

Aandeelhouders eerst!

De opkomst en verspreiding van ‘aandeelhouderswaarde’ in de Verenigde Staten

Johan Heilbron, Jochem Verheul & Sander Quak

Hoewel over het streven naar het creëren van ‘aandeelhouderswaarde’ veel is geschreven, is weinig onderzoek gedaan naar de opkomst en eerste verspreiding van deze bedrijfsstrategie. In dit artikel onderzoeken we aan de hand van openbare bronnen als de *Wall Street Journal* en de *Institutional Investor* wanneer en op welke wijze het concept van ‘aandeelhouderswaarde’ opkwam en hoe het zich in eerste instantie in de VS heeft verspreid. Zowel de opkomst als de verspreiding van ‘aandeelhouderswaarde’ zijn vanuit economisch sociologisch perspectief te begrijpen vanuit de veranderende machts- en afhankelijkheidsverhoudingen waarin ondernemingen zijn ingebed. De diepe economische recessie rond 1980 leidde tot een crisis van de heersende managementopvattingen, bood nieuwkomers de kans om alternatieve bedrijfsstrategieën te propageren, en daarvan werd het model waarin ‘aandeelhouderswaarde’ centraal stond dominant. De pleitbezorgers van het aandeelhoudersbelang waren aanvankelijk vermogende buitenstaanders, zogenoemde ‘raiders’. De lucratieve operaties van deze opkopers werden later een voorbeeld voor publieke pensioenfondsen. De spanningen tussen ‘raiders’ en pensioenfondsen leidden tot organisatievorming onder publieke pensioenfondsen, en de door hen opgerichte Council of Institutional Investors (1985) werd snel een toonaangevende partij, onder meer doordat het bedrijfsmanagement een profijtelijke manier vond om zich aan de nieuwe machtsverhoudingen aan te passen.

Inleiding

De grote ondernemingen die westerse economieën domineren zijn in de loop van twintigste eeuw op uiteenlopende manieren geleid. Aan de top omringden de oprichters zich aanvankelijk met verschillende specialisten en een mengeling van die kennis en kunde kwam tot uiting in de gevolgde bedrijfsstrategie. Aanvankelijk hadden daarbij productie- en organisatiespecialisten de overhand (ingenieurs, militairen), later gevolgd door marketingafdelingen en nog weer later door financiële specialisten. De laatste twee decennia van de twintigste eeuw deed zich in dit patroon van wisselende interne coalities een wonderbaarlijke verandering voor. Ondernemingen worden sindsdien bestuurd in naam van relatieve buitenstaanders, die geen directe bemoeienis hebben met het bedrijf, geen verantwoordelijkheid dragen voor de feitelijke gang van zaken en die doorgaans ook maar een beperkte kennis hebben van marktomstandigheden en ondernemingsmogelijkheden: aandeelhouders. Hoe is het mogelijk geworden dat de prestaties van grote

ondernemingen sindsdien steevast worden afgemeten aan de waarde die ze per kwartaal creëren voor hun aandeelhouders en dat alle overige bedrijfsdoelstellingen (omzetgroei, innovatief vermogen, duurzaamheid, vergroting marktaandeel) hieraan ondergeschikt zijn gemaakt? Hoewel over deze ontwikkeling een uitgebreide literatuur bestaat in verschillende vakgebieden, zijn een aantal kernvragen tot op heden onbeantwoord gebleven.¹

De term aandeelhouderswaarde, *shareholder value*, en het idee dat ondernemingen dienen te worden bestuurd in het belang van hun aandeelhouders, en alleen in dat van hun aandeelhouders, is opgekomen in de Verenigde Staten. Dit gebeurde als antwoord op de economische crisis van het einde van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig van de twintigste eeuw. Door toegenomen concurrentie vanuit Japan, twee oliecrises (1973, 1979), en een stagnerende economie die gepaard ging met een hoge inflatie ('stagflatie') waren veel Amerikaanse ondernemingen in problemen geraakt (Fligstein, 1990). Op de beurs waren deze doorgaans omvangrijke en gediversifieerde conglomeraten door dalende winsten en een hoge rentestand vaak minder waard dan de totale waarde van hun activa. Bovendien waren vele van deze ondernemingen, na jaren van onbedreigde groei, zo groot geworden, dat ze zich moeilijk konden aanpassen aan nieuwe omstandigheden (Fligstein, 2001; Lazonick & O'Sullivan, 2000: 13 - 35).

Volgens Neil Fligstein leidde deze situatie ertoe dat de heersende opvattingen over hoe ondernemingen moesten worden geleid in diskrediet raakten en er een strijd ontbrandde over een nieuwe bedrijfsstrategie (Fligstein 1990). Fligstein noemt de oriëntatie die in deze strijd als winnaar uit de bus kwam de 'shareholder conception of control'. Omdat ondernemingen opereren in onzekerheid hebben zij behoefte aan een strategische oriëntatie die hen in staat stelt om positie te kiezen ten opzichte van hun concurrenten en om de interne conflicten de baas te blijven. Zo'n algemene oriëntatie noemt Fligstein een beheersconceptie, een *conception of control*, omdat het de functie vervult van het beheersen van de verhoudingen tussen en binnen ondernemingen. In de loop van de jaren tachtig werd het maximaliseren van aandeelhouderswaarde de nieuwe 'conception of control.'

Op analoge wijze als Fligstein, beschrijven Lazonick en O'Sullivan de nieuwe bedrijfsstrategie als een vorm van ondernemingsbestuur die gericht is op het opsplitsen en verhandelen van bedrijfsonderdelen, met als enig doel het creëren van waarde voor aandeelhouders op de korte termijn (Lazonick & O'Sullivan, 2000: 13 - 35). In plaats van de voorgaande bedrijfsstrategie, die was gericht op de groei van de onderneming en het reserveren en herinvesteringen van de winst, de 'retain and reinvest' strategie, ging het voortaan om het behagen van aandeelhouders. In meer algemene zin maakte zo volgens Michael Useem het naoorlogse 'managerial capitalism' plaats voor een 'investor capitalism,' aandeelhouderskapitalisme (Useem, 1996, Heilbron 2001).

1 De auteurs danken Nicky van Es, Honours student aan de EUR voor zijn assistentie bij het onderzoek, en de redactie van Sociologie en twee anonieme beoordelaars voor hun commentaar op eerdere versies.

De omstandigheden waarin deze verandering zich voltrok, werden gekenmerkt door de opkomst van een 'neoliberaal' overheidsbeleid, gericht op deregulering, privatisering, het versterken van marktwerking, en belastingverlaging voor ondernemingen (Holmstrom & Kaplan, 2001). Na het presidentschap van Jimmy Carter (1977-81), die hiermee een begin had gemaakt, werden onder Ronald Reagan (1981-89) beschermingsconstructies ontmanteld, kwam er een juridisch kader tot stand dat de handel in ondernemingen faciliteerde en werd de macht van de vakbonden ingeperkt (Fligstein, 1999). In deze omstandigheden werd het voor financiers veel eenvoudiger om ondernemingen op te kopen en te reorganiseren, en verschoof de machtsbalans ten nadele van het management in de richting van kapitaalkrachtige en activistische groepen buitenstaanders.

Uiteenlopende verklaringen

Hoewel deze ontwikkeling op enigszins uiteenlopende wijze is geïnterpreteerd, bestaat over de voornaamste kenmerken ervan overeenstemming. De opkomst en vroege verbreiding ervan zijn echter vooralsnog onduidelijk. Weliswaar zijn er in de literatuur suggesties gedaan hoe de opkomst en dominantie van aandeelhouderswaarde verklaard zouden kunnen worden, maar deze verklaringen lopen uiteen en geen ervan is overtuigend empirisch getoetst.

