

Aandeelhouderswaarde als heilige graal.

Een casestudy naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde in vijf Nederlandse ondernemingen.

Naam studenten: Wezenberg J., Schreurs L.E.
Studentnummer: (J.W.) 3714896 en (L.E.S.) 3682684
Cursus: 'De macht en onmacht van het Nederlandse bedrijfsleven.'
Docenten: Westerhuis G.K., Zanden J.L. van
Bachelor scriptie. Onderzoek seminar III
Datum: 23-01-2014.
Aantal woorden (excl. voetnoten): 7639

Inhoudsopgave.

Inleiding.	3.
Hoofdstuk 1. Dividend en Nettowinst.	5.
§ 1. Hypothese.	5.
§ 2. Ontwikkeling dividend en nettowinst individuele ondernemingen.	6.
§ 3. Conclusie.	9.
Hoofdstuk 2. Pay-out ratio.	11.
§ 1. Hypothese.	11.
§ 2. Pay-out ratio individuele ondernemingen.	12.
§ 3. Pay-out ratio als gemiddelde.	14.
§ 4. Pay-out ratio over een langer tijdsbestek.	15.
§ 5. Conclusie.	16.
Hoofdstuk 3. Buy-backs.	18.
§ 1. Hypothese.	18.
§ 2. Gezamenlijk nominaal aandelenkapitaal vijf ondernemingen.	19.
§ 3. Toelichting bij uitkomsten.	20.
§ 4. Conclusie.	20.
Hoofdstuk 4. Werkgelegenheid.	21.
§ 1. Hypothese.	21.
§ 2. Ontwikkeling individuele ondernemingen.	22.
§ 3. Vergelijking Lazonick en O ‘Sullivan.	22.
§ 4. Effect op Nederlandse economie.	23.
§ 5. Conclusie.	24.
Conclusie.	25.
Literatuurlijst.	
Appendix.	30.

Inleiding.

Dit onderzoek gaat in op de historische ontwikkeling van vijf Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen: Koninklijke Shell N.V., Koninklijke Philips N.V., Unilever N.V. en Akzo Nobel N.V. en Heineken N.V. De keuze voor deze vijf ondernemingen komt voort uit het feit dat zij de grootste Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen waren in 1980.¹ Dit onderzoek richt zich op de mate waarin deze vijf ondernemingen zich in de periode 1980-2005 richtten op de aandeelhouderswaarde, meer specifiek: de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.

Dit onderzoek vloeit voort uit een artikel van William Lazonick en Mary O'Sullivan, *'Maximizing shareholder value, a new ideology for Corporate Governance'*.² In het artikel bespreken de auteurs de historische ontwikkeling van de aandeelhouderswaarde in het Amerikaanse bedrijfsleven.³ De auteurs constateren dat het Amerikaanse bedrijfsleven zich, onder invloed van de internationalisering van de kapitaalmarkten gedomineerd door institutionele investeerders, in de periode 1980-1998 richtte op een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Deze focus op de aandeelhouderswaarde ging gepaard met een nieuwe bedrijfsstrategie begin jaren '80, door Lazonick en O'Sullivan betiteld als *'downsize and distribute'*.⁴ Eén van de effecten van *'downsize and distribute'* was een constante stroom aan ontslagen in de jaren '80 en '90. Lazonick en O'Sullivan constateren dat het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde tussen 1980-1998 heeft geleid tot grootschalige ontslagen en een permanent verlies van werkgelegenheid. Kortom: het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde heeft een negatief effect gehad op de economische duurzaamheid van het Amerikaanse bedrijfsleven en daarmee de Amerikaanse economie.⁵

Het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde is een kenmerk van liberale markteconomieën. Naast Amerika zijn Groot-Brittannië en Ierland liberale markteconomieën.⁶ Het model van *corporate governance* van deze landen wordt ook wel betiteld als het Angelsaksische model. Andere Europese landen, waaronder Nederland, behoren tot de gecoördineerde

¹ Met uitzondering van Heineken N.V.

² W. Lazonick en M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', *Economy and Society* volume 29 (2000) 13-35.

³ W. Lazonick en M. O'Sullivan baseren bevindingen op bedrijfsresultaten van 50 grootste industriële ondernemingen in de VS periode 1960-1998.

⁴ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 17-27.

⁵ Ibidem, 13-35

⁶ P. Almond, T. Edwards en I. Clark 'Multinationals and changing national business systems in Europe: towards the 'shareholder value' model?', *Industrial Relations* volume 34 (2003) 430-445.

markteconomieën. Het *corporate governance* model van deze landen wordt ook wel betiteld als het Rijnlands-model. In het Angelsaksische-model van *corporate governance* ligt er een sterke focus op de aandeelhouders. In het Rijnlands-model ligt er een sterke focus op meerdere ‘*stakeholders*’, de focus is verdeeld over aandeelhouders, werknemers, leveranciers en andere belanghebbenden.⁷

Lazonick en O’ Sullivan richten zich nadrukkelijk op het Amerikaanse bedrijfsleven waarbij zij nadelen beschrijven die verbonden zijn aan het Angelsaksische-model van *corporate governance*. Onder academici is er een groeiende interesse naar de verschillen en overeenkomsten tussen landen die de verschillende modellen aanhangen. Deze interesse komt voort uit: de groeiende transparantie op Europese kapitaalmarkten, de groeiende rol voor institutionele investeerders en een groeiende normatieve consensus onder managers.⁸ De academische literatuur over dit onderwerp heeft voornamelijk betrekking op de mate waarin gecoördineerde markteconomieën, waaronder Europese landen met het Rijnlands model van corporate governance, zich convergeren naar het Angelsaksische model.⁹

De huidige literatuur is echter voornamelijk gericht op ontwikkelingen in de Franse - en Duitse economie.¹⁰ Er is nauwelijks onderzoek beschikbaar over de mate waarin Nederlandse ondernemingen zich de afgelopen twee decennia naar het Angelsaksische model hebben georiënteerd.¹¹ Dit onderzoek kan gezien worden als een aanvulling op de huidige academische literatuur. In dit onderzoek staat de volgende vraag centraal: *In hoeverre streefden de vijf onderzochte Nederlandse ondernemingen in de periode 1980-2005 naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde?*

Deze vraag wordt aan de hand van vier indicatoren beantwoord: uitgekeerd dividend en nettowinst, pay-out ratio, buybacks en werkgelegenheid. Elke indicator wordt besproken in een individueel hoofdstuk, hierbij zijn de gegevens van de vijf Nederlandse ondernemingen individueel geanalyseerd en vergeleken met de gegevens van Lazonick en O’ Sullivan. Conclusies over de eerste indicator volgen uit drie zelf opgestelde criteria. Conclusies over indicator twee, drie en vier volgen uit vergelijking met de cijfers van Lazonick en O’ Sullivan. Dit onderzoek baseert zich voornamelijk op primaire bronnen.

⁷ A. van Witteloostuijn, ‘De naam van het virus is aandeelhouderswaarde’, NRC, 25 april 2007, 1.

⁸ M. Aglietta en A. Rebérioux, *Corporate Governance Adrift, a critique of shareholder value (Saint-Gobain 2005)* 22, 71. H. Hansmann en R. Kraakman, ‘The end of history of corporate law’, *Georgetown law* 86 (2001) 439.

⁹ Almond, Edwards en Clark ‘Multinationals and changing national business systems in Europe: towards the ‘shareholder value’ model?’, 430-445. C. Barnard en S. Deakin, ‘Reinventing the European corporation? Corporate governance, social policy and the single market’ *Industrial relations* 35 (2002) 484-499.

¹⁰ Aglietta en Rebérioux, *Corporate Governance Adrift, a critique of shareholder value*.

¹¹ Beschikbare literatuur: K. Cools en M van Praag, *The value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: an empirical Analysis, Working Paper* (Amsterdam 2000). en P.A.M. Sampers, *The Relation Between Management Control Systems and Shareholder Value Creation* (Maastricht 2003).

Dividend en Nettowinst.

§ 1. Hypothese.

Vanaf de jaren '70 van de vorige eeuw ging het minder goed met het Amerikaanse bedrijfsleven. Uit het artikel van Lazonick & O'Sullivan blijkt dat 'Retain and Reinvest', de corporate governance strategie die tot op dat moment gehanteerd werd door de meeste Amerikaanse ondernemingen, niet langer een garantie was voor succes¹². In deze periode van tegenvallende bedrijfsresultaten wonnen de zogenaamde 'agency theorists' aan invloed onder Amerikaanse economen.¹³ Volgens deze agency theory, of principaal-agenttheorie, kan men aandeelhouders en managers onderverdelen in principalen (opdrachtgevers) en agenten (opdrachtnemers)¹⁴. Deze theoretici stelden daarbij dat de agenten zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde dienen te creëren voor hun principalen.¹⁵ De hoeveelheid uitgekeerd dividend (of pay-out ratio) gold voor aanhangers van deze agency theory als belangrijkste maatstaf om de prestaties van een onderneming te beoordelen.¹⁶ Dankzij ontwikkelingen die gedurende de jaren '80 plaatsvonden, zoals de opkomst van de zogenaamde 'market for corporate control' en de strategische heroriëntatie van de managers, raakte het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde stevig verankerd in de Amerikaanse bedrijfsvoering.¹⁷ Vanaf de jaren '80 ontwikkelde het dividend van Amerikaanse ondernemingen zich geheel losstaand van de nettowinst.¹⁸ Typerend is het jaar 1980, waarin het totaal uitgekeerde dividend binnen het Amerikaanse bedrijfsleven steeg met 13% terwijl de winsten afnamen met 17%.¹⁹

In dit hoofdstuk wordt de ontwikkeling van het dividend en de nettowinst van Shell, Philips, Unilever, Akzo Nobel en Heineken, in de periode 1980-2005 geanalyseerd. Op basis van dividend- en nettowinstcijfers over de betreffende periode, hebben wij geprobeerd vast te stellen of het dividendbeleid gericht was op de maximalisatie van aandeelhouders waarde. Om dit mogelijk te maken hebben is de volgende hypothese opgesteld:

¹² Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 15.

¹³ Ibidem, 15.

¹⁴ R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (Oxford 2004) 21.

¹⁵ L. Thévenoz en R. Bahar(ed.), *Conflicts of Interest. Corporate Governance & Financial Markets* (Zurich 2007) 33.

¹⁶ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 16.

¹⁷ Ibidem, 18, 26-27. En Sampers, *The Relation Between Management Control Systems and Shareholder Value Creation*, 11.

¹⁸ Aglietta en Reberieux, *Corporate Governance Adrift, a critique of shareholder value*, 35.

¹⁹ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 22.

Hypothese:

Het dividendbeleid van de onderneming is gericht op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde wanneer zij voldoet aan de volgende voorwaarden:

- 1. In de grafiek vertoont het totaal uitgekeerde dividend zich als een stijgende lijn.*
- 2. Indien er sprake is van daling van de nettowinst is er geen sprake van een daling van het uitgekeerde dividend. Het uitgekeerde dividend blijft gelijk of het uitgekeerde dividend stijgt.*
- 3. De onderneming keert eveneens dividend uit in jaren van verlies hetzij een extreme daling van de nettowinst (>50%); hierbij blijft het dividend gelijk of vertoont een stijging.*

§ 2. Ontwikkeling dividend en nettowinst individuele ondernemingen.

Koninklijke Shell N.V.

In grafiek 1 is te zien dat het dividend van de onderneming over de periode 1980-2003 in een stijgende lijn verloopt.²⁰ Wanneer deze grafiek vergeleken wordt met grafiek 2 kan geconstateerd worden dat het dividend nauwelijks een drukkende invloed heeft ondervonden van dalingen in de nettowinst, ondanks het feit dat deze in meerdere jaren plaatsvonden.²¹ Tegenover dalingen van de nettowinst in 1985, 1986, 1990, 1991, 1993, 1998, 2001 en 2002 is er slechts één jaar geweest waarin het dividend niet steeg ten opzichte van het voorgaande jaar: in 1986 bleef het dividend op het zelfde niveau als in 1985. De dalingen in de nettowinst waren niet altijd van geringe omvang. In 1986 daalde de winst met bijna 93% en, door zeer lage olieprijsen en een reorganisatievoorziening van 4,4 miljard dollar, in 1998 zelfs met 94,3%.²² Er kan geconcludeerd worden dat Shell voldoet aan alle drie de criteria van de hypothese.

Philips N.V.

Uit grafiek 3 valt op te maken dat het dividend van Philips over de betreffende periode een heel ander beeld weergeeft dan bij Shell het geval is.²³ Hoewel het dividend zich over het algemeen als een stijgende lijn ontwikkelde, wordt deze lijn in de periode 1990-1992 abrupt onderbroken: er wordt in deze jaren helemaal geen dividend uitgekeerd. Dit had te maken met het feit dat Philips in de jaren 1990 en 1992 aanzienlijke verliezen leed.²⁴ Deze verliezen waren te wijten aan de

²⁰ Zie grafiek 1, appendix pagina 30.

²¹ Zie grafiek 2, appendix pagina 30.

²² 'Shell herstelt zich van winstval', *NRC webpagina*, 10 februari 2000, 1.

²³ Zie grafiek 3, appendix pagina 31.

²⁴ Zie grafiek 4, appendix pagina 31.

aanhoudende prijzending op het gebied van consumentenelektronica.²⁵ Omdat er in deze verliesjaren geen dividend werd uitgekeerd voldoet de onderneming niet aan het tweede criterium van de hypothese. Daarmee faalt Philips tevens voor het derde criterium, maar opmerkelijk genoeg laat de periode 1994-2005 een heel ander beeld zien. Vanaf 1994 vertoont het dividend zich wederom als een stijgende lijn. In 2001 en 2002 leed de onderneming, door het wereldwijd inzakken van de verkoop van mobiele telefoons en computers, aanzienlijk veel grotere verliezen dan in de jaren 1990 en 1992.²⁶ Desondanks werd er in deze jaren wel dividend uitgekeerd, op nagenoeg hetzelfde niveau als in 2000. Om deze reden is Philips, met betrekking tot het tweede en derde criterium, en twijfelgeval. Op basis van de drie criteria kan echter geconcludeerd worden dat Philips vanaf 1994 wel voldoet aan de hypothese.

Unilever N.V.

Uit grafiek 5 kan worden afgeleid dat de het dividend, met uitzondering van een indrukwekkende piek in 1998, zich heeft ontwikkeld als een constante stijgende lijn.²⁷ Alleen in het jaar 1999 vertoont het uitgekeerde dividend een daling ten opzichte van het voorgaande jaar. Echter, was het dividend in 1998 bijna 7 keer zo hoog was als in 1997. Na deze piek in 1998 vervolgt het dividend zich weer op een hoger niveau dan in 1997, waarmee de stijgende trend wordt voortzet. Op basis van grafiek 6 kan geconstateerd worden dat de enorme dividenduitkering in 1998 het directe gevolg is geweest van de eveneens enorm toegenomen nettowinst in het jaar 1997; in dit jaar verkocht Unilever haar chemiedivisie.²⁸ Omdat er geen geschikt bedrijf gevonden werd om aan te schaffen met behulp van deze nieuwe inkomsten, besloot Unilever het bedrag in 1998 uit te keren aan haar aandeelhouders.²⁹ Uit een vergelijking van de twee grafieken blijkt tevens dat het dividend blijft stijgen in de jaren 1982, 1985, 1990, 1993, 1995, 1998, 2000 en 2004, wanneer er sprake is van een dalende nettowinst. Zo daalde de nettowinst in 2000 met 61,7% ten opzichte van het voorgaande jaar, doordat de goodwill die betaald was bij overname van Bestfoods in dat jaar volgens boekhoudkundige regels diende te worden afgeschreven.³⁰ Het uitgekeerde dividend steeg in dit jaar echter met 15,7%. Op basis van de drie de criteria kan geconcludeerd worden dat Unilever voldoet aan de hypothese.

²⁵ 'Philips: Herstel niveau prijzen niet zichtbaar', *De Financiële Telegraaf*, 5 maart 1993, 1.

²⁶ 'Philips na recordverlies terug naar winst in 2002', *De Financiële Telegraaf*, 8 februari 2002, 1.

