

# Aandeelhouders, verenigt u!

---

*De opkomst en verspreiding van 'aandeelhouderswaarde' in  
Nederland*

---



M.C. Tom  
334085mt  
Inleverdatum: 18-6-2017  
Woorden: 10052

1<sup>e</sup> lezer: Prof. Dr. J. Heilbron  
2<sup>e</sup> lezer: Drs. R. Timans

Erasmus Universiteit Rotterdam  
Masterscriptie Sociologie – GVB

**Abstract** - Ondanks dat er veel is geschreven over 'aandeelhouderswaarde', is er weinig onderzoek gedaan naar de opkomst en vroege verspreiding van deze bedrijfsstrategie in Nederland. In dit artikel wordt aan de hand van berichtgeving in het Financieele Dagblad, in meer detail onderzoek gedaan naar wanneer en op welke wijze het concept van 'aandeelhouderswaarde' opkwam en hoe het zich in eerste instantie in Nederland heeft verspreid. Vanuit een economisch sociologisch perspectief beargumenteer ik dat de opkomst en vroege verspreiding van 'aandeelhouderswaarde' het best begrepen kan worden vanuit veranderende machtsverhoudingen waarin ondernemingen zijn ingebed. Deze machtsverschuiving kwam voort uit een discours over angst en onzekerheid over de concurrentiedruk op de markten, aankomende Europese eenwording en de eventuele komst van een overnamegolf vanwege een te lage beurswaardering. De spanning in het veld leidde aanvankelijk tot de vereniging van verschillende groepen aandeelhouders, die de transformatie van macht van de bestuurselite naar de aandeelhouders in gang brachten door kritiek te uiten op de bestaande beschermingsconstructies in Nederland en door druk uit te oefenen op het management van ondernemingen om zich aan te passen aan de nieuwe – op aandeelhouderswaarde gerichte – manier van waardebeoordeling en strategie.

**Keywords** – Aandeelhouderswaarde; Beschermingsconstructies; Vereniging van Beleggingsanalisten; Veldtheorie; Economische sociologie

## Inleiding

Net als in veel andere Europese landen is bij Nederlandse bedrijven in toenemende mate druk waar te nemen op het aannemen van aandeelhouderswaarde als bedrijfsstrategie. Het Nederlandse poldermodel legt van oudsher de nadruk op het belang van stakeholders en netwerken rondom bedrijven, maar staat al geruime tijd onder druk (Bezemer, 2010). In plaats van geleid te worden als 'communities of interest' lijken bedrijven steeds meer te dienen als instrumenten voor het creëren van aandeelhouderswaarde (Letza et al., 2004). Deze verandering is in de laatste twee decennia van de vorige eeuw in westerse economieën zichtbaar. In verschillende landen met een historische nadruk op stakeholderwaarde staat de top van bedrijven onder druk om een aandeelhouderswaarde-oriëntatie aan te nemen. Dit speelt zich af in Duitsland (Fiss & Zajac, 2004; Sanders & Tuschke, 2007; Tuschke & Sanders, 2003), Frankrijk (Morin, 2000), Japan (Jackson, 2003; Yoshikawa et al., 2007; Yoshikawa & McGuire, 2008) en Zweden (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Ook in Nederland heeft inmiddels de aandeelhouderswaarde-oriëntatie zijn intrede gedaan. De toenemende druk op verandering wordt goed weergegeven door maatschappelijke debatten rondom prestatie-afhankelijke beloningsstructuren, de verantwoordelijkheden van aandeelhouders en de rol van hedgefondsen en participatiemaatschappijen in de samenleving (Bezemer, 2010). Hoe is het mogelijk dat de prestaties van bedrijven in Nederland steeds vaker worden beoordeeld op basis van de verhoging van aandeelhouderswaarde, in plaats van de gebruikelijke stakeholderwaarde-oriëntatie?

Het idee dat ondernemingen dienen te worden bestuurd in het belang van de aandeelhouders, is ontstaan in de Verenigde Staten. Door de druk van een steeds beter concurrerend Japan, twee oliecrises en een hoge inflatie, ondervonden veel Amerikaanse ondernemingen problemen (Fligstein, 1990). Beursgenoteerde bedrijven bleken te groot en te log om als reactie op de crisis snel veranderingen te creëren (Lazonick & O'Sullivan, 2000: 13 - 35). Uit deze impasse kwam een nieuwe beheersstrategie naar voren, die de mogelijkheid gaf met zowel interne conflicten als conflicten met concurrenten om te gaan (Fligstein, 1990). Deze strategie was gericht op het opsplitsen en verhandelen van bedrijfsonderdelen waarmee op korte termijn waarde kon worden gerealiseerd voor aandeelhouders (Heilbron et al., 2011). Dit stond haaks op de voorgaande bedrijfsstrategie, de groei van de onderneming en het reserveren en herinvesteren van de winst, ook wel de 'retain and reinvest' strategie genoemd. Het aannemen van deze nieuwe beheersstrategie tekende de overgang van het naoorlogse 'managerskapitalisme' naar een 'aandeelhouderskapitalisme' (Heilbron et al. 2011). Deze overgang werd begeleid door een 'neoliberaal' overheidsbeleid van deregulering, privatisering en belastingverlagingen (Holstrom & Kaplan, 2001, Heilbron et al., 2011). Daarnaast werden onder andere beschermingsconstructies en vakbonden ingeperkt (Fligstein, 1990). Dankzij dit beleid werd het

makkelijker ondernemingen te kopen, verkopen, verhandelen en te reorganiseren, ten voordele van kapitaalcrachtige en activistische groepen buitenstaanders of aandeelhouders (Heilbron et al., 2011).

In het artikel *“Aandeelhouders eerst! De opkomst en verspreiding van ‘aandeelhouderswaarde’ in de Verenigde Staten”* van Heilbron et al. (2011) wordt blootgelegd, dat ondanks de overeenstemming over algemene ontwikkelingen, de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in de Verenigde Staten, vooralsnog onduidelijk is. Er zijn weliswaar verschillende verklaringen voor de opkomst en dominantie van aandeelhouderswaarde beschreven, maar deze lopen uiteen en er is nauwelijks empirische onderbouwing (Heilbron et al., 2011). De auteurs maken een onderscheid in drie fundamentele vragen die in de literatuur onbeantwoord zijn gebleven. Ten eerste is er onduidelijkheid over de chronologie. De oorsprong van aandeelhouderswaarde werd in de Verenigde Staten vaak gekoppeld aan de economische crisis, maar er is geen specificatie van het tijdsverloop. Ten tweede is het de vraag welke actoren op welk moment aandeelhouderswaarde hebben geopperd als bedrijfsstrategie. Tot slot is het niet bekend door welke actoren deze oriëntatie is overgenomen en via welke kanalen en mechanismen dat is gebeurd (Heilbron et al., 2011).

Net als over de verspreiding van aandeelhouderswaarde in de VS is er onduidelijkheid over de oorsprong en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland. De literatuur is zeer beperkt en gaat onvoldoende in op de drie fundamentele vragen opgesteld door Heilbron et al. (2011). Het meest toonaangevende onderzoek over de verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland is van Bezemer (2010) en Bezemer et al. (2012). Middels een inhoudsanalyse van jaarverslagen van de top-100 beursgenoteerde bedrijven in Nederland wordt de toename van aandeelhouderswaarde-oriëntatie gedurende de periode 1992 tot en met 2009 aangetoond. Het blijft echter onduidelijk in welke jaren het concept ‘aandeelhouderswaarde’ zijn intrede deed. Beperkte beschikbaarheid van de jaarverslagen en gegevens verhinderden Bezemer om verder terug te gaan in de tijd en de dynamiek van de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde te onderzoeken. Het is daarom van belang aan de hand van een nieuwe bron verder terug te gaan in de tijd en zo inzicht te verschaffen in de chronologie van de intrede van aandeelhouderswaarde. Het onderzoek van Bezemer (2010;2012) toont ook aan dat ondernemingen met grootaandeelhouders uit Angelsaksische landen of groot aandeelhouders met een financiële achtergrond vaker aandeelhouderswaarde centraal stellen. Ook hier blijft het echter onduidelijk wie op welk moment aandeelhouderswaarde hebben geopperd als bedrijfsstrategie en via welke kanalen en mechanismen die is verspreid.

Bovendien is de Nederlandse casus interessant om drie redenen. Ten eerste was de Nederlandse markt voor buitenlandse investeerders ernstig beperkt door een aantal ‘anti-investeerders’ beschermingsmaatregelen (Bezemer, 2010). Ten tweede bevatte de Nederlandse context grote

nationale aandeelhouders zoals banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, terwijl in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië veel meer sprake was van verspreid (particulier) eigendom (Bezemer, 2010). Ten derde werd de gevestigde positie van managers ondersteund door een kleine elite van bestuurders, aangeduid als een “old-boys network”, dat zich inzette voor het geïstitutionaliseerde stakeholder model (Bezemer et al., 2007; Heemskerk et al., 2003; Bezemer, 2010). Desondanks heeft het concept van ‘aandeelhouderswaarde’ zich gevestigd in Nederland en is er een duidelijke groei waarneembaar (Bezemer, 2010).