Volgens Neil Fligstein waren financieel georiënteerde buitenstaanders, zoals institutionele beleggers, investeringsbanken en pensioenfondsen, de eerste partijen die tijdens en kort na de mondiale economische crisis rond 1980 actief zijn gaan ijveren voor meer zeggenschap voor aandeelhouders (Fligstein, 2000). Ook Dirk Zorn stelt dat institutionele beleggers, met name pensioenfondsen, de belangrijkste factor zijn geweest in de opkomst van aandeelhouderswaarde (Zorn, 2004: 345-364.). Pensioenfondsen en andere institutionele beleggers waren volgens Dobbin en Zorn sterk gegroeid en hadden daardoor gaandeweg een overwicht gekregen op het management (Dobbin & Zorn, 2005). De opkomst van institutionele beleggers wordt ook door Useem gezien als de belangrijkste oorzaak van het feit dat het vergroten van aandeelhouderswaarde de voornaamste ondernemingsdoelstelling is geworden. Anders dan een grote hoeveelheid verspreide individuele aandeelhouders waren institutionele beleggers in staat om grote posities in een onderneming te nemen, waardoor ze hun wil konden opleggen aan het management (Useem, 1996). Opkopers die zonder instemming van het management bedrijven kochten en reorganiseerden om in onderdelen of als geheel weer door te verkopen, zogenoemde 'raiders', worden door Useem gezien als een andere groep die een belangrijke rol zou hebben gespeeld (Kochan & Useem, 1992). Lipton en Rosenblum daarentegen beschouwen de opkomst van 'raiders' niet als een bijkomende factor, maar juist als de belangrijkste verklaring (Lipton & Rosenblum, 1991).

Lazonick en O'Sullivan stellen daar tegenover dat de oplossing voor de internationale economische crisis werd gevonden binnen de economische wetenschap. Binnen de economische wetenschap ontstond het idee om de relatie tussen

bestuurders en aandeelhouders te analyseren als de relatie tussen een 'agent' en een 'principaal.' Het management dient te worden opgevat als de 'agent' van de principaal, dat wil zeggen als de zetbaas van de aandeelhouders die ten slotte de eigenaren zijn van de onderneming. Het artikel dat de grondslag heeft gelegd voor deze zogenoemde 'agency' theorie, 'The Theory of The Firm,' van Jensen & Meckling dateert uit 1976 (Jensen & Meckling, 1976; Lazonick en O'Sullivan, 2000: 13 - 35). Deze theorie zou zich via bedrijfsadviseurs en 'business schools' hebben verspreid naar het management van ondernemingen, die deze gedachte in praktijk zou hebben gebracht.

Volgens Karel Williams kwam de oplossing voor de crisis waarin Noord-Amerikaanse ondernemingen zich bevonden nog weer uit een andere hoek. Hij stelt, dat het idee van aandeelhouderswaarde gedurende de jaren tachtig is geïntroduceerd door consultants. Deze leverden managers het concept van 'value based management.' Dit is een wijze van besturen waarin alle bedrijfsactiviteiten worden geanalyseerd in termen van aandeelhouderswaarde. Deze manier van denken zou het management, dat als gevolg van de lage beurskoersen onder druk stond van hun aandeelhouders, in staat hebben gesteld zich tegen de kritiek te verweren en opnieuw de steun te verwerven van aandeelhouders (Williams, 2000: 1-12).

Afgezien van verschillen in terminologie en interpretatie zijn in de bestaande literatuur drie vragen onbeantwoord gebleven. Alle hebben te maken met de *procesdynamiek* van de betreffende verandering. Ten eerste is er onduidelijkheid over de chronologie. Er wordt doorgaans gesproken over het einde van de jaren zeventig of het begin van de jaren tachtig, meestal in relatie tot de toenmalige economische crisis, maar zonder specificatie van het tijdsverloop. Ten tweede is niet duidelijk welke actoren op welk moment zijn gaan ijveren voor de opvatting dat aandeelhouders de zeggenschap over de onderneming zou toekomen. Niet alleen worden er uiteenlopende actoren genoemd, maar doorgaans wordt ook niet nader ingegaan op hun onderlinge relaties en de veranderingen die hierin eventueel zijn opgetreden. Ten derde is niet duidelijk op welk moment en door wie het idee van aandeelhouderswaarde wordt overgenomen, en via welke kanalen en mechanismen de eerste verspreiding heeft plaats gevonden.

Theoretisch kader en onderzoeksopzet

Om deze vragen te kunnen beantwoorden is het vruchtbaar uit te gaan van een economisch sociologisch perspectief, zoals dat door Mark Granovetter is geformuleerd (Granovetter 1985, Convert en Heilbron 2007). De centrale gedachte in Granovettters onderzoeksprogramma is dat het gedrag van (economische) actoren te verklaren valt uit de wijze waarop dit is 'ingebod' in een geheel van sociale relaties. Deze benadering staat haaks op gangbare aannames in zowel de micro-economie als in delen van de sociologie. Anders dan wordt aangenomen in de 'ondersocialiseerde' micro-economie, zijn ondernemingen geen op zichzelf staande entiteiten die onafhankelijk van hun relaties tot andere partijen hun nut maximaliseren. Anders dan de 'overgesocialiseerde' opvattingen uit onderdelen van de

sociologie handelen (economische) actoren evenmin louter op basis van gedeelde opvattingen of normen. Waar het volgens Granovetter op aankomt, is te onderzoeken hoe (economische) actoren zijn 'ingebod' in specifieke relationele structuren en welke gevolgen dit heeft voor hun gedrag. Dit uitgangspunt, dat bij Granovetter verbonden is met netwerkanalyses, is ook terug te vinden in andere relationele benaderingen als de figuratiesociologie van Norbert Elias (Elias 1971) en het veldtheoretische perspectief, dat door met name Pierre Bourdieu en Neil Fligstein is ontwikkeld (Bourdieu 2005, Fligstein 2001). Al deze relationele benaderingen gaan ervan uit dat de belangen van ondernemingen niet eenvoudig gegeven zijn, maar gedefinieerd worden door de bedrijfsleiding en dat deze definiëring tot stand komt in een dynamische constellatie van verschillende, met elkaar verbonden groepen – ondernemers, concurrenten, klanten, werknemers, financiers – die beschikken over uiteenlopende machtbronnen.

Een eerste opgave voor onderzoek naar veranderingen in de strategie van ondernemingen is derhalve om na te gaan hoe de verhoudingen waarin deze ondernemingen zijn ingebod zich ontwikkelen, en hoe deze veranderingen door de direct betrokkenen worden opgevat en geïnterpreteerd. Omdat zulke veranderingen zich niet autonoom voltrekken, maar weer afhankelijk zijn van met name de politieke condities waaronder economische netwerken functioneren, dient tevens te worden bezien wat de specifieke gevolgen zijn van meer algemene maatschappelijke veranderingen.

Deze benadering kan worden gebruikt om zowel de opkomst als de verspreiding van nieuwe bedrijfsstrategieën te verklaren. Daartoe zullen we allereerst bezien wanneer en bij welke groepen de conceptie van 'aandeelhouderswaarde' is opgekomen en hoe de mogelijkheid hiertoe ontstond. Vervolgens bezien we hoe deze nieuwe opvatting zich aanvankelijk heeft verspreid en hoe de verspreiding verband hield met veranderingen in de economische verhoudingen alsmede in de politieke condities waaronder deze functioneerden.

Om vanuit dit theoretische kader de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde in de VS in kaart te brengen, is gekozen voor een indirecte methode van onderzoek. Bij gebrek aan rechtstreekse toegang tot de belangrijkste actoren, is een analyse gemaakt van de berichtgeving hierover in enkele vooraanstaande publieke media. Deze methode en de gekozen bronnen hebben uiteraard hun beperkingen. Veel van wat relevant mag worden geacht, dringt niet door tot de openbaarheid. Dat geldt voor sommige onderwerpen meer dan voor andere, en voor sommige groepen ook weer in sterkere mate dan voor andere. Van het onderwerp 'aandeelhouderswaarde' mag worden verwacht dat het een thema is dat in niet onbelangrijke mate in de openbaarheid is bediscussieerd. Het ging immers om de strategische vraag of ondernemingen niet andere prioriteiten zouden moeten stellen en zich meer zouden moeten laten leiden door de belangen van hun aandeelhouders. Dat onderwerp is in beginsel onderzoekbaar op basis van openbare bronnen. Voor de groepen die voor deze ontwikkeling relevant mogen worden geacht, ligt dat iets anders, omdat sommige betrokkenen de publiciteit mijden, terwijl andere die juist opzoeken. Zakenbankiers zijn bijvoorbeeld

gewend uiterste discretie te betrachten bij hun optreden (vgl. Eccles en Crane 1988). Andere partijen daarentegen, te denken valt aan sommige 'raiders', hadden juist belang bij publieke ophef en zullen de media daarvoor hebben gebruikt wanneer dat overeenkwam met hun overnamestrategie. Door de uiteenlopende betekenissen van de openbare berichtgeving over deze verschillende partijen kunnen publieke bronnen dus geenszins worden beschouwd als een adequate weergave van wat zich heeft voorgedaan. Daar komt bij dat de betreffende media hun eigen agenda hebben en selecties maken uit het nieuws die hiermee in overeenstemming zijn. Openbare bronnen hebben, kortom, belangrijke beperkingen voor een reconstructie van de relaties tussen de relevante partijen bij de opkomst en verspreiding van aandeelhouderswaarde.

