

# Denken en praktijk van financiering en governance in de twintigste eeuw

In de twintigste eeuw is de wijze waarop grote Nederlandse ondernemingen gefinancierd en bestuurd worden ingrijpend veranderd. Deze veranderingen zijn bepalend geweest voor de manier waarop de financiering en governance van ondernemingen nu is georganiseerd. Uiteraard zijn er structurele redenen aan te wijzen voor de veranderingen, zoals de opkomst van nieuwe industrieën, globalisering en informatietechnologie. Maar het is evenzo belangrijk dat nieuwe ideeën verantwoordelijk blijken te zijn voor praktijken op het gebied van financiering en corporate governance. In dit artikel worden een aantal ontwikkelingen geschetst van ideeën over financiering en governance, die helpen om de huidige setting en toekomstige ontwikkelingen te begrijpen.

**GERARDA WESTERHUIS**  
 Universitair docent  
 aan de Universiteit  
 Utrecht

**ABE DE JONG**  
 Hoogleraar aan de  
 Erasmus Universiteit  
 Rotterdam en  
 Rijksuniversiteit  
 Groningen

**A**n het begin van de twintigste eeuw waren bestuur en financiering van grote ondernemingen in Nederland grotendeels in één hand, bijvoorbeeld omdat families niet alleen controle hadden over de onderneming, maar ook de belangrijkste financiers waren. In de loop van de twintigste eeuw hebben er grote veranderingen plaatsgevonden waarbij financiering en bestuur steeds meer onafhankelijk van elkaar zijn geworden en met name bestuurders een steeds sterkere positie hebben gekregen. In de afgelopen decennia zien we juist een beweging waarbij de financiers weer meer invloed op ondernemingen krijgen.

De structurele factoren die aanleiding zijn voor de veranderingen in financiering en bestuur, en in het toezicht op ondernemingen, zijn in de loop van jaren uitgebreid beschreven. We weten dat veranderingen in de omvang van ondernemingen, de opkomst van multinationale onderne-

mingen, en de verschuivingen van kapitaalintensieve industrie naar kennisintensieve sectoren gevolgen hebben voor de behoefte aan financiering en de voorziening hierin. Maar zoals North (2005) stelt, proberen mensen zich aan te passen in een continu veranderende wereld door te handelen naar wat zij *denken* wat het juiste is. Dit denken noemt North *beliefs*, waarbij hij duidelijk maakt dat deze ideeën sterk van invloed zijn op menselijk handelen. Kortom, om veranderingen in een samenleving te begrijpen, is het cruciaal om veranderende ideeën over de samenleving te volgen. In dit artikel besteden wij aandacht aan veranderende *beliefs* op het gebied van financiering en governance in de twintigste eeuw, en de gevolgen hiervan.

Het onderzoek bouwt voort op eerder werk van Frentrup (2002) over de geschiedenis van corporate governance en baseert zich op onderzoek waarin literatuur uit en over de twintigste eeuw op het gebied van financiering en corporate governance is samengebracht met een dataset over Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen met informatie over onder meer financiering, dividenden, bestuurders en commissarissen, en beschermingsconstructies. Op basis van deze bronnen zijn een beschrijving en interpretatie gemaakt van de belangrijkste veranderingen (Westerhuis en De Jong, 2015).

## VAN 1900 NAAR 2000

De veranderingen in governance en financiering kunnen niet worden begrepen zonder zicht op de structurele veranderingen in de twintigste eeuw. Vandaar dat deze eerst worden besproken. Met de industrialisatie in Nederland sinds halverwege de negentiende eeuw zien we de opkomst van industriële bedrijven die steeds vaker en meer kapitaal nodig hadden. De liberalen die sinds 1848 aan de macht waren, stonden vrijhandel en *laissez faire* voor, zonder protectionistische maatregelen; de werking van vraag en aanbod zou het economische leven sturen en lonen en prijzen bepalen. Globalisering werd mogelijk gemaakt door de acceptatie van

een vaste wisselkoers door veel landen wereldwijd (de gouden standaard). De Nederlandse beursondernemingen waren vooral kapitaalintensief (transportmaatschappijen, zoals spoorweg-, tram- en stoomvaartondernemingen) of gericht op de voormalige kolonie Nederlands-Indië (cultuurondernemingen). Het is ook een periode waarin de informatievoorziening voor investeerders verre van compleet was.