In de literatuur worden verschillende suggesties gedaan voor factoren die hebben bijgedragen aan de wereldwijde verspreiding van aandeelhouderswaarde. De verklaringen lopen echter uiteen en er is weinig empirische onderbouwing (Heilbron et al., 2011). Net als Heilbron et al. (2011) aangeven voor de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in de VS, blijven fundamentele vragen in de Nederlandse context onbeantwoord. Ten eerste is er onduidelijkheid over de chronologie, de tijdspecificatie van de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland is niet helder weergegeven. Ten tweede is het de vraag welke actoren op welk moment aandeelhouderswaarde hebben geopperd als bedrijfsstrategie. Tot slot is het niet bekend door welke actoren deze oriëntatie is overgenomen en via welke kanalen en mechanismen dat is gebeurd.

Om deze redenen zal in dit onderzoek onderzocht worden wanneer en op welke wijze het concept van ‘aandeelhouderswaarde’ in Nederland opkwam en hoe het zich in eerste instantie heeft verspreid.

## Theoretisch Kader

Een aantal auteurs verklaart de verspreiding van aandeelhouderswaarde aan de hand van de toenemende concurrentiedruk in de internationale kapitaalmarkten (Useem, 1996; Rubach en Sebor, 1998). Bedrijven die maximalisatie van aandeelhouderswaarde nastreefden, hadden de mogelijkheid tegen een lagere kostprijs kapitaal te verkrijgen en waren daarmee in staat een concurrentievoordeel te behalen ten opzichte van bedrijven die zich niet aanpasten (Hansmann & Kraakman, 2001). Coffee suggereert dat de wereldwijde verspreiding van aandeelhouderswaarde 'via de achterdeur' plaatsvond. Buitenlandse bedrijven met een Amerikaanse beursgang op het oog, stelden aandeelhouderswaarde centraal om toegang te krijgen tot Amerikaanse investeerders (Coffee, 1999). Ook de concurrentiedruk op productmarkten wordt aangehaald als verklaring voor de verspreiding van aandeelhouderswaarde-oriëntatie (Hansmann & Kraakman, 2001; Höpner, 2001; Khanna and Palepu, 2001). Bedrijven die maximalisatie van aandeelhouderswaarde nastreefden, kregen de mogelijkheid een competitief voordeel te behalen in productmarkten, doordat ze zich makkelijker konden aanpassen aan de snel veranderende omgeving. Onbezwaard door de belangen van andere 'stakeholders' hadden dergelijke bedrijven superieure capaciteiten in handen met betrekking tot de reorganisatie van managementstructuren, het invoeren van nieuwe producten en het laten varen van inefficiënte investeringen (Hansmann & Kraakman, 2001).

In tegenstelling tot verklaringen op basis van marktwerkingen, verklaren Fiss & Zajac (2004) de verspreiding van aandeelhouderswaarde als verandering van 'belief system'. Naar aanleiding van hun onderzoek naar de verspreiding van aandeelhouderswaarde in Duitsland, beschrijven de auteurs twee mechanismen. Het eerste mechanisme gaat in op de macht van eigendom. Bedrijven die een aandeelhouderswaarde-oriëntatie hebben aangenomen zetten door middel van hun 'holdings' druk op andere bedrijven om dezelfde strategie aan te nemen. Het tweede mechanisme verklaart de verspreiding van aandeelhouderswaarde vanuit de groeiende invloed van individuele managers met een financiële achtergrond (Fiss & Zajac, 2004). Het onderzoek toont aan dat de verschuiving van de ene bedrijfsstrategie naar de andere afhangt van de belangen en macht van actoren die uiteindelijk beslissen in de organisatie (Fiss & Zajac, 2004). Het blijft echter onduidelijk wie dit als eerste in gang heeft gezet, omdat het een verklarend vermogen mist voor wie op welk moment aandeelhouderswaarde opperde als bedrijfsstrategie. Fiss & Zajac moedigen om deze reden toekomstig onderzoekers aan de bredere veranderingen, die hebben geleid tot het activeren van dit soort mechanismen, in groter detail te onderzoeken (Fiss & Zajac, 2004: p. 529).

Volgens Neil Fligstein zijn het juist financieel georiënteerde buitenstaanders, zoals institutionele beleggers, investeringsbanken en pensioenfondsen, die ijverden voor meer zeggenschap van

aandeelhouders (Fligstein, 2001). Ook Useem (1996) benadrukt de sterke groei van institutionele beleggers en hun vermogen grote posities in te kunnen nemen in een onderneming. Deze partijen konden - in tegenstelling tot de verspreide individuele aandeelhouders - beter druk uitoefenen op het management (Useem 1996; Heilbron et al., 2011). Bovendien onderstreept Useem de rol van zogenoemde 'raiders', buitenstaanders die zonder instemming van het management bedrijven opkopen met het doel onderdelen of het bedrijf als geheel met winst door te verkopen (Kochan & Useem, 1992). Lipton & Rosenblum leggen zelfs de nadruk op de leidende rol van deze 'raiders' in de verspreiding van aandeelhouderswaarde (Lipton & Rosenblum, 1991). Ook Heilbron et al. (2011) stellen de rol van 'raiders' centraal, beschreven als kapitaalkrachtige buitenstaanders die in naam van de aandeelhouders middels 'vijandige' overnames zich tegen het zittend management keerden (Heilbron et al., 2011).

Karel Williams (2000) stelt andere buitenstaanders verantwoordelijk. Vanwege lage beurskoersen en de felle kritiek die daaruit voortkwam, ontstond druk op het management door aandeelhouders. Consultants zouden als oplossing voor het management het concept van 'value based management' hebben geopperd (Williams, 2000). Heilbron et al. (2011) vinden echter geen duidelijke aanwijzingen voor inmenging van consultants of zakenbanken in de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in de VS. De auteurs beredeneren dat consultants en zakenbanken in eerste instantie werkzaamheden verrichtten voor het management en daardoor weinig belang hadden op te treden als 'advocaten van de aandeelhouders' (Heilbron et al., 2010).

Lazonick en O'Sullivan (2000) verklaren de verspreiding van een aandeelhouderswaarde-oriëntatie vanuit de opkomst van de 'principaal-agent theorie' in de economische wetenschap. Het management werd daarin opgevat als 'agent' van de aandeelhouders als 'principaal'. De theorie zou via bedrijfsadviseurs en 'business schools' verspreid zijn en daarmee vat hebben gekregen op de strategievorming van ondernemingen (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Heilbron et al. (2011) stellen echter dat het aannemelijk is dat, nadat de doctrine van aandeelhouderswaarde door institutionele beleggers was overgenomen, de principaal-agenttheorie pas zijn intrede deed. Het is in dit onderzoek van belang de mogelijke invloed van deze theorie echter niet te onderschatten, aangezien verwacht wordt dat in Nederland het concept aandeelhouderswaarde in vergelijking met de Verenigde Staten relatief laat is opgekomen en verspreid.

Onderzoek naar de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in de Nederlandse context is zeer beperkt. Het meest toonaangevende onderzoek is van Bezemer (2010) en Bezemer et al. (2012), die de verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland onderzoekt middels een inhoudsanalyse van jaarverslagen van de top-100 beursgenoteerde bedrijven in Nederland. Vanaf het jaar 1992 wordt

de toename van aandeelhouderswaarde-oriëntatie aangetoond. In 1992 noemt 13% van de ondernemingen aandeelhouderswaarde (of een equivalent) in het jaarverslag, terwijl dat in 2006 al is gestegen naar 74% (Bezemer, 2010). Tevens blijkt uit het onderzoek van Bezemer (2010) dat twee soorten invloedrijke aandeelhouders bepalend zijn voor het aannemen van de aandeelhouderswaarde-oriëntatie. Ten eerste is er een grotere kans dat een onderneming een aandeelhouderswaarde-oriëntatie heeft, indien groot aandeelhouders een financiële achtergrond hebben en onder druk staan van de globale financiële markten (bijvoorbeeld banken, participatiemaatschappijen, hedgefondsen en pensioenfondsen). Ten tweede hebben ondernemingen met groot aandeelhouders die een Angelsaksische nationaliteit bezitten eerder een aandeelhouderswaarde-oriëntatie (Bezemer, 2010). Overigens wordt de invloed van beide soorten aandeelhouders minder als de onderneming vaak genoemd wordt in de nationale media, en als managers meer aandelen bezitten (Bezemer, 2010). Hieruit blijkt dat de toenemende druk op aandeelhouderswaarde in Nederland niet enkel een financieel fenomeen is, maar de verwachtingspatronen van investeerders ook een belangrijke rol spelen.