Om deze beperkingen enigszins te ondervangen is gekozen voor een bron die doorgaans redelijk betrouwbaar wordt geacht voor ontwikkelingen in het Amerikaanse bedrijfsleven, de *Wall Street Journal*. De hieruit verkregen informatie is aangevuld met gegevens uit andere, meer gespecialiseerde media. Deze keuzes nemen de eerder genoemde beperkingen echter niet weg, zodat dit onderzoek eerste stap is op weg naar een meer volledige analyse. Alleen vervolgonderzoek zal kunnen uitwijzen in welke mate en in welke opzichten de berichtgeving in de gekozen bronnen accuraat is geweest dan wel aanvulling of herziening behoeft.

De voornaamste bron voor ons onderzoek is de meest toonaangevende Amerikaanse zakenkrant de *Wall Street Journal*. Voor de analyse is gebruik gemaakt van het historisch archief van de *Wall Street Journal* dat teruggaat tot 1889 en beschikbaar is via Proquest.² Tijdens het onderzoek gaf de berichtgeving soms aanleiding tot een specifieke analyse van andere media. De rol van bedrijfskundigen werd nader bezien door het raadplegen van *Harvard Business Review*, waarvoor het archief van EBSCO host³ is gebruikt. Om de rol van economen en de 'agency' theorie nader te bezien werd het *Journal of Financial Economics* geraadpleegd, waarvan het archief beschikbaar is via ScienceDirect.⁴ Ten slotte werden om de rol van institutionele beleggers te kunnen begrijpen alle afleveringen van het tijdschrift *Institutional Investor* doorgenomen voor de jaren van 1975 tot 1986.

Allereerst is de ontwikkeling van de frequentie bezien van artikelen waarin het begrip 'aandeelhouderswaarde' voorkomt. Daarna is gekeken naar de inhoud van de artikelen gedurende de eerste jaren. Voor ieder artikel is vastgesteld welke de belangrijkste actor is in het bericht en in welke context er over aandeelhouderswaarde wordt gesproken. Voor ieder artikel werd één actor en één context

2 ProQuest LCC is een online uitgever van geschreven en gefilmde bronnen. ProQuest levert archieven van (onder anderen) kranten, tijdschriften en microfilms aan universiteiten, scholen, bibliotheken en overheidsinstanties wereldwijd.

3 Ebscohost Publishing is een online uitgever van geschreven werk zoals (wetenschappelijke) tijdschriften, boeken en rapporten. Ebscohost levert aan universiteiten, scholen, bibliotheken en overheidsinstanties wereldwijd.

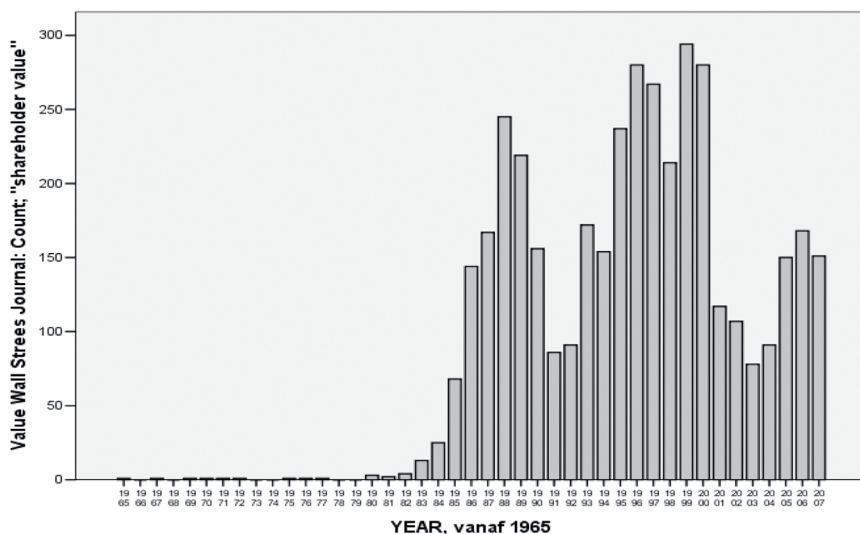
4 ScienceDirect is een online uitgever van gepubliceerd wetenschappelijk werk uit voornamelijk de exacte wetenschappen en uit een selectie van werk uit de sociale wetenschappen.

benoemd, omdat bleek dat in vrijwel alle artikelen één actor dominant naar voren kwam en dit bijna altijd gebeurde in één bepaalde context. Het aantal berichten waaruit een meervoudige context naar voren komt, was dusdanig klein dat hiervan in de analyse is afgezien. Omdat niet bij voorbaat vaststaat, dat het idee van 'aandeelhouderswaarde' gedurende de onderzochte periode wordt gedekt door één enkele term, is tevens gezocht op een aantal combinaties van de woorden 'share', 'stock', 'holder' en 'value.' Daarbij bleek dat 'shareholder value' de gangbare benaming is; dit is dan ook de term die is aangehouden.

De opkomst van aandeelhouderswaarde in de Verenigde Staten

'Aandeelhouderswaarde' blijkt een recente uitdrukking te zijn. Voor de periode van 1889 tot 1965 werd in de *Wall Street Journal* geen enkele vermelding gevonden van de term. Ook begrippen met een vergelijkbare betekenis komen in deze periode niet voor. Vanaf 1965 tot en met 1979 werd in 8 artikelen over aandeelhouderswaarde geschreven. Vanaf 1980 loopt de frequentie, eerst langzaam en vanaf 1983 snel op tot in 1988 een eerste piek bereikt wordt, waarna de frequentie fluctueert (zie grafiek 1). De fluctuerende frequenties lijken samen te hangen met de conjunctuur, en in het bijzonder met de beurskoersen. Zo neemt de frequentie ten tijde van de recessie aan het begin van de jaren negentig af, en tijdens de tweede helft van de jaren negentig, ten tijde van de beursbubbel, weer sterk toe. Op het moment dat de 'internetbubbel' klappt, daalt de frequentie drastisch en neemt daarna, als de beurs weer herstelt, opnieuw langzaam toe.

Grafiek 1. Ontwikkeling van de term 'shareholder value' in de *Wall Street Journal* (1965-2007)



Tabel 1: Frequentie ‘shareholder value’ in de Wall Street Journal (1965-1975)

Jaar	Actor en context			Frequentie
	Ondernemingsbestuur	Investeringsmaatschappij	Aandeelhouder	
1965	Bedrijfsresultaten	-	-	1
1967	Vijandige overname	-	-	1
1969	Oproep aan investeerders	-	-	1
1970	-	Oproep aan investeerders	-	1
1972	-	-	Beloning ondernemingsbestuur	1
1975	Oproep aan investeerders	-	-	1
1976	Herstructurering	-	-	1
1977	Oproep aan investeerders	-	-	1
Totaal	6	1	1	8

Gedurende de periode waarin de uitdrukking ‘shareholder value’ zijn intrede doet, wordt de term overwegend gebruikt door het bestuur van grote ondernemingen (zie tabel 1). Dit geldt voor zes van de acht artikelen. In deze berichten, die overigens voor de helft advertenties zijn, stellen bestuurders aan nieuwe investeerders een aantrekkelijk dividend in het vooruitzicht.

Het eerste artikel waarin het begrip ‘shareholder value’ opduikt dateert uit 1965. In dit artikel meldt een bestuursvoorzitter, Chester E. Brown van Allied Chemical, dat de dividenduitkering is verhoogd, omdat de resultaten van de onderneming uitstekend zijn en de vooruitzichten gunstig (*Wall Street Journal*, 29-01-1965). De eerste advertentie waarin het begrip ‘shareholder value’ opduikt is uit 1969 en betreft de beursgang van de onderneming Masco. Deze wordt sinds een jaar geleid door Richard Manoogian, zoon van oprichter Alex Manoogian. Hij brengt de onderneming naar de beurs met een duidelijke doelstelling: ‘*It’s Masco’s philosophy to provide greater returns to it’s shareholders*’ (*Wall Street Journal*, 05-05-1969). De tweede advertentie, uit 1975, is ondertekend door de bestuursvoorzitter van Bendix: W. M. Blumenthal. Blumenthal stelt in de betreffende advertentie dat het creëren van aandeelhouderswaarde van groter belang is dan de groei van de onderneming: ‘*Bendix’ growth in recent years has been directed not primarily to volume, but more specifically to what we call shareholdervalue*’. Blumenthal omschrijft aandeelhouderswaarde als de potentiële groei in verkoopcijfers en winst: ‘*Shareholdervalue means (...) the ability to grow in sales and earnings*’ (*Wall Street Journal*, 22-05-1975). Deze omschrijving lijkt een combinatie te zijn van het traditionele streven naar groei in omzet en winst en de nieuwe opvatting waarin aandeelhouderswaarde prevaleert boven andere ondernemingsdoelstellingen. Uit andere publicaties blijkt echter dat Blumenthal, die twee jaar later minister van financiën werd in de regering Carter, geenszins een voorstander was van

de strategie, die later zal worden aangeduid als met de term ‘aandeelhouderswaarde’ (Blumenthal 1976).