²⁷ Zie grafiek 5, appendix pagina 32.

²⁸ Zie grafiek 6, appendix pagina 32.

²⁹ 'Unilever blij met nieuwe organisatie', *Trouw*, 24 februari 1999, 1.

³⁰ 'Winst Unilever stijgt met 16 procent', *De Standaard*, 8 februari 2001, 1.

Akzo Nobel N.V.

Bij bestudering van grafiek 7 en grafiek 8, waarin het dividend en de nettowinst van Akzo Nobel over de periode 1980-2005 staan weergegeven, komen de volgende zaken aan het licht.³¹ Zo ontwikkelde het dividend van deze onderneming zich, ondanks dalingen in de jaren 1982 en 1990, in een stijgende lijn. Met betrekking tot het tweede criterium laat Akzo Nobel een opmerkelijke ontwikkeling zien. Het dividend blijft gelijk of vertoont een stijging wanneer de onderneming te maken krijgt met een daling van de nettowinst in de jaren 1988, 1991, 1993, 1998, 1999, 2001 en 2003. Echter, in de jaren 1982 en 1990, toen de winsten daalden door een koersdaling van de dollar en olieprijsstijgingen,³² nam het dividend af met respectievelijk 20% en 16,7% ten opzichte van de voorgaande jaren. Om deze reden is Akzo Nobel met betrekking tot het tweede criterium een twijfelgeval. De daling van de nettowinst van 66,5% in 1999, door incidentele lasten als gevolg van de verkoop van haarvezeldivisie,³³ ging daarentegen weer gepaard met een stijging in het uitgekeerde dividend van een kleine 3%. In de periode 1980-1990 voldoet Akzo Nobel niet aan alle criteria, maar vanaf 1990 is dit wel het geval. Akzo Nobel voldoet vanaf 1990 aan de hypothese.

Heineken N.V.

Van de vijf onderzochte Nederlandse ondernemingen geeft Heineken de meest stabiele stijging weer van het dividend.³⁴ In de periode 1980-1997 lijkt het dividend om de drie jaar toe te nemen, maar ook daarna is er sprake van een zeer geleidelijke stijging tot 2005. Dit kan misschien verklaard worden door het verloop van de nettowinsten die een eveneens zeer stabiele stijging vertonen in de periode 1980-2001.³⁵ Wanneer er in 2004 dan een flinke daling plaatsvindt van de nettowinsten blijft het uitgekeerde dividend op hetzelfde niveau als in de voorgaande jaren. Heineken maakte, in de onderzochte periode, geen enkele keer verlies en hoefde nooit een daling in de winst van meer dan 50% te incasseren. Het derde criterium is daarom voor deze onderneming buiten beschouwing gelaten en er kan geconcludeerd worden dat Heineken voldoet aan de hypothese.

³¹ Zie grafiek 7 en grafiek 8, appendix pagina 33.

³² 'Winst Akzo een derde gezakt', *Nederlands Dagblad*, 28 februari 1992, 1.

³³ 'Totale winst bedrijven daalt', *Trouw*, 24 maart 2000, 1.

³⁴ Zie grafiek 9, appendix pagina 34.

³⁵ Zie grafiek 10, appendix pagina 34.

In de onderstaande tabel zijn de onderzoeksresultaten weergegeven:

<i>Voorwaarden:</i>	<i>Shell</i>	<i>Philips</i>	<i>Heineken</i>	<i>Unilever</i>	<i>Akzo Nobel</i>
In de grafiek vertoont het verloop van het dividend zich in de vorm van een stijgende lijn.	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Dividend blijft gelijk of stijgt wanneer er sprake is van een daling in de nettowinst t.o.v. het voorgaande jaar.	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
De onderneming keert dividend uit in jaren van verlies hetzij een daling in de nettowinst (>50%).	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<i>N.V.T.</i>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

§ 4. Conclusie.

Na het bestuderen van het dividend en de nettowinst kunnen er uitspraken gedaan worden over het dividendbeleid van de vijf ondernemingen: bij hoeveel ondernemingen was dit beleid daadwerkelijk gericht op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde?

Uit de grafieken blijkt allereerst dat het dividend van alle vijf de ondernemingen, in de periode 1980-2005, zich vertoont in de vorm van een stijgende lijn. Verder kan geconcludeerd worden dat het dividend van Shell, Unilever en Heineken gelijk blijft of stijgt wanneer er sprake is van een daling in de nettowinst ten opzichte van het voorgaande jaar. Tenslotte wordt duidelijk dat Shell, Unilever en Akzo Nobel dividend uitkeerden in jaren van verlies hetzij een daling in de netto winst van meer dan 50%. Omdat Heineken in geen enkel jaar verlies leed of een winstdaling van meer dan 50% te verduren had, is het derde criterium voor deze onderneming buiten beschouwing gelaten. Op basis van deze onderzoeksresultaten stellen wij dat Shell, Unilever en Heineken voldoen aan de vooraf gestelde hypothese. Omdat het dividend van Akzo Nobel in de jaren 1982 en 1990 afnam onder invloed van dalende nettowinsten is deze onderneming een twijfelgeval met betrekking tot het tweede criterium. Een dergelijke daling van het dividend komt vanaf 1990 echter niet meer voor en daarom stellen wij dat Akzo Nobel gedeeltelijk voldoet aan de hypothese. Philips daarentegen voldoet niet aan het tweede- en het derde criterium en voldoet daarom niet aan de hypothese.

Echter, bij Akzo Nobel en Philips valt er een historische ontwikkeling waar te nemen. Terwijl het dividend van Akzo Nobel in 1982 en 1990 nog afneemt als gevolg van een dalende nettowinst, blijft het dividend gelijk of stijgt het tijdens een dalingen van de nettowinst in latere jaren, waaronder een van 66,5% in 1999. En waar Philips in de periode 1990-1992 helemaal geen

dividend uitkeerde omdat het verlies leed in 1990 en 1992, bleef het dividend opmerkelijk genoeg wel stabiel toen het bedrijf verliezen leed in 2001 en 2002. Dit terwijl de verliezen in 2001 en 2002 aanzienlijk veel groter waren dan in 1990 en 1992. Hieruit kunnen we concluderen dat het dividendbeleid van Philips en Akzo Nobel vanaf het begin van de jaren '90 steeds meer gericht was op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Deze ontwikkeling komt overeen met de ondervindingen van P.A.M. Sampers. Sampers constateert dat het merendeel van de Nederlandse ondernemingen rond jaren '90 overging op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.³⁶

Voor Shell, Unilever en Heineken valt echter, op basis van de drie criteria, geen duidelijk keerpunt aan te wijzen. Het dividendbeleid van deze ondernemingen lijkt sinds het begin van de door ons onderzochte periode een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde na te streven.

³⁶ Sampers, *The Relation Between Management Control Systems and Shareholder Value Creation*, 58.

Pay-out ratio.

§ 1. Hypothese.

In dit hoofdstuk worden de vijf Nederlandse ondernemingen geanalyseerd en vergeleken op basis van de pay-out ratio. De pay-out ratio is het percentage van de nettowinst dat wordt uitgekeerd als dividend aan de aandeelhouders. De pay-out ratio kan een signaal afgeven omtrent de potentiële nettowinst, dit kan directe invloed hebben op de koers van een aandeel.³⁷ Lazonick en O'Sullivan constateren dat het Amerikaanse bedrijfsleven zich in de periode 1980-1998 in sterke mate ging richten op de aandeelhouderswaarde. Eén van de gevolgen hiervan was een hoge pay-out ratio in deze periode.³⁸ Lazonick en O'Sullivan hebben de gemiddelde pay-out ratio berekend voor het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode 1960-1998. De auteurs hebben hierbij onderscheid gemaakt tussen 4 periodes:

- 1960-1969, de pay-out ratio is 42,4.
- 1970-1979, de pay-out ratio is 42,3.
- 1980-1989, de pay-out ratio is 49,3.
- 1990-1998, de pay-out ratio is 49,6.

Het verschil tussen periode één en twee en periode drie en vier is dusdanig klein dat er in dit hoofdstuk gesproken zal worden van twee perioden: 1960-1979 en 1980-1998. In periode 1960-1979 is de pay-out 42.35, en in de periode 1980-1998 is de pay-out ratio 49.45.³⁹ Het Amerikaanse bedrijfsleven, (met bijbehorende pay-out ratio) in de periode 1960-1979 wordt in dit hoofdstuk beschreven als 'periode A'. Het Amerikaanse bedrijfsleven (met bijbehorende pay-out ratio) in de periode 1980-1998 is in dit hoofdstuk beschreven als 'periode B'. Lazonick en O'Sullivan constateren dat het Amerikaanse bedrijfsleven zich in periode B nadrukkelijk richtte op een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. De hypothese is als volgt: *er is sprake van een 'maximalisatie van de aandeelhouderswaarde indien de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen een overeenkomstig beeld vertoont met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode 1980-1998.*

³⁷ B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders* (Groningen 2003) 6.

³⁸ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 22-23.

³⁹ Het gemiddelde van deze twee perioden komt voort uit het gemiddelde van de vier perioden beschreven in: Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 22-23.

In dit hoofdstuk wordt de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen vergeleken met de Amerikaanse pay-out ratio in periode A en B. Er vinden drie vergelijkingen plaats:

1. (§ 2) pay-out ratio van de individuele Nederlandse ondernemingen.
2. (§ 3) Gemiddelde pay-out ratio de van Nederlandse ondernemingen.
3. (§ 4) Pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen berekend over een langer tijdsbestek.

§ 2. Pay-out ratio individuele ondernemingen.

In deze paragraaf wordt de pay-out ratio van de individuele ondernemingen vergeleken met de Amerikaanse pay-out ratio in periode A en B.

Koninklijke Shell N.V.

Wanneer de jaarlijkse pay-out ratio van Koninklijke Shell N.V. vergeleken wordt met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B kunnen de volgende constateringën gedaan worden: zie grafiek 11 en tabel 1.⁴⁰ Van de vijf onderzochte ondernemingen heeft Shell in het meeste aantal jaartallen een pay-out ratio hoger dan periode B. In negen jaren is de pay-out ratio lager dan in periode B. In zeventien jaartallen is de pay-out ratio hoger of vergelijkbaar met periode B. Vanaf 1986 lijkt er sprake te zijn van een zekere trend, van 1986 tot 1990 bevindt de pay-out ratio van Shell zich op een niveau vergelijkbaar met hetzij hoger dan periode B. Vanaf 1990-1999 is de pay-out ratio hoger dan in periode B. Er kan geconcludeerd worden dat er in de periode 1986-1999 sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde waarbij de pay-out ratio van Shell vergelijkbaar is met periode B. De trend wordt verstoord door de winstjaren 2000, 2004, en 2005. In deze jaren steeg de nettowinst aanzienlijk en daardoor vormt het dividend in deze jaren een kleiner percentage van de nettowinst.

Koninklijke Philips N.V.

Wanneer de jaarlijkse pay-out ratio van Koninklijke Philips N.V. vergeleken wordt met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B kunnen de volgende constateringën gedaan worden: zie grafiek 12 en tabel 2.⁴¹ Van de 26 onderzochte jaren zit Philips in zestien jaren onder of op het niveau van periode A. In tien jaartallen zit zij op een vergelijkbaar of een hoger niveau dan periode B. Vanaf 1980 lijkt er sprake te zijn van een trend, van 1980 tot 1988

⁴⁰ Zie grafiek 11 en tabel 1, appendix pagina 35 en 39.

⁴¹ Zie grafiek 12 en tabel 2, appendix pagina 35 en 39.

bevindt de pay-out ratio van Philips zich op een hoger niveau of op een niveau vergelijkbaar met periode B. Er kan geconcludeerd worden dat in de periode 1980-1988 sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, waarbij de pay-out ratio van Philips vergelijkbaar is met periode B. Deze trend wordt onderbroken vanaf 1989: van 1989 tot 2005 ligt de pay-out ratio van Philips niet alleen lager dan in periode B maar eveneens lager dan in periode A.

Unilever N.V.

Wanneer de jaarlijkse pay-out ratio van Unilever N.V. vergeleken wordt met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B volgen de onderstaande constatering: zie grafiek 13 en tabel 3.⁴² In de periode 1983-1999, met uitzondering van het jaar 1985, is de pay-out ratio van Unilever vergelijkbaar met of lager dan periode A. In de periode 2000-2005 is de pay-out ratio van Unilever N.V. vergelijkbaar met of hoger dan periode B. Er kan geconcludeerd worden dat er in de periode 2000-2005 sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, waarbij de pay-out ratio van Unilever vergelijkbaar is met periode B.

Akzo Nobel N.V.

Wanneer de jaarlijkse pay-out ratio van Akzo Nobel N.V. vergeleken wordt met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B volgen de onderstaande constatering: zie grafiek 14 en tabel 4.⁴³ In de periode 1980-2005 is de pay-out ratio van de Akzo Nobel vergelijkbaar met of lager dan periode A. Alhoewel in vijf jaartallen de pay-out ratio van Akzo Nobel vergelijkbaar is met of hoger dan periode B lijkt er geen sprake te zijn van een langdurige trend hetzij ontwikkeling. Er kan geconcludeerd worden dat er in de periode 1980-2005 geen sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, waarbij de pay-out ratio van Akzo-Nobel vergelijkbaar is met periode B.

Heineken N.V.

Wanneer de jaarlijkse pay-out ratio van Heineken N.V. vergeleken wordt met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B volgen de onderstaande constatering: zie grafiek 15 en tabel 5.⁴⁴ Van de vijf onderzochte ondernemingen heeft Heineken in het meeste aantal jaartallen een pay-out ratio lager dan periode A. Alleen in 1980 is de pay-out ratio hoger dan periode B. De pay-out ratio van Heineken blijft stabiel in de periode 1981-2005 doordat zowel de nettowinst als het dividend een stabiele groei doormaken. Er kan geconcludeerd

⁴² Zie grafiek 13 en tabel 3, appendix pagina 36 en 39.

⁴³ Zie grafiek 14 en tabel 4, appendix pagina 36 en 40.

⁴⁴ Zie grafiek 15 en tabel 5, appendix pagina 37 en 40.

worden dat er in de periode 1981-2005 geen sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde waarbij de pay-out ratio van Heineken vergelijkbaar is met periode B.

De vijf ondernemingen hebben elk jaren waarin de pay-out ratio overeenkomt met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Van de onderzochte ondernemingen vertoont Shell in de meest jaren een overeenkomst met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Van de onderzochte ondernemingen vertoont Heineken in het minste aantal jaren een overeenkomst met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij Shell, Philips en Unilever lijkt er sprake te zijn van een trend: de pay-out ratio bevindt zich een langere periode op het Amerikaanse niveau van periode B. Voor Shell geldt dit voor de periode 1986-1990, voor Philips voor de periode 1980-1988 en voor Unilever voor de periode 2000-2005. Kortom voor elk van de vijf ondernemingen geldt dat de pay-out ratio in één of meer jaren overeenkomt met de Amerikaanse pay-out ratio van periode B. Bij drie van de vijf ondernemingen lijkt er sprake te zijn van een trend. Op basis van de pay-out ratio kan gesteld worden dat Heineken als enige van de vijf ondernemingen geen maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefde.

§ 3. Pay-out ratio als gemiddelde.

De vergelijking van de jaarlijkse pay-out ratio van de vijf onderzochte Nederlandse ondernemingen met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven toont geen duidelijke historische ontwikkeling aan. Er is geen periode waarin alle vijf de ondernemingen gelijktijdig een pay-out ratio hebben vergelijkbaar met periode B. Echter, is er nog een manier om de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen te vergelijken met het Amerikaanse bedrijfsleven: de jaarlijkse gemiddelde pay-out ratio. Deze methode van vergelijken is meer omvattend. Lazonick en O'Sullivan verbinden immers ook conclusies aan de gemiddelde pay-out ratio van de Amerikaanse ondernemingen.

