te delen in een aantal categorieën samengevat in tabel 2. De door de Nederlandse ondernemingen genomen maatregelen wijken in soort niet af van de maatregelen die

geconstateerd zijn in vergelijkbare onderzoeken in het buitenland (Lee et al., 1998; Kang en Shivdasani, 1997; Lai en Sudarsanam, 1997; Ofek, 1993). De resultaten van de buitenlandse studies zijn in tabel 3 opgenomen.

Activa herstructurering
De meest voorkomende maatregelen hebben betrekking op de herstructurering van activa. Binnen deze groep zijn met name acquisities met 39% een veelvoorkomende reactie op een presta-

Tabel 2: Maatregelen genomen door de geselecteerde ondernemingen, 1985-1999

<i>Maatregelen genomen door ondernemingen verdeeld per categorie</i>	<i>Totale aantal maatregelen genomen door ondernemingen</i>	<i>% van totaal in categorie</i>	<i>Aantal ondernemingen dat maatregel implementeert</i>	<i>% van totaal^a</i>
<i>Operationele herstructurering</i>				
Kostenrationalisatie/efficiëntieverbetering	37	34,5%	26	34,7%
Ontslag van werknemers	34	31,7%	22	29,3%
Integratie van business units	7	6,5%	7	9,3%
Sluiten van bedrijfsonderdelen ^b	29	27,1%	22	29,3%
	107			
<i>Activa herstructurering</i>				
Verkoop van divisies en vaste activa	38	26,8%	24	32,0%
Verlagen of uitstellen van investeringen ^c	33	23,2%	33	50,7%
Acquisities ^d	46	32,4%	29	38,7%
Kopen van deelnemingen en aangaan joint ventures	25	17,6%	16	21,3%
	142			
Herstructurering van het management	23	—	15	20,0%
<i>Financiële herstructurering</i>				
Schuldherstructurering	5	12,5%	5	6,6%
Faillissement	1	2,5%	1	1,3%
Dividendverlaging ^e	24	60,0%	24	33,8%
Aantrekken van additioneel kapitaal	10	25,0%	8	10,7%
	40			
Fuseren of overgenomen worden	8	—	8	10,7%
<i>Wijzigingen in strategie of organisatie</i>				
Strategiewijziging	15	48,4%	15	20,0%
Verandering in de organisatiestructuur	7	22,6%	7	9,3%
Het betreden van markten/verbreden van assortiment	4	13,3%	4	5,3%
Het terugtrekken uit markten/beperken van assortiment	5	16,1%	5	6,7%
	31			
Overig	16	—	14	18,6%

NOTEN TABEL 2

(a) Het aantal ondernemingen waar door gedeeld wordt is 75, behalve bij 'verlagen of uitstellen van investeringen' en 'dividendverlaging', omdat voor een aantal ondernemingen de gegevens ontbreken. Hier wordt respectievelijk gedeeld door 65 en 71 ondernemingen.

(b) Hieronder vallen: afstoten van divisies, deelnemingen of activa en het stopzetten van joint ventures.

(c) Deze cijfers laten de daling van investeringsuitgaven in het jaar van de prestatiedaling zien ten opzichte van het voorgaande jaar.

(d) Hier worden zowel overnames als het openen van nieuwe vestigingen onder verstaan.

(e) Deze cijfers laten de verlaging van het dividend in het jaar van de prestatiedaling zien ten opzichte van het voorgaande jaar.

tiëdaling. Dit is in overeenstemming met de resultaten van Lai en Sudarsanam (1997), die vinden dat de helft van de Britse ondernemingen acquisities pleegt in het jaar van prestatiedaling; in het daaropvolgende jaar daalt dit naar 35% van de ondernemingen. Kang en Shivdasani (1997) vinden een veel lager percentage bij ondernemingen met een prestatiedaling in Japan, waar 10%

van de ondernemingen acquireert in het jaar van de prestatiedaling. Het aantal Amerikaanse ondernemingen dat acquisities pleegt ligt rond de 30%. Dit is min of meer in overeenstemming met de resultaten bij de geselecteerde Nederlandse ondernemingen. In tegenstelling tot Nederlandse en Amerikaanse ondernemingen gaan Japanse ondernemingen naar verhouding meer *joint*

Tabel 3: Herstructureringsmaatregelen bij slecht presterende ondernemingen in buitenlandse studies

	<i>Lee et al.</i> (1998)		<i>Kang & Shivdasani</i> (1997)		<i>Lai & Sudarsanam</i> (1997)	<i>Ofek (1993)</i>	<i>John et al. (1992)</i>	<i>Schendel et al.</i> (1976)
	UK	Canada	Japan	US	UK	US	US	US
<i>Operationele herstructurering</i>								
Kostenrationalisatie					46% ^b			53%
Ontslag personeel	4%	6%	17% ^a	32%		28%	43% ^d	
Bedrijfsintegratie						12% ^c		
Bedrijfssluiting			6%	16%			26%	
<i>Herstructurering activa</i>								
Verkoop activa of divisie	25%	26%	10%	40%	26%	15%	63%	41%
Investerings lager			8%	4%			9%	10%
Investerings hoger			13%	4%	61%		24% ^e	38%
Acquisities	14%	20%	10%	33%	50%		26% ^f	53%
<i>Financiële herstructurering</i>								
Schuldherstructurering	4%		4%		2%	11%	48% ^h	
Faillissement	2%					1%		
Dividendverlaging	5%				24%	47%	45% ⁱ	
Additioneel kapitaal	23%		7%		20% ^g		20%	

NOTEN TABEL 3

(a) Alleen ontslag: een extra 21% van de ondernemingen verlaagt salarissen of pensioengerechtigde leeftijd;

(b) Hier zijn inbegrepen: kostenrationalisaties, ontslag personeel, integratie en sluitingen.

(c) In dit percentage zijn zowel de integraties als de sluitingen verwerkt.

(d) Nog eens 20% van de ondernemingen verlaagde de uit te betalen salarissen.