Om een beter inzicht te kunnen krijgen in de procesdynamiek van de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland, is er in dit onderzoek voor gekozen uit te gaan van een economisch sociologisch perspectief. Een blijvend thema in de economische sociologie is de kritische beoordeling van verklaringen die voortkomen uit de notie van een homo economicus, die zou handelen in een wereld van volledige informatie, onafhankelijke besluitvorming en vaste voorkeuren (Becker, 2003). Sociologen zijn het over het algemeen eens dat daadwerkelijke economische handelingen niet in dit soort modellen passen (Luhmann, 1968; Weber, 1985; Granovetter, 1985; Becker, 2003). De notie van 'inbedding' heeft daarmee voor economisch sociologen gediend als cruciaal tegenbegrip en als onderscheidende aanpak in het verkrijgen van inzichten in economische processen (Granovetter, 1985; Zukin & DiMaggio, 1990). Inbedding verwijst naar de sociale, culturele, politieke en cognitieve structuur van besluitvorming in economische context. Het toont de onlosmakelijke verbinding van de 'actor' met zijn of haar sociale omgeving aan (Becker, 2003). Ondernemingen zijn geen opzichzelfstaande entiteiten die onafhankelijk bepalen wat hun bedrijfsstrategie is. Heilbron et al. (2011) beschrijven dat de belangen van ondernemingen tot stand komen in een 'dynamische constellatie' van verschillende met elkaar verbonden groepen, zoals ondernemers, investeerders, klanten en werknemers (Heilbron et al., 2011). Het is daarom van belang de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde te bekijken vanuit de manier waarop ondernemingen zijn 'ingebed' in een specifieke relationele structuur. Eveneens is het belangrijk na te gaan wat de ontwikkeling van deze relationele inbedding is en hoe het proces van verandering zich daarin voltrekt. Het begrijpen van een transformatie van een veld impliceert het analyseren van de



manier waarop groepen uitdagers een interventie kunnen plegen in de bestaande machtsrelaties. In het geval van aandeelhouderswaarde is het dus de vraag hoe de machtsrelatie tussen de bestuurselite en aandeelhouders ten gunste van deze laatste is verschoven (Heilbron et al., 2011). Fligstein's versie van veldtheorie legt de nadruk op bedrijfsconcepties die het economische veld over langere perioden stabiliseren, totdat deze concepties hun rol in een crisis verliezen en vervangen worden door een nieuwe conceptie. De conceptie van aandeelhouderswaarde van het bedrijf illustreert dat de strijd om macht in het economische veld een culturele dimensie heeft (Heilbron et al., 2011). Zowel Bourdieu als Fligstein benadrukken dat economische en financiële belangen niet automatisch tot actie leiden, maar op een bepaalde manier 'geframed' moeten worden om legitimiteit en actieve betrokkenheid van specifieke groepen te bevorderen (Heilbron et al., 2011). Het is dan ook van belang in te zien dat deze economische netwerken onderhevig kunnen zijn aan politieke condities en maatschappelijke veranderingen. Aangezien het economische veld slechts relatief autonoom is, hebben Bourdieu en Fligstein aandacht besteed aan de cruciale rol die de staat en de politieke en juridische omstandigheden spelen, waaronder het economische veld functioneert (Heilbron et al., 2011). In deze casus is het daarom van belang in het onderzoek mee te nemen, dat het economische veld onderhevig was aan wetgeving die de eerder genoemde 'anti-investeerders' beschermingsmaatregelen mogelijk maakte.

Het onderzoek zal gedaan worden aan de hand van 'key sensitizing concepts' (Charmaz, 2003) die uit de uiteenlopende verklaringen naar voren zijn gekomen, zoals bijvoorbeeld 'aandeelhouderswaarde', maar ook 'agency theory', 'raiders' en 'beschermingsmaatregelen'. Sensitizing concepts bieden op die manier uitgangspunten voor analyse. Dit geeft structuur aan het onderzoek zonder de nadelen van een te rigide methodologisch schema (Charmaz, 2003). Het is vruchtbaar een middenweg te kiezen tussen een te rigide en een te exploratief onderzoek, aangezien er wel structuur verkregen kan worden vanuit de al bestaande literatuur - en het wiel niet opnieuw uitgevonden hoeft te worden – maar het niet de kans ontnemt verrast te worden (Heilbron et al. 2010). Bourdieu heeft nooit een hypothetisch-deductieve stijl aangenomen en het werk van Fligstein staat volgens sommige auteurs zelfs haaks op deze stijl (Martin 2011, p. 282). Veldtheorie wordt het meest vruchtbaar gebruikt als raamwerk dat een relationeel perspectief biedt op het studieobject, evenals een aantal verklarende concepten die kunnen compenseren voor zowel stabiliteit en verandering in relatief autonome sociale universa (Heilbron et al. 2010).

## Onderzoeksmethode

Aangezien er is gekozen voor een meer exploratieve onderzoeksstrategie zal allereerst onderzocht worden wanneer, bij welke actoren en in welke context ‘aandeelhouderswaarde’ zijn intrede deed in Nederland. De veronderstelling is dat aandeelhouders geen homogene of uniforme groep zullen zijn: hun positie binnen het economisch gebied zal verschillen, evenals hun middelen, disposities en relaties met de bestuurselite. Vervolgens zal, zowel de mogelijkheid tot de verspreiding van aandeelhouderswaarde als de manier waarop dat samenviel met veranderingen binnen die relationele structuur, nader bekeken worden. Het is van belang nader te onderzoeken in welke context en op welke manier de machtsrelatie tussen de bestuurselite en de groepen aandeelhouders ten gunste van deze laatste is verschoven. Hiertoe is gekozen voor een indirecte methode van onderzoek. Bij gebrek aan toegang tot de belangrijkste actoren via welke de verspreiding zich zou kunnen hebben voldaan, is gekozen voor het raadplegen van een publieke bron: *Het Financieele Dagblad*.

Het raadplegen van een publieke bron heeft zijn beperkingen, vooral doordat wat in dit proces relevant kan zijn, vaak niet doordringt tot de openbaarheid. Dit geldt voor sommige ontwikkelingen of groepen meer dan voor andere. Zakenbankiers zijn bijvoorbeeld over het algemeen erg discreet over hun optredens, terwijl bepaalde buitenstaanders zoals ‘raiders’ juist belang kunnen hebben bij publieke aandacht. Ook spreken Fiss & Zajac (2004) over het symbolische gebruik van aandeelhouderswaarde, waarin publieke bronnen (symbolisch) worden gebruikt om een bepaald beeld van de onderneming te schetsen zonder het daadwerkelijk implementeren van een aandeelhouderswaarde-oriëntatie. Overigens toont Bezemer (2010) aan dat de invloed van soorten aandeelhouders minder wordt als de onderneming veel genoemd wordt in de nationale media. Het onderwerp ‘aandeelhouderswaarde’ leent zich echter beter dan andere onderwerpen, doordat het een thema is dat beduidend in de openbaarheid ter sprake is gekomen. Het onderwerp is daardoor in beginsel te onderzoeken op basis van openbare bronnen (Heilbron et al., 2011). De uiteenlopende motieven voor berichtgeving in de openbaarheid leiden echter niet tot een adequaat beeld van de werkelijkheid. De betreffende media hebben daarnaast ook een eigen agenda en maken selecties uit het nieuws die daarmee overeenkomen. Al met al zijn er flinke beperkingen in het gebruik van een publieke bron als reconstructie van de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde.

Om de nadelen van een publieke bron enigszins te beperken is er gekozen voor een primaire bron in de ontwikkeling van het bedrijfsleven in Nederland, het Financieele Dagblad (FD). Het FD is één van de oudste dagbladen van Nederland, met wortels die herleid kunnen worden tot het jaar 1796. Het online archief van het FD gaat terug tot 1985 en maakt het mogelijk verder terug te kijken dan 1992, zoals Bezemer (2010) dat heeft gedaan. Het archief van het FD is beschikbaar op zowel [www.FD.nl](http://www.FD.nl) als

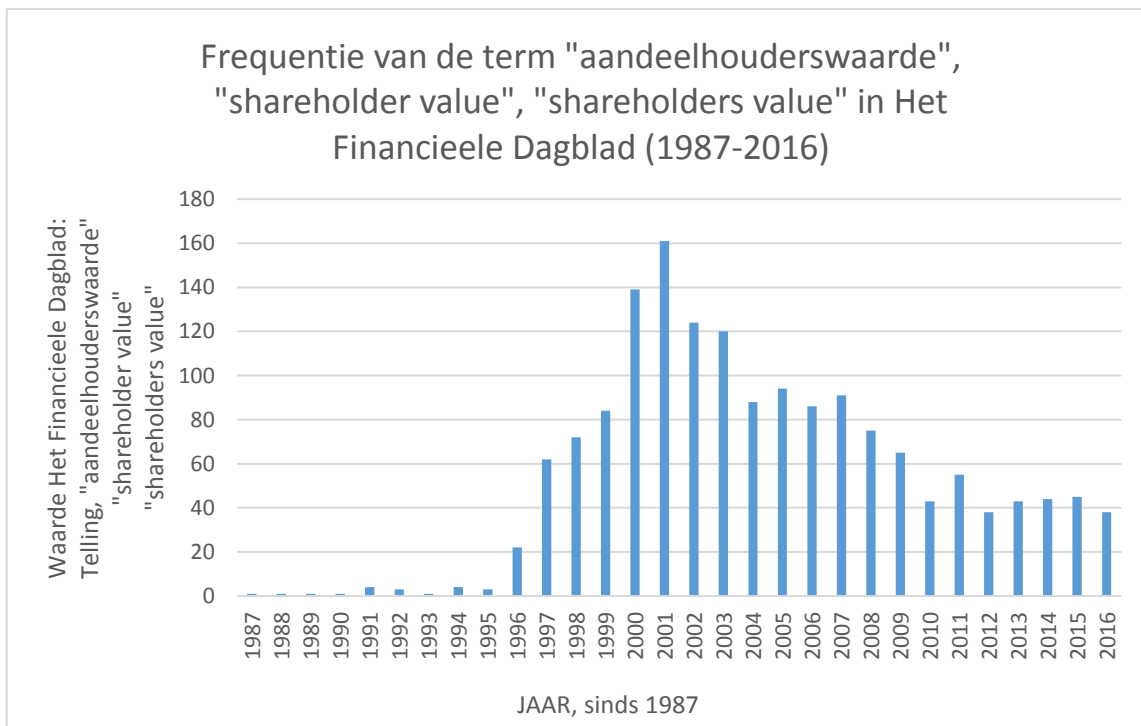
[www.lexisnexis.nl](http://www.lexisnexis.nl). Dit neemt de eerder beschreven beperkingen niet weg, waardoor dit onderzoek vooral zal dienen als een opzet tot vervolgonderzoek waarin een meer volledige analyse kan worden gedaan. Nadien kan vervolgonderzoek ophelderen in hoeverre het gebruik van het FD als bron heeft geleid tot een accurate weergave ofwel dat er aanvulling of herziening nodig is.