In grafiek 16 wordt de gemiddelde pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen afgezet tegen de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B.⁴⁵ Uit de grafiek kan worden opgemaakt dat alleen in 1980 de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen nadrukkelijk veel hoger was dan het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. In drie jaartallen is de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen vergelijkbaar met –of iets hoger dan het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. In elf jaartallen is de gemiddelde pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen vergelijkbaar met het Amerikaanse bedrijfsleven in

⁴⁵ Zie grafiek 16, appendix pagina 37.

periode A. In elf jaartallen ligt de Nederlandse pay-out ratio onder het niveau van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

De cijfers bieden duidelijke conclusies: de pay-out ratio van de vijf Nederlandse ondernemingen, berekend in de vorm van een jaarlijks gemiddelde, komt in grote mate overeen met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en niet met periode B. Hiernaast ligt de pay-out ratio van de onderzochte ondernemingen in een groot aantal jaren onder de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

Kortom het gemiddelde van de Nederlandse ondernemingen vertoont weinig tot geen overeenkomst met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Het gemiddelde vertoont meer overeenkomst met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

§ 4. Pay-out ratio over een langer tijdsbestek.

In dit deel van het hoofdstuk is de pay-out ratio van de vijf Nederlandse ondernemingen berekend over een langere periode van tijd. Hierbij is er onderscheid gemaakt tussen drie perioden: 1980-1989, 1989-1998 en 1998-2005. De pay-out ratio in deze drie perioden is vergeleken met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en B. Deze vergelijking is het meest in overeenstemming met de methode van Lazonick en O'Sullivan; de auteurs hebben eveneens de gemiddelde pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven berekend over een langer tijdsbestek.

De gemiddelde pay-out ratio in de drie perioden is als volgt: 42,8 in de periode 1980-1989, 36,9 in de periode 1989-1998 en 42,3 in de periode 1998-2005. Wanneer deze pay-out ratio wordt afgezet tegen het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A en periode B volgt het volgende resultaat: zie staafdiagram 3.⁴⁶ Uit de cijfers en bijbehorende diagram kan worden opgemaakt dat de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen in twee van de drie perioden (1980-1989 en 1998-2005) vergelijkbaar is met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A. In één periode (1989-1998) ligt de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen op een lager niveau als het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

De Nederlandse ondernemingen vertonen, wanneer berekend over een langere periode van tijd, overeenkomsten met het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode A en niet met periode B.

⁴⁶ Zie staafdiagram 3. Appendix pagina 43,

§ 5. Conclusie.

Lazonick en O'Sullivan constateren dat het Amerikaanse bedrijfsleven zich in de periode 1980-1998 richtte op het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Deze focus op de aandeelhouderswaarde uitte zich in een hoge pay-out ratio van de Amerikaanse ondernemingen. De hypothese was als volgt: *er is sprake van een 'maximalisatie van de aandeelhouderswaarde indien de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen een overeenkomstig beeld vertoont met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B.*

In dit hoofdstuk zijn de pay-out ratio's van de vijf ondernemingen vergeleken met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A (1960-1979) en periode B (1980-1998). Er vonden drie vergelijkingen plaats:

1. (§2) pay-out ratio van de individuele Nederlandse ondernemingen.
2. (§3) Gemiddelde pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen.
3. (§4) Pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen berekend over een langer tijdsbestek.

Uit de vergelijking van de individuele ondernemingen kon worden geconcludeerd dat elk van de ondernemingen jaren had waarin de pay-out ratio overeenkwam met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij Shell, Philips en Unilever leek er sprake te zijn van een trend: de pay-out ratio zat meerdere jaren achtereen op het niveau van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij Heineken en Akzo Nobel leek er geen sprake te zijn van een trend: de pay-out ratio zat niet meerdere jaren achtereen op het niveau van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Op basis van de pay-out ratio kan gesteld worden dat Heineken als enige van de vijf ondernemingen geen maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefde.

Uit de vergelijking van het gemiddelde van de vijf ondernemingen kon worden geconcludeerd dat de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen in slechts enkele jaren een overeenkomst vertoonde met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. In elf jaren was er een overeenkomst met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A. In een zelfde aantal jaren lag de pay-out ratio van de ondernemingen zelfs onder het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

Uit de vergelijking van de pay-out ratio over een langere periode van tijd kon worden geconcludeerd dat de ondernemingen in twee van de drie perioden overeenkomst vertoonden met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A. In één van de drie periodes lag de pay-out ratio van de ondernemingen onder het niveau van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode A.

Kortom: wanneer we kijken naar de pay-out ratio van de Nederlandse ondernemingen, berekend als gemiddeld of over een langer tijdsbestek, is er geen sprake van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde vergelijkbaar met het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode 1980-1998.

Buybacks.

§ 1. Hypothese.

Lazonick en O' Sullivan constateren dat Amerikaanse ondernemingen vanaf de jaren '80 steeds vaker een nieuwe methode toepasten om inkomsten uit te keren aan de aandeelhouders.⁴⁷ Deze methode hield in dat ondernemingen actief hun eigen aandelen gingen terugkopen om zo het totale aantal uitstaande aandelen te verkleinen. Het gevolg was dat het totale uitgekeerde dividend van deze ondernemingen verdeeld kon worden over een kleinere hoeveelheid aandelen; de pay-out ratio en de waarde per aandeel namen dan toe. De Amerikaanse ondernemingen gingen over op deze zogenaamde 'buybacks' of 'stock repurchases' vanwege de fiscale voordelen die deze methode van dividenduitkering te bieden heeft.⁴⁸ Het dividend dat ondernemingen uitkeren aan de aandeelhouders wordt normaal gesproken twee keer belast: allereerst betaalt de onderneming belasting over de totale gemaakte winst en vervolgens moet er belasting betaald worden over het uitgekeerde dividend. Echter, wanneer een onderneming haar winst gebruikt om aandelen terug te kopen wordt dit slechts éénmalig belast, als winst uit de onderneming. Buybacks worden onder het Amerikaanse fiscale regime namelijk niet beschouwd als een vorm van dividend.⁴⁹ Behalve als middel om de pay-out ratio op een voordelige manier op te schroeven, zijn er ook ondernemingen die buybacks gebruiken om een signaal af te geven aan hun aandeelhouders.⁵⁰ In 1987 bijvoorbeeld, toen de Amerikaanse beurs elkaar zakte, volgden er 777 aankondigingen van geplande buybacks door Amerikaanse ondernemingen.⁵¹ Hiermee probeerden zij vertrouwen te tonen aan de aandeelhouders. In afbeelding 1. wordt weergegeven hoe de omvang van deze buybacks, door het Amerikaanse bedrijfsleven, zich ontwikkelde in de periode 1978-1996.⁵² De opvallende stijging vanaf 1984 weerspiegelt, volgens Lazonick en O'Sullivan, het streven naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde binnen het Amerikaanse

⁴⁷ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 23.

⁴⁸ C.F.A. Baltus en M.B.J. Schauten, 'Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs. Een empirisch onderzoek naar de koersontwikkeling', *Tijdschrift Financieel Management* januari/februari (2000) 36.

⁴⁹ M. Schifrin, 'The buyback monster', *Forbes*, 17 november 1997, 1.

⁵⁰ Baltus en Schauten, 'Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs', 35-36.
Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders*, 35-36.

⁵¹ Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 23.

⁵² Zie afbeelding 1. Appendix pagina 41.

bedrijfsleven.

Dit roept de volgende vraag op: zijn de ondernemingen tussen 1980 en 2005 overgegaan op het systematisch terugkopen van aandelen of heeft dit geen rol van belang gespeeld? Om deze vraag te beantwoorden is gekeken naar de ontwikkeling van het totale (nominale) aandelenkapitaal van de vijf ondernemingen in de periode 1980-2000. De hypothese is hierbij als volgt: *indien het nominale aandelenkapitaal van de Nederlandse ondernemingen afnam in de periode 1980-2005 maakten zij gebruik van buybacks en was er sprake van maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.*

§ 2. Gezamenlijk nominaal aandelenkapitaal vijf ondernemingen.

Wanneer gekeken wordt naar staafdiagram 1, vallen er direct een aantal zaken op.⁵³ Ten eerste vertoont het aandelenkapitaal van de ondernemingen over de periode 1980-1998 een bijna constante stijging; in geen enkel jaar blijft deze gelijk of neemt hij af. In de onderzochte periode neemt het totale aandelenkapitaal toe met bijna 68%, van circa 2,8 miljard in 1980 naar circa 4,7 miljard in 1998. Ten tweede lijkt er vanaf 1999 een eind te zijn gekomen aan deze constante stijging van het aandelenkapitaal en vind er in dat jaar zelfs een daling plaats. De abrupte daling van totale aandelenkapitaal blijkt, na nadere bestudering van de cijfers, volledig te wijten aan Philips. In 1999 kocht Philips 2,9 miljard euro aan aandelen terug.⁵⁴ De overige vier ondernemingen deden helemaal niet aan buybacks in het jaar 1999. Zoals staafdiagram 1 laat zien is deze daling echter eenmalig geweest en vanaf 2000 is de afname van het aandelenkapitaal minimaal. Dit laatste wordt nog duidelijker als we kijken naar staafdiagram 2, hierin worden de buybacks door de ondernemingen weergegeven als percentage van de nettowinst.⁵⁵ Hieruit blijkt weliswaar dat er in de periode 1999-2004 buybacks worden toegepast door de onderzochte bedrijven, maar de daadwerkelijke omvang van deze buybacks is veelzeggend. In de jaren na 1999 kwam dit percentage namelijk slechts één enkele keer uit op meer dan 1,0% van de nettowinst van de ondernemingen.

Daarmee kunnen we concluderen dat de vijf ondernemingen, in vergelijking met het Amerikaanse bedrijfsleven, geen substantiële buybacks deden in de periode 1980-2005. Het totale aandelenkapitaal vertoont zelfs een stijgende lijn gedurende het merendeel van de onderzochte jaren. Alleen in 1999 werden er aandelen teruggekocht op enige schaal maar dit was incidenteel en volledig te wijten aan één enkel bedrijf. De buybacks die na 1999 plaatsvonden, in de periode 2000-2004, waren zo klein van omvang dat ze nauwelijks vergelijkbaar zijn met de

⁵³ Staafdiagram 1, zie appendix pagina 42.

⁵⁴ Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).

⁵⁵ Staafdiagram 2, zie appendix pagina 42.

buybacks in het Amerikaanse bedrijfsleven⁵⁶. De onderzoeksresultaten wijzen er dan ook op dat de vijf onderzochte ondernemingen geen gebruik maakten van buybacks als onderdeel van een beleid gericht op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.

§ 3. Toelichting bij uitkomsten.

Dit hoeft echter niet te betekenen dat deze bedrijven zich helemaal niet richtten op de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Uit onderzoek van Baltus en Schauten, waarin zij ingaan op de motieven achter buybacks, blijkt dat de fiscale voordelen die Amerikaanse ondernemingen genieten niet gelden voor Nederlandse ondernemingen.⁵⁷ Het terugkopen van eigen aandelen wordt onder het Nederlandse fiscale regime beschouwd als een vorm van dividend en ook dusdanig belast.⁵⁸ Voor Nederlandse ondernemingen die zich richten op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde vormen buybacks simpelweg geen effectief middel om de pay-out ratio te verhogen. Baltus en Schaute constateren eveneens dat buybacks, met als doel het afgeven van een signaal aan de aandeelhouders, geen belangrijk hulpmiddel is voor Nederlandse ondernemingen. In hun onderzoek komen zij tot de conclusie dat ruim de helft van de buybacks gedaan wordt in een poging om de balansopbouw van de onderneming aan te passen hetzij te herstructureren.⁵⁹ Het is aannemelijk dat de buybacks die de vijf ondernemingen deden in de periode 1999-2004 behoren tot deze categorie.

§ 4. Conclusie

In het licht van de constatering van Baltus en Schauten zijn de uitkomsten uit paragraaf twee niet verassend. Alhoewel de Nederlandse ondernemingen minimaal gebruik maakten van buybacks is er in de periode 1999-2004 sprake van buybacks. De buybacks waren niet bedoeld om de pay-out ratio te verhogen maar om de balans op te schonen. Alhoewel de vijf onderzochte ondernemingen minimaal gebruik maakten van buybacks betekent dit *niet* dat zij geen maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefden.

⁵⁶ Afbeelding 1, appendix pagina 41.

⁵⁷ Baltus en Schauten, 'Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs', 36.

⁵⁸ Baltus en Schauten, 'Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs', 37.

⁵⁹ Ibidem, 36, 41(tabel 3).

Werkgelegenheid.

§ 1. Hypothese.

In dit hoofdstuk komt de indicator werkgelegenheid oftewel het aantal werknemers van de vijf Nederlandse ondernemingen aan bod. De term werkgelegenheid beschrijft het aantal werknemers van de ondernemingen in Nederlandse vestigingen. Lazonick en O 'Sullivan constateren dat het Amerikaanse bedrijfsleven, onder invloed van 'downsize and distribute', een groot deel van haar werknemers ontsloeg.⁶⁰ De maximalisatie van de aandeelhouderswaarde ging ten kosten van het aantal werknemers.⁶¹ Lazonick en O 'Sullivan doen de volgende constatering: *'The incidence of job loss in the first half of the 1990s stood at about 14 per cent, even higher than the quite substantial rates of about 10 per cent in the 1980's.'*⁶² Deze daling in het aantal werknemers had verschillende redenen: uitbesteding van bepaalde productieactiviteiten aan leveranciers,⁶³ personeelssaneringen en het verbeteren van kostenposities op de korte termijn.⁶⁴

In dit hoofdstuk wordt het aantal (ontslagen) werknemers van de vijf Nederlandse ondernemingen vergeleken met de cijfers van Lazonick en O 'Sullivan. Wanneer de daling in werknemers vergelijkbaar is met het Amerikaanse bedrijfsleven in 1980-1995 kan er gesproken worden van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. De hypothese is als volgt: *Er is sprake van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde indien de daling in werknemers vergelijkbaar is met het Amerikaanse bedrijfsleven.*

In de eerste paragraaf wordt gekeken naar de totale afname van werknemers in de individuele bedrijven. In de tweede paragraaf wordt de gezamenlijke afname van het aantal werknemers vergeleken met de cijfers van Lazonick en O 'Sullivan. In de laatste paragraaf wordt het effect van de daling besproken op de Nederlandse economie.

⁶⁰ 'downsize and distribute' is een Amerikaanse bedrijfsstrategie die op grote schaal werd geïmplementeerd in de periode 1980-1998. Zie inleiding en Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 17-27.

⁶¹ Aglietta en Rebérioux, *Corporate Governance Adrift, a critique of shareholder value*, 35.

⁶² J. van Zanden, *Een klein land in de 20e eeuw. Economische geschiedenis van Nederland 1914-1995* (Utrecht 1997) 74.

⁶³ van Witteloostuijn, 'De naam van het virus is aandeelhouderswaarde', 1.

⁶⁴ 'downsize and distribute' is een Amerikaanse bedrijfsstrategie die op grote schaal werd geïmplementeerd in de periode 1980-1998. Zie inleiding en Lazonick en O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', 17-27.

§ 2. *Ontwikkeling individuele ondernemingen.*

De ontwikkeling van het aantal werknemers van de vijf ondernemingen in de periode 1980-2005 is weergegeven in tabel 6.⁶⁵ Eveneens is de ontwikkeling weergegeven in twee grafieken.⁶⁶ Uit de tabel en de bijbehorende grafieken is een duidelijke ontwikkeling vast te stellen: alle vijf de ondernemingen verliezen een groot deel van de werknemers in de periode 1980-2005.

De grootste daling vond plaats bij Philips: 40.517 mensen verloren hun baan in periode 1980-2005, in 2005 bedroeg het aantal werknemers nog maar 44% van haar originele omvang in 1980. Procentueel gezien verliest Philips niet het grootste aantal werknemers, dit is Unilever. In 2005 bedroeg het aantal werknemers nog maar 34% van haar originele omvang in 1980. In de periode 1980-2005 verloren 9.178 werknemers hun baan bij Unilever. Qua procentuele afname zit Akzo Nobel tussen Unilever en Philips in. In 2005 bedroeg het aantal werknemers nog maar 49% van haar originele omvang in 1980, in de periode 1980-2005 verloren 12.000 werknemers hun baan. Het aantal werknemers van Shell bedroeg in 2005 52% van haar originele omvang in 1980, in de periode 1980-2005 verloren 8.955 werknemers hun baan. Heineken verliest procentueel en nominaal het minste aantal werknemers. In 2005 bedroeg de het aantal werknemers 65% van haar originele omvang in 1980, in de periode 1980-2005 verloren 2.426 werknemers hun baan. Er kan geconcludeerd worden dat alle vijf de ondernemingen een groot aantal werknemers ontsloeg in de periode 1980-2005.