(e) Aangegeven als modernisering door nieuwe productietechnieken en machines.

(f) Aangegeven als het acquireren van *raw materials*.

(g) Alleen uitgeven van additioneel Eigen Vermogen.

(h) Percentage bestaat uit vermindering van schuld (39%) en aangaan van additionele schuld (9%).

(i) Uit het onderzoek kwam ook naar voren dat 41% van de ondernemingen het dividend verhoogde.

ventures aan. Ruim 33% van de Japanse ondernemingen neemt deze maatregel, terwijl dit in Amerika en Nederland rond de 15% ligt.

Een mogelijke verklaring voor het verhoudingsgewijs lage percentage van overnames in Japan is dat Japanse ondernemingen van nature

gen verhoogde, zoals te zien is in tabel 4. Ook in het jaar na de prestatiedaling ontlopen de cijfers elkaar nauwelijks. Veel ondernemingen vinden het kennelijk noodzakelijk om te blijven investeren in hun activa en passen deze uitgaven niet aan als gevolg van een prestatiedaling.

Tabel 4: Investeringsuitgaven Nederlandse ondernemingen

<i>Investeringsuitgaven</i>	<i>In jaar van prestatiedaling</i>	<i>In jaar volgend op</i>	<i>Twee jaar achtereen prestatiedaling</i>
Verlaagd	50,7%	46,1%	19,2%
Verhoogd	46,1%	50,0%	17,3%

minder actief zijn op fusie- en overnamegebied dan westerse ondernemingen (Schenk, 1994). Wanneer Japanse ondernemingen zich in hun normale ondernemingsgedrag minder bedienen van fusies en overnames dan westerse ondernemingen, dan is dit mogelijk ook het geval wanneer ze een prestatietierugval ervaren. Naast het overnemen van andere ondernemingen, wordt door ruim 30% van de Nederlandse ondernemingen divisies of activa verkocht. Dit is vergelijkbaar met de verkoop van divisies of activa in Engeland, Canada en Amerika (Lee et al., 1998; Kang en Shivdasani, 1997; Lai en Sudarsanam, 1997).

Ondernemingen kunnen zowel desinvesteren als investeren wanneer ze in moeilijkheden geraken. Een belangrijke reden voor dit gedrag kan liggen in het feit dat ondernemingen eerst middelen vrij moeten maken, voordat ze acquisities kunnen plegen. In Nederland gebeurt dit bij 20 van de 75 ondernemingen (26%). In Japan wordt door 19 van de 90 ondernemingen (21%) deze wijze van herstructureren toegepast (Kang en Shivdasani, 1997). Een onderneming kan ook haar strategie aanpassen na een prestatieverslechteringen, waardoor men besluit zich terug te trekken uit slechtlopende producten of markten om zich te richten op andere producten of markten die wel bijdragen aan het resultaat.

Procentueel gezien is het verlagen van de investeringen de meest voorkomende maatregel. Dit cijfer is echter bedrieglijk aangezien ongeveer eenzelfde aantal ondernemingen haar investerings-

Operationele herstructurering

Operationele herstructureringen worden ook veel geïmplementeerd als reactie op een prestatiedaling. Met name het reduceren van kosten of het verbeteren van de efficiëntie is een veelvoorkomende reactie. Ongeveer eenderde van de Nederlandse ondernemingen probeert kosten te reduceren of de efficiëntie te verhogen. Naast deze maatregel wordt het ontslaan van personeel veelvuldig gebruikt door de ondernemingen. In Nederland wordt een percentage van 30% geconstateerd, waar Lee et al. (1998) voor Engeland en Canada vaststellen dat respectievelijk 4% en 6% van de ondernemingen deze maatregel implementeert. Ofek (1993) en Kang en Shivdasani (1997) zien in Amerika eenzelfde percentage, terwijl Japan, met 17%, tussen Nederland en Engeland in ligt. De lage ontslagpercentages in Engeland en Canada worden door Lee et al. (1998) verklaard door de relatief sterke vakbonden in deze landen in vergelijking met de Verenigde Staten. Dit verklaart echter niet het hoge percentage in Nederland, waar als gevolg van de consensusgedachte vakbonden veel inspraak hebben en er een relatief lager ontslagpercentage verwacht had kunnen worden. Blijkbaar waren de genomen maatregelen in Nederland noodzakelijk voor de continuïteit van de onderneming. Opvallend is ook dat het meestal om aanzienlijke aantallen mensen ging die werden ontslagen. Bij de Nederlandse ondernemingen ging het in slechts 8 gevallen om minder dan 100 mensen, waar bij de Ehco-KLM-vestiging in Haaksbergen toch nog 20% van het personeelsbestand moest vertrekken. Met name Hoogovens sneed de afgelopen jaren

flink in het bestand. Daar vertrokken in 7 jaar tijd, van 1990 tot 1997, 5500 mensen, oftewel 20% van het personeelsbestand in 1990. Ook Akzo Nobel, Nedlloyd en recentelijk Baan Company hebben grote aantallen mensen ontslagen, respectievelijk 1400, 1000 en 1250 werknemers. Dit betekende in procenten respectievelijk 2%, 4% en 20% van het personeelsbestand op het moment van ontslag.

Door 27% van de ondernemingen worden onderdelen gesloten in reactie op een prestatiedaling. Het sluiten van bedrijfsonderdelen wordt alleen door Kang en Shivdasani (1997) apart genoemd. Het aantal ondernemingen dat deze maatregel hanteert, ligt in Japan rond de 5% en in Amerika rond de 16%. Wanneer het Nederlandse percentage wordt gecorrigeerd en alleen bedrijfs-sluitingen worden meegenomen, dan komen de resultaten dicht bij elkaar te liggen. In dit geval daalt het percentage in Nederland naar 13,2 %.