In de periode tussen de Eerste en Tweede Wereldoorlog is er sprake van economische groei in de jaren twintig en van crisis in de jaren dertig. Door de oorlogen en crisis gaan veel landen zich beschermen waardoor een einde komt aan de periode van globalisering. De groei van het aantal beursondernemingen en van de gemiddelde bedrijfsomvang vond plaats in deze veranderende omgeving. Bekende ondernemingen, zoals Koninklijke Shell, Unilever, Philips en AKU (later AKZO) waren toen al grote multinationals en hadden steeds meer behoefte aan kapitaal.

Na de Tweede Wereldoorlog is er tijdens de wederopbouw van Nederland een grote mate van samenwerking en afstemming tussen overheid, werkgevers en werknemers. Corporatisme werd geïnstitutionaliseerd met de oprichting van de Stichting van de Arbeid in 1945 en de Sociaal Economische Raad (SER) in 1950. Het leidde ook tot een debat over de vraag welke rol kapitaal, management en arbeid dienden te hebben in een onderneming. Dit debat resulteerde in de instelling van het structuurregime voor grote ondernemingen sinds 1971, waardoor het ondernemingsbelang vóór deelbelangen werd geplaatst.

Sinds het midden van de jaren tachtig vindt er weer een kentering plaats. De rol van de staat werd teruggedrongen tijdens de verschillende kabinetten-Lubbers in de periode 1982–1994. Met name de tweede oliecrisis in 1979 heeft het Nederlandse bedrijfsleven hard getroffen. Veel bedrijven gingen failliet, waaronder grote ondernemingen waarvan gedacht werd dat ze niet failliet konden gaan. De staat die deze bedrijven na de eerste oliecrisis financieel had gesteund, trok zich nu terug, onder andere door de traumatische ervaringen bij RSV. In de periode sinds de jaren tachtig, gekenmerkt door globalisering en financialisatie, laten aandeelhouders vaker van zich horen. Met name vanaf midden jaren negentig komen veel bedrijven voor een groot deel in de handen van institutionele en buitenlandse investeerders.

Tegen de achtergrond van deze structurele wijzigingen veranderde Nederland ook qua governance en financiering. Wij belichten hier de rol van netwerken van bestuurders en commissarissen, beschermingsconstructies en dividenden, omdat deze onderwerpen een goede illustratie bieden van het belang van veranderende ideeën. De gebruikte literatuur en data zijn terug te vinden in Westerhuis en De Jong (2015)

### 'OLD BOYS'

Old-boys-netwerken worden gevormd door verbindingen tussen bedrijven die ontstaan doordat bestuurders en commissarissen elkaar in allerlei bijeenkomsten ontmoeten, en in het bijzonder wanneer zij in meer dan één bestuur zitting hebben. Met de aanwas van het aantal ondernemingen aan het begin van de twintigste eeuw nam ook de dichtheid van het netwerk tussen bedrijven toe, met als hoogtepunt de