Na een aantal tests van verschillende termen bleek snel dat 'aandeelhouderswaarde' en de Engelstalige varianten 'shareholder value' en 'shareholders value' nodig waren om de notie van aandeelhouderswaarde in de artikelen te kunnen dekken. De reden om verschillende termen uit te proberen was dat niet bij voorbaat vaststond of het concept 'aandeelhouderswaarde' ook alleen door deze term werd gedekt. In de rest van het artikel zullen de verschillende benamingen aangeduid worden met de Nederlandse term aandeelhouderswaarde. Vooral in de eerste jaren waarin aandeelhouderswaarde zijn intrede doet in het FD, worden in eerste instantie vaak de Engelse benamingen gebruikt of naar verwezen. Een crosscheck met het archief van FD.nl toonde aan dat niet alle artikelen van FD.nl op LexisNexis database gevonden konden worden. Daarnaast werden artikelen voor 1994 niet weergegeven in de database van LexisNexis. Contact met het FD leidde tot het kunnen inzien van de artikelen, wat tot een vollediger beeld leidde van de frequentie van artikelen met aandeelhouderswaarde in het FD en de opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland.

Allereerst werd de frequentie en ontwikkeling van frequentie van artikelen vastgesteld waarin de notie van aandeelhouderswaarde zich had voorgedaan. Vervolgens werd de inhoud van de artikelen onderzocht, waarbij zowel de actor als de context van elke artikel werden geïdentificeerd. Voor elk artikel werd één acteur en één context vastgesteld, omdat in vrijwel alle gevallen ook slechts één acteur en één context dominant was.

## De opkomst van aandeelhouderswaarde in Nederland

Ondanks dat 'aandeelhouderswaarde' een term is die inmiddels tot het financieel jargon behoort, is het gebruik ervan nog erg jong. Van 1985 tot en met 1995 komt aandeelhouderswaarde – of één van de Engelse benamingen - maar in 19 artikelen van het FD voor. In 1996 komt daar verandering in en wordt aandeelhouderswaarde in 22 artikelen aangehaald. De frequentie neemt vanaf 1996 snel toe tot en met 2001 waar een piek van 161 artikelen zichtbaar is. Vanaf de piek in 2001 neemt de frequentie 3 jaar lang ook weer snel af tot 88 artikelen in 2004, waar het gebruik van de term tot en met 2007 rond de 90 artikelen per jaar stabiliseert. Een soortgelijke afname is zichtbaar van 91 artikelen in 2007 naar 43 artikelen in 2010. Vanaf 2010 lijkt het – met een uitzondering van 55 artikelen in 2011 – te stabiliseren rondom de 40 artikelen. De fluctuaties lijken gerelateerd te zijn aan de economische conjunctuur en de schommelingen op de beurs. De frequentie neemt scherp toe in de tweede helft van de jaren negentig tot er een abrupte afname is na het klappen van de 'internetzeepbel' in het begin van de jaren 2000. Ook na de kredietcrisis van 2007 en 2008 is er een snelle afname waarneembaar.



**Fig.1**

Frequentie van artikelen met de term "aandeelhouderswaarde", "shareholder value", "shareholders value" in *Het Financieele Dagblad* (1987-2016)

Gedurende de periode dat aandeelhouderswaarde nog relatief weinig voorkwam in het FD, sprak veelal het management zich uit over aandeelhouderswaarde (zie tabel 2). De meest voorkomende context waarin de term werd besproken was de bedrijfsstrategie en de beschermingsconstructies op de Nederlandse markt (zie tabel 1).

**Tabel 1** Context artikelen *Het Financieele Dagblad* (1987-1995)

Context	Jaar									Totaal
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
Bedrijfsstrategie	1	-	1	-	1	1	-	2	1	7
Beschermings-constructie	-	1	-	1	2	-	-	-	1	5
Overname	-	-	-	-	1	1	-	-	-	2
Fusie	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1
Investeringsklimaat	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1
Bedrijfsresultaten	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2
Opiniestuk	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
<b>Totaal</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>19</b>

**Tabel 2** Actor artikelen *Het Financieele Dagblad* (1987-1995)

Actor	Jaar									Totaal
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
Management	1	-	1	-	2	1	-	2	1	8
Deskundige	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1
Consultant	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
Beursvoorzitter	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1
Institutionele belegger(s)	-	-	-	1	-	-	-	-	1	2
Vereniging van Beleggingsanalisten	-	-	-	-	1	1	-	-	-	2
Investeringsbank(en)	-	-	-	-	-	1	1	-	-	2
Hoogleraar	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2
<b>Totaal</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>19</b>

Het eerste artikel waarin aandeelhouderswaarde wordt genoemd is een artikel uit 1987 waarin de privatisering van de grootste industriële onderneming van Groot-Britannië, British Petroleum (BP), centraal staat. Ondanks de veranderingen die op komst zijn, verzekert David Simon, een van de zes 'managing directors' van BP, dat de strategie van het concern simpel is gebleven: "...to maximise the value for the shareholders" (FD, 8-10-1987).

Het tweede artikel uit 1988 bevat een discussie over een hogere aandeelhouderswaarde in Nederland als bescherming tegen vijandige overnames. Vooruitkijkend op de Europese eenwording in 1992 en de 'ongetwijfelde kans' dat vijandige overnames daarmee zullen toenemen, wordt geopperd niet alleen naar additionele juridische beschermingsconstructies te kijken (FD, 23-08-1988). De heer Koster, associate director bij accountantskantoor Coopers & Lybrand Associates Europe, geeft verder aan dat het management permanent actief zou moeten zijn op het gebied van 'creating shareholder value', om het toetsingsproces door de aandeelhouder en markt goed te kunnen doorstaan (FD, 23-08-1988). De redenatie van Koster is, dat een onderneming met een lage koers-winstverhouding veel kwetsbaarder voor een overname is dan een branchegenoot met een hoge koers-winstverhouding (FD, 23-08-1988). Bij de verandering van leiding van de Amerikaanse bank J.P. Morgan in het artikel uit 1989 wordt op een andere toon over aandeelhouderswaarde gesproken. De heer Weatherstone werd aangewezen als opvolger van 'chairman of the board' Lewis T. Preston. Aan de ene kant meld Weatherstone zich te onderscheiden van menig concurrent door een geheel eigen opvatting over 'shareholder value'. *"Een bedrijf hoeft zich niet alleen te richten naar het korte-termijnbelang [sic] van de aandeelhouders"* (FD, 17-11-1989).

In 1990 komt de discussie rondom beschermingsconstructies weer naar voren. Deze discussie zou vooral op gang gekomen zijn door de voorbereiding op de zogenaamde 13<sup>de</sup> richtlijn vanuit Brussel waarin een versoepeling van overnames centraal stond (FD, 22-12-1990). Ook beleggingsfonds Robeco, het Unilever-pensioenfonds Progress, het ABP en andere institutionele beleggers hebben aangegeven dat de onderneming in Nederland door de beschermingsconstructies teveel is 'afgeschermd van de wereld' en er nauwelijks prikkels van buitenaf kunnen doordringen (FD, 22-12-1990). Het gevolg zou zijn dat de ondernemingen in Nederland te laag waren gewaardeerd: *"Wat steekt, is dat er steeds minder relatie is tussen de waardering van de aandeelhouder voor de onderneming, de 'investors-' of 'shareholders value' en de intrinsieke waarde van het bedrijf"* (FD, 22-12-1990).

In 1991 gaan twee van de vier artikelen over de beschermingsconstructies in Nederland. Het eerste artikel uit 1991 gaat in op de invalshoek van Drs R. Clement, voorzitter van de Vereniging van Beleggingsanalisten (VEB). De voorzitter vindt dat de 'muur rondom de onderneming' in Nederland een stuk naar beneden moet ten behoeve van de aandeelhouders (FD, 03-01-1991). Clement verwijst daarnaast naar de lagere koers-winstverhoudingen in Nederland, die twee tot drie punten lager waren in vergelijking met het buitenland. De achtergrond hiervan zou de bescherming tegen overnames zijn geweest. Door constructies als de structuurvennootschap, de preferente aandelen, stemrechtbeperking en de certificering van aandelen is er volgens Clement een breuk ontstaan tussen de reële waarde van een onderneming en zijn beurskoers (FD, 03-01-1991). De conclusie is volgens

hem dan ook dat een mate van afschaffing van bescherming voor een betere relatie tussen 'shareholders value' en de reële waarde van de onderneming zou zorgen. Tot slot waarschuwt hij dat het jaar 1992 nadert en Brussel het risico vormt voor het vallen in een 'zwart gat' (FD, 03-01-1991). In het tweede artikel uit 1991 gaat de heer L. D. de Bievre, Lid van de raad van bestuur van ABN Amro Holding, in op het wegvallen van beschermingsconstructies, zoals voorgesteld in het kader van de dertiende EG-richtlijn en de voorstellen van EG-commissaris Bangemann. Daarbij meldt hij dat de doelstelling van de onderneming volgens hem nog teveel de belangen van de aandeelhouders – aandeelhouderswaarde – wegdrukt. Het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde ziet De Bievre dan ook als *"...een primaire doelstelling voor een onderneming"* (FD, 24-05-1991). Hij benadrukt dat een trend van meer kritische aandeelhouders het belang van maximaliseren van aandeelhouderswaarde onderstreept. Eveneens is het, volgens De Bievre, nodig om 'een grote hausse van overnamen' in Nederland te voorkomen (FD, 24-05-1991). Over een eventuele grote overnamegolf zegt De Bievre dat *"...een dergelijke ontwikkeling uiteindelijk fataal zou kunnen zijn voor de aspiraties van de Amsterdamse beurs"* (FD, 24-05-1991). In 1991 wordt aandeelhouderswaarde ook voor het eerst genoemd in de context van een overname. De Nederlandse Aardolie Maatschappij zag af van het aanbod om Nedlloyd Energy over te nemen (FD, 20-06-1991). Nedlloyd Energy had zelf initiatief genomen voor de overname, maar zegt nu samen met partner Goldman Sachs op zoek te gaan naar kandidaat-kopers in Londen. Directeur De Bruijn geeft aan dat bij de verkoop 'een zo hoog mogelijk shareholders value' centraal staat (FD, 20-06-1991).