Herstructurering management

Niet alleen de werknemers krijgen het zwaar te verduren wanneer de prestaties van een onderneming te wensen overlaten. Ook het management wordt met enige regelmaat afgerekend op de prestatiedaling van een onderneming. Ruim 20% van de ondernemingen heeft ingegrepen door het herstructureren van het management¹. Vergelijkbare percentages worden waargenomen in Engeland, waar Lai en Sudarsanam (1997) constateren dat 20% van de Engelse ondernemingen het management herstructureert, in het jaar van prestatiedaling. Dit percentage loopt op tot 26% in het jaar na de prestatiedaling. Ook in de Verenigde Staten herstructureert ongeveer 20% van de ondernemingen het management na een prestatierugval (Ofek, 1993).

Financiële herstructurering

Financiële herstructurering komt relatief weinig voor. Alleen een dividendverlaging wordt door een flink aantal ondernemingen toegepast; 34% van de ondernemingen verlaagt het dividend over het jaar van de prestatiedaling, zoals te zien is in tabel 5. Toch wordt door een groter deel van de ondernemingen het dividend verhoogd in plaats van verlaagd. In het jaar na de prestatiedaling zelfs tweemaal zoveel ondernemingen. Het verlagen van dividend twee jaar achtereen komt nauwelijks voor. Blijkbaar willen de ondernemin-

gen de aandeelhouders niet laten opdraaien voor de slechtere prestaties van de onderneming, en handhaven ze in de meeste gevallen de dividenduitkeringen. Aandeelhouders zijn natuurlijk al getroffen door de waardedaling van hun aandelenportefeuille, als gevolg van de koersdaling van de aandelen.

Tabel 5: Dividendbetalingen door Nederlandse ondernemingen

<i>Dividend</i>	<i>In jaar van prestatiedaling</i>	<i>In jaar volgend op prestatiedaling</i>	<i>Twee jaar achtereen</i>
Verlaging	33,8%	24,6%	6,8%
Verhoging	40,0%	47,5%	22,0%

Het aanvragen van surseance van betaling is duidelijk een laatste redmiddel voor ondernemingen. Slechts eenmaal werd deze maatregel gehanteerd. Dit gebeurde door Multihouse, dat in 1997 surseance van betaling aanvroeg en in juli van dat jaar werd overgenomen door Sanderink beheer. Het relatief weinig voorkomen van een faillissement als maatregel in Nederland komt overeen met resultaten in de Verenigde Staten. Daar kent men een vergelijkbare regeling als de surseance van betaling: de *Chapter-11 restructuring*. Ook daar wordt een percentage rond de 1% geconstateerd (Kang en Shivdasani, 1997; Ofek, 1993).

Fusie of overname

Een aantal ondernemingen is erin geslaagd om onderdak te vinden bij andere ondernemingen voordat er een situatie ontstond waarbij het voortbestaan van de onderneming direct in het geding was. Zo is Holec in 1989 gefuseerd met de Begemann groep; Sanders behang, ook in 1989, met de Gamma Holding; en de VRG groep is in 1993 opgegaan in KNP BT. In totaal is ongeveer 10% van de Nederlandse ondernemingen in de selectie overgenomen. Lee et al. (1998) constateren dat 6% van de Engelse ondernemingen en 10% van de Canadese ondernemingen fuseren, dan wel overgenomen worden. Een vergelijkbaar resultaat is te zien in Amerika (Kang en Shivdasani, 1997).

Strategiewijziging

Strategiewijzigingen hangen vaak samen met drie andere maatregelen die in tabel 2 (pagina 133) genoemd worden: wijzigingen in de

organisatiestructuur en het betreden van of zich terugtrekken uit markten. Ook het verkopen van divisies, het fuseren met of overnemen van ondernemingen kan een strategiewijziging inhouden. Strategiewijzigingen worden door 20% van de Nederlandse ondernemingen doorgevoerd².

Overige maatregelen

Ten slotte is er een aantal ‘overige’ maatregelen, waaronder bijvoorbeeld de gedragslijnverandering van jaarverslaggeving valt die Holec in 1988 doorvoerde, waardoor het verlies beperkt bleef tot 6,4 miljoen gulden. Ook het besluit van Weweler om de Amerikaanse markt niet te betreden, het invoeren van een brandstoftoeslag door KLM of de strengere financiële controle op haar dochterondernemingen door de P&C Groep zijn in deze categorie ingedeeld.

3.3 Belangenposities aandeelhouders, schuldeisers en corporate governance

De centrale hypothese in dit onderzoek is dat de gekozen herstructureringsmaatregelen afhankelijk zijn van de relatieve belangenposities van schuldeisers, aandeelhouders en de corporate governance. Het belang van de schuldeisers wordt weergegeven via het schuldenniveau van de onderneming, de financiële leverage. De leverage is hier gedefinieerd als de boekwaarde van de schulden gedeeld door de boekwaarde van de activa. Ook de kortetermijn-leverage, die de verhouding tussen de kortlopende schulden en de activa weergeeft, is opgenomen in het model. De *interest coverage*-ratio geeft aan of een onderneming de financiële lasten kan voldoen uit de winst voor interest en belasting³.

De eigendomsstructuur van de onderneming

komt tot uitdrukking in de aanwezigheid van een grootaandeelhouder en in het aandelenbezit van institutionele beleggers, schuldeisers en managers. De samenstelling van de RvC wordt door twee proxies weergegeven: het percentage buitenstaanders en de aanwezigheid van binnenstaanders in de RvC. De proxies staan vermeld in tabel 6.