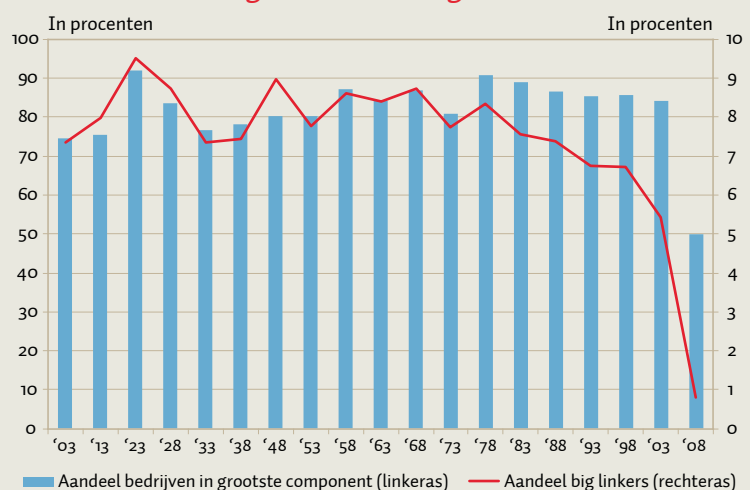
jaren twintig. Door bindende voordracht hadden bestuurders zelf een dikke vinger in de pap wie er benoemd werd in een bestuur – reputatie en vertrouwen waren belangrijke criteria hiervoor. De dichtheid van het netwerk die tijdens de Grote Depressie enigszins was afgenomen, nam in de jaren zestig en zeventig weer substantieel toe. De banken en bankiers, die in deze periode een belangrijke rol speelden in de financiering van het Nederlandse bedrijfsleven, stonden in het centrum van het netwerk; ze hadden de meeste connecties met andere bedrijven; figuur 1 geeft een overzicht.

In tegenstelling tot andere relatief kleine en open economieën zoals Zwitserland (David en Westerhuis, 2014), ging de afname van het Nederlandse netwerk relatief langzaam. Deze afname begon in de jaren negentig maar er was feitelijk pas in deze eeuw sprake van een daadwerkelijk uiteenvallen van de netwerken. Het percentage *big linkers* (bestuurders met meer dan drie posities) was in 1958 8,3 procent. In 2003 was dit nog steeds 5 procent en pas in 2008 zien we een duidelijke daling naar 0,8 procent. Het percentage bedrijven dat met elkaar in de grootste component (een maximaal verbonden netwerk) verbonden was, was gedurende de hele twintigste eeuw tussen de 80 en 90 procent; pas in 2008 nam het af naar 50 procent (figuur 1).

We relateren het relatieve late uiteenvallen van het netwerk aan *managerial entrenchment*. Hiermee bedoelen we dat bestuurders macht bezitten en daarmee proberen het verlies van privileges te voorkomen (Shleifer en Vishny, 1989) Pas onder invloed van de agency-theorie werd in de jaren negentig het hechte netwerk tussen bestuurders als iets negatiefs gezien. Het old-boys-netwerk kwam hiermee ter discussie te staan. De agency-theorie stelt dat door de scheiding van leiding en eigendom de belangen van aandeelhouders en bestuurders van een onderneming uit elkaar lopen. Uitgangspunt is dat de mens een rationele actor is die zal proberen zijn individuele belang te maximaliseren. Tegelijk zijn er informatieproblemen, omdat de aandeelhouder niet

Het bestuurdersnetwerk van Nederlandse beursondernemingen in de twintigste eeuw

FIGUUR 1



Bron: Westerhuis en De Jong, 2015

volledig geïnformeerd kan zijn over de activiteiten van de bestuurder. Hechte netwerken helpen bestuurders, maar dit gaat ten koste van andere belanghebbenden, zoals de financiers. Een manier om de belangen van investeerders beter te waarborgen, is door het monitoren van het bestuur door een onafhankelijke raad van commissarissen. Maar volgens de theorie kunnen commissarissen die veel posities hebben hun functie niet naar behoren uitoefenen. Pas nadat in 2004 in de Code Tabaksblat een maximum werd gesteld aan het aantal bestuurdersposities, nam de dichtheid van het netwerk tussen beursondernemingen snel af. De agency-theorie heeft meegeholpen om nieuwe ideeën over goede governance te legitimeren en verspreiden.