§ 3. *Vergelijking Lazonick en O 'Sullivan.*

Op basis van het artikel van Lazonick en O 'Sullivan kan alleen een vergelijking worden gemaakt van de periode 1980-1995. Lazonick en O 'Sullivan constateren dat in de periode 1980-1990 10% van alle werknemers in het Amerikaanse bedrijfsleven hun baan verloren, in de periode 1990-1995 lag dit percentage op 14%. Hierop is de daling in het aantal werknemers, van de vijf onderzochte ondernemingen, ook berekend voor deze twee perioden. In 1990 was het aantal werknemers van de vijf ondernemingen met 6,3% gedaald ten opzichte van 1980. In 1995 was het aantal werknemers van de vijf ondernemingen met een duizelingwekkende 25% gedaald ten opzichte van 1990. Van alle vijf ondernemingen ontslaat Philips in de periode 1980-1995 het grootste aantal personeel (maar liefst 40.517 werknemers). Uit angst voor een vertekend beeld is de daling eveneens berekend exclusief Philips. In 1980-1990 daalde de het aantal werknemers

⁶⁵ Zie tabel 6, appendix pagina 40.

⁶⁶ Zie grafieken 17 en 18, appendix pagina 38.

van de vier ondernemingen met 4,9%. In 1990-1995 daalde het aantal werknemers van de vier ondernemingen met 21,27%. Philips lijkt toch een zekere invloed te hebben op het percentage, met name in de periode 1990-1995.

Er kan geconcludeerd worden dat, wanneer berekend als een percentage, de Nederlandse bedrijven in de periode 1980-1990 minder werknemers ontsloegen dan het Amerikaanse bedrijfsleven in deze periode. Wanneer de daling in het aantal werknemers exclusief Philips wordt berekend is er sprake van een nog kleinere daling. Er kan eveneens geconcludeerd worden dat, wanneer berekend als een percentage, de Nederlandse bedrijven in de periode 1990-1995 meer werknemers ontsloegen dan het Amerikaanse bedrijfsleven in deze periode. Wanneer de daling in werknemers exclusief Philips wordt berekend is er sprake van een kleinere daling. Echter, is er nog steeds sprake van een substantiële daling hoger dan het Amerikaanse bedrijfsleven in deze periode.

Alhoewel het percentage in de periode 1980-1990 lager is kan er nog steeds gesproken worden van een substantiële daling in het aantal werknemers. In de periode 1990-1995 is het percentage duidelijk hoger dan in het Amerikaanse bedrijfsleven. Kortom: de indicator werkgelegenheid impliceert een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde in de periode 1980-1995.

§ 4. Effect op Nederlandse economie.

In deze paragraaf is het totale aantal werknemers afgezet tegen de Nederlandse economie *an sich*: zie tabel 6.⁶⁷ In tabel 6 wordt de gezamenlijk hoeveelheid personeel van de vijf ondernemingen gepresenteerd als een percentage van: de Nederlandse beroepsbevolking en de werkende Nederlandse beroepsbevolking.

Er lijkt sprake te zijn van een ontwikkeling: in de periode 1980-2005 vormden de werknemers van de vijf ondernemingen een steeds kleiner percentage van de Nederlandse beroepsbevolking. In 1980 vormden de werknemers van de vijf bedrijven 2,56% van de Nederlandse beroepsbevolking, in 2005 was dit nog maar 0,84%. Eveneens vormden de werknemers van de vijf ondernemingen een steeds kleiner percentage van de werkende beroepsbevolking. In 1980 vormden de werknemers van de vijf bedrijven 2,70% van de werkende Nederlandse beroepsbevolking, in 2005 was dit nog maar 0,90%.

Eveneens toont tabel 6 het aantal ontslagen werknemers als een percentage van de totale werkloze beroepsbevolking. In de meeste jaren vormt het aantal ontslagen werknemers minder

⁶⁷ Zie tabel 7, appendix pagina 41.

als één procent van de werkloze beroepsbevolking. In 1991 en 1999 vormt het aantal ontslagen werknemers een hoger percentage van de werkloze beroepsbevolking. In 1991 bedraagt het aantal ontslagen werknemers 3,01% van de werkloze beroepsbevolking, in 1999 is dit zelfs 3,67%.

§ 5. Conclusie.

Elk van de vijf onderneming ontslaat een groot deel van haar werknemers in de periode 1980-2005. De vijf Nederlandse ondernemingen voorzien een steeds kleiner percentage van de Nederlandse (werkende) beroepsbevolking van werk. Hiernaast maken de ontslagen werknemers in enkele jaren een substantieel deel uit van de stijging in de werkloze beroepsbevolking. Wanneer de daling in het aantal werknemers, als een percentage, wordt vergeleken met de cijfers van het Amerikaanse bedrijfsleven kunnen er twee conclusies worden getrokken. In de periode 1980-1990 was de daling in het aantal werknemers van de vijf ondernemingen lager dan in het Amerikaanse bedrijfsleven, de daling in het aantal werknemers was echter wel substantieel.

In de periode 1980-1990 was de daling in het aantal werknemers lager dan in het Amerikaanse bedrijfsleven. Echter, kan gesteld worden dat het percentage in 1990-1995 dusdanig hoger is dat het lagere percentage in de periode 1980-1990 gecompenseerd wordt. Er kan gesteld worden dat de vijf ondernemingen in de periode 1980-1995 een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefden.

Conclusie.

De centrale vraag in dit onderzoek is: *In hoeverre streefden de vijf onderzochte Nederlandse ondernemingen in de periode 1980-2005 naar maximalisatie van de aandeelhouderswaarde?* Deze vraag is beantwoord aan de hand van vier indicatoren, elk behandeld in een afzonderlijk hoofdstuk.

In het eerste hoofdstuk zijn de vijf ondernemingen geanalyseerd op basis van de indicator 'dividend en nettowinst'. Aan de hand van drie criteria werd geanalyseerd of het dividendbeleid van de vijf ondernemingen gericht was op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Op basis van deze drie criteria kan geconcludeerd worden dat het dividendbeleid van Shell, Unilever en Heineken de hele periode gericht was op maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Omdat deze drie ondernemingen gedurende de gehele onderzochte periode aan de criteria voldeden kan gesteld worden dat er geen sprake was van een historische ontwikkeling. Philips en Akzo Nobel voldeden niet de hele periode aan de drie criteria. Echter lijkt er bij deze ondernemingen wel sprake te zijn van een historische ontwikkeling. Akzo Nobel voldoet vanaf 1990 aan alle criteria en Philips vanaf 1994. Vanaf begin jaren '90 richtte deze twee ondernemingen zich dus wel op een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Kortom: drie ondernemingen streefden de gehele periode naar een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde, twee ondernemingen streefden vanaf begin jaren '90 naar een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.

In het tweede hoofdstuk zijn de vijf ondernemingen geanalyseerd op basis van hun pay-out ratio. De pay-out ratio van de ondernemingen werd op drie manieren vergeleken met de gemiddelde pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode 1980-1998 (periode B). Uit de vergelijking van de individuele ondernemingen bleek dat de pay-out ratio van alle vijf de Nederlandse ondernemingen in meerdere jaren vergelijkbaar was met het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij Shell, Philips en Unilever lijkt er sprake te zijn van een trend: de pay-out ratio bevindt zich meerdere jaren achtereen op het niveau van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij Akzo Nobel en Heineken valt er geen trend te onderscheiden. Met uitzondering van één jaar verkeert de pay-out ratio van Heineken op een lager niveau dan het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. De pay-out ratio van Akzo Nobel is nooit meerdere achtereenvolgende jaren hoger dan het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Wanneer de pay-out ratio van de vijf ondernemingen wordt berekend als een gemiddelde of als een gemiddelde over een langer tijdsbestek vertoont dit gemiddelde meer overeenkomst met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in de periode A dan met periode B.

Uit de analyse van de pay-out ratio van de individuele ondernemingen kan geconcludeerd worden dat er sprake is van een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Met uitzondering van Heineken kan geconcludeerd worden dat de pay-out ratio van de Nederlandse bedrijven in meerdere jaren, hetzij in een langere periode overeenkomst vertonen met de pay-out ratio van het Amerikaanse bedrijfsleven in periode B. Bij de analyse van pay-out ratio kan gesteld worden dat vier van vijf ondernemingen een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreven. Het gemiddelde en het gemiddelde over een langere periode levert een tegenstijdige conclusie op. In beide gevallen vertonen de Nederlandse ondernemingen meer overeenkomst met periode A.

In het derde hoofdstuk zijn de vijf ondernemingen geanalyseerd met betrekking tot buybacks. Uit de cijfers is gebleken dat er alleen in 1999 een substantiële buyback plaatsvond. Wanneer uitgedrukt als een percentage bedroeg deze buyback 14,46% van de totale nettowinst van de vijf ondernemingen. Uit analyse van de cijfers blijkt echter dat deze buyback volledig te wijten was aan Philips, hetgeen een enigszins vertekend beeld oplevert. Na analyse van secundaire literatuur bleek dat Nederlandse ondernemingen zelden buybacks gebruiken om de pay-out ratio te verhogen. In tegenstelling tot het Amerikaanse fiscale regime wordt er in Nederland wél belasting geheven over buybacks. Het feit dat de ondernemingen niet of nauwelijks gebruikmaken van buybacks is in dit licht niet verassend. De indicator buybacks verliest dan ook enigszins haar betekenis. Om deze reden kan niet gesteld worden dat de vijf Nederlandse ondernemingen zich in de periode 1980-2005 *niet* richtten op een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.

In het vierde hoofdstuk zijn de vijf ondernemingen geanalyseerd op basis van werkgelegenheid, oftewel het aantal medewerkers werkzaam bij Nederlandse divisies van de ondernemingen. Hierbij werd de afname van het aantal werknemers, berekend als percentage van het totale aantal werknemers en vergeleken met 2 perioden in het Amerikaanse bedrijfsleven. In de periode 1980-1990 was de afname van werknemers lager, een afname van 6,3% tegenover 10% in het Amerikaanse bedrijfsleven. In de periode 1990-1995 was de afname hoger: 25% tegenover 14% in het Amerikaanse bedrijfsleven. Het percentage in 1990-1995 is dusdanig veel hoger dat het lagere percentage in de periode 1980-1990 gecompenseerd wordt. Er kan, op basis van de indicator werkgelegenheid, gesteld worden dat de vijf ondernemingen in de periode 1980-1995 streefden naar een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde.

Op basis van indicatoren één en vier kan worden geconcludeerd dat de vijf Nederlandse ondernemingen in de periode 1980-2005 een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefden. Op basis van indicator twee kan gesteld worden dat vier ondernemingen in de periode 1980-2005 een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreefden. Indicator drie is

bij het beantwoorden van de centrale vraag buiten beschouwing gelaten: het meenemen van de indicator buybacks zou een vertekend beeld geven.

Volgens ons is daarmee aangetoond dat de onderzochte Nederlandse ondernemingen streefden naar een maximalisatie van de aandeelhouderswaarde in de periode 1980-2005.

Literatuurlijst.

Boeken:

Aglietta, M. en A. Reberieux, *Corporate Governance Adrift, a critique of shareholder value (Saint-Gobain 2005)*.

Bier, B., *Uitkeringen aan aandeelhouders (Groningen 2003)*.

Cools, K. en M van Praag, *The value Relevance of a Single-Valued Corporate Target: an empirical Analysis, Working Paper (Amsterdam 2000)*.

Kraakman, R. e.a., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach (Oxford 2004)*.

Sampers, P.A.M., *The Relation Between Management Control Systems and Shareholder Value Creation (Maastricht 2003)*.

Thévenoz, L. en R. Bahar(ed.), *Conflicts of Interest. Corporate Governance & Financial Markets (Zurich 2007)*.

Zanden, J. van, *Een klein land in de 20e eeuw. Economische geschiedenis van Nederland 1914-1995 (Utrecht 1997)*.

Artikelen:

Almond, P., T. Edwards en I. Clark 'Multinationals and changing national business systems in Europe: towards the 'shareholder value' model?', *Industrial Relations* volume 34 (2003) 430-445.

Baltus, C.F.A. en M.B.J. Schauten, 'Inkoop van eigen aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs. Een empirisch onderzoek naar de koersontwikkeling', *Tijdschrift Financieel Management* januari/februari (2000) 36.

Barnard, C. en S. Deakin, 'Reinventing the European corporation? Corporate governance, social policy and the single market' *Industrial relations* 35 (2002) 484-499

Hansmann, H. en R. Kraakman, 'The end of history of corporate law', *Georgetown law* 86 (2001) 439.

Lazonick, W. en M. O'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', *Economy and Society volume* 29 (2000) 13-35.

Krantenartikelen:

'Philips: Herstel niveau prijzen niet zichtbaar', *De Financiële Telegraaf*, 5 maart 1993.

'Philips na recordverlies terug naar winst in 2002', *De Financiële Telegraaf*, 8 februari 2002.

Schifrin, M., 'The buyback monster', *Forbes*, 17 november 1997.

'Shell herstelt zich van winstval', *NRC webpagina*, 10 februari 2000.

'Totale winst bedrijven daalt', *Trouw*, 24 maart 2000.

'Unilever blij met nieuwe organisatie', *Trouw*, 24 februari 1999.

'Winst Akzo een derde gezakt', *Nederlands Dagblad*, 28 februari 1992.

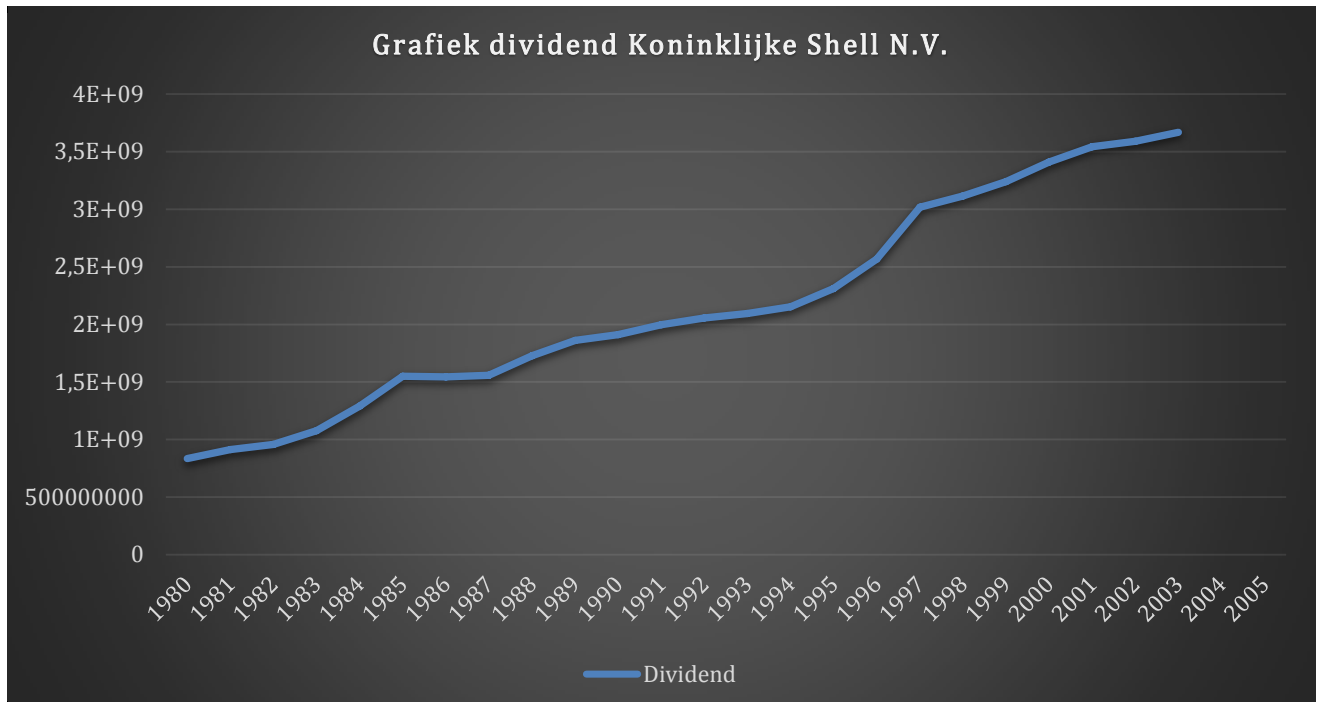
'Winst Unilever stijgt met 16 procent', *De Standaard*, 8 februari 2001.