Naast deze proxies zijn er ook enkele controlevariabelen opgenomen. Deze variabelen, vermeld in tabel 7, kunnen ook van invloed zijn op de keuze voor een maatregel. Ondernemingsgrootte kan bijvoorbeeld van invloed zijn op het al dan niet verkopen van divisies of het ontslaan van personeel (Lee et al., 1998). Ook de ernst van terugval kan een voorkeur opleveren voor bepaalde maatregelen, zoals het verminderen van dividend of het afstoten van divisies (Lai en Sudarsanam, 1997). Als de onderneming in ernstige liquiditeitsproblemen verkeert, dan is er een voorkeur voor maatregelen die geld opbrengen en zal het plegen van acquisities minder waarschijnlijk zijn. Een aantal variabelen heeft meerdere proxies. Zo wordt de liquiditeit bijvoorbeeld vertegenwoordigd door de *current ratio* én de *quick ratio*, en wordt de ondernemingsgrootte weergegeven door beurswaarde en grootte van het eigen vermogen. Deze ‘dubbele’ maatstaven correleren in hoge mate met elkaar, zodat ervoor gekozen is om deze proxies niet gelijktijdig in een model op te nemen, en per model te kiezen voor de best passende maatstaf.

4 Invloed van belanghebbenden op herstructureringsmaatregelen

In deze paragraaf worden de effecten van de belangenposities van schuldeisers, aandeelhou-

Tabel 6: Kenmerken aandeelhouders, schuldeisers en corporate governance

Hypothesen	Proxies	Definitie
Schuldenstructuur	· Leverage	Boekwaarde van schuld / Boekwaarde activa
	· Kortetermijn-leverage	Boekwaarde kortetermijnschuld/Boekwaarde activa
	· Interest coverage-ratio	(Winst voor belasting + Financiële lasten)/Financiële lasten
Eigendomsstructuur	· Grootaandeelhouder	De aanwezigheid van een aandeelhouder met een aandelenbezit > 50%
	· Aandelenbezit	Het aandelenbezit in de onderneming van institutionele beleggers, schuldeisers en managers
Samenstelling RvC	· Percentage van buitenstaanders	Het percentage van buitenstaanders in de RvC
	· Binnenstaanders aanwezig	Het aanwezig zijn van personen in de RvC, afkomstig vanuit de onderneming

Tabel 7: Controlevariabelen

Invloed op maatregelen	Proxies	Definitie
Grootte van de onderneming	· <i>Ln</i> (beurswaarde)	<i>Ln</i> (aantal uitstaande aandelen * aandelenkoers aan het einde van het jaar van terugval)
Ernst van prestatietrugval	· <i>Ln</i> (eigen vermogen) · Koersrendement	<i>Ln</i> (boekwaarde eigen vermogen) Het verschil tussen het koersrendement in het jaar van terugval en het rendement in het voorgaande jaar
Liquiditeit	· Currentratio · Quickratio	Vlottende activa/schulden op korte termijn (Vlottende activa -/- voorraden)/schulden op korte termijn

ders en corporate governance op de verschillende herstructureringsmaatregelen geschat. Voor elk van de herstructureringsmaatregelen afzonderlijk wordt de kans op het nemen ervan gerelateerd aan de verschillende indicatoren van de relatieve belangenposities in tabel 6 en de controlevariabelen in tabel 7. Hierbij wordt gebruikgemaakt van zogenaamde logitmodellen vanwege het dichoto-

me karakter van de te verklaren variabelen: een maatregel wordt wel (=1) of niet (=0) genomen; andere uitkomsten zijn er niet. De resultaten zijn opgenomen in tabel 8 en tabel 8 *vervolg*. Hieronder worden eerst de verkregen resultaten beschreven. Daarna wordt ingegaan op de gevolgen van de herstructureringsmaatregelen voor de onderneming in termen van koersrendement.

Tabel 8: Resultaten logistische regressie voor verschillende herstructureringsmaatregelen

Hypothesen	Variabelen ^{a,b}	Kosten rationalisatie	Ontslag personeel	Shuiten divisies/ activa	Verkoop divisies/ activa	Investerings verlaagd	Acquisities	Deelneming / JV
Schulden-structuur	<i>Const</i>	-12,640 (0,04)	-14,377 (0,05)	-47,123 (0,01)	-1,029 (0,88)	3,016 (0,62)	-16,762 (0,06)	-19,995 (0,03)
	<i>Lev</i>	-0,461 (0,88)	2,357 (0,47)	-4,265 (0,25)	-1,583 (0,58)		-0,442 (0,88)	0,126 (0,97)
	<i>LevKi</i>					-5,337 (0,08)		
Eigendoms-structuur	<i>Intdek</i>	0,009 (0,52)	0,016 (0,24)	-0,008 (0,66)	0,005 (0,58)	0,012 (0,46)	-0,013 (0,38)	0,004 (0,82)
	<i>Graandh</i>	-1,161 (0,34)	1,486 (0,20)	-0,888 (0,49)	0,572 (0,58)	0,601 (0,60)	0,358 (0,76)	1,024 (0,51)
	<i>Pinsit</i>	-0,000 (0,99)	-0,003 (0,92)	0,025 (0,42)	-0,001 (0,98)	0,029 (0,37)	-0,061 (0,06)	0,031 (0,35)
	<i>Pinvest</i>	-0,012 (0,44)	0,011 (0,49)	0,020 (0,27)	0,008 (0,59)	0,026 (0,15)	-0,022 (0,16)	-0,033 (0,11)
	<i>Pinside</i>	0,010 (0,67)	-0,042 (0,18)	0,038 (0,25)	-0,014 (0,61)	0,043 (0,14)	-0,052 (0,10)	0,009 (0,76)
Samenstelling RvC	<i>Rcins</i>	2,989 (0,04)	1,437 (0,26)	7,445 (0,01)	-1,093 (0,49)	-0,678 (0,58)	0,110 (0,94)	1,667 (0,32)
	<i>Outside</i>	0,107 (0,09)	0,035 (0,58)	0,476 (0,01)	-0,018 (0,81)	0,002 (0,97)	0,117 (0,15)	0,139 (0,10)
Controle variabelen	<i>Lnbw</i>		0,353 (0,03)	0,247 (0,17)		0,006 (0,97)	0,336 (0,04)	
	<i>Lnev</i>				0,388 (0,04)			0,414 (0,10)
	<i>Prend</i>	0,358 (0,55)	-0,559 (0,40)	-0,740 (0,30)	0,354 (0,59)	-0,068 (0,91)	0,502 (0,47)	0,833 (0,34)
	<i>Cr</i>	1,121 (0,08)	0,572 (0,23)		-1,003 (0,19)		0,635 (0,22)	
	<i>Qr</i>			-5,212 (0,01)		-1,819 (0,04)		0,645 (0,40)
N		64	64	64	64	64	64	64
Model χ^2		13,002	13,289	30,365	11,705	13,834	20,907	18,801
p-waarde χ^2		0,224	0,275	0,001	0,386	0,242	0,034	0,065
Nagelkerke R ²		0,254	0,266	0,522	0,233	0,267	0,380	0,391