In 1992 laat de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) zich weer uit over aandeelhouderswaarde in Nederland. Directeur De Haze Winkelman geeft aan dat de VEB zich inmiddels niet alleen meer als stem van de kleine aandeelhouder presenteert, maar ook als die van een aantal institutionele beleggers. In het artikel wordt besproken hoe ze samen met een anoniem aantal van hen een gedragscode hebben opgesteld, waarin de te volgen koers uiteen was gezet. De gedragscode heeft als doelstelling een einde te maken aan de forse bescherming van ondernemingen tegen overnames, de bestaande aandeelhouders een voorkeursrecht te laten hebben bij emissies, en de emissie jaarlijks de 10% niet te boven te laten gaan (17-07-1992). Daarnaast spreekt de VEB zich uit tegen het structuurregime. *"Onder het structuurregime is de invloed van de aandeelhouder op de raad van commissarissen en de raad van bestuur beperkt tot een minimum"*. Waarbij het fundamentele bezwaar tegen het regime was dat directie en commissarissen van de onderneming zich richtten op de behartiging van het vennootschappelijk belang, niet die van de aandeelhouder. *"Het maximaliseren van de opbrengst voor de aandeelhouder, dat moet het doel zijn van de onderneming"* (FD, 17-07-1992). Het zou in de eerste plaats moeten gaan om de winst. Overige belangen zouden daaraan ondergeschikt zijn, aldus Haze Winkelman. Het aanstellen van 'aandeelhoudersachtige

commissarissen' kon een belangrijke tussenfase zijn naar het uiteindelijke doel van de VEB – het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde (FD, 17-07-1992).

Naast de uitingen van BP en J.P. Morgan eind jaren tachtig, doet het management van een aantal Nederlandse bedrijven al relatief vroeg uitspraken over aandeelhouderswaarde. In 1994 gaat het bijvoorbeeld over KPN en het stijgende aandeel van de winst dat als dividend wordt uitgekeerd. KPN wil het percentage van 50% opschroeven naar 60%, terwijl 40% een gebruikelijk percentage is in Nederland (FD, 24-05-1994). De verklaring die KPN voor het verhogen geeft, is dat Britse en Amerikaanse concurrenten gelijke percentages winst uitkeren. Bestuursvoorzitter Wim Dik meldt daarbij dat hij de toename van aandeelhouderswaarde als zijn eerste prioriteit ziet (FD, 24-05-1994). In het artikel wordt ook vermeld dat ABN Amro, ING en Swiss Bank een geleidelijke stijging van het uitgekeerde dividend naar boven de 50% verwachten (FD, 24-05-1994). Ook de bonus bij het vertrek van oud-topman Peter Davis bij Reed Elsevier in 1994 wordt gerelateerd aan aandeelhouderswaarde. Het bedrag dat Peter Davis als vertrekbonus meekrijgt, wordt door het management verklaard aan de hand van de bijdrage aan de toegenomen aandeelhouderswaarde gedurende zijn dienstverband (FD, 16-08-1994).

In 1994 en 1995 zijn er tevens twee hoogleraren die uitspraken doen over aandeelhouderswaarde. Prof. Krens, hoogleraar aan de Rotterdamse Erasmus Universiteit, geeft in het laatste artikel van 1994 aan dat de tijd, waarin vette en magere jaren elkaar rustig konden afwisselen zonder commotie bij beleggers of personeel, voorbij is (FD, 24-12-1994). Vooral beurs genoteerde ondernemingen zullen 'naar de pijpen van de beleggers moeten dansen'. *"De particuliere belegger is getransformeerd van grijze couponknipper tot felle rendementsjager"* (FD, 24-12-1994). De druk op de manier waarop jaarrekeningen vorm worden gegeven, is volgens de hoogleraar te verklaren door de steeds meer mondige en meer vragende gebruikers van jaarrekeningen. Daarnaast wijst hij op het feit dat de institutionele beleggers steeds vaker worden afgerekend op hun 'performance', waardoor voor hen druk staat op het realiseren van winst op de korte termijn. Prof. Krens geeft het immaterieel actief als voorbeeld. De bankier zou dit op de jaarrekening het liefst van het vermogen aftrekken voor zoveel mogelijk zekerheid. De belegger, ook een gebruiker van het jaarverslag, wil weten 'wat het echte zaakje waard is' en het immaterieel actief meetellen in de aandeelhouderswaarde (FD, 24-12-1994).

In 1995 beschrijft Prof. Dr P.W. Moerland de groeiende convergentie van bestuursvormen op internationaal gebied door middel van een analyse over de bestuursvorm als wapen in de strijd met de concurrentie. Door de toename van internationale concurrentie groeien de bedrijfsculturen en structuren naar elkaar toe: *"Voor ondernemers wordt de wereld steeds meer een dorp"* (FD, 20-09-1995). Voor continentaal Europa betekent dat vooral de overgang op: *"...het uitgangspunt en de*



*methodiek van strategisch waardemanagement, dit is het richten van de strategische besluitvorming op het creëren [sic] van aandeelhouderswaarde”* (FD, 20-09-1995). De wederzijdse beïnvloeding van bedrijfscultuur vindt volgens de hoogleraar plaats door middel van het opzetten van joint ventures, het vestigen van dochterbedrijven in elkaars regio's, overname of fusie van bedrijven en door de notering aan effectenbeurzen in meerder regio's (FD, 20-09-1995).

Het laatste artikel uit 1995 gaat in op de kritiek die de belangenvereniging van bedrijfstakpensioenfondsen VB en het ambtenarenpensioenfonds ABP uiten op het akkoord inzake beschermingsconstructies tussen de beurs en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (FD, 20-10-1995). In dit akkoord werd voorgelegd om vijandige overnames eerst voor te leggen aan een nieuw op te richten 'Commissie Betwiste Overnames', die vervolgens binnen achttien maanden een oordeel moest vellen over de *“wenselijkheid van de beschermingsconstructies bij het belaagde beursfonds”* (FD, 20-10-1995). VB en ABP gaven aan dat institutionele beleggers meer in aandelen wilden beleggen, maar dat uitbreiding van de belangen slechts mogelijk was onder de voorwaarde dat ten eerste de bedrijfsstrategie duidelijk bijdroeg aan het vergroten van aandeelhouderswaarde en dat ten tweede de onderneming geen permanente of verregaande beschermingsconstructies had. De positie van de aandeelhouder was volgens de pensioenfondsen dankzij het structuurregime al genoeg verzwakt (FD, 20-10-1995).

## Doorbraak van aandeelhouderswaarde in Nederland

Gedurende de jaren 1996-1998 neemt de aandacht voor aandeelhouderswaarde in het Financieele Dagblad snel toe. Waar, tussen 1985-1995 maar 19 artikelen aandeelhouderswaarde benoemen, bevatten in 1996 alleen al 22 artikelen de term aandeelhouderswaarde. In vergelijking met de periode 1985-1995 neemt de frequentie van aandeelhouderswaarde in 1996-1998 in absolute aantallen vooral toe in de context van de bedrijfsstrategie en de bedrijfsresultaten (zie tabel 3). Daarnaast is er een grote groei in het benoemen van aandeelhouderswaarde in opiniestukken en in de context van een fusie, splitsing of overname. Vooral in 1997 en 1998 neemt hierin de frequentie sterk toe. Ook is in deze jaren een groei zichtbaar in het benoemen van aandeelhouderswaarde bij de emissie en 'buyback' van aandelen en de herstructurering van een onderneming. De bedrijfsstrategie blijft echter nog de dominante context voor het bespreken van aandeelhouderswaarde. Waar in de eerdere jaren de kritiek op beschermingsconstructies nog erg centraal stond, neemt dit in de jaren 1996-1998 relatief sterk af. Ook bij de actoren die zich uitlaten over aandeelhouderswaarde is er een verandering in deze jaren waarneembaar. Vanaf 1996 lijkt aandeelhouderswaarde een grotere rol te gaan spelen in de analyses van financieel analisten en consultants (zie tabel 4). Ondanks dat er vanaf 1985 tot en met 1995 geen enkele financieel analist uitspraken doet over aandeelhouderswaarde in het FD, zijn dit er al zes in 1996. Vervolgens stijgt dit aantal exponentieel, van zes artikelen in 1996 naar elf in 1997, om vervolgens meer dan te verdubbelen naar vierentwintig artikelen in 1998. Daarnaast is er een grote diversificatie van actoren die aandeelhouderswaarde benoemt. Kredietbeoordelingsbureaus, investeringshuizen, vakbonden en ook hoogleraren, politici en institutionele beleggers spreken zich uit. Het management blijft desondanks nog steeds de dominante actor.