Witteloostuijn, A. van 'De naam van het virus is aandeelhouderswaarde', *NRC*, 25 april 2007.

Appendix.

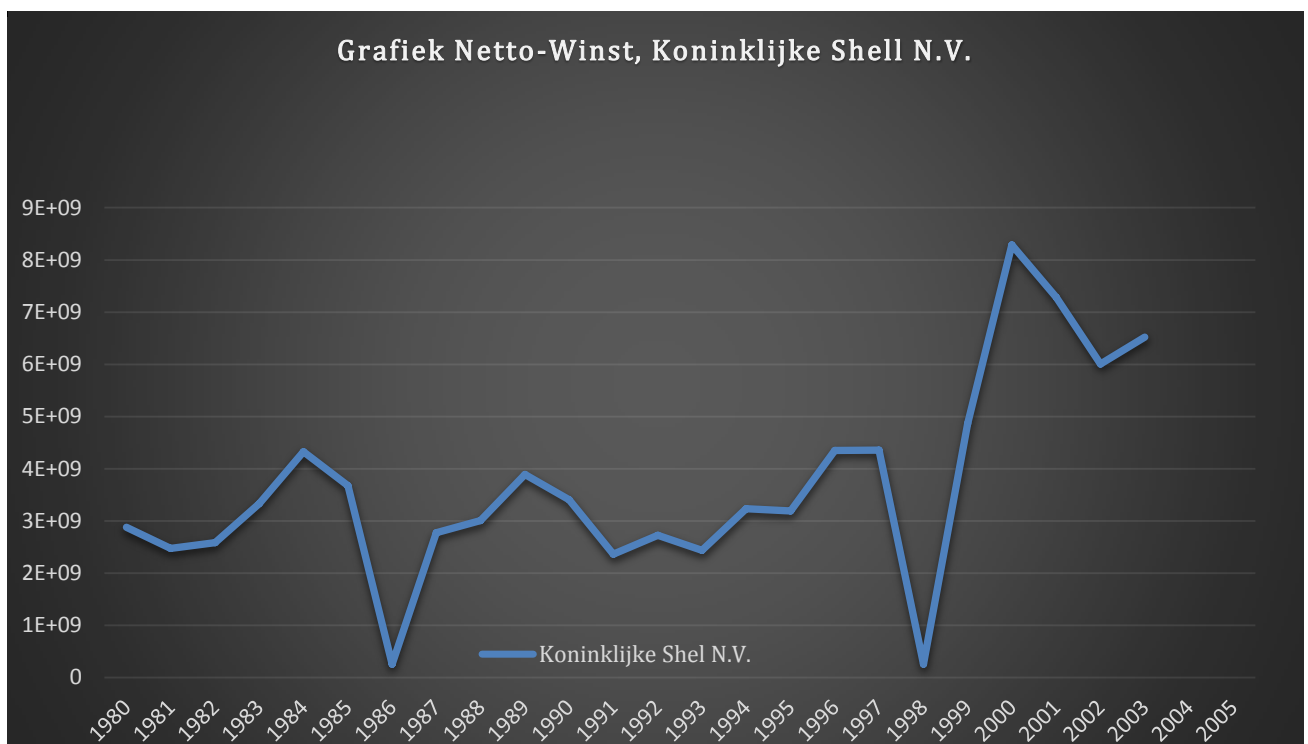
Grafiek 1.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



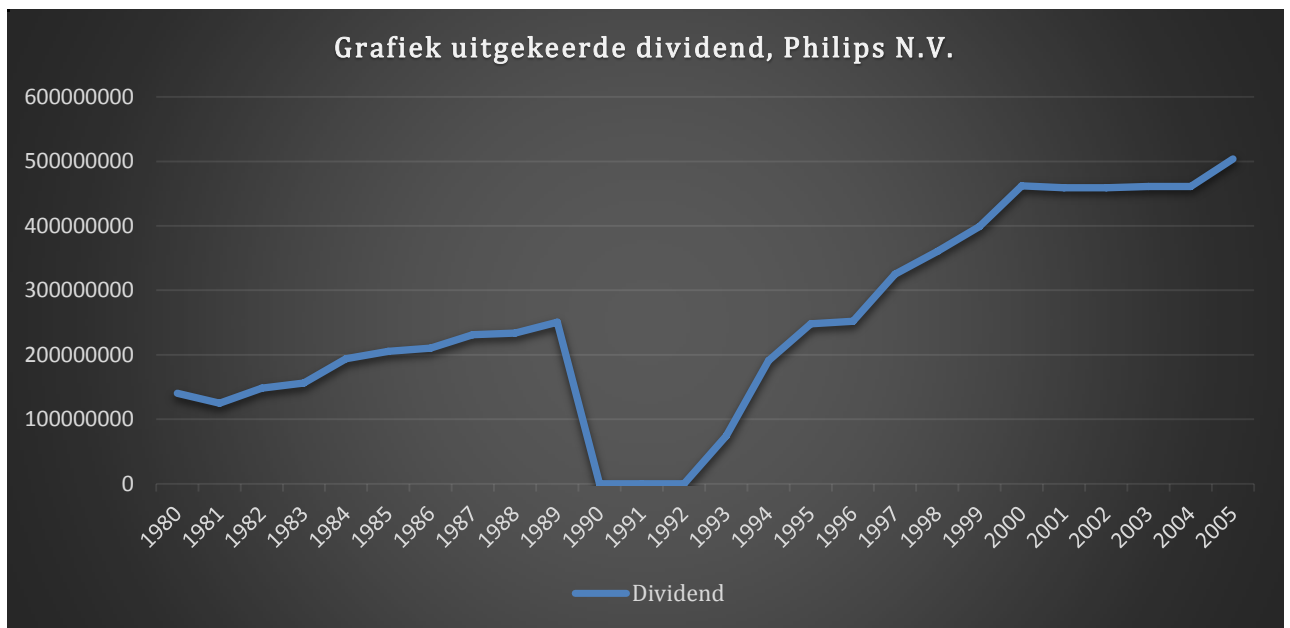
Grafiek 2.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



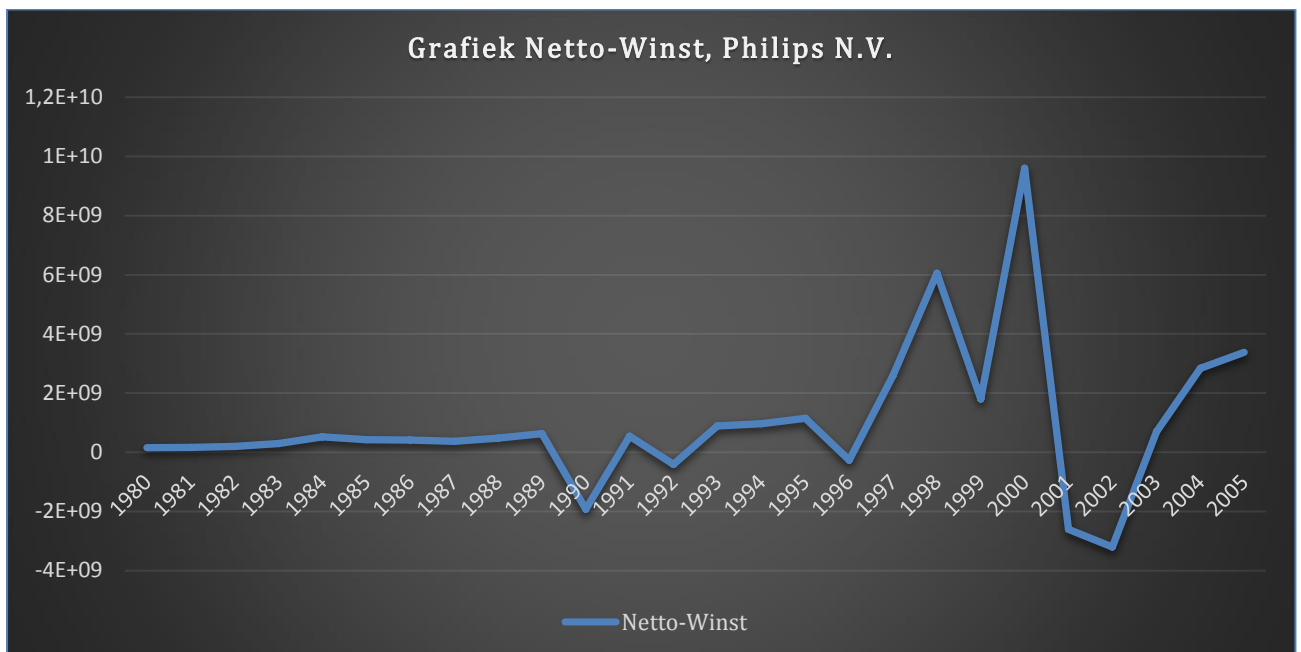
Grafiek 3.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



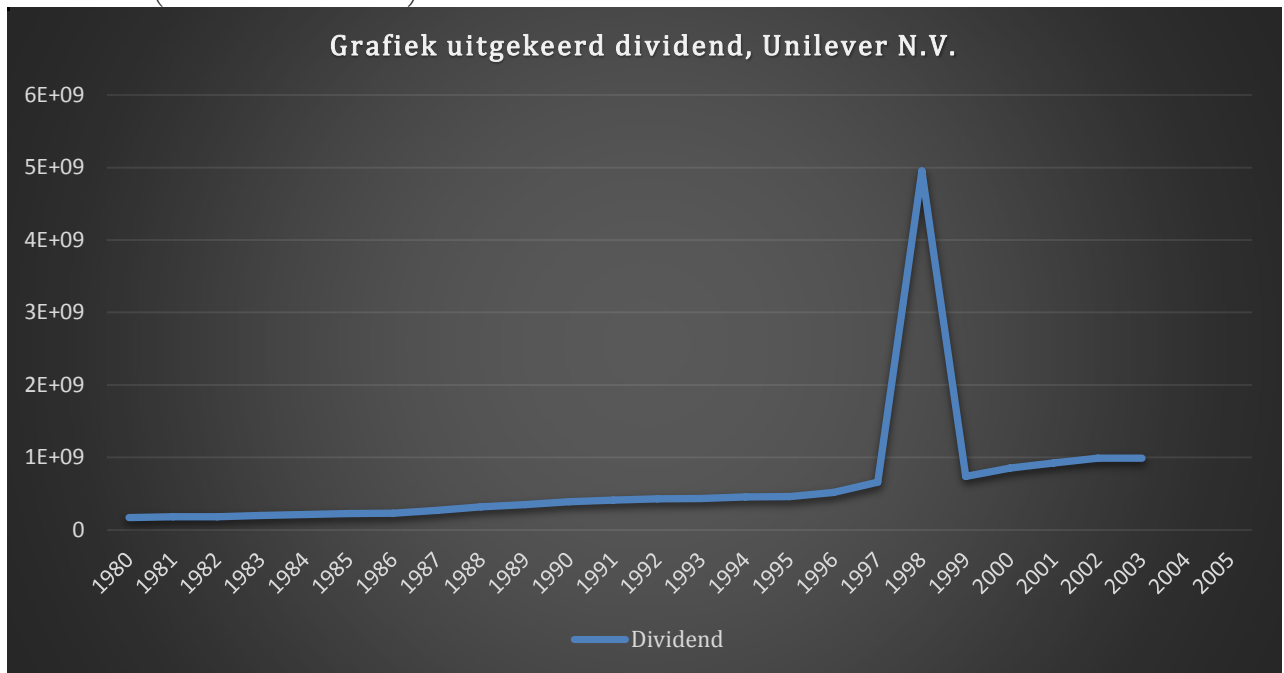
Grafiek 4.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



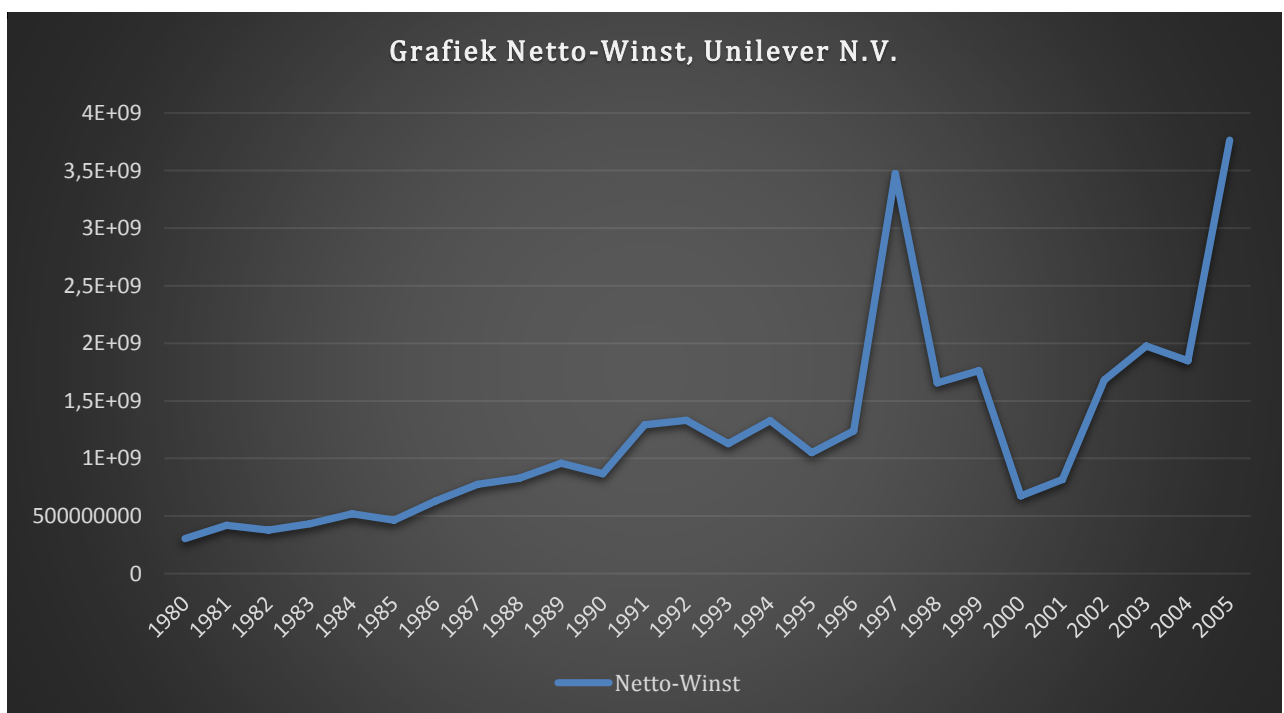
Grafiek 5.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