Vervolg tabel 8: Resultaten logistische regressie voor verschillende herstructureringsmaatregelen

Hypothesen	Variabelen ^{a,b}	Herstructureringsmanagement	Schuldherstructurerings	Dividend verlaagd	Aantrekken kapitaal	Fuseren / overgenomen	Strategie/ Structuurwijziging
Schulden-structuur	<i>Const</i>	-0,515 (0,95)	-3,004 (0,86)	10,898 (0,11)	-31,628 (0,04)	-198,186 (0,90)	-13,985 (0,06)
	<i>Lev</i>	3,871 (0,26)	8,691 (0,35)		18,362 (0,01)	-8,854 (0,20)	-5,602 (0,06)
	<i>LevKt</i>			0,785 (0,77)			
Eigendoms-structuur	<i>Intdek</i>	-0,008 (0,71)	-0,063 (0,71)	-0,006 (0,64)	0,036 (0,13)	-0,318 (0,29)	-0,013 (0,39)
	<i>Graandh</i>	0,483 (0,71)	-7,978 (0,85)	-1,053 (0,32)	-0,620 (0,84)	1,883 (0,54)	-0,144 (0,91)
	<i>Pinstit</i>	-0,005 (0,87)	-0,015 (0,78)	-0,000 (0,99)	-0,009 (0,87)	-0,017 (0,79)	0,002 (0,94)
	<i>Pinvest</i>	-0,010 (0,60)	0,018 (0,61)	0,022 (0,14)	-0,093 (0,08)	-0,006 (0,90)	-0,003 (0,85)
	<i>Pinside</i>	-0,012 (0,66)	0,010 (0,89)	0,020 (0,43)	-0,007 (0,88)	-0,263 (0,97)	-0,000 (0,99)
Samenstelling RvC	<i>Rcins</i>	-0,770 (0,64)	-1,522 (0,64)	-1,561 (0,27)	5,115 (0,08)	10,500 (0,91)	1,801 (0,27)
	<i>Outside</i>	-0,054 (0,47)	-0,0900 (0,57)	-0,109 (0,09)	0,189 (0,11)	2,088 (0,90)	0,080 (0,29)
Controle variabelen	<i>Lnbw</i>	0,141 (0,41)	0,133 (0,74)	0,031 (0,82)	-0,057 (0,86)	-0,341 (0,31)	0,446 (0,02)
	<i>Lnev</i>						
	<i>Prend</i>	-0,855 (0,20)	-1,222 (0,32)	0,857 (0,19)	-0,044 (0,97)	-0,904 (0,57)	0,052 (0,94)
	<i>Cr</i>	-0,416 (0,60)	0,548 (0,64)				
	<i>Qr</i>			-1,153 (0,08)	1,956 (0,05)	-1,237 (0,62)	-0,187 (0,76)
N		64	64	64	64	64	64
Model χ^2		6,457	8,029	13,279	22,290	22,290	15,598
p-waarde χ		0,841	0,711	0,276	0,022	0,022	0,157
Nagelkerke R		0,155	0,316	0,250	0,556	0,635	0,304

NOTEN TABEL 8

(a) *Lev*: leverage; *LevKt*: leverage korte termijn; *Intdek*: interestdekkingsgetal; *Graandh*: aanwezigheid van een grootaandeelhouder (>50%); *Pinstit*: aandelenbezit institutionele beleggers; *Pinvest*: aandelenbezit overige schuldeisers; *Pinside*: aandelenbezit binnenstaanders; *Rcins*: aanwezigheid binnenstaanders in RvC; *Outside*: percentage buitenstaanders in RvC; *LnBw*: natuurlijk logaritme beurswaarde; *LnEv*:

natuurlijk logaritme ev; *Prend*: rendement in jaar van teruggang ten opzichte van het voorgaande jaar; *Cr*: currentratio; *Qr*: quickratio.

(b) De p-waarden staan vermeld tussen haakjes onder de coëfficiënten en geven de significantie aan. De significante p-waarden zijn vet gedrukt. De R² van de geschatte modellen geeft de proportie verklaarde variantie van de genomen maatregelen weer. Deze maatstaf varieert van 0,155 tot 0,635.

4.1 Verbanden tussen maatregelen en proxies

De verklaringsgraad van de modellen wisselt sterk. De R² varieert van 0,155 in geval van managementherstructurerings tot 0,635 in geval van fusies. Er is ook een aparte logitanalyse uitgevoerd voor de herstructureringsmaatregelen en de controlevariabelen. De resultaten daarvan komen in grote lijnen overeen met die in tabel 8

zijn opgenomen. Dezelfde controlevariabelen waren veelal ook significant op een niveau van 0,05 in de betreffende geschatte functies. De bijdrage van de controlevariabelen, tot de proportie verklaarde variantie van de geschatte functies in tabel 8 is, gemiddeld genomen 0,39.

Hoewel deze uitkomsten suggereren dat de modelspecificaties verbetering behoeven, komen

ze overeen met die van Lai en Sudarsanam alle overige interactietermen in de andere modellen niet significant zijn, zijn deze niet in tabel 8 opgenomen.