**Tabel 3** Context artikelen *Het Financieele Dagblad* (1996-1998)

Context	Jaar			Totaal
	1996	1997	1998	
Bedrijfsstrategie	10	25	26	61
Bedrijfsresultaten	3	5	12	20
Beursnotering	1	1	3	5
Opleiding	1	-	-	1
Beschermingsconstructies	2	3	-	5
Fusie	1	3	7	11
Splitsing	1	8	4	13
Emissie	1	-	1	2
Overname	2	2	8	12
Herstructurering	-	2	3	5
Opiniestuk	-	10	6	16
Buyback	-	3	2	5
<b>Totaal</b>	<b>22</b>	<b>62</b>	<b>72</b>	<b>156</b>

**Tabel 4** Actor artikelen *Het Financieele Dagblad* (1996-1998)

Actor	Jaar			Totaal
	1996	1997	1998	
Management	13	30	28	71
Financieel Analist	6	11	24	41
Rotterdam School of Management	1	-	-	1
Vereniging van Beleggingsanalisten	1	3	-	4
Deskundige	-	2	4	6
Commissie Peters	1	-	-	1
Consultant	-	6	7	13
Werkgeversvereniging	-	1	-	1
Investeringshuis	-	2	-	2
Institutionele Belegger(s)	-	4	-	4
Hoogleraar	-	2	2	4
Politici	-	1	-	1
Vakbond	-	-	3	3
Raider	-	-	1	1
OESO	-	-	1	1
Kredietbeoordelingsbureau	-	-	2	2
<b>Totaal</b>	<b>22</b>	<b>62</b>	<b>72</b>	<b>156</b>

Noot: OESO staat voor 'Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling'

Het management laat zich in 1996 vooral uit over aandeelhouderswaarde omtrent een verandering binnen de onderneming. Zo wordt bijvoorbeeld geschreven dat met de komst van Jurgen Schrempp bij Daimler 'alles anders werd'. De term 'shareholder value' zou steeds vaker zijn opgedoken tijdens de vergaderingen in het Stuttgarter Daimler-hoofdkwartier (FD, 26-01-1996). Het management van de Deutsche Bank gaf aan dat inmiddels veertig procent van het kapitaal van de bank zich in buitenlandse handen zou bevinden. De verandering naar een grotere openheid van de bank zou 'de plaats markeren' die aandeelhouderswaarde in de bedrijfsstrategie innam (FD, 30-03-1996).

Andere ondernemingen lijken zich juist tegen aandeelhouderswaarde uit te spreken, vooral vanwege de korte termijn visie van aandeelhouderswaarde. Bestuursvoorzitter Simon de Bree gaf bijvoorbeeld na de volledige privatisering van het Limburgse chemieconcern DSM aan dat, in plaats van 'shareholder value' de 'business value' zou worden aangehouden als doel. De Bree wilde daarmee vooral aangeven dat bij het doel van de onderneming de groei en winstgevendheid over een langere periode voorop stond (FD, 21-12-1996). Ook Shell sprak zich uit over de voorkeur die het gaf aan de lange termijn visie van 'stakeholder value' in plaats van het Angelsaksische 'shareholder value' (FD, 28-12-1996).

De kritiek op beschermingsconstructies is vooral in 1996 nog aanwezig. De VEB kwam 'in geweer' tegen de nieuwe rage van beschermingsconstructies in de vorm van financieringspreferenties. Bedrijven als DSM, Ahold en Hoogovens zouden een 'peperdure' beschermingswal hebben opgezet door preferente aandelen te plaatsen bij 'bevriende partijen' (FD, 15-03-1996). De VEB sprak zich vooral uit tegen het feit dat de financieringspreferenties overnames praktisch onmogelijk hadden gemaakt. Ook als er geen sprake was van een overname, kregen de houders van de preferente aandelen voor weinig geld een grote zeggenschap. Daarnaast kregen ze - onafhankelijk van de prestatie van de onderneming - een vast dividend. De VEB 'hekelde' dan ook het feit dat ze niet gebaat waren bij de beslissingen die aandeelhouderswaarde zou verhogen ten koste van het eigen risico (FD, 15-03-1996).

Op 28 november 1996 kwam een artikel uit waarin de commissie Peters zich uitliet over de eigen publicatie van het rapport over 'corporate governance'. De commissie kwam voort uit een akkoord tussen de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) en de Vereniging voor Effectenhandel (VvdE) over beschermingsconstructies (FD, 28-11-1996). De commissie was ontstaan als vertegenwoordiging van ondernemingsbesturen en beleggers die nu eenmaal 'moesten' zoeken naar een compromis tussen 'tegenstrevende belangen' (FD, 28-11-1996). Het was volgens de commissie 'zonneklaar' dat het debat over beschermingsconstructies eigenlijk ging over de zeggenschap van verschaffers van risicokapitaal in ondernemingen (FD, 28-11-1996). De commissie gaf aan, dat in het licht van 'structurele veranderingen' die zich voltrokken in de financiële markt en het feit dat in Nederland het toezicht op het ondernemingsbestuur door een raad van commissarissen was geregeld, er geen 'maatschappelijk bevredigend antwoord' was op onzekerheid (FD, 28-11-1996).

Vanaf 1996 is het opvallend dat aandeelhouderswaarde vaker gebruikt wordt als maatstaf voor de prestatie van ondernemingen en het management. In een analyse van de overname van het Australische TNT door KPN wordt er vooral aan de hand van aandeelhouderswaarde gerekend. De financieel analist in kwestie meldt bijvoorbeeld het volgende: *"In termen van aandeelhouderswaarde komt het er echter toch weer op neer de investering in een jaar of zes terug te verdienen om op een aanvaardbaar rendement van 16% op het geïnvesteerd [sic] vermogen te komen"* (FD, 05-10-1996). Het laatste artikel uit 1996 is toonaangevend. In dit artikel wordt een overzicht gegeven van de jaarlijkse resultaten van verschillende bedrijven door een financieel analist. Daarbij wordt vermeld dat door de lage rente en het uitbundige beursklimaat Nederlandse managers miljarden uitgaven in hun jacht op 'shareholder value' (FD, 31-12-1996). Shell-president Cor Herkstroter werd aangewezen als voorbeeld hoe aandeelhouderswaarde gecreëerd kon worden zonder 'overnames van formaat'. In 1996 zou vrijwel elke bestuursvoorzitter zich hebben gecommitteerd aan de maximalisatie van aandeelhouderswaarde. Bestuursvoorzitter Hans van der Wielen van Nutricia was 's lands kampioen en de 'verliezers' waren de managers van KLM, KNP BT en Bols Wessanen, die er niet in slaagden om

aandeelhouderswaarde te creëren (FD, 31-12-1996). Waar in 1995 nog nauwelijks sprake was van aandeelhouderswaarde, is het aan het eind van 1996 al een instrument om Nederlandse managers mee te kunnen analyseren en beoordelen.

In 1997 en 1998 is er een plotselinge groei in het benoemen van aandeelhouderswaarde in de context van een beursnotering, overname, fusie, herstructurering, buyback of splitsing. Een voorbeeld is een artikel met de herstructurering van KLM als context. In dit artikel reageert het management op de suggestie dat het personeelsbelang werd overheerst door het streven naar 'shareholder value'. Ze wijzen de suggestie af, maar geven ook aan het belang van aandeelhouderswaarde goed te begrijpen: *"Ik snap het belang van de aandeelhouderswaarde ontzettend goed. Het voortbestaan van KLM hangt er mede van af"* (FD, 24-01-1997).

Ook bij de eventuele fusie van de coöperatieve bank Rabo wordt aandeelhouderswaarde genoemd. Onder druk van de positie op de thuismarkt en de mogelijkheid zich te verdedigen tegen 'invallen van grote spelers buitenaf', waren er gesprekken gestart over een fusie met de Belgische Kredietbank (FD, 23-05-1997). De Belgische Kredietbank was beursgenoteerd en volgens het artikel dus *"...meer geïnteresseerd [sic] in shareholder value"* (FD, 23-05-1997). Ondanks dat zei Rabo niet te willen 'tornen' aan de coöperatieve structuur, maar heeft het als wederdienst toch haar internationale activiteit op enige afstand gezet voor eventuele speciale allianties met buitenstaanders (FD, 23-05-1997). Bestuursvoorzitter Frank de Wit van KNP BT en zijn 'financiële man' Rob Bonnier van KNP BT gaven aan dat een reorganisatie van de verpakkingdivisie van het bedrijf rendementsverbetering beloofde. Zij zouden na jaren van waardevernietiging bij KNP BT nu *"...gedreven adepten van de theorie van de aandeelhouderswaarde"* zijn (FD, 16-09-1997). Na de 'strategische heroriëntatie' en aankondiging van de verkoop van de papierproductie herstelde de aandeelhouderswaarde echter niet. *"Het concern heeft zijn papieractiviteiten net voor een appel en een ei verkocht. De positie van de twee resterende onderdelen, handel en verpakkingen, is na een afgebroken fusiepoging onduidelijk"* (FD, 18-12-1997). De nieuwe weg die was ingeslagen werd in twijfel getrokken en Frank de Wit en Rob Bonnier werden de laan uitgestuurd. De beleggers en analisten waren zich daardoor al aan het 'verlekkeren' aan 'break up value-berekeningen' (FD, 18-12-1997). Een aantal dagen later werd er geschreven over de verkorte periode van de radio stilte van KNP BT (FD, 23-12-1997). De VEB had geëist dat de grote onzekerheid over de strategische koers weggenomen zou worden. Het bericht dat 'alle mogelijke alternatieven in overweging worden genomen' werd door VEB-directeur De Vries geïnterpreteerd als een implicatie dat er een opsplitsing mogelijk was (FD, 23-12-1997). De Vries gaf aan een groot voorstander te zijn vanwege de reden dat: *"...KNP BT zelf niet in staat is gebleken aandeelhouderswaarde te creëren [sic] en omdat de beurswaarde van KNP BT de waarde van de afzonderlijke divisies onvoldoende weerspiegelt"* (FD, 23-12-1997).