In de vier overige artikelen wordt in een andere context over aandeelhouderswaarde gesproken. In twee van deze artikelen wordt het begrip aandeelhouderswaarde gerelateerd aan ingrijpende veranderingen binnen een onderneming. De vijandige overname waarover in 1967 wordt geschreven, betreft geen overname die alleen wordt gepleegd omwille van het creëren van aandeelhouderswaarde, maar de overname wordt al wel gedeeltelijk in termen van aandeelhouderswaarde gedefinieerd. Het familiebedrijf Kaiser Industries wordt in 1976 in drie afzonderlijke delen opgesplitst en de moederonderneming wordt geliquideerd. Op de persconferentie na de aandeelhoudersvergadering waar tot de splitsing werd besloten, zei Edgar F. Kaiser, commissaris van de onderneming en zoon van de oprichter: *‘The only reason for the liquidation is to enhance the financial position of the company’s shareholders’* (*Wall Street Journal*, 06-05-1976).

Uit deze gegevens blijkt dat de uitdrukking ‘aandeelhouderswaarde’ tussen 1965 en 1977 slechts sporadisch wordt gebruikt. In alle gevallen gaat het om berichten die direct bestemd zijn voor aandeelhouders, en waarin de term ‘aandeelhouderswaarde’ op een betrekkelijk vanzelfsprekende manier wordt gebruikt om aan te duiden dat het gaat om de belangen van aandeelhouders. Aandeelhouders wordt verzocht te investeren of om anderszins hun steun te geven aan bepaalde plannen van het management. Er is geen aanwijzing dat de term verwijst naar een specifieke opvatting over het ondernemingsbeleid of om een theoretisch gefundeerd idee daaromtrent, zoals de ‘agency’ theorie van Jensen en Meckling. In de jaren van 1976 tot 1987 wordt in de *Wall Street Journal* niet geschreven over ‘agency theory’ of over de ‘Theory of the Firm’; de namen van Jensen en Meckling komen in de zakenkrant evenmin voor. De berichtgeving in de *Wall Street Journal* biedt dus geen steun voor de hypothese dat de ‘agency theory’ een belangrijke rol heeft gespeeld in de opkomst van aandeelhouderswaarde.

De ontvangst van Jensen en Meckling’s artikel in het academische tijdschrift, waarin het oorspronkelijk verscheen, het *Journal of Financial Economics*, lijkt aan te geven dat ook in kringen van financieel economen de ‘agency’ theorie lange tijd betrekkelijk marginaal is gebleven. Vanaf 1987 wordt er veel vaker naar dit artikel

gerefereerd, vooral in de jaren van 1987 tot 1991.⁵ Dit citatiepatroon suggereert dat de ‘agency’ theorie pas een rol is gaan spelen, toen de leer van de aandeelhouderswaarde in het economische veld al een vooraanstaande rol speelde, en dat de theorie meer een academische legitimatie is geweest, dan een voorbeeld van de performativiteit, zoals recentelijk is gesuggereerd (over ‘performativiteit’ zie MacKenzie, Muniesa, Siu 2007).

Een nieuwe betekenis van aandeelhouderswaarde (1980-1982)

Op vergelijkbare wijze als voor de periode tot 1980, zijn de artikelen voor de periode van 1980 tot en met 1982 geanalyseerd. In deze jaren begint aandeelhouderswaarde meer aandacht te krijgen (zie Tabel 2). Behalve de frequentie veranderen aan het begin van de jaren tachtig ook de betekenis en de context. Aandeelhouderswaarde wordt niet langer primair gedefinieerd in termen van de hoogte van het dividend, maar vooral in termen van de (potentiële) beurswaarde van de onderneming. Dit vindt plaats in een context van ‘vijandige overnames’ waarmee de positie van het ondernemingsbestuur onder druk komt te staan en die van aandeelhouders belangrijker wordt. In de loop van deze jaren wordt de nieuwe betekenis bovendien steeds dominantier. Het eerste artikel uit 1980 is wat dit betreft typerend. Het betreft een bespreking van het boek *Financial Strategy* (1979) geschreven door de bedrijfskundige William E. Fruhan Jr, die verbonden is aan de Harvard Business School. Fruhan is zich als een van de eersten gaan richten op de bedrijfskundige aspecten van aandeelhouderswaarde (*Wall Street Journal* 08-03-1980). In zijn studie wordt besproken hoe aandeelhouderswaarde in termen van beurswaarde en cashflow van de onderneming tot stand komt, en hoe het ondernemingsbestuur deze kan vergroten. Opmerkelijk is dat in dit boek terloops verwezen wordt naar het artikel, ‘The Theory of the Firm’ van Jensen en Meckling (1976). Samen met drie andere artikelen wordt het gekwalificeerd als

5 Aantal verwijzingen naar ‘The Theory of the Firm’ (1976) in het *Journal of Financial Economics* (1976-1986) zonder zelfcitaties:

Jaar	N =	Jaar	N =
1976	-	1987	9
1977	-	1988	14
1978	2	1989	11
1979	-	1990	10
1980	-	1991	3
1981	-	1992	4
1982	-	1993	2
1983	3	1994	7
1984	-	1995	6
1985	3	1996	6
1986	1		

Tabel 2. *Frequentie 'shareholder value' in de Wall Street Journal (1980-1983)*

Jaar	Actor en context					Frequentie
	Ondernemingsbestuur	Publiek pensioen-fonds	Bedrijfs-kundige	Senaat VS	Consultant	
1980	- Vijandige overname (2)		- Opinie-stuk			3
1981	- Niet vijandige overname	- Vijandige overname				2
1982	- Vijandige overname (2)				- Beloning onder-nemings-bestuur (2) - Strategie onder-neming	5
totaal	5	1	1	1	3	10

een van de 'most recent advances in the theory of the capital structure'. Fruhan beschouwt het artikel over de 'The Theory of the Firm' met andere woorden vooral als relevant voor vraagstukken van ondernemingsfinanciering, en niet zozeer vanwege het 'agency' idee, dat in de hedendaagse literatuur zo belangrijk wordt geacht.

Ook in de artikelen die hierop volgen heeft aandeelhouderswaarde een andere betekenis gekregen dan voor 1980. Het derde artikel uit 1980 gaat over de onderneming Bendix. Deze verkoopt bedrijfsonderdelen die niet rendabel genoeg zijn en die niet passen bij de 'core business' van de onderneming. Met de verkoop van deze onderdelen wil de bestuursvoorzitter, William M. Agee, nieuwe acquisities plegen die tot doel hebben om de aandeelhouderswaarde van de onderneming te verhogen (*Wall Street Journal* 23-09-1980). In een artikel uit 1981 is voor het eerst een hoofdrol weggelegd voor een pensioenfonds, het Quebec provincial government's pension fund. Hierin is niet langer het ondernemingsbestuur de voornaamste actor en is de context die van een vijandige overname. Het Canadese pensioenfonds is voornemens een consortium te vormen met de onderneming Brascan om hiermee een vijandig bod uit te brengen op de onderneming Noranda. Doel hiervan is het afdwingen van een strategiewijziging van Noranda, waarin het maximaliseren van aandeelhouderswaarde voortaan centraal zal staan (*Wall Street Journal*, 24-06-1981).

In 1982 verschijnt een opvallend artikel dat is geschreven door Louis J. Brindisi Jr van het consultancy bureau Booz, Allen & Hamilton. Hierin stelt Brindisi, een expert op het gebied van beloningsbeleid, dat het niet passend is als bestuurders een ruime salarisverhoging krijgen, wanneer er maar weinig aandeelhouderswaarde is gecreëerd: 'High earnings won't help shareholders'. Aandeelhouders zijn in de visie van de auteur immers de bezitters van de onderneming en het bestuur dient vooral te handelen in hun belang (*Wall Street Journal*, 14-06-1982).