De controle door schuldeisers komt tot uiting in de proxies 'Leverage' en 'Kortetermijn-leverage'. Het blijkt dat schuldeisers positief staan tegenover het aantrekken van additioneel kapitaal. Aangezien het aantrekken van additioneel kapitaal voornamelijk plaatsvond door het emitteren van aandelen, is dit verband volgens verwachting. Schuldeisers zien de mogelijkheden voor de interestbetalingen toenemen, terwijl de aandeelhouders hiervoor de kosten dragen. Deze redenering wordt versterkt door het feit dat schuldeisers, wanneer zij aandelen bezitten, deze maatregel niet prefereren. In dat geval dragen zij namelijk ook een deel van de kosten van de herstructurering.

Maatregelen waar schuldeisers minder toe zijn geneigd, zijn het verlagen van investeringen of het aanpassen van de strategie. Het verlagen van investeringen zorgt ervoor dat er middelen in de onderneming blijven. Het zorgt er echter ook voor dat de activa van een onderneming verouderen, waardoor er waarschijnlijk een achterstand op de concurrentie ontstaat. Dit kan een reden zijn waarom schuldeisers deze maatregel niet prefereren. Het negatieve verband tussen schuldeisers en een strategiewijziging was moeilijk te voorspellen. Het lijkt waarschijnlijk dat wijzigingen die geld kosten, zoals het betreden van nieuwe markten, niet de voorkeur van schuldeisers genieten. Dit kan een verklaring zijn voor het negatieve verband.

Wanneer institutionele beleggers aandelen bezitten zijn zij tegen acquisities als maatregel in reactie op een prestatieverslechtering. Dit verband lijkt logisch gezien het feit dat het plegen van acquisities de onderneming middelen zal kosten. Deze middelen kunnen in een periode van tegenvallende prestaties schaars zijn. Ook managers prefereren acquisities niet. Dit is te verwachten wanneer zij aandelen bezitten, omdat hun gedrag dan meer in overeenstemming komt met dat van aandeelhouders, die een acquisitie niet prefereren. Eerder is gesteld dat grootte en managementbeloning met elkaar samenhangen. In dat geval zouden managers acquisities wel

prefereren, aangezien het in het belang van het management zou zijn om de ondernemingsgrootte te doen laten toenemen. Dit blijkt echter niet het geval te zijn, gelet op het feit dat de kans op acquisities afneemt bij toenemend aandelenbezit bij managers.

Indien schuldeisers aandelen bezitten neemt de kans op het kopen van deelnemingen of het aangaan van joint ventures als maatregel af. Dit is volgens verwachting aangezien deze maatregel op groei gericht is en op korte termijn middelen aan de onderneming onttrekt. Aandeelhouders hebben in een periode van terugval andere prioriteiten, zoals dividenduitkeringen. Deze gevonden verbanden zijn, bij een minimumniveau van 10%, echter niet significant.

De RvC heeft invloed op een aantal uiteenlopende maatregelen. Het aantal buitenstaanders in de RvC is positief gerelateerd aan een kostenrationalisatie, het sluiten van divisies of afstoten van activa en het kopen van deelnemingen of aangaan van joint ventures. Daarnaast hangt het aantal buitenstaanders in de RvC negatief samen met een dividendverlaging. De aanwezigheid van binnenstaanders in de RvC heeft ook een positieve invloed op kostenrationalisaties en het sluiten van divisies of afstoten van activa. De aanwezigheid van binnenstaanders hangt daarnaast positief samen met het aantrekken van additioneel kapitaal. Ook het aantal buitenstaanders in de RvC is positief gerelateerd aan het aantrekken van additioneel kapitaal. Dit verband is echter slechts marginaal significant. Opvallend is de positie van de grootaandeelhouders (*Graandh*). Zij hebben blijkens tabel 8 *vervolg* geen significante invloed op de genomen maatregelen. Dit kan te maken hebben met eventueel aanwezige beschermingsconstructies, waardoor hun invloed beperkt is.

De liquiditeit van de onderneming, gemeten door de *current ratio* en de *quick ratio*, speelt ook een rol bij de keuze van maatregelen. Opvallend is het positieve verband tussen kostenrationalisatie en de liquiditeit en het aantrekken van additioneel kapitaal en de liquiditeit. Met name de eerste relatie lijkt vreemd. In de steekproef is er echter een aantal ondernemingen die investeren in moderne machines en andere methoden om de efficiëntie te verbeteren. In dit licht lijkt een

betere liquiditeit nodig om deze investeringen te kunnen doen. De tweede relatie kan worden verklaard vanuit het gezichtspunt van de verstrek- kers van het additionele kapitaal. Zij zullen dit sneller doen aan ondernemingen die liquide zijn, dan aan ondernemingen in financiële moeilijke- den.

Het feit dat de liquiditeit via de current ratio en de quick ratio de kans op investering- en dividendverlagingen en het afstoten van activa en divisies verlaagt, is volgens verwachting. Onder- nemingen met een lagere liquiditeit hebben immers minder te besteden en moeten middelen in de onderneming houden.

Ondernemingsgrootte is positief gerelateerd aan het ontslag van personeel, de verkoop van divisies of activa, het plegen van acquisities, het kopen van deelnemingen of aangaan van joint ventures en het wijzigen van de strategie.

4.2 Interacties tussen stakeholders

De keuze voor herstructureringsmaatregelen wordt bepaald door een samenspel van verschil- lende groepen participanten, zoals bestuurders, aandeelhouders en schuldeisers (Lai en Sudarsa- nam, 1997). Er treden interacties op tussen de stakeholders in het besluitvormingsproces om- trent de te treffen maatregelen. Om na te gaan of deze interacties inderdaad in de praktijk zijn voorgekomen, zijn in de logitanalyse interactie- termen opgenomen. Daaruit is onder meer

van deze maatregelen niet wezenlijk verbeterd en alle overige interactietermen in de andere model- len niet significant zijn, zijn deze niet in tabel 8 opgenomen.

