

Beschermingsconstructies, structuurregime en ondernemingswaarde: een reactie (1)

Drs. P. van Oijen¹

1 Inleiding

In het oktobernummer van 1997 van dit blad verscheen een artikel waarin de auteurs Van der Goot en Van het Kaar de invloed analyseren van beschermingsconstructies en het structuurregime op de waarde van ondernemingen die naar de beurs zijn gegaan. De belangrijkste conclusie die zij trekken is dat het structuurregime een negatieve invloed heeft op aandelenrendementen. Deze bevinding heeft veel aandacht gekregen in de landelijke pers en beïnvloedt daarmee de publieke opinie ten aanzien van de effecten van het structuurregime.

Ik betoog hier echter dat de resultaten van de analyse van Van der Goot en Van het Kaar juist het tegenovergestelde lijken aan te tonen! Het structuurregime zou volgens de uitkomsten van hun eigen studie juist voornamelijk positieve effecten hebben gehad op het aandelenrendement.

Een tweede conclusie die de auteurs trekken betreft de werking van beschermingsconstructies. Zij stellen dat beschermingsconstructies in het algemeen een negatieve invloed hebben op de ondernemingswaarde wanneer deze wordt gemeten met behulp van boekhoudkundige informatie. Deze conclusie wordt echter nauwelijks ondersteund door hun analyse en mag dus op zijn minst voorbarig worden genoemd.

2 Verband tussen structuurregime en aandelenrendementen

Om het verband tussen structuurregime en aandelenrendementen te onderzoeken gaan de auteurs als volgt te werk. Voor elke onderneming in de analyse wordt het marktgecorrigeerde

rendement berekend. Dit is gelijkgesteld aan het rendement op het aandeel minus het rendement op de CBS-koersindex, en wordt berekend voor periodes van 1, 3, 6 en 12 maanden na eerste notering. De steekproef wordt vervolgens opgesplitst in ondernemingen mét en zonder structuurregime, waarna per groep voor elke periode een regressie wordt geschat. Hierbij wordt het marktgecorrigeerde rendement geregresseerd op twee variabelen: een constante en het aantal beschermingsconstructies.

Ik richt me in mijn kritiek voornamelijk op de conclusies die de auteurs uit de resultaten van de regressies trekken. Daarna ga ik kort in op de methodologie die de auteurs gebruiken voor het onderzoeken van dit delicate vraagstuk.

Tabel 1 in deze bijdrage geeft de regressieresultaten uit de analyse van Van der Goot en Van het Kaar weer. Wanneer men naar de regressies voor de ondernemingen zonder structuurregime kijkt, blijkt dat het aantal aanwezige beschermingsconstructies een negatieve, maar niet-significante invloed heeft op het rendement. Bij ondernemingen met structuurregime wordt eveneens een negatieve invloed gevonden, die wél significant is. De eerste bevinding volgt uit onderdeel A van de tabel, de tweede uit onderdeel B. De auteurs stellen dat 'er in onderdeel B van de tabel (...) sprake is van een overwegend negatieve invloed van het structuurregime op het extra (= marktgecorrigeerde, PvO) rendement met

Drs. P. van Oijen is als AIO verbonden aan de vakgroep Financieel Management van de Universiteit van Amsterdam en het Tinbergen Instituut in Amsterdam.

Tabel I: Regressieresultaten van Van der Goot en Van het Kaar

<i>Onderdeel A: Ondernemingen zonder structuurregime</i>				
Variabele	1 maand	Periode		
		3 maanden	6 maanden	12 maanden
Constate	1,10	4,22	11,77	9,17
Aantal beschermingsconstructies	-2,21	-3,26	-7,40	-7,30
<i>Onderdeel B: Ondernemingen met structuurregime</i>				
Variabele	1 maand	Periode		
		3 maanden	6 maanden	12 maanden
Constate	5,16	**16,17	**36,12	*53,94
Aantal beschermingsconstructies	-2,41	** -7,43	** -12,77	* -18,66

** = significant op 5%; * = significant op 10%

uitzondering van de eerste maand na de beursintroduktie' (p. 505). Daaraan verbinden zij de conclusie dat de structuurregeling negatief doorwerkt op aandelenrendementen.

De conclusie zou echter eerder tegenovergesteld moeten zijn! Immers, de coëfficiënten van de constante van de regressies voor de ondernemingen met een structuurregime zijn veel groter dan die voor de groep zonder structuurregime. Volgens de schattingen is het marktgecorrigeerde rendement na 6 maanden van een onderneming zonder beschermingsconstructies, maar met een structuurregime, gemiddeld gelijk aan 36,12%. Voor een onderneming zonder structuurregime bedraagt dit gemiddelde marktgecorrigeerde rendement dan slechts 11,77%. Van de ondernemingen zonder beschermingsconstructies doen de bedrijven met een structuurregime het dus volgens de regressies van de auteurs beter! Daar staat tegenover dat bij ondernemingen met een structuurregime de beschermingsconstructies een negatievere invloed hebben op het aandelenrendement. Echter, zelfs met vier beschermingsconstructies 'voorspellen' de gevonden coëfficiënten een hoger marktgecorrigeerd rendement na een periode van 6 maanden voor ondernemingen met structuurregime dan voor ondernemingen zonder structuurregime.