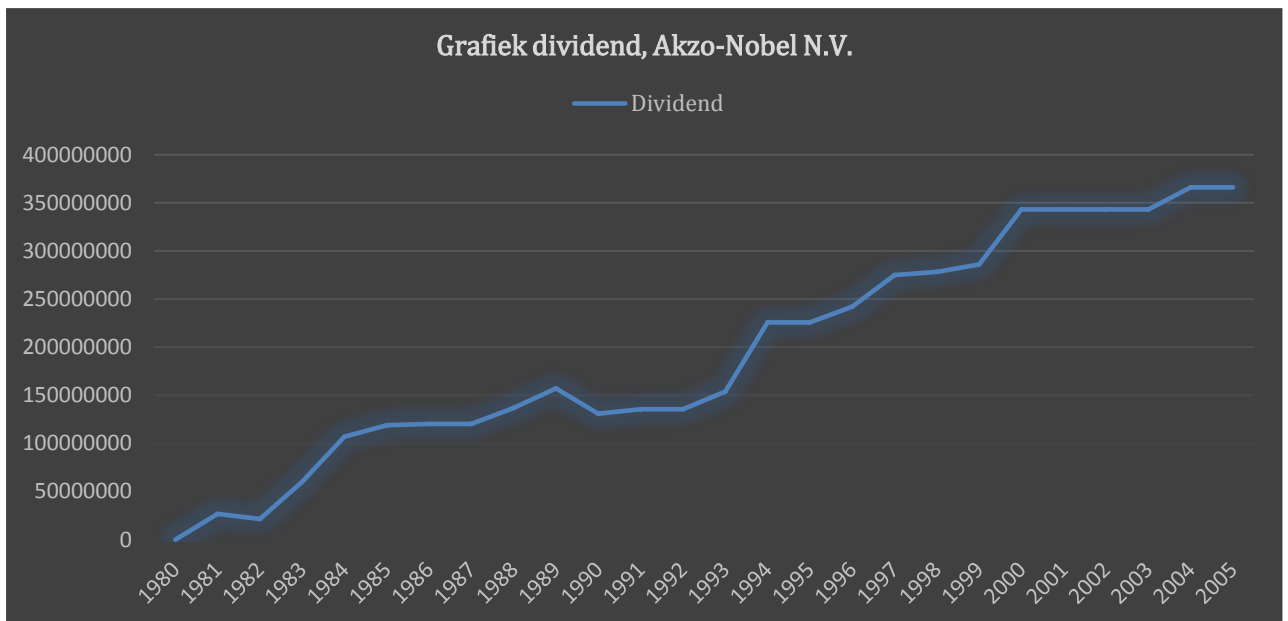
Grafiek 6.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



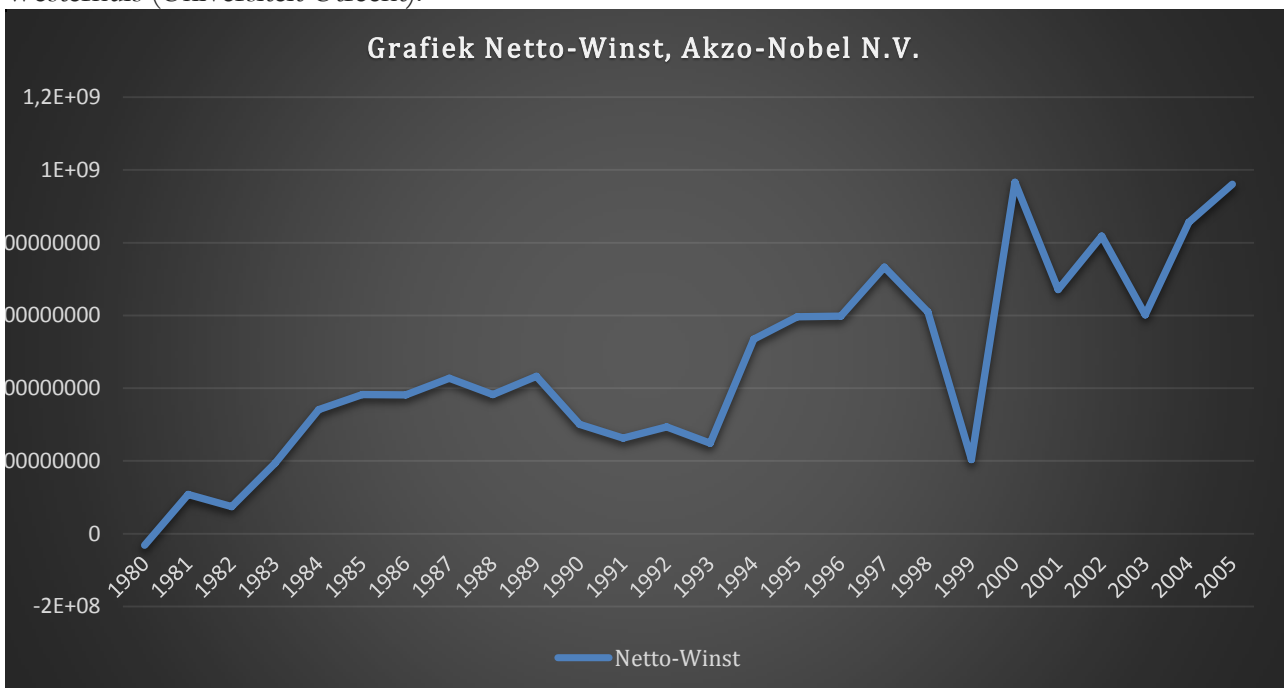
Grafiek 7.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



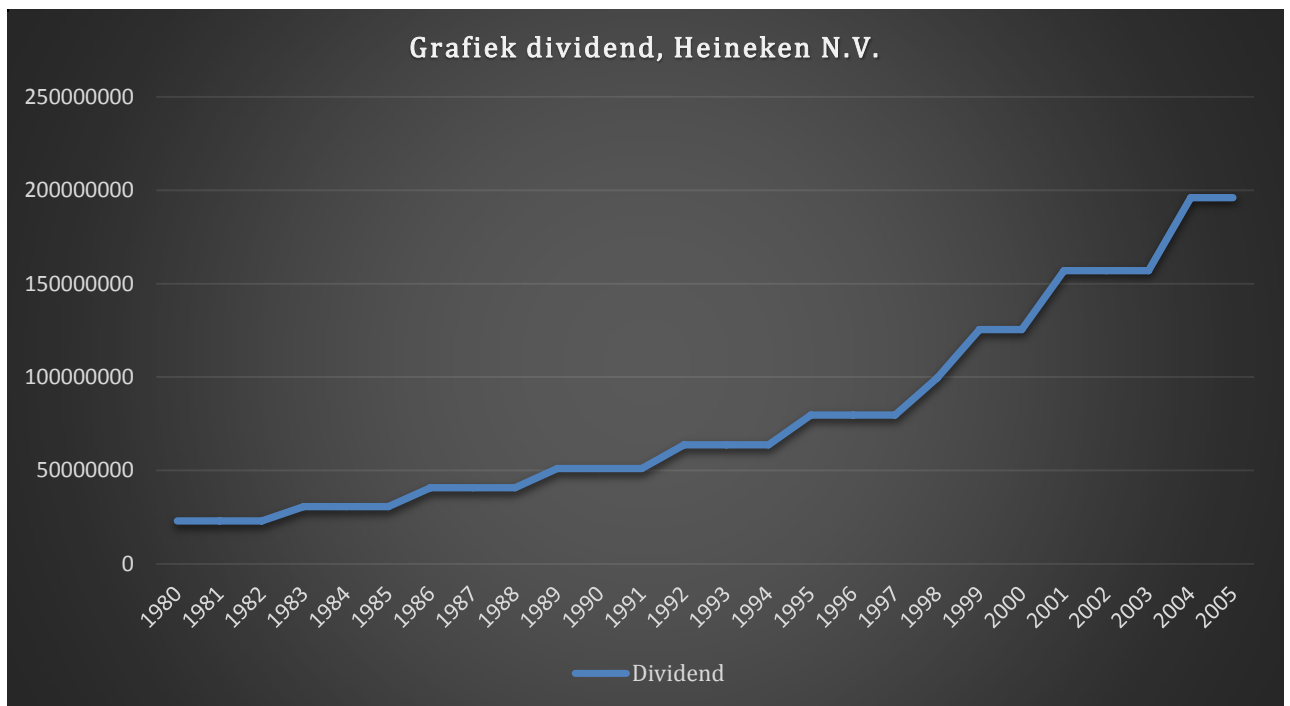
Grafiek 8.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



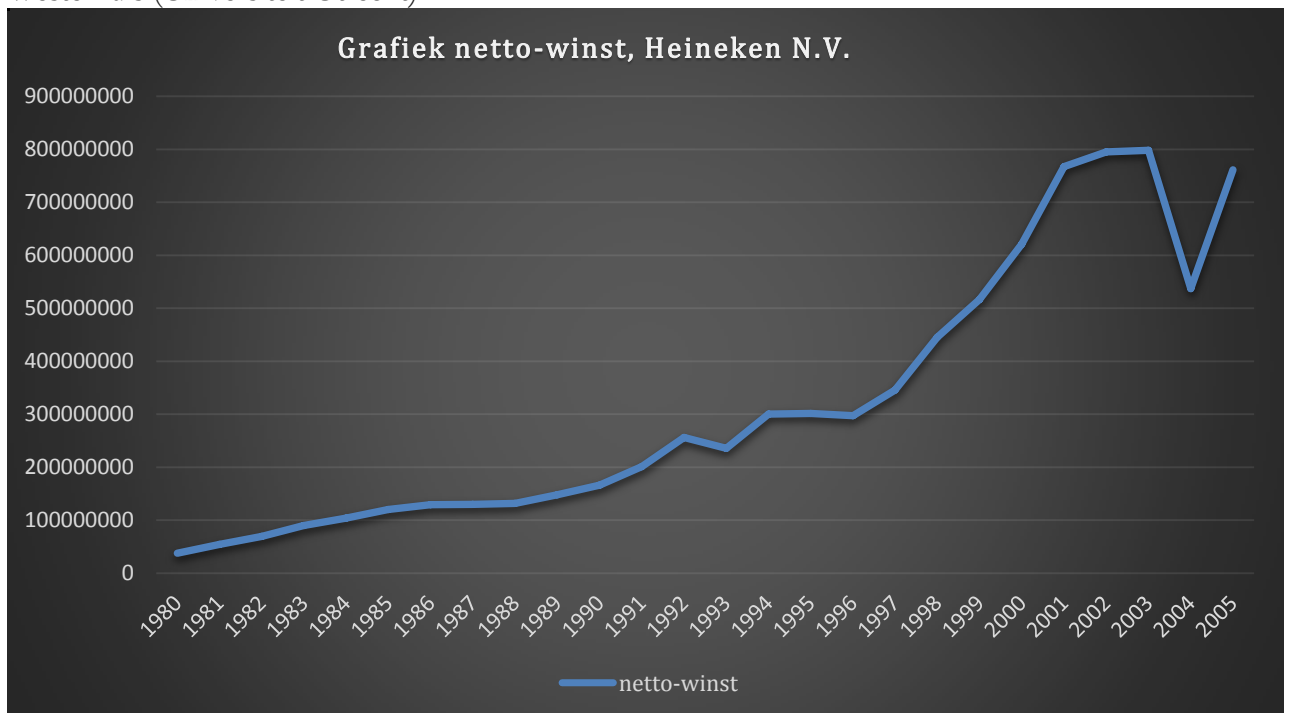
Grafiek 9.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



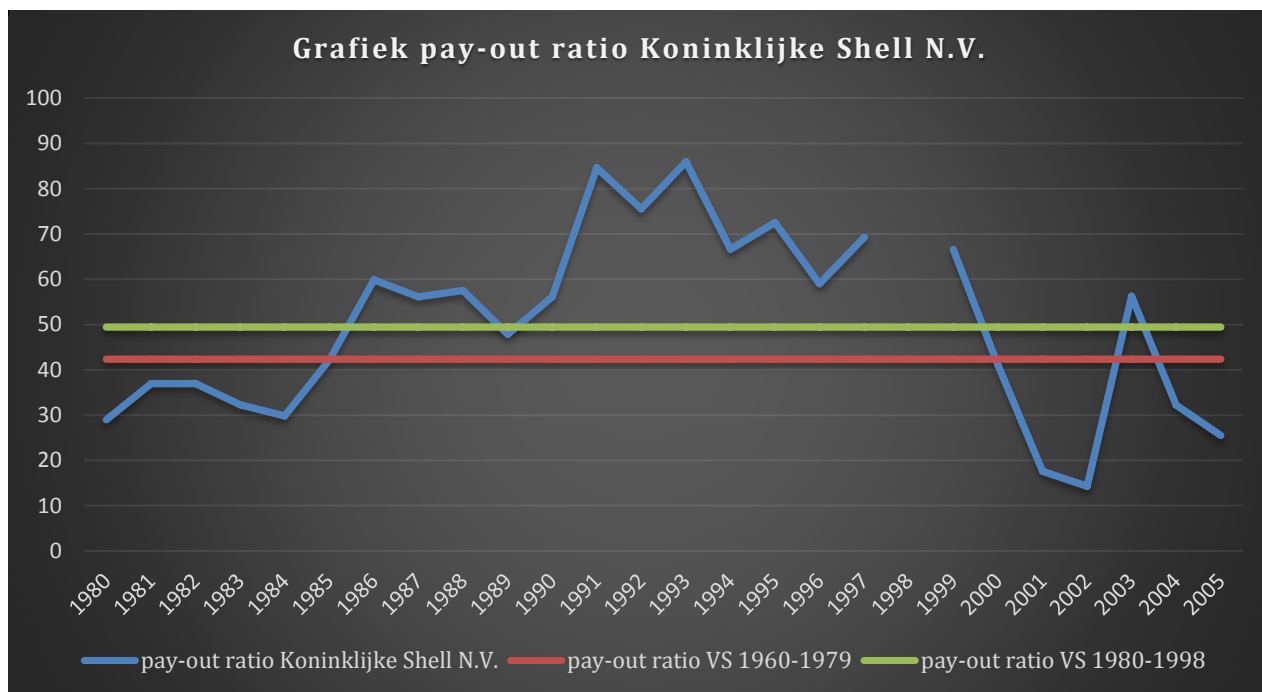
Grafiek 10.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



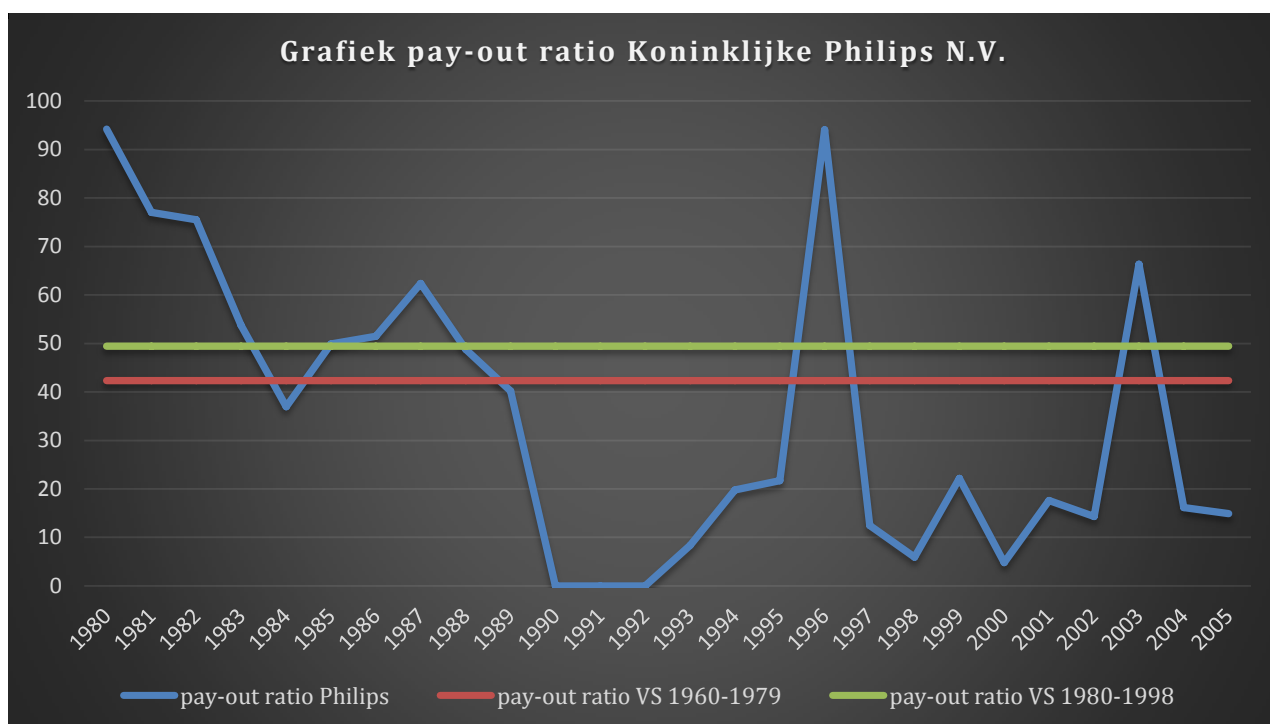
Grafiek 11.