4.3 Gevolgen voor ondernemingen

Omdat ondernemingen in dit onderzoek zijn beoordeeld op basis van hun koersrendementen, zijn ook hun rendementen in het jaar na de prestatierugval bekeken. Het blijkt dat ongeveer 75% van de ondernemingen erin slaagde om buiten de laagste 20% van presteerders op de beurs te blijven⁴. Het lijkt erop dat de maatrege- len die de ondernemingen implementeerden, succesvol zijn geweest. Nader onderzoek hierover echter is wel vereist.

Indien de gemiddelde koersrendementen worden berekend voor de drie selectiejaren en de twee daaropvolgende jaren, dan ontstaat het beeld dat in tabel 9 wordt weergegeven. Hieruit kan worden afgeleid dat de gemiddelde koersrende- menten van de ondernemingen in het derde jaar in prestatie ernstig terugvallen. Het gemiddelde koersrendement zakt van 41% naar -28%. Door verschillende maatregelen te nemen lijken de ondernemingen erin te slagen om in het jaar volgend op de prestatierugval hun koersrende- menten weer te laten stijgen. Dit herstel blijkt zich voort te zetten in het tweede jaar na de prestatierugval. Het lijkt erop dat de genomen maatregelen effect sorteren en het vertrouwen van de beleggers in de ondernemingen weer toe- neemt. Aangezien er mogelijk andere invloeden een rol spelen in het verbeteren van het rende-

Tabel 9: Gemiddelde koersrendement

	60	60	20	Jaar 1 na teruggang	Jaar 2 na teruggang
Gemiddeld koersrendement	53%	41%	-28%	17%	10%
Aantal ondernemingen	75	75	75	74	61

gebleken dat er een significant verschil van mening bestond tussen de buitenstaanders in de RvC tegen het sluiten van bedrijfsonderdelen en de schuldeisers die daar voor waren. Hetgeen, gezien het teken van de geschatte regressie- coëfficiënt, beslist is in het voordeel van de schuldeisers. Voorts komt uit de analyse naar voren dat zowel grootaandeelhouders als de buitenstaanders in de RvC significant voor een 'fusie of overname' waren, om het getij ten goede te doen keren. Aangezien de verklaarde variantie

ment, kan niet met zekerheid worden vastgesteld of het verbeterde rendement volledig voor rekening van de genomen maatregelen is.

5 Conclusies

In deze bijdrage is een analyse gemaakt van de relaties tussen maatregelen die ondernemingen nemen in reactie op een terugval in hun presta- ties, en bepaalde kenmerken van die ondernemin- gen. Voor de uitvoering van dit onderzoek is

gekozen voor beursgenoteerde ondernemingen in de periode vanaf 1985 tot 1998. Na een selectie zijn er uiteindelijk 75 ondernemingen overgebleven die onderwerp van onderzoek zijn.

Met logitanalyses zijn de samenhangen tussen herstructureringsmaatregelen en de belangenposities van schuldeisers, aandeelhouders en *corporate governance* geschat. Uit de resultaten blijkt dat de *leverage* een positief verband heeft met het aantrekken van additioneel kapitaal en een negatief verband heeft met een strategiewijziging en een investeringsverlaging. In dat licht kan worden gesteld dat schuldeisers het aantrekken van additioneel kapitaal, middels eigen vermogen, toejuichen. Daarentegen staan zij afwijzend tegenover een mogelijke investeringsverlaging. Wanneer managers aandelen bezitten neemt de kans op een acquisitie af. Aandelenbezit bij institutionele beleggers is ook negatief gerelateerd aan het plegen van een acquisitie. Bij de schuldeisers is een vergelijkbaar verband waarneembaar, echter niet significant. Toch geeft dit aan dat de betrokkenen acquisities afwijzen als een mogelijkheid om de ondernemingsprestaties weer op te krikken.

Het aantal buitenstaanders in de RvC is positief gerelateerd aan een kostenrationalisatie, het afstoten van activa of divisies en het aantrekken van additioneel kapitaal. De aanwezigheid van binnenstaanders in de RvC laat dezelfde verbanden zien als het percentage buitenstaanders in de RvC. Over het algemeen zijn de commissarissen eensgezind over de te volgen koers.

De liquiditeit van een onderneming heeft een positieve invloed op een kostenrationalisatie en op het aantrekken van additioneel kapitaal. Dividendverlagingen, investeringsverlagingen en het sluiten van divisies of afstoten van activa zijn volgens verwachting negatief gerelateerd aan de liquiditeit. Ondernemingsgrootte is positief gerelateerd aan het ontslag van personeel, de verkoop van activa of divisies, het plegen van acquisities en het kopen van deelnemingen of het aangaan van *joint ventures*. Ook het verband tussen de ondernemingsgrootte en een strategie- of structuurwijziging is positief.

Concluderend kan worden gesteld dat de schuldeisers een voorkeur hebben voor het aantrekken van additioneel kapitaal en daarentegen investeringsverlagingen of een strategiewijzi-

ging niet prefereren. De invloed van de grootaandeelhouders is moeilijk in te schatten, aangezien er geen significante verbanden geconstateerd zijn tussen de grootaandeelhouders en de maatregelen. Er zijn wel significante verbanden tussen andere aandeelhouders en maatregelen. Wanneer institutionele beleggers aandelen bezitten wordt de kans op acquisities kleiner. Het aantrekken van kapitaal wordt niet geprefereerd door schuldeisers wanneer zij tevens aandeelhouder zijn. Als managers aandelen bezitten dan neemt de kans op het plegen van acquisities af. De commissarissen prefereren kostenrationalisaties, het afstoten van divisies of activa en het aantrekken van additioneel kapitaal.

Ondernemingen lijken erin te slagen de koersrendementen te verbeteren door het nemen van maatregelen. Waar het gemiddelde koersrendement in het derde jaar terugvalt van 41% naar – 28%, treedt er in het jaar volgend op de prestatie-terugval een herstel op en stijgt het gemiddelde koersrendement naar 17%. Het jaar daarop neemt het gemiddelde koersrendement weer wat af, tot 10%, maar is het nog steeds positief. Gezien de mogelijkheden van andere invloeden, naast de genomen maatregelen, is echter voorzichtigheid geboden bij het beoordelen van de opwaartse beweging van de aandelenrendementen van de ondernemingen.