De regressies 'voorspellen' namelijk $36,12\% - 4 \times 12,77\% = -14,96$ respectievelijk $11,77\% -$

$4 \times 7,40\% = -17,83\%$ aan marktgecorrigeerd rendement na 6 maanden.

Volgens een soortgelijke rekensom duiden de regressieresultaten bij vier beschermingsconstructies slechts voor de periode van 3 maanden en 12 maanden na notering op een lager marktgecorrigeerd rendement voor ondernemingen met structuurregime. Bij een lager aantal beschermingsconstructies is alleen na 3 maanden het marktgecorrigeerde rendement lager (namelijk 0,56%) voor ondernemingen met het structuurregime en drie beschermingsconstructies. Voor alle andere gevallen is het rendement hoger. Over het algemeen lijkt het effect van het structuurregime dus positief in plaats van negatief te zijn.

Ik heb hierbij het wel of niet significant zijn van coëfficiënten buiten beschouwing gelaten. Het effect van het structuurregime van significanties voorzien is namelijk niet mogelijk gegeven de toetsingswijze van de auteurs. De hypothese waar de auteurs zich op lijken te richten betreft het al dan niet verschillend uitwerken van beschermingsconstructies voor ondernemingen met en zonder structuurregime. De enige manier waarop met behulp van deze regressies iets gezegd kan worden over de invloed van het structuurregime op aandelenrendementen is volgens (de in mijn ogen schimmige!) redeneringen zoals ik hierboven weergegeven heb.

Merk overigens op dat indien de testwijze betrouwbaar is, de resultaten grove schendingen van (de zwakke vorm van) markefficiëntie impliceren.² De markt zou namelijk het negatieve effect van beschermingsconstructies gewoon verdisconteren in de prijzen van aandelen die in de CBS-koersindex zijn opgenomen, maar nog niet in de prijzen van aandelen die voor het eerst een beursnotering verkrijgen! Vanuit het perspectief van markefficiëntie een waarlijk opzienbarend resultaat. Een dergelijk resultaat maakt additionele analyses noodzakelijk. Worden de resultaten voornamelijk gedragen door ondernemingen met bepaalde karakteristieken (bijvoorbeeld industrietaak of tijdstip van beursgang) of door outliers? Is de veronderstelde normaliteit van de data problematisch? Is er op een voldoende wijze gecontroleerd voor verschillen tussen het marktrisico (de CBS-index) en het risico van de aandelen in de analyse? Dit zijn allemaal issues die de validiteit van de analyse zouden kunnen ondermijnen.

3 Verband tussen beschermingsconstructies en ondernemingswaarde

De auteurs concluderen eveneens dat beschermingsconstructies in het algemeen een negatieve invloed hebben op de ondernemingswaarde (p. 503), al noemen zij dat verband niet eenduidig. Deze conclusie is gebaseerd op een vergelijking van de gemiddelde ondernemingswaarde van bedrijven met en zonder bepaalde beschermingsconstructies. De auteurs gebruiken drie maatstaven voor ondernemingswaarde: de emissiekoers-winst per aandeel verhouding (P/E-ratio), de emissiekoers-boekwaarde eigen vermogen per aandeel verhouding (P/B-ratio) en de totale opbrengst van de emissie (emissiewaarde).³ Zij vinden vervolgens dat ondernemingen met een structuurregime gemiddeld lagere P/E- en P/B-ratio's hebben, maar een hogere emissiewaarde. Voor ondernemingen met prioriteitsaandelen zijn de verbanden juist omgekeerd.⁴

Deze resultaten zouden echter eenvoudig kunnen worden verklaard uit verschillen in de omvang van de ondernemingen. Stel, dat kleinere ondernemingen die naar de beurs gaan over het algemeen gekenmerkt worden door een hogere groeipotentie dan grotere ondernemingen. Dit is

een aannemelijke veronderstelling. Beleggers zullen dan bereid zijn voor aandelen van kleinere ondernemingen gemiddeld genomen een hoger bedrag voor elke gulden winst per aandeel te betalen. De kleinere ondernemingen in de analyse zullen dus hogere P/E-ratio's vertonen. Het is eveneens waarschijnlijk dat deze ondernemingen als gevolg hiervan hogere P/B-ratio's zullen hebben; een hoge P/B-ratio duidt namelijk op goede investeringsmogelijkheden. Tenslotte zullen deze bedrijven over het algemeen een lagere emissiewaarde hebben vanwege een kleinere bedrijfsomvang.