Een belangrijk kenmerk van het Nederlandse netwerk was de centrale rol die banken speelden gedurende de gehele eeuw, niet alleen in tijden waarin ze een voorname functie vervulden in de financiering van het bedrijfsleven, maar ook nog in de jaren negentig. Sinds de jaren tachtig werd in veel andere landen, zoals de VS en Zwitserland, deze centrale rol in het netwerk al beduidend minder (David en Westerhuis, 2014). We verklaren dit fenomeen aan de hand van de relatief grote omvang en de relatief late internationalisatie van het bestuur van de Nederlandse banken (Westerhuis en De Jong, 2015; Westerhuis, 2014).

### BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

In de periode voor de Tweede Wereldoorlog waren de oprichters, vaak families, van ondernemingen steeds meer bereid om deze aan de beurs te noteren, maar zij wilden niet hun zeggenschap verliezen. Doordat tot 1928 het vennootschapsrecht het aantal stemmen van een aandeelhouder beperkte tot zes stuks, ongeacht het aandelenbezit, waren er nog weinig redenen om vennootschappen tegen ongewenste invloed van aandeelhouders buiten de kring van insiders en overnames te beschermen. Naast de stemrechtbeperking waren er regelingen om de macht van een kleine

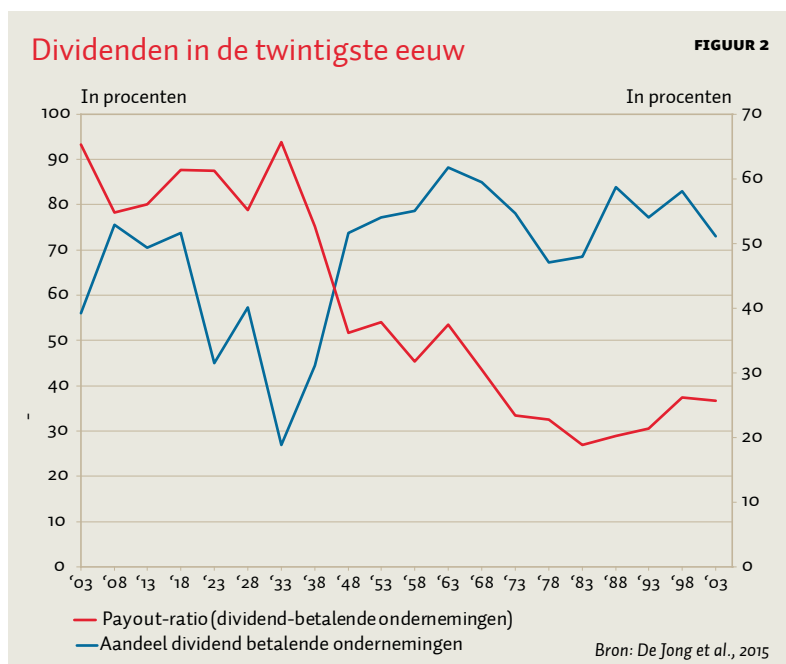
groep aandeelhouders veilig te stellen ten opzichte van buitenstaanders, met de treffende term oligarchische clausules. Deze constructies – prioriteitsaandelen voor insiders om bestuurders te benoemen – waren algemeen geaccepteerd. In de jaren dertig werden certificaten, een andere constructie, ook veel gebruikt, maar niet zozeer om bestuurders te beschermen, als wel om de verhandelbaarheid voor investeerders te vergroten. De administratiekantoren geven in deze periode certificaten van aandelen uit om liquiditeit te bevorderen waarbij het financiers vrij staat om certificaten en aandelen om te ruilen om hun stemrecht terug te krijgen. Het idee achter de rol van administratiekantoren is dat er een klein aantal kantoren in Nederland actief is en dat zij neutrale partijen zijn, die zich niet met het ondernemingsbeleid bezighouden.