L I T E R A T U U R

- Berle, Adolf A. en Gardiner C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, MacMillan, New York.
- Bethel, Jennifer E. en Julia Liebeskind, (1993), The effects of ownership structure on corporate restructuring, *Strategic Management Journal*, 14, pp. 15-31.
- Blommestein, H. J., (1998), The new financial landscape, in: Morten Balling, Elizabeth Hennessy en Richard O'Brien (eds.) *Corporate Governance, Financial markets and Global convergence*, Kluwer Academic Publishers, London.
- Boot, A.W.A., (1995), Naar een dynamischer structuurregime, *De Naamlouze Vennootschap*, 73 (december), pp. 280-284.
- Douma, S. en H. Schreuder, (1992), *Economic approaches to organizations*, Prentice Hall,

- Engeland.
- Economist The, (1994), Corporate Governance, *The Economist*, January 1994, pp. 3-18.
- Eisenhardt, Kathleen L., (1989), Agency theory: an assessment and review, *Academy of Management Review*, 14, No. 1, pp. 57-74.
- Elsevier en PriceWaterhouseCoopers, (1992-1998), *Beursinfo*, Delwel Uitgeverij, Den Haag (vanaf 1998 uitgegeven door Elsevier Bedrijfsinformatie B.V. te Den Haag).
- Fama, E. F. en M. Jensen, (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326.
- Frederikslust, R.A.I. van en A. van Veldhuizen, (1996), Bescherming van Nederlandse beursfondsen in Europees perspectief, *Holland/Belgium Management Review*, nr. 48, pp. 80-86.
- Frijns, J.M.G., J. Mensonides en R. J. Schreurs, (1995), Institutionele beleggers en corporate governance, *De Naamlooze Vennootschap*, 73 (december), pp. 265-270.
- Gelauff, G.M.M. en C. den Broeder, (1996), *Governance of stakeholder relationships: The German and Dutch experience*, onderzoeksmemorandum CPB nr. 127, CPB, Den Haag.
- Het Financieele Dagblad, (1985-1999), Het Financieele Dagblad B.V., Amsterdam.
- Het jaarboek van Nederlandse ondernemingen, (1989-1998), J.H. DeBussy en Tutein Nolthenius, Amsterdam (vanaf 1997 uitgegeven door Beursmedia vof en Amsterdam Exchanges te Amsterdam).
- Jensen, Michael C., (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers', *American Economics Review: papers & proceedings*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, Michael C., (1989), 'Active investors, LBO's and the privatization of bankruptcy', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, No. 2, pp. 35-44.
- Jensen, Michael C. en William H. Meckling, (1976), 'Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- John, Kose, Larry Lang en Jeffrey Netter, (1992), 'Voluntary restructuring of large firms in response to performance decline', *Journal of Finance*, 47, pp. 891-918.
- Johnston, J. en J. Di Nardo, (1997), *Econometric methods*, Fourth edition, Mc Graw Hill, New York.
- Kang, Jun-Koo en Anil Shivdasani, (1997), 'Corporate restructuring during performance declines in Japan', *Journal of Financial Economics*, 46, pp. 29-65.
- Lai, Jim en Sudi Sudarsanam, (1997), 'Corporate restructuring in response to performance decline: impact of ownership, governance and lenders', *European Finance Review*, 1, pp. 197-233.
- Lang, Larry, Annette Poulsen en Rene Stulz, (1995), 'Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion', *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 3-37.
- Lee, Chun I., Ike Mathur en Kimberley C. Gleason, (1998), 'Corporate response to poor performance: evidence from Canada and the UK', *Journal of General Management*, 24, no. 1, pp. 69-80.
- Mayer, Colin, (1998), 'Corporate Governance, Competition and performance', in: Morten Balling, Elizabeth Hennessy en Richard O'Brien (eds.) *Corporate Governance, Financial markets and Global convergence*, Kluwer Academic Publishers, London.
- Moerland, P.W., (1995), 'Corporate Governance en marktwerking', *De Naamlooze Vennootschap*, 73 (december), pp. 247-251.
- Moerland, P.W., (1992), 'Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel 1)', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, januari/februari, pp. 57-65.
- Moerland, P.W., (1992), 'Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel 2)', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, maart, pp. 116-125.
- Ofek, Eli, (1993), 'Capital structure and firm response to poor performance: an empirical analysis', *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 3-30.
- Schendel, Patton en Riggs, (1976), 'Corporate turnaround strategies', *Journal of General Management*, 3, No. 3, pp. 3.
- Schenk, Hans, (1994), 'Fusies als economisch en strategisch verschijnsel', in: Bartel, J.C., D. de Bruijn, R.A.I. van Frederikslust en H. Schenk (red.), *Fusies en Acquisities*, Educatieve Partners Nederland BV, Houten, pp. 33-97.
- Schilfgaarde, P. van., (1992), *Van de BV en de NV*, 9de druk, Gouda Quint BV, Arnhem.
- Smith, Adam, (1937: original, 1776), *The wealth of nations*, The modern Library, New York.
- Weisbach, Michael S., (1988), 'Outside directors and CEO turnover', *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.

NOTEN

1 Hierbij is niet alleen gelet op het topmanagement van een onderneming, maar ook op het management van de eventueel aanwezige divisies.

2 Dit zijn strategiewijzigingen die als zodanig gekwalificeerd worden in de jaarverslagen van de ondernemingen of de media.

3 Deze definitie wordt gehanteerd door *Het jaarboek van Nederlandse ondernemingen* (1989-1998).

4 Het was niet voor alle ondernemingen mogelijk om het koersrendement te achterhalen van het jaar na de teruggang. Sommige ondernemingen waren inmiddels gefuseerd of overgenomen, voor een aantal andere ondernemingen was het jaar na de teruggang 1999, zodat hier slechts in beperkte mate cijfers van bekend waren.