Tabel 3. *Context artikelen Wall Street Journal (1983-1986)*

Context	Jaar				Totaal
	1983	1984	1985	1986	
Vijandige overname	5	8	27	39	79
Niet vijandige overname	-	2	1	4	7
Herstructurering	-	-	13	31	44
Fusie	-	1	1	1	3
Strategie onderneming	2	4	6	11	23
Bedrijfsresultaten	-	1	2	1	4
Inkopen eigen aandelen	-	1	1	4	6
Beloning ondernemingsbestuur	-	-	1	-	1
Beurskoers	-	1	-	-	1
Oproep aan investeerders	6	6	24	14	50
Opinie	-	1	1	8	10
Totaal	13	26	76	113	228

Opmerkelijk in de berichten uit deze jaren is, dat hoewel de betekenis van het begrip aandeelhouderswaarde is veranderd, het ondernemingsbestuur nog steeds de meest voorkomende actor is; de context is wel veranderd, want op één interview na gaat het om overnames en bijna altijd om 'vijandige' overnames. Dat de partij die de overname pleegt in de berichtgeving niet centraal staat, maar nog steeds het ondernemingsbestuur, kan wellicht worden opgevat als een journalistieke conventie die paste bij het tijdperk van het 'managerial capitalism.'

Doorbraak van aandeelhouderswaarde (1983-1987)

In de jaren van 1984 tot 1987 neemt het gebruik van de term aandeelhouderswaarde snel toe. Door de grote hoeveelheid berichten is het niet goed meer mogelijk om een gecombineerd actor/context overzicht te geven, zodat we de context en de actoren in aparte tabellen weergeven (Tabel 3 en 4).

In 1983 zijn er 13 artikelen met betrekking tot aandeelhouderswaarde, 8 hiervan betreffen de overnamestrijd tussen het ondernemingsbestuur van Gulf Oil en de raider Thomas Boone Pickens. Pickens heeft met zijn olieonderneming Mesa een consortium gevormd en wil Gulf Oil overnemen, omdat het ondernemingsbestuur niet is toegewijd aan het creëren van aandeelhouderswaarde (*Wall Street Journal*, 09-11-1983). Dit consortium heeft een belang genomen in Gulf Oil en middels advertenties in de *Wall Street Journal* roepen ze andere aandeelhouders op om voor hun plan te stemmen om een 'royalty trust' op te richten. Bij een dergelijke constructie wordt een onderneming feitelijk 'gestript' en van haar bezittingen ontdaan. De opbrengst hiervan gaat naar de aandeelhouders. De inhoud van deze advertenties laat aan duidelijkheid niets te wensen over. Pickens staat voor één enkel doel: 'We are dedicated to the goal of enhancing shareholder value and

Tabel 4. Actor artikelen *Wall Street Journal* (1983 – 1986)

Actor	Jaar				Totaal
	1983	1984	1985	1986	
Ondernemingsbestuur	3	12	34	63	112
Raiders	9	7	27	29	72
Verzekeringsmaatschappij	-	-	-	2	2
Zakenbank	-	-	5	5	10
Consultant	-	2	2	-	4
Individuele aandeelhouder	-	3	5	-	8
Financieel analist	-	-	-	6	6
Bedrijfskundige	-	-	1	6	7
Econoom	-	1	-	-	1
Senaat VS	1	-	-	-	1
FED	-	1	-	-	1
Rating agency (S&P)	-	-	-	2	2
Totaal	13	26	76	113	228

oppose any action contrary to that goal'. Hij trekt de loyaliteit van het ondernemingsbestuur aan het bedrijf in twijfel met de mededeling dat zijn consortium inmiddels meer dan 55 keer meer aandelen bezit dan het ondernemingsbestuur: 'Ask yourself which group is more interested in maximizing the value of Gulf stock' (*Wall Street Journal* 21-11-1983). Uiteindelijk verliest het consortium de slag om Gulf Oil, maar blijft onverminderd strijdlustig: 'We are fully dedicated to maximizing shareholder values. That was our goal in the beginning. We will be here when the job is finished.' (*Wall Street Journal*, 14-12-1983).

De voortrekkersrol die Pickens in deze strijd vervuld is typerend. Samen met andere 'raiders' zoals Asher B. Edelman, Oscar Wyatt Jr., David. H. Murdoch, Roy M. Huffington en Carl Ichan, vervult deze groep een sleutelrol in de doorbraak van aandeelhouderswaarde. Zij vormen een voorhoede die zich het meest actief opstelt en handelt in naam van het nieuwe idee van aandeelhouderswaarde. Edelman, die de inspiratiebron was voor het karakter Gordon Gekko in de film *Wall Street* (1987), richt in 1983 een consortium op om de onderneming Canal Randolph over te nemen. Deze onderneming zou 'slecht gemanaged' worden in termen van aandeelhouderswaarde (*Wall Street Journal*, 29-03-1983). Oliemiljonair Wyatt, komt ter sprake in een artikel wanneer hij Houston Natural Gas wil overnemen (*Wall Street Journal*, 14-02-1984). Huffington, ook een oliemiljonair, doet een vijandig bod op de onderneming Enstar Corp. en wordt hierin gesteund door diverse institutionele beleggers (*Wall Street Journal*, 20-03-1984).

Veel van deze raiders – Pickens, Wyatt Jr., Huffington – zijn oliemiljonairs/miljardairs. Door de oliecrises van 1973 en 1979 zijn de winsten van hun ondernemingen sterk gestegen, terwijl die bij andere bedrijven juist onder druk stonden. Behalve hun aanzienlijke olie-inkomsten hebben veel van deze 'raiders' met elkaar

gemeen dat ze niet behoren tot de traditionele zakenelite, die is opgeleid aan de vooraanstaande zakenscholen van het land (Guilhot 2004: 83-92). Pickens begon zijn carrière als krantenjongen en werkte zich op binnen een olieonderneming voor hij zijn eigen oliebedrijf begon (verkregen van horatioalger.com, 19-11-2008). Oscar Wyatt Jr. is in zijn jonge jaren piloot geweest. Na gewassen te hebben besproeid en in de Tweede Wereldoorlog gevochten te hebben, startte ook hij zijn eigen bedrijf (verkregen van reuters.com, 19-11-2008). Ook Roy Huffington zou zijn carrière gestart zijn als krantenjongen om zijn familie te onderhouden nadat zijn vader op zijn veertiende jaar overleed. Hij werkte zichzelf op, ging geologie studeren en begon daarna een eigen onderneming.

De berichtgeving over de jaren van 1980 tot en met 1983 wijst er op dat het 'raiders' zijn geweest die door middel van 'vijandige overnames' of de dreiging daarvan het thema van 'aandeelhouderswaarde' op de agenda hebben gezet. Zij stonden daarin tegenover het zittende management en wilden het idee van aandeelhouderswaarde opleggen aan ondernemingen waarin zij een belang namen. Hun optreden riep veel weerstand op en werd tegengewerkt, maar was af en toe buitengewoon lucratief. Toen andere groepen de praktijken van 'raiders' begonnen te steunen of deze gingen overnemen verschoof de machtsbalans tussen aandeelhouders en managers in het voordeel van de aandeelhouders.