Na de Tweede Wereldoorlog verandert de rol van administratiekantoren en worden zij beschermers van bestuurders van ondernemingen. Ondernemingen richten een kantoor op voor de eigen aandelen en met een bestuur dat het ondernemingsbestuur vriendelijk gezind is. Een cruciale innovatie is dat de mogelijkheid om certificaten om te wisselen – te royeren – wordt beperkt of zelfs uitgesloten. In deze periode worden de oligarchische clausules gemeengoed en wordt er een meer positieve term geïntroduceerd – beschermingsconstructies – die bijdraagt aan de legitimiteit van de constructies. Naast een innovatie in bescherming in de vorm van beschermingspreferente aandelen in het begin van de jaren zeventig (in 2014 nog effectief ingezet om KPN te beschermen tegen overname door América Móvil), is er zelfs een overheidsinitiatief om bescherming te verplichten voor grote ondernemingen, in de vorm van het structuurregime. Deze veranderingen werden in de periode tot 1980 als vanzelfsprekend gezien, omdat op deze wijze de continuïteit van de onderneming als hoogste doel kon worden nagestreefd.

De nieuwe ideeën over maximalisatie van *shareholder value* die met een westenwind ons land bereiken in de jaren tachtig, leiden tot een revisie van de perceptie over beschermingsconstructies. In het licht van wederom de agency-theorie worden de constructies gezien als een belemmering van de rechten van aandeelhouders, en Nederland wordt internationaal als uitzondering gezien waarbij aandelen door de 'Dutch discount' ondergewaardeerd zijn. In de jaren na 1990 schaffen ondernemingen vele constructies af, het structuurregime wordt herzien en bij beursintroducties is de norm om met minimale bescherming de opbrengst van de beursgang te maximaliseren. Ideeën over de maatschappelijke rol van ondernemingen hebben een grote invloed op het voorkomen van oligarchische clausules gehad, zowel tijdens de opkomst in de vroege twintigste eeuw als met het kerende tij aan het einde van de eeuw.

### FINANCIERING, DIVIDENDEN EN AANDELENINKOOP

In de eerste helft van de twintigste eeuw is de belangrijkste financieringsbron in Nederland de winst die niet uitgekeerd wordt, terwijl banken lang een ondergeschikte rol spelen. Na de Tweede Wereldoorlog wordt tijdens de wederopbouw langetermijnfinanciering door banken belangrijk, terwijl institutionele beleggers vanaf de jaren tachtig relevant voor de financiering van ondernemingen worden.



Ook neemt dan het belang van buitenlandse financiers toe. Een bijzonder interessante ontwikkeling is de dividendpolitiek van de ondernemingen, omdat dividenden het complement van winstinhouding als interne financiering zijn, maar ook een reflectie van de machtsverhouding tussen bestuurders en aandeelhouders (De Jong *et al.*, 2015).

In de periode tot aan de depressie van de jaren dertig betaalden de Nederlandse ondernemingen veelal een vast percentage van de nominale aandelenwaarde uit aan aandeelhouders dat statutair is vastgelegd, met als achterliggend idee dat aandelen evenals een obligatielening een constant rendement zullen leveren. Ondernemingen die geen winst rapporteren, betalen geen dividend, hetgeen algemeen geaccepteerd was. Doordat de financiële verslaggeving in deze periode heel beperkt is, willen aandeelhouders graag een dividend als tastbaar bewijs van de winstgevendheid van de onderneming.

Echter, in de crisisjaren blijken de statutair vastgestelde dividenden niet realistisch en worden aandeelhouders op grote schaal teleurgesteld in hun verwachtingen en geraakt in de mogelijkheid om dividendinkomsten voor consumptieve besteding te gebruiken (figuur 2). Er vindt een revisie plaats in het denken over optimale dividendpolitiek, en het toverwoord wordt 'stabiliteit'. Ondernemingen streven naar een zo constant mogelijk dividend, waarbij (dividend-)reserves worden ingezet om ook in magere jaren dividenden te betalen. Omdat ondernemingen die een winststijging realiseren, vrezen dat een directe verhoging van het dividend op termijn te optimistisch is, geven zij slechts een deel van een winststijging als dividend door.