In 1998 spraken bijna net zoveel financieel analisten zich uit over aandeelhouderswaarde als het management van bedrijven. Naast de analyses over onder andere fusies, splitsingen en bedrijfsresultaten gaven ze in 1997-1998 ook een aantal keer inzicht in de ontwikkeling van 'aandeelhouderswaarde' in opiniestukken. In 1998 werden bijvoorbeeld de 'fanatiekste gebruikers van het begrip shareholder value' in twee categorieën verdeeld. Aan de ene kant de succesvolle ondernemingen die aandeelhouderswaarde gebruikten om 'extra glans' mee te geven, en aan de andere kant bestuurders van bedrijven die de beurs had laten vallen. Ze zouden aandeelhouderswaarde juist als 'ultiem medicijn' zien om het bedrijf extra leven in te blazen (FD, 28-03-1998). Daarnaast komt in de berichtgeving naar voren dat het creëren van aandeelhouderswaarde in het begin van de jaren negentig was opgedoken in de 'toen woedende discussie over beschermingsconstructies'. Volgens de financieel analisten is het echter sinds 1996 'raak' (FD, 28-03-1998). Naast de opkomst van aandeelhouderswaarde deden ook gerelateerde verschijnselen in Nederland hun intrede. De presentatie van de jaarcijfers zou niet compleet zijn zonder dat de leiding van een onderneming aangaf in hoeverre er rekening gehouden werd met de veertig punten van de Commissie-Peters (FD, 28-03-1998). Analisten en bestuurders zouden op de achterkant van een sigarendoosje de 'break up value' van concerns berekenen (FD, 28-03-1998). Onder andere ABN Amro was inmiddels alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen aan het nagaan op de mogelijkheid van de 'buyback' van eigen aandelen om de aandeelhouderswaarde te stuwen (FD, 28-03-1998).

## Conclusie en Discussie

Aan de hand van berichtgeving in het Financieele Dagblad is een duidelijk patroon ontstaan wanneer en op welke wijze het concept van aandeelhouderswaarde in Nederland opkwam en hoe het zich in eerste instantie heeft verspreid. Na een geringe berichtgeving van 1987 tot en met 1995 nam het aantal artikelen over aandeelhouderswaarde vanaf 1996 in een snel tempo toe. Tussen 1987 en 1995 stond aandeelhouderswaarde in Nederland vooral centraal in artikelen omtrent de kritiek op beschermingsconstructies. Vooruitkijkend op de Europese eenwording in 1992 en de verwachting dat vijandige overnames daarmee zouden toenemen, werd geopperd niet alleen naar additionele juridische beschermingsconstructies te kijken. De opvatting was dat het management permanent actief zou moeten zijn op het gebied van het creëren van aandeelhouderswaarde om het aankomende 'toetsingsproces' door de aandeelhouder en de markt goed te kunnen doorstaan. Daarnaast kwamen van 1987-1995 belangrijke actoren naar voren in de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde. De Vereniging van Effectenbezitters (VEB) vormde zich in deze jaren om tot stem van zowel kleine aandeelhouders als grote institutionele beleggers. De plotselinge verandering van de houding van institutionele beleggers gebeurde mede onder toenemende druk om te presteren op korte termijn. De beleggers wilden op hun beurt op korte termijn betere resultaten zien van de ondernemingen. Tevens was er een verandering merkbaar in de manier waarop jaarrekeningen werden vormgegeven. Het fundamentele bezwaar uit de hoek van aandeelhouders was dat directie en commissarissen van de onderneming zich teveel zouden richten op de behartiging van het vennootschappelijk belang en niet die van de aandeelhouder. Die trend van meer kritische aandeelhouders leek het opkomende belang van het maximaliseren van aandeelhouderswaarde te ondersteunen. In 1998 was de presentatie van de jaarcijfers niet compleet zonder dat de leiding van een onderneming aangaf in hoeverre er rekening gehouden werd met de veertig punten van de Commissie-Peters.

Naast de toename van berichtgeving van aandeelhouderswaarde werd het gebruik van de term vanaf 1996 anders. Aandeelhouderswaarde werd vaker als instrument gebruikt om Nederlandse managers en ondernemingen te beoordelen en te analyseren. Aandeelhouderswaarde werd na 1996 eveneens steeds vaker gebruikt voor de analyse van bedrijfsresultaten en de berekening van de 'werkelijke en potentiële' waarde van bedrijven. In 1996 zou vrijwel elke bestuursvoorzitter zich hebben gecommitteerd aan de maximalisatie van aandeelhouderswaarde en aan het einde van het jaar werd door financieel analisten aan de hand van aandeelhouderswaarde zelfs onderscheid gemaakt tussen succesvolle managers en niet succesvolle managers. In 1997-1998 is er een grote diversificatie van actoren en contexten. Tevens was er een snelle toename zichtbaar van financieel analisten en consultants die aandeelhouderswaarde bespraken. Gedurende 1997 en 1998 was er vooral een

relatieve toename van fusies, splitsingen en overnames als context waarin aandeelhouderswaarde werd besproken. Onder andere de herstructurering van KLM, de overname pogingen van KPN en de pogingen tot fusies en splitsingen van KNP BT kwamen relatief veel voor in de berichtgeving.

Het begrijpen van een transformatie van een veld impliceert het analyseren van de manier waarop groepen uitdagers een interventie kunnen plegen in de bestaande machtsrelaties (Heilbron et al., 2011). In het geval van aandeelhouderswaarde is het dus de vraag hoe de machtsrelatie tussen bestuurselite en de groepen aandeelhouders ten gunste van deze laatste is verschoven (Heilbron et al., 2011). De activistische houding van de VEB jegens het management, en het vermogen kleine aandeelhouders en institutionele beleggers daarbij te organiseren, heeft hierin een belangrijke rol gespeeld. Door middel van de bundeling van krachten kon gezamenlijke druk uitgeoefend worden op het management van bedrijven, ondanks de verschillen in positie binnen het economisch gebied, evenals hun verschillen in middelen, disposities en relaties met de bestuurselite. De veranderende politieke condities waarin deze transformatie zich voltrok zijn ook van belang. Vanwege de Europese eenwording in 1992 en de hogere concurrentiedruk door de internationalisering van markten ontstond een discours, waarin de urgentie van een verandering van waardebeoordeling en strategie naar voren kwam. Zowel Bourdieu als Fligstein benadrukken dat economische en financiële belangen niet automatisch tot actie leiden, maar op een bepaalde manier 'geframed' moeten worden om legitimiteit en actieve betrokkenheid van specifieke groepen te bevorderen (Heilbron et al., 2011). De onzekerheid omtrent een eventuele overnamegolf dankzij een te lage beurswaardering - en de grotere concurrentiedruk door internationalisering van de markt - lijkt een relevante 'framing' te zijn geweest, waarin de legitimiteit en actieve betrokkenheid van de institutionele beleggers bevorderd werd. Dit sluit aan bij de bevindingen van verschillende onderzoeken dat toenemende concurrentiedruk op productmarkten als verklaring gezien kan worden voor de verspreiding van een aandeelhouderswaarde-oriëntatie (Hansmann & Kraakman, 2001; Höpner, 2001; Khanna and Palepu, 2001). Tevens sluit de centrale rol van de VEB en de samenwerking met institutionele beleggers aan bij het idee van Fligstein dat het juist financieel georiënteerde buitenstaanders zoals institutionele beleggers, investeringsbanken en pensioenfondsen waren, die ijverden voor meer zeggenschap van aandeelhouders (Fligstein, 2001). De kritiek van bedrijfstakpensioenfonds VB en het ambtenarenpensioenfonds ABP op het akkoord inzake beschermingsconstructies is hier een ander voorbeeld van. De pensioenfondsen benadrukten in 1995 dat investeringen slechts mogelijk waren onder de voorwaarde dat ten eerste de bedrijfsstrategie duidelijk bijdroeg aan het vergroten van aandeelhouderswaarde en dat ten tweede de onderneming geen permanente of verregaande beschermingsconstructies had. Ook Useem (1996) benadrukt het belang van institutionele beleggers, maar geeft als verklaring dat de grote posities die institutionele beleggers hadden in ondernemingen



hen in staat stelden beter druk uit te oefenen op het management dan aandeelhouders met een kleinere positie. In Nederland lijkt dit onderscheid tussen aandeelhouders onderling van minder belang te zijn geweest door de algemene rol die bijvoorbeeld de VEB en de commissie-Peters hebben gespeeld in het vormen van een gezamenlijk front voor alle aandeelhouders. Williams (2000) stelt dat juist consultants een belangrijke rol speelden in het oplossen van de problematiek rondom de felle kritiek die bedrijven kregen vanwege de lage beurskoersen. In dit onderzoek zijn er echter geen duidelijke aanwijzingen gevonden voor de vroege inmenging van consultants. Uit de resultaten blijkt dat consultants naast een incidentele uitspraak zich vooral pas in 1997 en 1998 - toen het concept meer gangbaar was - uitlieten over aandeelhouderswaarde.