Doorbraak van aandeelhouderswaarde (1984-1987) - Consultants, bedrijfskundigen, investeringsbanken en institutionele beleggers

In de literatuur zijn verschillende groepen in verband gebracht met de opkomst van aandeelhouderswaarde. Door sommige auteurs worden consultants beschouwd als de eerste groep die zou zijn gaan ijveren voor aandeelhouderswaarde (Lazonick & O'Sullivan, 2000: 13 - 35). Dat wordt niet bevestigd door de berichtgeving in de *Wall Street Journal*. Vóór 1984 worden consultants niet in relatie gebracht met aandeelhouderswaarde, en in 1984 en 1985 zijn consultants in slechts vier berichten de voornaamste actor. Alle vier zijn overigens advertenties waarin consultants diensten aanbieden aan ondernemingen om de waarde van de onderneming te verhogen. Hierin wordt een hoge beurskoers gepresenteerd als de beste bescherming tegen vijandige overnames: 'You owe your shareholders the best defence' (Wall Street Journal, 01-03-1984). Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat consultants inderdaad betrokken waren bij de verspreiding van aandeelhouderswaarde, maar aanvankelijk vooral ter behartiging van de belangen van het management van wie zij doorgaans hun opdrachten krijgen. De 'value based management' technieken werden in deze jaren (ook) door het ondernemingsbestuur ingezet om hun eigen positie te beschermen. Consultants hebben de verspreiding van aandeelhouderswaarde bevorderd, in het bijzonder nadat 'business schools' hun curriculum hadden aangepast aan de nieuwe trends. Afgaande op de berichtgeving van de *Wall Street Journal* gingen de 'business schools' van onder andere Harvard en Yale in 1985 vakken aanbieden waarin het creëren van aandeelhouderswaarde bij herstructureren, fusies en overnames centraal stond. Bij Harvard Business School waren het Michael Jensen en Michael

Porter die hiertoe het initiatief namen (*Wall Street Journal*, 12-08-1985). Om de invloed van consultants nader te bezien is onderzocht hoe vaak er in de *Harvard Business Review* over aandeelhouderswaarde werd gesproken. Dat blijkt tot 1986 – met uitzondering van keer in 1955 en in 1981 – niet het geval te zijn.⁶

Vanaf 1985 verschijnt er een nieuwe groep in de berichtgeving van de *Wall Street Journal*: zakenbanken. Deze specialiseren zich in strategisch advies aan ondernemingen en stellen zich daarbij doorgaans op als partners van de bedrijfsleiding. Doel van hun optreden is om de waarde van de onderneming te laten stijgen door verkoop van onderdelen, fusies, overnames, inkoop van eigen aandelen of zelfs liquidatie van de hele onderneming. Een voorbeeld van dat laatste is de druk die de zakenbank Deltec uitoefent op Maynard Oil. Deltec stelt dat het ondernemingsbestuur niet de juiste keuzes maakt om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren en dat een liquidatie van Maynard derhalve dient te worden overwogen: “A liquidation of the Dalles based oil company would be preferable to the continued erosion of shareholder values” (*Wall Street Journal*, 05-08-1985). Net als consultants zijn zakenbanken vooral van belang om processen te versnellen. Als aandeelhouderswaarde als een legitiem ondernemingsdoel erkend is, kunnen zakenbanken en consultants hun diensten op dit terrein aanbieden. Die bemiddelende rol zou kunnen verklaren waarom deze actoren relatief laat in de berichtgeving verschijnen. Daar moet echter bij worden aangetekend dat zowel consultants als zakenbankiers gewend zijn discreet te opereren, zodat een dagblad als de *Wall Street Journal* waarschijnlijk geen erg betrouwbare bron is over hun mogelijke rol.

Een groep die eveneens opvallend weinig wordt genoemd in relatie tot aandeelhouderswaarde, zijn institutionele beleggers. Aanvankelijk week de opstelling van institutionele beleggers sterk af van die van ‘raiders’. Institutionele beleggers waren gewend zich afzijdig te houden van het bedrijfsbeleid. Waren ze het niet eens met de bedrijfsleiding dan stemden ze ‘met de voeten’ en verkochten hun aandelen in plaats van druk uit te oefenen op het management. Als primaire actoren komen pensioen- of beleggingsfondsen mede daarom in de berichtgeving nauwelijks voor (vgl. Tabel 4). Pas door het optreden van raiders kwam er enige verandering in die opstelling. Nadat sommige ‘vijandige overnames’ zeer profijtelijk waren gebleken en noch de regering Reagan noch de toezichhouders deze praktijken wilden inperken, begonnen met name pensioenfondsen meer belangstelling te tonen voor een actievere opstelling ten opzichte van het management.

Het vakblad voor institutionele beleggers, de *Institutional Investor*, bevatte in de jaren zeventig nog vooral praktisch advies, succesverhalen over goed presterende beleggingsinstellingen en bedrijven, en ‘ratings’ van analisten en bestuursvoorzitters. Veranderingen in het overheidsbeleid en het toezicht werden eveneens op de

6 Artikelen met de term ‘shareholder value’ in de *Harvard Business Review*

Jaar	1955	1981	1986	1987	1988	1989	1990
N =	1	1	3	2	1	3	3

voet gevolgd en ten behoeve van beroepsbeleggers bondig samengevat. Eind jaren zeventig, begin jaren tachtig trad er een verschuiving op in de artikelen van een overwegend praktische naar een meer strategische opstelling. De directe aanleiding hiertoe was de tweede oliecrisis (1979) die volgens het blad had geleid tot een 'overname crisis': "Target companies, raiders – and the financial companies caught in-between – have been thrust into an expanded and fiery arena filled with hazards and conflicts unheard of only a few years ago." (*Institutional Investor*, June 1979, p. 31) Weliswaar laat het blad zakenbankiers aan het woord die 'vijandige overnames' geoorloofd achten, maar in overnameconflicten stelt het blad zich uiterst terughoudend op. Het opsporen van 'target companies' om deze eventueel over te nemen wordt uitdrukkelijk niet gezien als een taak voor institutionele beleggers (II, June 1981, 47-51). Aan de academische rechtvaardiging voor deze praktijken, de 'agency' theorie van Jensen en Mecking, wordt in de jaren van 1975 tot en met 1985 in de *Institutional Investor* geen aandacht besteed.

De eerste verandering die zich hierin voordoet hangt samen met de gewijzigde politieke omstandigheden. Van het beleid van de nieuwe regering Reagan wordt een sterk positief effect verwacht op de aandelenmarkten en er wordt vol lof geschreven over de nieuwe voorzitter John Shad van de Securities and Exchange Commission (SEC), die toezicht houdt op de financiële markten. Shad is een voormalige zakenbankier die dertig jaar in de financiële wereld werkzaam is geweest en die de bestaande regulering wil wijzigen ten gunste van investeerders en beleggers (II, April 1982, 58-69). Hoewel 'vijandige overnames' in het bedrijfsleven en daarbuiten zeer omstrede zijn, keert de SEC zich tegen alle voorstellen voor wetgeving op dit gebied. Omdat verwacht wordt dat deze zullen worden getroffen door een presidentieel veto wordt van de vele wetsvoorstellen die in het Congres worden besproken voor meer stringenter regulering er niet één aangenomen (Bruck 1988, 260).

Nadat duidelijk is geworden dat de nieuwe Amerikaanse regering geen maatregelen zal nemen om overnames te reguleren en wetgeving op dit gebied juist zal dwarsbomen, verschijnt in de *Institutional Investor* het eerste artikel dat gewijd is aan een raider – Carl Icahn. Hoewel Icahn wordt beschreven als een 'notorious corporate opportunist' en 'racketeer', die voor niets en niemand zal wijken in zijn zoektocht naar 'snel geld', wordt in hetzelfde nummer een zakenbankier aangehaald, die beweert dat de tactieken van 'raiders' enige erkenning beginnen te krijgen in de zakenwereld (II, October 1982). Een jaar later, eind 1983, wordt in het artikel 'The new activism at institutions' gewag gemaakt van het feit dat institutionele beleggers zich actiever zijn gaan opstellen ten opzichte van het management en op aandeelhoudersvergaderingen in toenemende mate tegen voorstellen van het management stemmen: 'more and more institutional shareholders (...) are rising up to exert their power' (II, oct 1983, p. 177). Raiders worden nu niet meer bekritiseerd vanwege hun brutale en 'vijandige' optreden, maar vanwege het feit dat hun optreden dikwijls alleen in hun eigen belang is en niet in dat van de overige aandeelhouders. Raiders zoals Icahn waren gewend om een aandelenpakket te kopen van 5 % of meer en de bedrijfsleiding te dreigen dit te zullen uitbrei-

den om meer zeggenschap te verwerven. De bedrijfsleiding was dan vaak geneigd het pakket tegen een aanzienlijk hogere prijs terug te kopen. Door deze praktijk werden institutionele beleggers uitgedaagd om zelf ook actiever te gaan optreden (vgl. II, January. 1984, p. 87-88).