In de periode waarin aandeelhouderswaarde een dominant concept wordt, worden ook financieel-economische theorieën uit de Verenigde Staten geïmporteerd die op dit concept zijn gebaseerd. Volgens deze theorieën dienen dividenden als signaal naar aandeelhouders en nieuwe investeerders dat het management positieve winstverwachtingen heeft en zogenaamde agency-kosten beperkt (Bhattacharya, 1979; Easterbrook, 1984). Dividend wordt vanaf de jaren tachtig daarom als een governance-instrument gezien. Het is opvallend dat meer ondernemingen dividend gaan betalen – om het gewenste signaal af te geven – maar dat zij steeds minder van de winst uitkeren. Wederom leidt een revisie van de ideeën over optimale-dividendpolitiek tot meetbare veranderingen bij de Nederlandse beursondernemingen. Met het weghalen van fiscale barrières voor de terugkoop van aandelen wordt ook dit instrument veelvuldig ingezet sinds het begin van de 21e eeuw.

## CONCLUSIE

Wat leren we nu van een beschrijving over een lange periode van meer dan honderd jaar? Ten eerste helpt het historische perspectief om een deel van de financierings- en governance-structuren van nu te begrijpen, omdat zij diepe historische wortels hebben. Het administratiekantoor dat de certificaten van ABN Amro beheert is bijvoorbeeld een kleinkind van de kantoren die in het begin van de vorige eeuw de liquiditeit van aandelenhandel bevorderden en nadien een heel andere functie kregen.

Ten tweede is een historisch perspectief zinvol om de waan van vandaag op waarde te schatten. De dominante

ideologie van de afgelopen decennia waarin het streven naar maximale aandeelhouderswaarde centraal stond, is een idee dat voortkomt uit de neoklassieke economische theorie en de politieke en maatschappelijke navolging hiervan. Het is een idee dat niet alleen grote gevolgen heeft gehad voor de (in)richting van grote ondernemingen, maar ook bredere maatschappelijke implicaties heeft. Tegelijk is het slechts een *belief*, dat concurreert met andere ideeën.

Ten derde roept onze analyse de vraag op welke de dominante ideeën van morgen zullen zijn. Wij observeren dat de traditionele financiers van de twintigste eeuw – bankiers en anonieme beleggers via beurzen – terrein hebben verloren aan nieuwe financiers zoals private-equity-partijen en staatsfondsen. Bovendien staat de rol van bestuurders, en in het bijzonder de CEO, ter discussie door de overspannen verwachtingen over de mogelijkheden van individuele topmanagers van zeer grote en complexe ondernemingen in combinatie met prestatie-afhankelijke beloning. Wellicht gaan aandeelhouders zich in de toekomst intensiever met ondernemingsleiding bemoeien. En misschien worden ondernemingen van de toekomst kleiner, of besturen groter en collegialer.

## LITERATUUR

- Bhattacharya, S. (1979) Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.
- David, T. en G.. Westerhuis (2014) *The power of corporate networks. A comparative and historical perspective*. Londen en New York: Routledge.
- Easterbrook, F. (1984) Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Frentrop, P. (2002) *Corporate governance 1602–2002. Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*. Proefschrift. Amsterdam: Prometheus.
- Jong, A. de, P. Fliers en H. van Beusichem (2015) *The logics of dividend policy in the twentieth century. Evidence from the Netherlands*. Working paper aan de Rotterdam School of Management.
- North, D. (2005) *Understanding the process of economic change*. Princeton: Princeton University Press.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny (1989) Management entrenchment. The case of manager specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, 123–139.
- Westerhuis, G. (2014) The Dutch corporate network: considering its persistence. In: T. David en G. Westerhuis (red.), *The power of corporate networks – a comparative and historical perspective*. Londen en New York: Routledge, 89–106.
- Westerhuis, G. en A. de Jong (2015) *Over geld en macht. Financiering en corporate governance van het Nederlandse bedrijfsleven*. Amsterdam: Boom.