(Grafiek is exclusief pay-out ratio Shell in het jaar 1998, de pay-out ratio bedroeg toen 1231%). Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



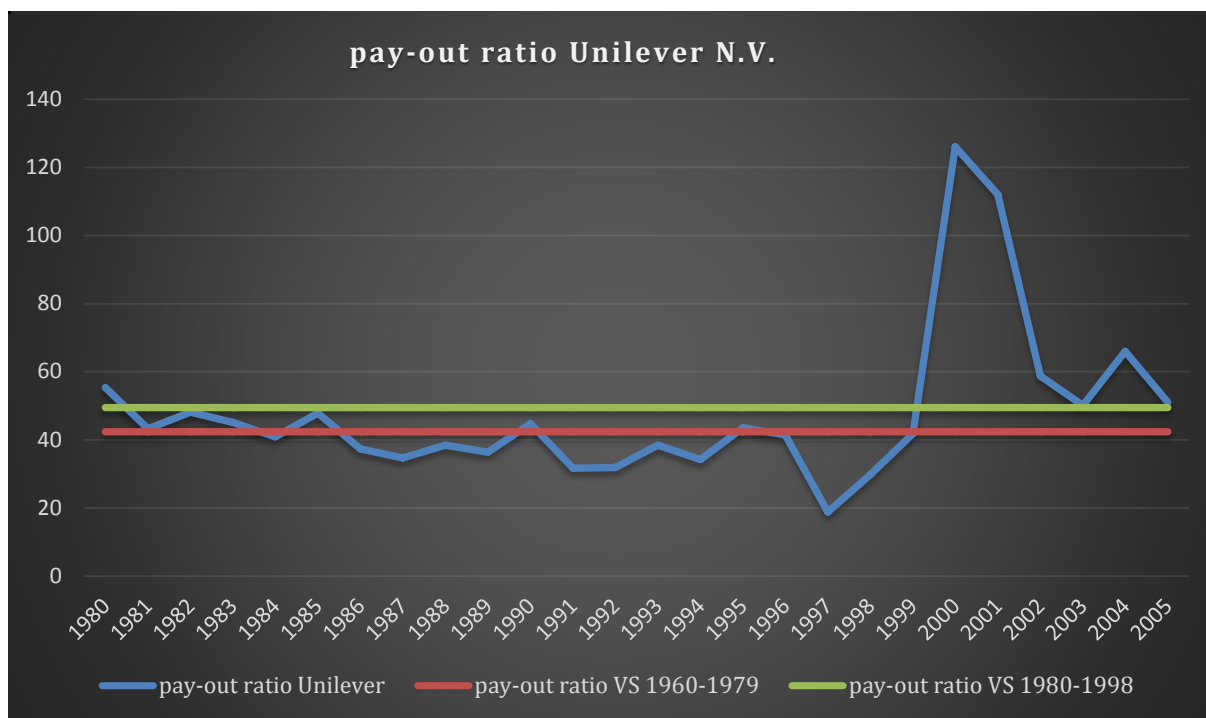
Grafiek 12.

Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



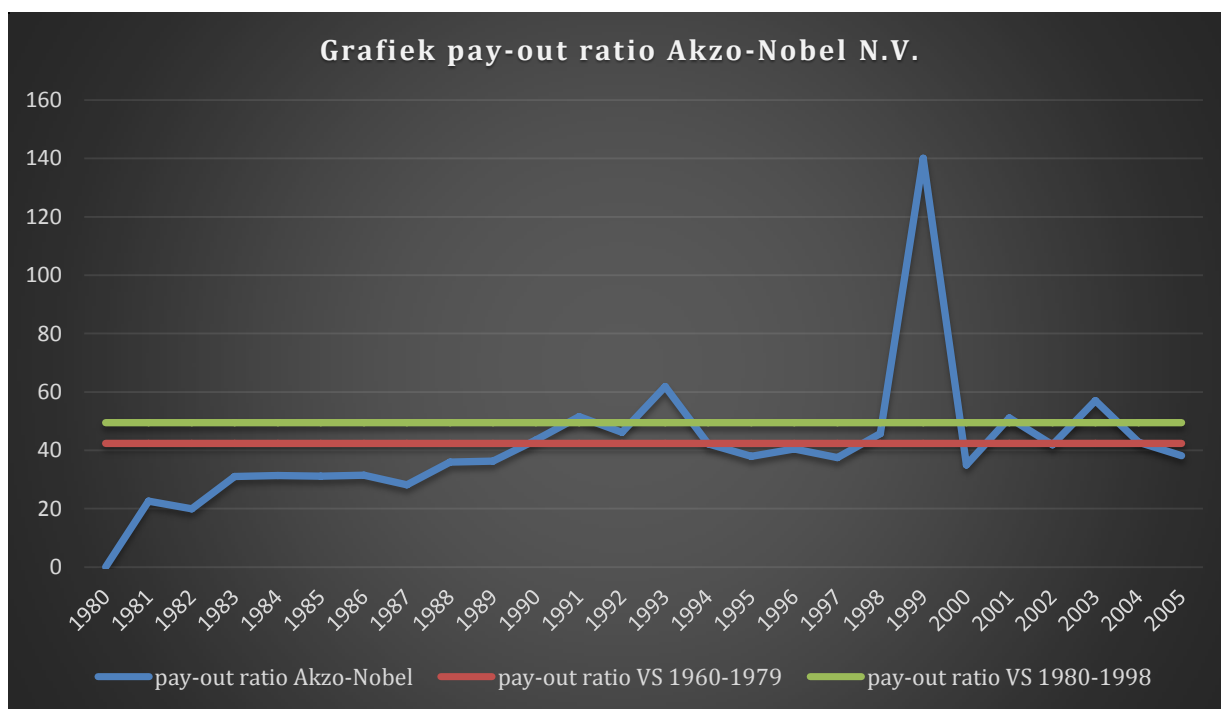
Grafiek 13.

Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



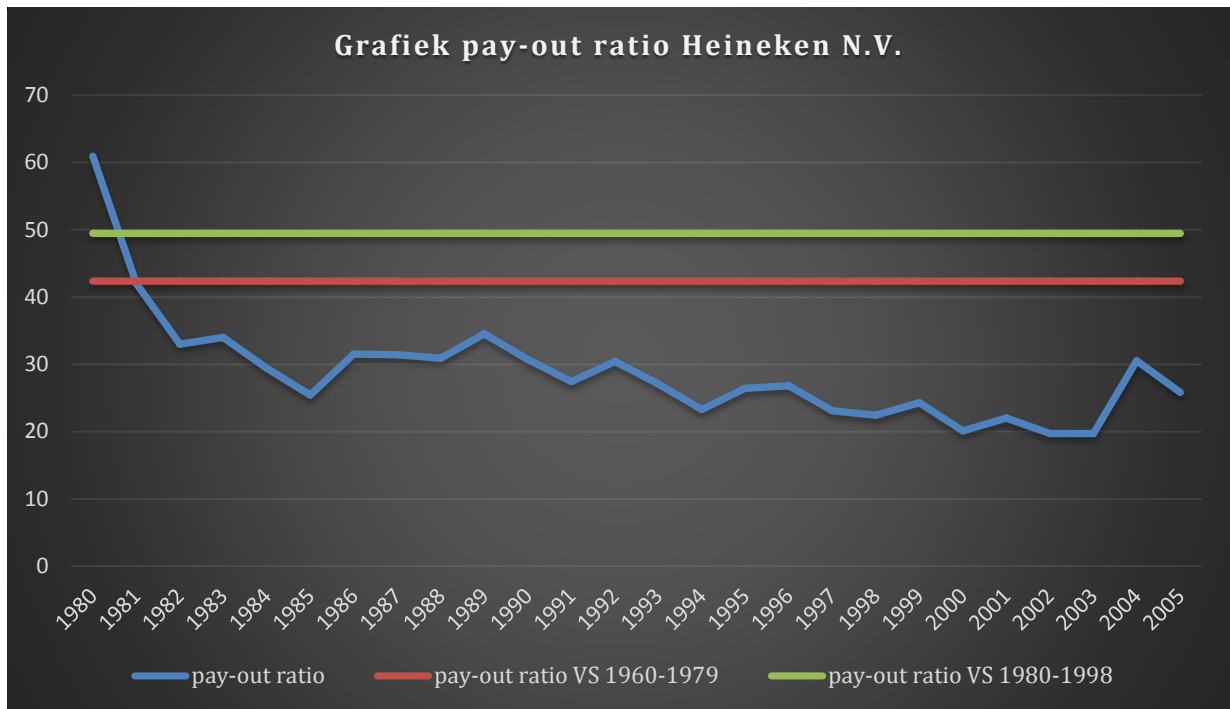
Grafiek 14.

Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



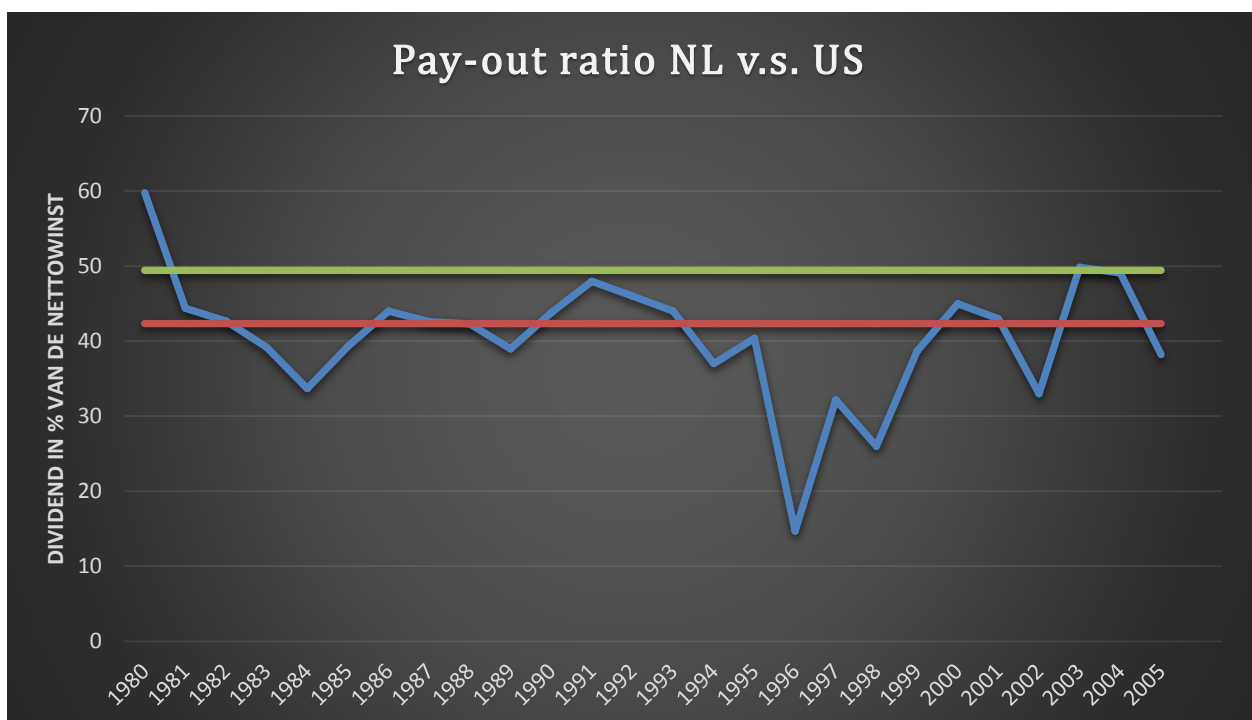
Grafiek 15.

Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



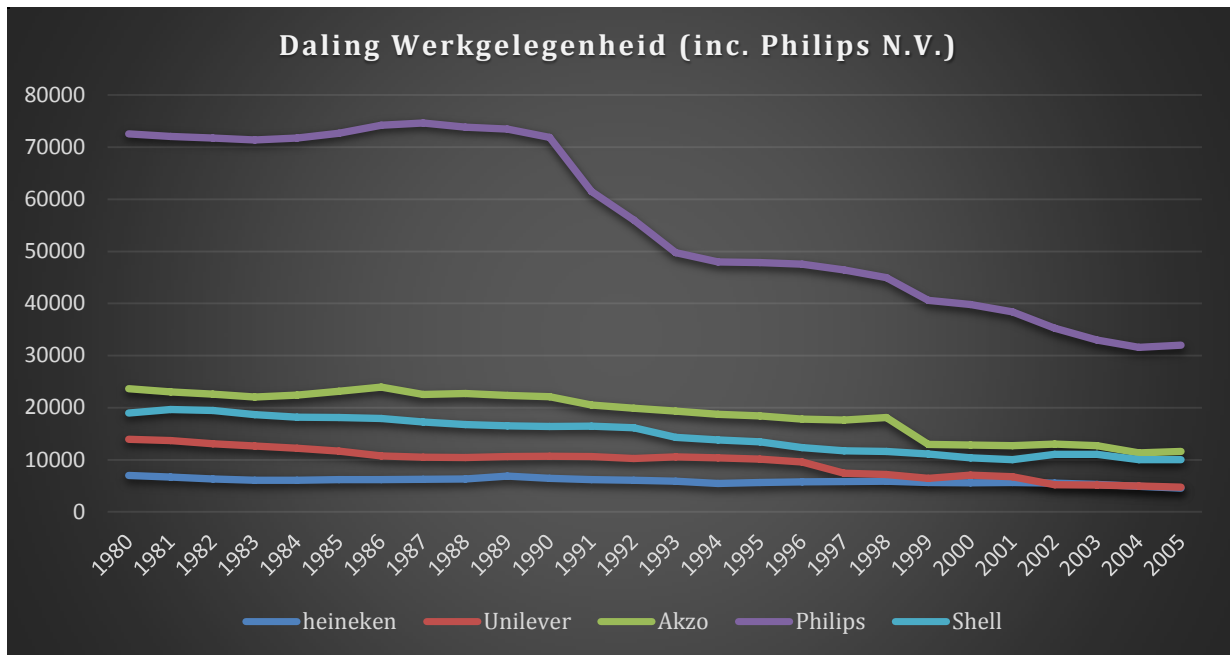
Grafiek 16.

Pay-out ratio berekend met gegevens uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht).



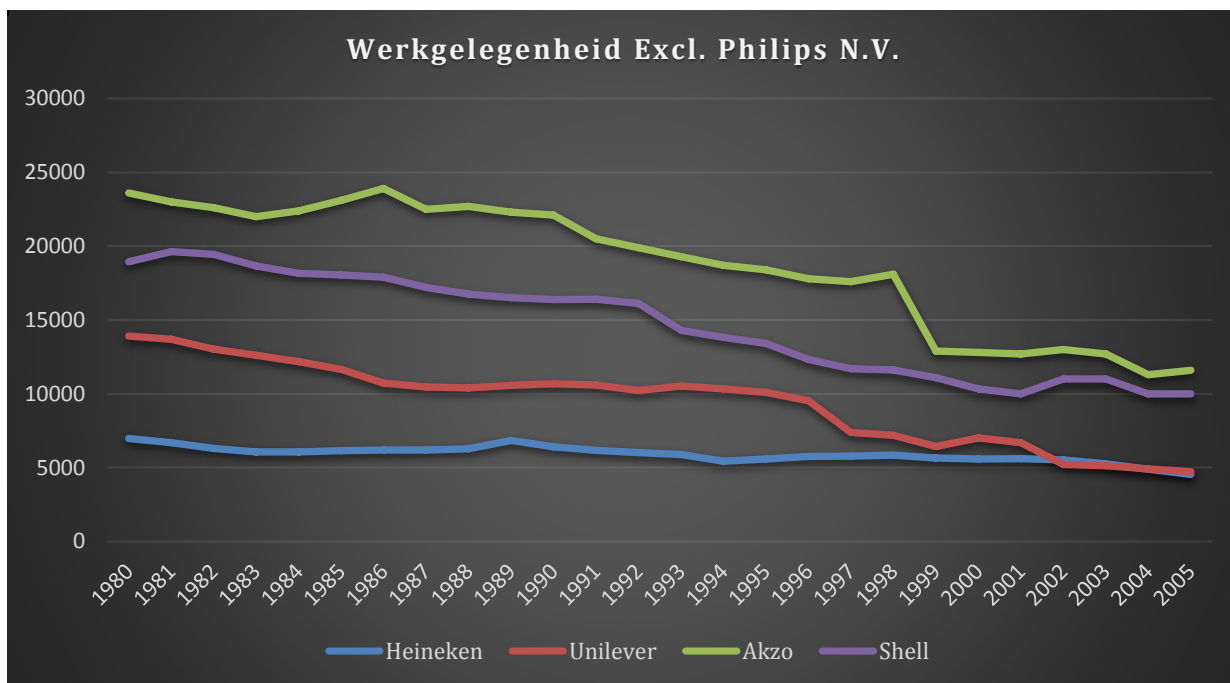
Grafiek 17.