Door dit grootte-effect zouden de resultaten, inclusief de niet-eenduidige resultaten, wat betreft het effect van het structuurregime en de prioriteitsaandelen op de maatstaven van ondernemingswaarde volledig verklaard kunnen worden. Volgens de analyse hebben ondernemingen die een hoge emissiewaarde hebben over het algemeen vaker een structuurregime. De omvang van een onderneming is echter medebepalend voor het wel of niet van toepassing zijn van het verplichte structuurregime. Deze relatie is dus niet zo verwonderlijk. Het verband tussen ondernemingsomvang en structuurregime verklaart nu echter eveneens waarom de P/E-ratio en P/B-ratio een negatieve samenhang vertonen met de aanwezigheid van het structuurregime. De ondernemingen zonder structuurregime zijn immers over het algemeen de kleinere ondernemingen, en deze hebben gemiddeld gesproken een hogere groeipotentie.

Wanneer ondernemingen prioriteitsaandelen en structuurregime als substituten zien, impliceert dit tegelijkertijd dat de aanwezigheid van prioriteitsaandelen positief samenhangt met P/E- en P/B-ratio's, maar negatief gerelateerd is aan de emissiewaarde. De auteurs stellen zelf al dat dergelijke substitutie-effecten tussen het gebruik van prioriteitsaandelen en de aanwezigheid van het structuurregime verre van onwaarschijnlijk zijn. Deze constructies hebben immers vaak dezelfde implicaties voor de zeggenschap van de gewone aandeelhouders.

Het hierboven geschetste patroon aan de hand van de aanname dat grotere ondernemingen een lager groeipotentieel hebben komt overeen met het door de auteurs gevonden patroon. De belangrijkste resultaten van dit gedeelte van de analyse

kunnen dus eenvoudig verklaard worden zonder dat daarbij is gerefereerd aan disciplineren van het management of het al dan niet mogelijk zijn van vijandige overnames. Om een gedegen conclusie te kunnen trekken over negatieve disciplinerings- en anti-overname-effecten van beschermingsconstructies moet allereerst worden aangegeven waarom de gevonden verbanden niet verklaard kunnen worden met behulp van argumenten die weinig met deze effecten te maken hebben.

Ten slotte nog een opmerking over het door de auteurs gepresenteerde vermeende empirisch bewijs voor het substitutie-effect tussen het gebruik van structuurregime en prioriteitsaandelen. De auteurs komen tot deze conclusie na de volgende verbanden te hebben gevonden. Voor ondernemingen zonder structuurregime is de gemiddelde beurswaarde lager bij ondernemingen met prioriteitsaandelen ten opzichte van ondernemingen zonder prioriteitsaandelen. Eenzelfde verband wordt niet gevonden voor ondernemingen met een structuurregime. Dergelijke resultaten zeggen natuurlijk niets over de onderlinge samenhang in het gebruik van deze constructies. Stel bijvoorbeeld dat structuurregime en prioriteitsaandelen als perfecte substituten worden gebruikt. In dat geval zou een vergelijking zoals de auteurs hebben gemaakt onmogelijk zijn: er bestaan dan immers geen ondernemingen met tegelijkertijd een structuurregime en prioriteitsaandelen.

4 Conclusie

Het door de auteurs geopperde verband tussen structuurregime en aandelenrendementen berust op

een onjuiste interpretatie van hun resultaten. De conclusie zou geheel tegenovergesteld moeten zijn: ondernemingen die ter beurse zijn gegaan met een structuurregime vertoonden over het algemeen hogere marktgecorrigeerde rendementen dan ondernemingen zonder structuurregime. Bovendien zijn de gevonden verbanden tussen aandelenrendementen dusdanig opzienbarend dat enige additionele analyses op zijn plaats lijken.

Tevens heb ik beargumenteerd dat de auteurs bij het onderzoek naar de invloed van beschermingsconstructies op de ondernemingswaarde eveneens wel erg kort door de bocht gaan. Al met al rechtvaardigt de analyse dus geenszins een duidelijke stellingname in het debat over de wenselijkheid van beschermingsconstructies en het structuurregime.

Dat de auteurs zich met de resultaten van hun onderzoek op een stellige wijze tot de media hebben gericht, mag dus als onterecht worden gekwalificeerd.

NOTEN

1 Mijn dank gaat uit naar Arnoud Boot, Pieter van Hasselt, Ben Jacobsen en Jeroen Ligterink voor hun commentaar.

2 De auteurs onderkennen dit zelf ook.

3 Het is overigens opmerkelijk dat de auteurs ter rechtvaardiging van hun keuze voor de maatstaven refereren aan de empirische bevindingen omtrent het verband tussen abnormale aandelenrendementen en P/E- en P/B-ratio's. Immers, deze literatuur komt tot de conclusie dat aandelen van ondernemingen met hoge P/E- en P/B-ratio's negatieve abnormale rendementen vertonen. Vanuit deze optiek zijn hoge waarden van deze ratio's dus juist ongunstig voor de aandeelhouders!

4 Daarnaast vinden de auteurs alleen een significant lagere P/B-ratio voor ondernemingen met certificaten.