In 1984 is de berichtgeving in de *Institutional Investor* expliciet in het teken komen te staan van het bevorderen van aandeelhouderswaarde. Er wordt nu ook positief geschreven over 'raiders', die worden afgeschilderd als pioniers waar het gaat om het beïnvloeden van het management: 'Operators like (...) T. Boone Pickens Jr. and the Bass family have exploited stockholder discontent masterfully, producing fantastic payoffs in the process' (II, May 1984, p. 186). In het zelfde jaar verschijnt een tweede interview met de raider Carl Icahn, waarin hij fel van leer trekt tegen het 'self-serving' ondernemingsbestuur van Amerikaanse ondernemingen. Icahn vindt dat ook institutionele beleggers hiertegen in opstand moeten komen en acht de tijd rijp om dat georganiseerd te doen (II, October 1984, p. 11). Een half jaar later kondigt het blad de oprichting aan van de Council of Institutional Investors (1985). De raad, waarbij 22 publieke pensioenfondsen zijn aangesloten, verklaart het vergroten van aandeelhouderswaarde voortaan georganiseerd ter hand te zullen nemen (II, May 1985, 107-122). Anders dan de meer terughoudende bedrijfspensioenfondsen, kozen juist publieke pensioenfondsen in toenemende mate een actieve opstelling ten opzichte van de bedrijfsleiding. Het initiatief tot oprichting van de Council was afkomstig van het pensioenfonds van onderwijzend personeel van de staat Californië, CalPERS. Aangenomen mag worden dat de oprichting van de Council een keerpunt heeft betekend en de machtsbalans heeft doen doorslaan ten gunste van aandeelhouders (Davis & Thompson 1994). Ongeveer tegelijkertijd richtte de raider T. Boone Pickens de United Shareholder Association (1986) op, die op basis van het zelfde programma de belangen van individuele aandeelhouders ging behartigen. De U.S.A., zoals de karakteristieke afkorting luidde, was een vereniging waarvan iedereen lid kon worden die voor honderd dollar of meer aan aandelen bezat. Het doel was om de belangen van aandeelhouders te behartigen en een vuist te maken tegenover slecht presterend ondernemingsbestuur (Tortorello, 2004).

Aandeelhouderswaarde als dominante ondernemingsvisie

Vanaf omstreeks 1985 lijkt het idee van aandeelhouderswaarde een centrale plaats te hebben verworven in het economische veld. Daar waar voor 1980 nauwelijks over aandeelhouderswaarde werd gerept, is het een veelgebruikte term geworden. In het begin van de jaren 80 waren het raiders of managers die de uitdrukking gebruikten; midden jaren 80 wordt het door uiteenlopende actoren gebruikt. Na aanvankelijk verzet lijken bestuurders van ondernemingen zich bovendien te hebben neergelegd bij het feit dat aandeelhouders een partij zijn waar terdege rekening mee gehouden dient te worden (Useem 1993). In ruil voor deze meer coöperatieve opstelling wist het topmanagement extra beloningen te

bedingen, die afhankelijk zouden zijn van de gecreëerde aandeelhouderswaarde (aandelenpakketten, premies, bonussen, optieregelingen, e.d.). Het overnemen van aandeelhouderswaarde als centrale bedrijfsdoelstelling leidde zo tegelijkertijd tot een sterke stijging van de beloningsverschillen binnen bedrijven en verklaart waarom de nieuwe leer door het topmanagement snel werd overgenomen.

De veelbesproken raider Pickens verklaarde in 1985 dat hij zijn onderneming Mesa in de nabije toekomst niet meer zal gebruiken voor 'vijandige' overnames. In plaats daarvan zou hij een investeringsvehikel oprichten dat zich niet op zal stellen als overnamemachine maar als een zakenpartner van het management: 'I have no plans right now other than to be just a general partner' (*Wall Street Journal* 27-08-1985). Ook de Britse 'raider' James Goldsmith bekende zich tot samenwerking met het management ten behoeve van het voortaan gedeelde ideaal van het verhogen van aandeelhouderswaarde: 'Sir James is expected to attend his first meeting of the Crown Zellerbach Board in San Francisco tomorrow (...) and has promised to work together with Crown's board to maximize shareholder value through restructuring Crown' (*Wall Street Journal*, 12-06-1985).

Het feit dat raiders openlijk verklaarden dat ze zich coöperatiever gingen opstellen, geeft aan dat ook de opstelling van het zittende management veranderd was. Bestuurders gingen zich in toenemende mate richten op het genereren van waarde voor de aandeelhouders en huurden bedrijfsadviseurs en zakenbanken in om de nieuwe strategie ten uitvoer te brengen. In berichten uit de *Wall Street Journal* komen midden jaren tachtig vele bestuurders aan het woord, die uitleggen dat ze met de aandeelhouders het beste voor hebben. Zo meldt bestuursvoorzitter J. Hugh Liedtke van Pennzoil dat hij niet aan 'empire building' zal gaan doen: 'we're not going to grow at shareholders expence' (*Wall Street Journal*, 22-11-1985). Dit nieuwe spel leidt al gauw tot opmerkelijke financiële operaties. Zo besloot Colt Industries in 1986 om de bedrijfsreserves van 1.5 miljard dollar uit te keren aan de aandeelhouders om vervolgens een lening van 1.4 miljard dollar af te sluiten, die zou worden gebruikt om acquisities te plegen ten einde nog meer aandeelhouderswaarde te kunnen creëren (*Wall Street Journal*, 21-06-1981).

Conclusies

Uit de berichtgeving in de *Wall Street Journal* en de overige bronnen die werden geraadpleegd komt een duidelijk patroon naar voren van zowel de opkomst als de vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde. Na incidenteel gebruik in de jaren 60 en 70 van de twintigste eeuw nam het gebruik van de term vanaf 1980, toen de Amerikaanse economie zich in een diepe recessie bevond, snel toe. De uitdrukking 'aandeelhouderswaarde' werd nu niet langer afgemeten aan de hoogte van het dividend, maar werd vooral gedefinieerd in termen van actuele of potentiële beurswaarde. Deze verandering werd gedragen door een kapitaalkrachtige buitenstaanders, 'raiders,' die middels 'vijandige' overnames ondergewaardeerde bedrijven overnamen of dreigden over te nemen, te herstructureren en in onderdelen of als geheel weer door te verkopen. Bij deze (dreigende) overnames keer-

den zij zich scherp tegen het zittende management in naam van de aandeelhouders en ten behoeve van het vergroten van 'aandeelhouderswaarde,' dat zij propageerden als het enig legitieme doel van ondernemingen.

Dat betrekkelijke buitenstaanders op deze manier konden optreden, werd mogelijk door twee ontwikkelingen. Ten eerste hadden veel van deze 'raiders' tijdens de oliecrises grote kapitalen verdiend, terwijl andere bedrijven juist een sterke economische teruggang doormaakten en op de beurs ondergewaardeerd waren. Voorzover 'raiders' niet zelf over relatief grote sommen geld beschikten, wisten ze deze aan te trekken door nieuwe financieringstechnieken (zoals de zogenoemde *junk bonds*, laag gewaardeerde en traditioneel moeilijk verhandelbare bedrijfsobligaties). Ten tweede maakte de deregulering die de Amerikaanse overheid in gang had gezet vijandige overnames veel eenvoudiger dan ze voorheen waren. Door de combinatie van beide veranderde de machtsbalans ten gunste van kapitaalkrachtige financiers, die weinig bindingen hadden met het zittende management en die onbeschroomd hun financiële belangen najoegen, zonder zich daarbij te bekommeren om andere belanghebbenden of om de continuïteit van de onderneming.

Naast de centrale rol van 'raiders' zijn in de geraadpleegde bronnen geen aanwijzingen gevonden dat andere groepen een vergelijkbare rol van betekenis zouden hebben gespeeld. Dat geldt in het bijzonder voor economen als Jensen en Meckling, die aan de wieg stonden van de 'agency' theorie. Raiders en hun directe bondgenoten lijken de 'agency' theorie niet nodig te hebben gehad om hun financiële operaties te bewerkstelligen. Aanvankelijk lijkt de weerklank van de 'agency' theorie ook in de financieel-economische wetenschap beperkt te zijn geweest. Er zijn aanwijzingen dat pas nadat de doctrine van de aandeelhouderswaarde door institutionele beleggers was overgenomen de belangstelling voor de 'agency' theorie is gegroeid. Dat wijst erop dat deze eerder een legitimerende dan een performatieve functie heeft vervuld.

Evenmin zijn er duidelijke aanwijzingen gevonden dat consultants of zakenbanken een sleutelrol zouden hebben gespeeld. Daar moet echter bij worden aangetekend dat openbare bronnen voor het opereren van deze groepen niet kunnen worden beschouwd als bijzonder betrouwbaar. Toch hebben onze bevindingen wel enige plausibiliteit. Consultants en zakenbankiers zijn als dienstverleners afhankelijk van de primaire spelers in het economische veld, dat wil zeggen van de bedrijfsleiding, de banken en andere kapitaalverstrekkers. Omdat de meeste consultants en zakenbankiers hun werkzaamheden verrichten voor het management hadden ze er aanvankelijk vermoedelijk weinig belang bij om zich op te werpen als advocaten van de aandeelhouders. Het is mogelijk dat pas nadat het management gedwongen was om tegemoet te komen aan activistische grootaandeelhouders bedrijfskundigen, adviseurs en zakenbankiers op enige schaal werden ingehuurd om de nieuwe bedrijfsstrategie uit te werken en te implementeren.