Gegevens van de grafiek komen voort uit tabel 6.



Grafiek 18.

Gegevens van de grafiek komen voort uit tabel 6.



Tabel 1. Pay-out ratio Koninklijke Shell N.V.

Lager dan pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	7 jaartallen: 1980 - 1984, 2004, 2005
Vergelijkbaar met pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	2 jaartallen: 1985, 2000
Vergelijkbaar met pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	2 jaartallen: 1989, 2001
Hoger dan pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	15 jaartallen: 1986 - 1988, 1990 – 1999, 2002, 2003

Tabel 2. Pay-out ratio Koninklijke Philips N.V.

Lager dan pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	15 jaartallen: 1984, 1990-1995, 1997-1999, 2001, 2002, 2004, 2005.
Vergelijkbaar met pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	1 jaartal: 1989
Vergelijkbaar met pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	3 jaartallen: 1985, 1986, 1988.
Hoger dan pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	7 jaartallen: 1980-1983, 1987, 1996, 2003

Tabel 3. Pay-out ratio Unilever N.V.

Lager dan pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	10 jaartallen: 1986-1989, 1991-1994, 1997, 1998
Vergelijkbaar met pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	7 jaartallen: 1981, 1983, 1984, 1990, 1995, 1996, 1999
Vergelijkbaar met pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	3 jaartallen: 1982, 1985, 2003
Hoger dan pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	6 jaartallen: 1980, 2000, 2001, 2002, 2004, 2005.

Tabel 4. Pay-out ratio Akzo-Nobel N.V.

Lager dan pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	14 jaartallen: 1980-1989
Vergelijkbaar met pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	7 jaartallen: 1990, 1992, 1994, 1995, 1998, 2002, 2004.
Vergelijkbaar met pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	1 jaartal: 1991
Hoger dan pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	4 jaartallen: 1993, 1999, 2001, 2003.

Tabel 5. Pay-out ratio Heineken N.V.

Lager dan pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	25 jaartallen: Lager 1982-2005
Vergelijkbaar met pay-out ratio (42,35) VS 1960-1979	0 jaartallen
Vergelijkbaar met pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	0 jaartallen
Hoger dan pay-out ratio (49,45) VS 1980-1998	1 jaartal: 1980

Tabel 6.

Gegevens afkomstig uit jaarverslagen vijf ondernemingen, verschaft door het Internationaal Instituut voor Sociale Geschiedenis (Amsterdam). Cijfers Unilever N.V. 1980-1998 en Shell 1980-2000 afkomstig uit de jaarverslagen pensioenfondsen, verschaft door het Internationaal Instituut voor Sociale Geschiedenis (Amsterdam).

Ontwikkeling werknemers vijf ondernemingen.

Jaar	Heineken.	Unilever.	AkzoNobel	Philips.	Shell.	Totaal.
1980	6967	13906	23600	72501	18955	135929
1981	6686	13694	23000	72048	19639	135067
1982	6308	13034	22600	71702	19447	133091
1983	6066	12617	22000	71349	18669	130701
1984	6067	12173	22400	71700	18165	130505
1985	6142	11669	23100	72653	18065	131629
1986	6187	10728	23900	74175	17909	132899
1987	6206	10464	22500	74583	17206	130959
1988	6290	10393	22700	73820	16750	129953
1989	6837	10565	22300	73452	16510	129664
1990	6421	10673	22100	71825	16382	127401
1991	6163	10589	20500	61458	16410	115120
1992	6029	10220	19900	56002	16117	108268
1993	5893	10521	19300	49739	14310	99763
1994	5440	10335	18700	47937	13818	96230
1995	5596	10104	18400	47824	13408	95332
1996	5766	9543	17800	47490	12330	92929
1997	5791	7379	17600	46384	11713	88867
1998	5839	182	18100	44949	11608	87678
1999	5647	6436	12900	40555	11101	76639
2000	5585	7011	12800	39752	10328	75476
2001	5620	6699	12700	38390	10000	73409
2002	5527	5214	13000	35202	11000	69943
2003	5256	5133	12700	32.963	11000	67052
2004	4885	4919	11300	31.552	10000	62656
2005	4541	4728	11600	31.984	10000	62853

Tabel 7.

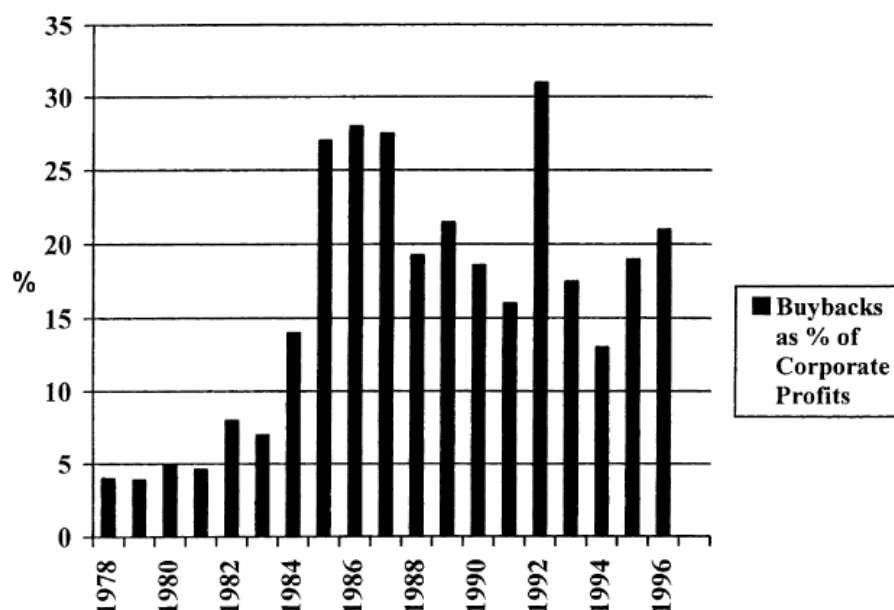
Gegevens m.b.t. de (werkende) beroepsbevolking en werkloze beroepsbevolking afkomstig uit: CPB, 'Statline'.
(versie 28 juni 2013)

<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=71882ned&D1=1-z3&D2=a&D3=0&D4=a&VW=T> (11 december 2013).

Jaar	Beroepsbevolking NL totaal (x 1000)	Werkende beroepsbevolking NL totaal (x1000)	Werkloze beroepsbevolking (x1000)	Totaal werkende bij 5 onderzochte bedrijven.	Totaal werkende in procenten van de beroepsbevolking. (afgerond op 2 dec.)	Totaal werkende in procenten van werkende beroepsbevolking	Personen ontslagen als percentage van werkloze beroepsbevolking.
1980	5 293	5 037	256	135929	2,56%	2,70%	-
1981	5 379	5 042	337	135067	2,51%	2,67%	0,25%
1982	5 385	4 914	471	133091	2,47%	2,70%	0,42%
1983	5 458	4 873	585	130701	2,40%	2,68%	0,03
1984	5 460	4 886	574	130505	2,40%	2,67%	-
1985	5 521	4 991	530	131629	2,38%	2,63%	-
1986	5 671	5 181	490	132899	2,34%	2,57%	-
1987	5 743	5 257	486	130959	2,28%	2,49%	0,40%
1988	5 867	5 378	489	129953	2,21%	2,41%	0,21%
1989	5 929	5 477	452	129664	2,19%	2,36%	0,06%
1990	6 063	5 644	419	127401	2,10%	2,26%	0,54%
1991	6 189	5 790	399	115120	1,86%	1,99%	3,01%
1992	6 296	5 885	411	108268	1,72%	1,83%	1,67%
1993	6 406	5 925	481	99763	1,56%	1,68%	1,77%
1994	6 466	5 920	546	96230	1,49%	1,63%	0,65%
1995	6 596	6 063	533	95332	1,44%	1,57%	0,17%
1996	6 686	6 185	501	92929	1,39%	1,50%	0,48%
1997	6 832	6 384	448	88867	1,30%	1,39%	0,91%
1998	6 941	6 587	354	87678	1,26%	1,33%	0,34%
1999	7 069	6 768	301	76639	1,08%	1,13%	3,67%
2000	7 187	6 917	270	75476	1,05%	1,09%	0,43%
2001	7 273	7 021	252	73409	1,01%	1,04%	0,80%
2002	7 312	7 010	302	69943	0,96%	0,99%	1,15%
2003	7 364	6 968	396	67052	0,91%	0,96%	0,73%
2004	7 417	6 941	476	62656	0,85%	0,90%	0,92%
2005	7 455	6 973	482	62853	0,84%	0,90%	-

Afbeelding 1.

Afbeelding afkomstig uit: W. Lazonick en O 'Sullivan, 'Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance', *Economy and Society* volume 29 (2000) 24.

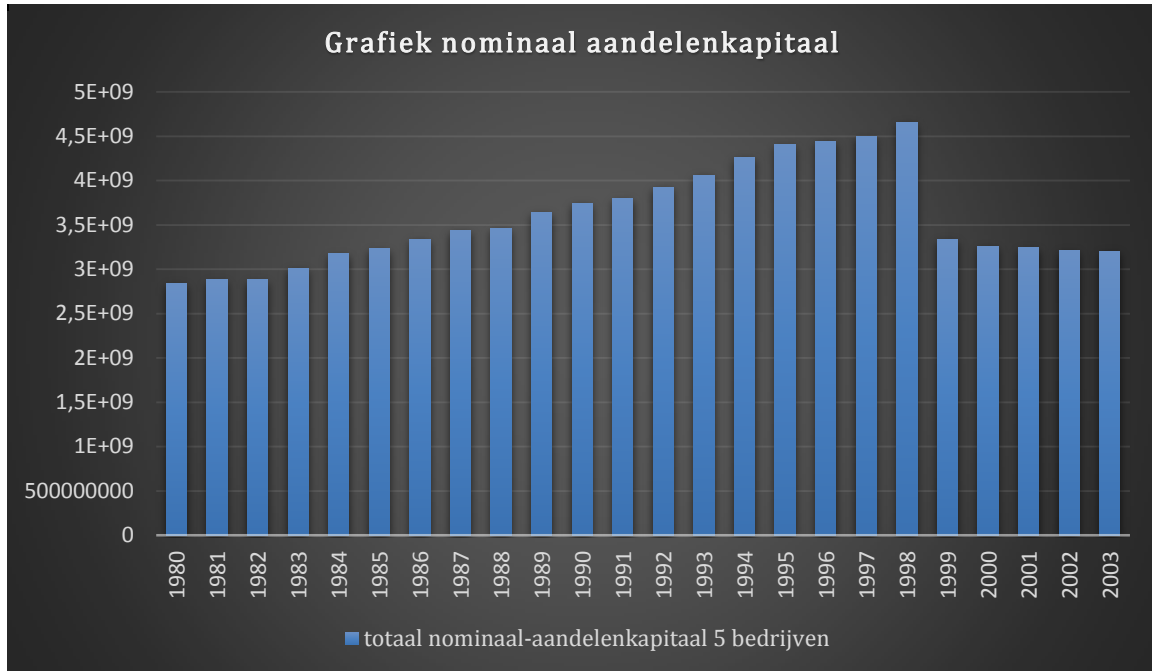


Source: Securities Data Corporation

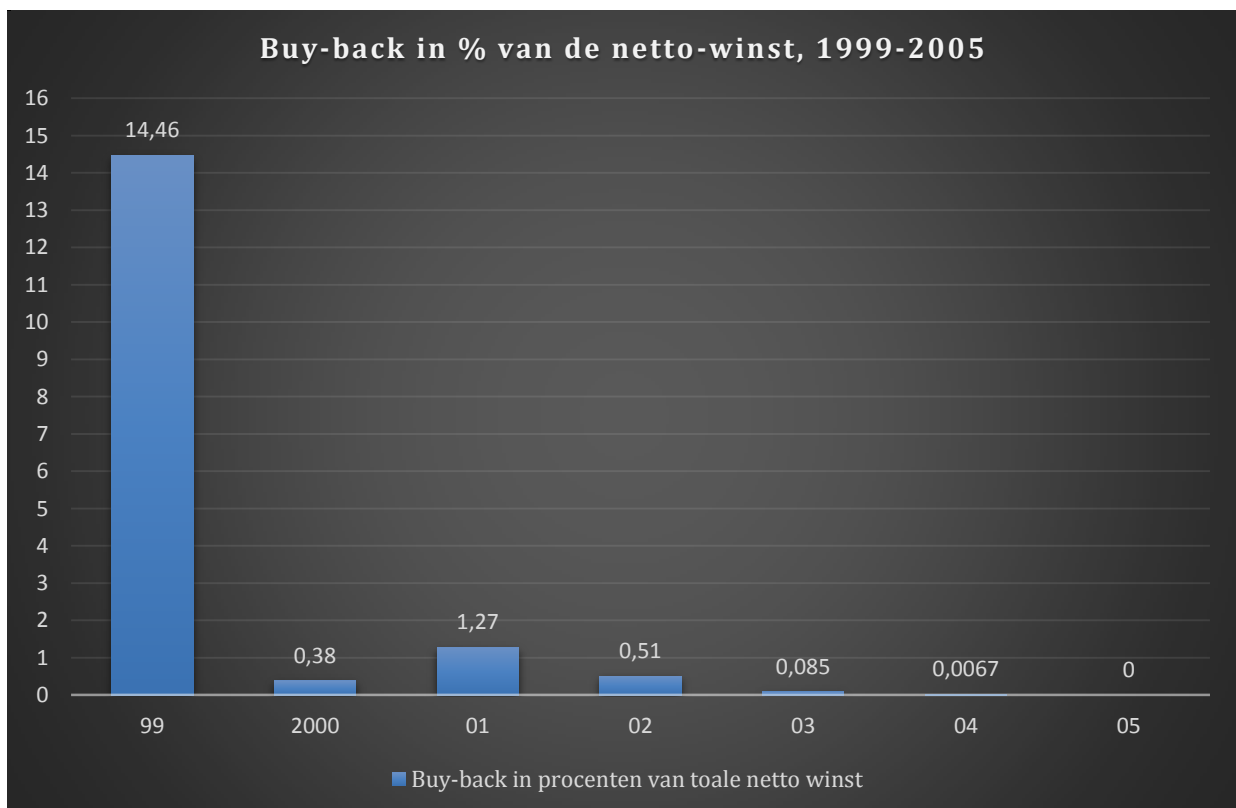
Figure 4 Buybacks as a share of US corporate profits 1978-96

Staafdiagram 1.

Gegevens afkomstig uit: Dataset AEX bedrijven, Abe de Jong (Erasmus Universiteit) en Gerarda Westerhuis (Universiteit Utrecht). Cijfers voor Shell m.b.t. jaren 2004, 2005 ontbraken, om deze reden ontbreken deze jaren in de staafdiagram.



Staafdiagram 2.



Staafdiagram 3.