Het raadplegen van een publieke bron voor de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde heeft zijn beperkingen, vooral doordat wat in dit proces relevant kan zijn, vaak niet doordringt tot de openbaarheid. De institutionele beleggers die samen met de VEB een gedragscode opstelden waren bijvoorbeeld aanvankelijk anoniem. Dit geeft aan dat belangrijke actoren niet in gelijke mate op de voorgrond wilden treden. Overigens toont Bezemer (2010) aan dat de invloed van soorten aandeelhouders minder wordt als de onderneming veel genoemd wordt in de nationale media. Het kan zijn dat er een verschil is tussen ondernemingen die veel in het FD voorkwamen - zoals KNP BT en KLM - en ondernemingen waar minder berichtgeving over was. Tevens is er de kans dat er vaak sprake was van het symbolische gebruik van aandeelhouderswaarde door het management, waarin het FD symbolisch werd gebruikt om een bepaald beeld van de onderneming te schetsen (Fiss & Zajac, 2004). Desondanks is er in dit onderzoek geen indicatie gevonden dat er een belangrijkere rol voor de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland was dan de vereniging van verschillende groepen aandeelhouders, die vervolgens druk zetten op een verandering naar een op aandeelhouderswaarde gebaseerde waardebeoordeling en strategie van bedrijven.

Tijdens het onderzoeksproces kwamen enige complicaties naar voren. De data van het FD en LexisNexis kwamen niet overeen en de frequenties van verschillende zoektermen – die ook overlap hadden – moesten apart bij elkaar worden opgeteld. Een tip voor toekomstig onderzoek naar berichtgeving in het FD is het verkrijgen van toegang tot het gehele archief van FD.nl via een professioneel abonnement. Een suggestie voor toekomstig onderzoek naar de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland is een verdere bestudering van belangrijke actoren zoals de Commissie-Peters en de VEB, en de manier waarop de organisatie van de verschillende groepen aandeelhouders in werking is getreden. Tevens is de grotere druk op de ‘performance’ op korte termijn van institutionele beleggers in de eerste helft van de jaren negentig van belang voor het begrijpen van de plotselinge steun voor de creatie van aandeelhouderswaarde. Het is eveneens interessant vergelijkend onderzoek te doen naar het verschil tussen de chronologie

van de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde uit onderzoek naar publieke bronnen zoals het FD en uit onderzoek naar jaarverslagen of interne verslaggeving van bedrijven. Het onderzoek van Bezemer (2010) toont immers een andere tijdscurve aan op basis van jaarverslagen dan de tijdscurve die opgemaakt kan worden uit berichtgeving van het FD. Ook verder onderzoek naar de manier waarop de Europese eenwording en de internationalisering van de markten door ondernemingen en institutionele beleggers geïnterpreteerd werd in de eerste helft van de jaren negentig, is van belang om de 'legitimering' van de machtsverschuiving te kunnen verklaren.

De opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in Nederland kan theoretisch het best begrepen worden op basis van een relationele analyse van het veld waarin Nederlandse ondernemingen zijn ingebed. De machtsverschuiving van de bestuurselite naar de aandeelhouders kwam tot stand in een discours van angst en onzekerheid over de concurrentiedruk op de markten, Europese eenwording en de komst van een overnamegolf door een te lage beurswaardering. Deze spanning in het veld leidde tot de organisatie van verschillende groepen aandeelhouders. De vereniging van aandeelhouders bracht de transformatie van macht van de bestuurselite naar de aandeelhouders in gang door kritiek te uiten op beschermingsconstructies in Nederland en door druk uit te oefenen op het management van ondernemingen om zich aan te passen aan de nieuwe – op aandeelhouderswaarde gerichte - manier van waardebeoordeling en strategie.

## Bibliografie

- Beckert, J. (2003). Economic Sociology and Embeddedness: How Shall We Conceptualize Economic Action?, *Journal of Economic Issues*, 37:3, 769-787.
- Bezemer, P., Maassen, G.F., Van Den Bosch, F.A.J. and Volberda, H.W. (2007). Investigating the development of the internal and external service tasks of non-executive directors: The case of the Netherlands (1997-2005), *Corporate Governance: an International Review*, 15, 1119-1129.
- Bezemer, P. (2010). Diffusion of Corporate Governance Beliefs: Board Independence and the Emergence of a Shareholder Value Orientation in the Netherlands. (No. EPS-2010-192-STR). *ERIM Ph.D. Series Research in Management*. Erasmus Research Institute of Management. Retrieved from: <http://hdl.handle.net/1765/18458>
- Bezemer, P., van den Bosch, F., Volberda, H. (2012). Aandeelhouderswaarde versus stakeholderwaarde: Een analyse van de ontwikkelingen in Nederland (1992-2009). *Lückerath-Rovers, M., B. Bier, H. Van Ees en M. Kaptein (eds.), Jaarboek Corporate Governance 2012-2013*, Deventer: Kluwer.
- Coffee, J. C., Jr. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93: 641–707.
- Charmaz K. (2003). Grounded theory: Objectivist and constructivist methods. In Denzin N. K., Lincoln Y. S. (Eds.), *Strategies for qualitative inquiry* (2nd ed., pp. 249–291). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Fligstein, N. (1990). *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge: Harvard University Press.
- Fligstein, N. (2001). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty First-Century capitalist Societies*. Princeton: Princeton University Press.
- Fiss, P.C., Zajac, E.J. (2004). The diffusion of ideas over contested terrain: The (non-) adoption of a shareholder value orientation among German firms, *Administrative Science Quarterly*, 49, 501-534.
- Gamble, A and Kelly, G. (2001). Shareholder value and the stakeholder debate in the UK, *Corporate Governance: An International Review*, 9, 110-117.
- Granovetter, Mark. (1985). Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. *American Journal of Sociology* 91 1985: 481-510.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89: 439–468.
- Heilbron, J., Verheul, J., Quack, S. (2011). De opkomst en verspreiding van ‘aandeelhouderswaarde’ in de Verenigde Staten, Amsterdam University Press, *Sociologie*, 7, 1, pp. 21-42.

- Heemskerk, E.M., Mokken, R.J. and Fennema, M. (2003). From stakeholders to shareholders: Corporate governance networks in the Netherlands 1976-1996, *SSRN working paper*.
- Höpner, M. (2001). Corporate governance in transition: Ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany. *Max Planck Institute for the Study of Societies Working Paper No. 05/2001*.
- Khanna, T., and K. Palepu (2001). Product and labor market globalization and convergence of corporate governance: Evidence from Infosys and the Indian software industry. *Working paper*, Harvard Business School.
- Kochan, T. A. en Useem, M. (1992). *Transforming Organizations*. Oxford: Oxford University Press.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35.
- Letza, S., Sun, X. and Kirkbride J. (2004). Shareholding versus stakeholding: A critical review of corporate governance, *Corporate governance: An international review*, 12, 242-262.
- Letza, S., Sun, X., Kirkbride, J., (2004). Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3), 242-262.
- Lipton, M. en Rosenblum, S, A. (1991). A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors. *The University of Chicago Law Review* 58 (1) 187-253.
- Luhmann, N. (1968). *Zweckbegriff und Systemrationalität*. Frankfurt: Suhrkamp, 1968. --. *Die Wirtschaft der Gesellschaft*. Frankfurt: Suhrkamp, 1988.
- Martin, J. L. (2011). *The explanation of social action*. New York: Oxford University Press.
- Morin, F. (2000). A transformation in the French model of shareholding and management, *Economy & Society*, 29, 36-53.
- Morris, J., Hassard, J. and McCann, L. (2008). The resilience of 'institutionalized capitalism': Managing managers under 'shareholder capitalism' and 'managerial capitalism', *Human Relations*, 61, 687-710.
- Rubach, M. J., Sebor T. C. (1998). Comparative corporate governance: Competitive implication of an emerging convergence. *Journal of World Business*, 33: 167–184.
- Stadler, C., Matzler, K., Hinterhuber, H. and Renzl, B. (2006). The CEO's attitude towards the shareholder value and stakeholder model: A comparison between the continental European and the Anglo-Saxon perspectives, *Problems and Perspectives in Management*, 4, 41-48.
- Sanders, W.M. and Tuschke, A. (2007). The adoption of institutionally contested organizational practices: The emergence of stock option pay in Germany, *Academy of Management Journal*, 50, 33-56.

- Thomsen, S. (2003). The convergence of corporate governance systems to European and Anglo-American standards, *European Business Organization Law Review*, 4, 31-50.
- Tuschke, A. and Sanders, W.M.G. (2003). Antecedents and consequences of corporate governance reform: The case of Germany, *Strategic Management Journal*, 24, 631-649.
- Useem, M. (1993). *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Useem, M. (1996). *Investor capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: BasicBooks.
- Weber, M. (1985). *Wirtschaft und Gesellschaft*. Tiibingen: J. C. B. Mohr, 1985.
- Williams, K. (2000). From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society* 29 (1) 1-12.
- Zukin, Sharon, & DiMaggio, Paul. (1990). Introduction. The Social Organization of the Economy, edited by Sharon Iukin and Paul DiMaggio, *Structures of Capital*, 1-36. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.