Dat de strijd tussen managers en activistische aandeelhouders in betrekkelijk korte tijd in het voordeel van de laatste groep werd beslecht, valt vooral te verklaren uit de veranderende opstelling van institutionele beleggers. Door de collecti-

vering van het aandelenbezit waren institutionele beleggers steeds belangrijker geworden ten opzichte van ongeorganiseerde individuele beleggers. Publieke pensioenfondsen toonden in eerste instantie de meeste belangstelling voor de financiële operaties van 'raiders.' Om te kunnen delen in de lucratieve opbrengsten hiervan organiseerden zij zich vanaf 1985 op basis van een programma, waarin het vergroten van aandeelhouderswaarde centraal stond. Daardoor verschoof de machtsbalans tussen aandeelhouders en managers op beslissende wijze in het voordeel van de eerste groep. Doordat het management zich in ruil voor beloningsvoordelen snel aanpaste aan de nieuwe verhoudingen werd het creëren van aandeelhouderswaarde verheven tot de voornaamste doelstelling van het ondernemingsbestuur in de Verenigde Staten.

De opkomst en vroege verspreiding van aandeelhouderswaarde in de VS kunnen theoretisch het best begrepen worden op grond van een relationele analyse van het veld waarin Amerikaanse ondernemingen zijn ingebed. Centraal in de dynamiek hiervan waren de verschuivende machtsverhoudingen tussen uiteenlopende groepen als gevolg van de economische crisis rond 1980. De lucratieve operaties van individuele 'raiders' werden onder de regering Reagan een voorbeeld voor publieke pensioenfondsen, die eveneens weinig bindingen hadden met het zittende management en die zich benadeeld achtten doordat alleen 'raiders' profiteerden van de aangekondigde overnames en andere aandeelhouders niet. De spanning tussen 'raiders' en publieke pensioenfondsen leidde tot organisatievorming onder de publieke pensioenfondsen en de nieuwe Council of Institutional Investors (1985) kon snel toonaangevend worden doordat het management een profijtelijke manier vond om zich aan te passen aan de nieuwe verhoudingen. Daarmee werd de nieuwe alliantie van grootaandeelhouders en topmanagers rond het creëren van aandeelhouderswaarde maatgevend voor het beleid van beursgenoteerde ondernemingen.

Literatuur

- Blumenthal, W.M. (1976) Ethics, Morality and the Modern Corporate executive. *Dividend: The Magazine of the School of Business Administration* Vol 7 (3) 4 - 9.
- Bose, P. & Morgan, A. (1998) Banking on Shareholder Value: An Interview with Sir Brian Pitman, Chairman of Lloyds TSB. *Journal of Retail Banking Services*, Vol. 12 (4) 7-17.
- Bourdieu, P. (2005) *The Social Structures of the Economy*. Cambridge: Polity Press.
- Brindisi, J. L. (1975) The Target Approach to the Management of Capital Accumulation Plans. *Compensation & Benefits Review*, Vol. 7 (1) 18-29..
- Bruck, C. (1988) *The Predators' Ball. The Junk-Bond Raiders and the Man who Staked Them*. New York: Simon and Schuster.
- Convert, B. en Heilbron J. (2007) Where Did the New Economic Sociology Come From? *Theory and Society*, 36 (1), 31-54.
- Dahya, J. McConnell, J. J. en Travlos, N. G. (2000) The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover. *The Journal of Finance* 57 461-483.
- Davis G.F. en Thompson T.A (1994) A Social Movement Perspective on Corporate Control. *Administrative Science Quarterly* 39 141-173.

- DiMaggio, P. en Powell, W. (1983) The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields *American Sociological Review* 48 (April) 147-160.
- Dobbin F., Simmons B. en Garret G. (2007) The Global Diffusion of Public Policies: Social Construction, Coercion, Competition or Learning? *Annual Review of Sociology* 33 449-472.
- Drucker, P. F. (1976) *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. New York: Harper & Row.
- Drucker, P. F. (1991) Reckoning with the pension fund revolution. *Harvard Business Review* 69 (2) 182-204.
- Eccles, R. and D.B. Crane (1988) *Doing Deals: Investment Banks at Work*. Harvard: Harvard Business School Press.
- Elias, N. (1971), *Wat is sociologie?* Vertaling door J. Vollers en J. Goudsblom. Utrecht: Het Spectrum.
- Fallon, I. (1992) *Billionaire: The Life and Times of Sir James Goldsmith*: Reed Business Information.
- Fama, E. F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88 (2) 288-307.
- Fama, E. F. en Jensen, M.C. (1983) Separation of Ownership and Control *Journal of Law and Economics* 26 (2) 301-326.
- 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.
- Fligstein, N. (2005) States, markets and economic growth. In: V. Nee en R. Swedberg (eds). *The Economic Sociology of Capitalism*. Princeton: Princeton University Press 119-143.
- Friedman, M. (1962) *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedrich, O. (1987) The Lucky Gambler Sir James Goldsmith Is a Billionaire Buccaneer (Yes, Even After the Crash). *Time Magazine*, November.
- Fruhan, W. E. (1979) *Financial Strategy*. Homewood: Richard D. Irwin inc. Granovetter, M. (1985) Economic action and social structure: the problem of embeddedness *American Journal of Sociology* 91 (3) 481-510.
- Guilhot, N. (2004) *Financiers, philanthropes. Vocations éthiques et reproduction du capital à Wall Street depuis 1970*. Paris: Raisons d'agir.
- Haslam, F. en Williams, J. (2000) Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society* 29 (1) 80-110.
- Heilbron J. (2001) Effectbejag. Ontwikkelingen in financiële regimes en aandeelhoudersmacht. *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift* 28 (4) 415-444.
- Hoebink, P. R. J. (2005) *The Treaty of Maastricht and Europe's development co-operation*. Amsterdam: Aksant.
- Holmstrom, B. en Kaplan S. N. (2001) Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s. *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2) 121-144.
- Jensen, C. en Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4) 305-360.
- Kochan, T. A. en Useem, M. (1992) *Transforming Organizations*. Oxford: Oxford University Press.
- Krier, D. (2005) *Speculative Management: Stock Market Power and Corporate Change*. Albany: State University of New York Press.

- 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.
- MacKenzie D., Muniesa F. en Siu L. (eds) (2007) *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*. Princeton: Princeton University Press.
- Meyer, J. W. en Rowan, B. (1977) Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology* 82 (2) 340-63.
- Rappaport, A. (2006) 10 Ways to Create Shareholder Value. *Harvard Business Review* 84 (9) 66-77.
- Selznick, P. (1957) *Leadership in Administration*. New York: Harper & Row.
- Smith, A. (1776) *The Wealth of Nations*. London: Dent & Sons (1904).
- Tortorello, N. J. (2004) The Rising Power of Shareholders. *Corporate Board* 25 22-26.
- Urff, E. (2000) Value based management: concept en toepassingen. Kluwer.
- Useem, M. (1996) *Investor capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: BasicBooks.
- Useem, M. (1993) *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Cambridge: Harvard University Press.
- Went, R. (2006) 'Globalisering: De Nieuwe Functioneringswijze van het Kapitalisme. *Globalisering en vakbeweging: om de vereniging van arbeid*. in H. Boot (ed.) Amsterdam Williams, C. M. (1955) Thinking Ahead. *Harvard Business review* 4 (1)21-28.
- Williams, K. (2000) From shareholder value to present-day capitalism. *Economy and Society* 29 (1) 1-12.
- Whitley, R. (1999) *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*. New York: Oxford University Press.
- Zorn, D. M. (2004) Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm. *American Sociological Review* 69 (3) 345-364.
- Zorn, D. M. EN Dobbin, F. (2005) Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value. *Political Power and Social Theory* 17 (1) 179-198.
- Zorn, D., Dobbin F., Dierkes J., EN Kwok M.-S. (2005) Managing Investors: How Financial Markets Reshaped the American Firm. In Karin Knorr-Cetina en Alex Preda (eds). *The Sociology of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press, 269-289.