



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Passieve aandeelhouders: zombiekapitaal?

Amber Cuppens

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

BEGELEIDER :

De heer Sander VANDEVENNE



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2022
2023



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Passieve aandeelhouders: zombiekapitaal?

Amber Cuppens

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

BEGELEIDER :

De heer Sander VANDEVENNE

Woord vooraf

Deze masterproef is het slotstuk van mijn opleiding Handelswetenschappen, afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit, aan de Universiteit Hasselt. Binnen deze masterproef wordt onderzocht wat het effect is van passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties en of er sprake is van zombiekapitaal in deze context.

Gedurende mijn opleiding tot Master in de Handelswetenschappen met een specialisatie in Finance kwam ik meermaals in aanraking met de definitie van een aandeelhouder. Toch was dit specifieke thema grotendeels onbekend terrein voor mij. Het leek evenwel een interessante uitdaging om me verder in deze materie van voornamelijk passieve aandeelhouders en hun effecten te verdiepen en er een masterproef over te schrijven als afsluiter van mijn masteropleiding.

In een tijd waarin de rol van kleine aandeelhouders in de economie ter discussie staat, is het schrijven van een masterproef over dit onderwerp een fascinerende uitdaging. In de context van passieve aandeelhouders verwijst zombiekapitaal naar aandelen van bedrijven die geen reële economische waarde meer hebben, maar nog steeds worden aangehouden door passieve beleggers die niet actief betrokken zijn bij het management van het bedrijf. Deze passieve beleggers houden de aandelen mogelijk aan in de hoop op een toekomstige stijging van de waarde of als onderdeel van hun bredere beleggingsstrategie. Dit fenomeen roept belangrijke vragen op over de verantwoordelijkheid van bedrijven en hun bestuurders ten opzichte van kleine aandeelhouders. Als Master in de Handelswetenschappen is het mijn ambitie om deze vragen te onderzoeken en bij te dragen aan het debat over of passieve aandeelhouders zorgen voor zombiekapitaal.

Deze masterproef had nooit tot stand kunnen komen zonder de medewerking van een aantal personen, die ik bij deze dan ook van harte wil bedanken. In eerste instantie wil ik mijn promotor, Prof. Dr. Sigrid Vandemaele bedanken voor de kans die zij mij bood om het onderwerp van deze masterproef te onderzoeken. Daarnaast richt ik ook een oprecht woord van dank aan meneer Sander Vandevene, voor de goede begeleiding en ondersteuning. Dank u wel aan mijn medestudenten, die ik gedurende mijn traject als handelswetenschapper steeds beter heb mogen leren kennen en ik nu mijn vrienden mag noemen. Zij hebben mij steeds gemotiveerd om het beste van mezelf te geven, wat ik enorm apprecieer.

Tot slot, wens ik u veel leesplezier!

Amber Cuppens

Diepenbeek, juni 2023

Samenvatting

Aandeelhouders spelen een essentiële rol in beursgenoteerde bedrijven. Deze bedrijven verhandelen hun aandelen op de beurs, waardoor individuen en institutionele investeerders de mogelijkheid hebben om aandeelhouder te worden. Aan een aandeel zijn in principe twee elementaire rechten verbonden. Aandeelhouders beschikken enerzijds over lidmaatschapsrechten, waardoor ze zeggenschap krijgen in de onderneming. En anderzijds zijn er de vermogensrechten die de aandeelhouder het recht op dividenden verschaft. De combinatie van deze twee rechten geeft de aandeelhouder een invloed op en een financieel belang in de onderneming (Moerland, 1997).

Grosso modo kunnen de aandeelhouders in twee groepen worden onderverdeeld: actieve en passieve aandeelhouders. Actieve aandeelhouders zijn betrokken bij de bedrijfsvoering, streven naar waardecreatie en willen een positieve bijdrage leveren. Passieve aandeelhouders zijn minder betrokken en investeren voornamelijk om financiële redenen. Ze houden hun aandelen mogelijk aan in de hoop op een waardestijging of als onderdeel van hun bredere beleggingsstrategie (Thomas, 2010). Deze masterproef heeft als doel om te onderzoeken of deze passieve aandeelhouders zorgen voor zombiekapitaal.

Het probleem van zombiekapitaal ontstaat wanneer actieve aandeelhouders gedemotiveerd raken door de aanwezigheid van de passieve aandeelhouders. Actieve aandeelhouders, die zich juist inzetten voor het bedrijf en werken voor hun opbrengsten, kunnen hun motivatie verliezen wanneer ze zien dat passieve aandeelhouders, zonder actieve betrokkenheid, dividendinkomsten ontvangen. Dit kan ertoe leiden dat de actieve aandeelhouders hun inzet of zelfs hun betrokkenheid bij het bedrijf verminderen. Het probleem van zombiekapitaal kan de groei van bedrijven bemoeilijken, omdat de actieve aandeelhouders vaak de drijvende kracht zijn achter de inspanningen en innovatie die nodig zijn voor deze groei. Wanneer de actieve aandeelhouders ontmoedigd raken door de aanwezigheid van zombiekapitaal, kan dit negatieve gevolgen hebben voor de prestaties en het potentieel van het bedrijf (Baeck & Capiou, 2019). De onderzoeksvraag waar deze masterproef over handelt wordt bijgevolg als volgt geformuleerd: "Welk effect hebben kleine, passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven?".

Kleine, passieve aandeelhouders worden in deze masterproef beschouwd als de aandeelhouders die drie procent of minder van de stemrechten van een bedrijf in handen hebben. Dit percentage is enerzijds gebaseerd op de drempel voor het agenderen van items. Aandeelhouders moeten immers minstens drie procent van de aandelen bezitten om een item op de agenda van de Algemene Vergadering te kunnen plaatsen, wat hen de mogelijkheid geeft om zich actief op te stellen. Anderzijds is het gebaseerd op de rapporteringsdrempel, waarboven aandeelhouders zichzelf bekend moeten maken aan de buitenwereld. Deze regel heeft als doel om de communicatie en transparantie te bevorderen. De bedrijfsprestaties die in deze masterproef worden onderzocht zijn *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), Tobin's Q en groei. Deze begrippen zijn verwant, maar verschillen wat betreft hun onderliggende focus. ROA en ROE richten zich voornamelijk op de winstgevendheid in verhouding tot de activa of het eigen vermogen van het bedrijf. ROA meet de efficiëntie waarmee een bedrijf haar activa gebruikt om winst te genereren. ROE richt zich specifiek op het rendement

dat de aandeelhouders verdienen op hun geïnvesteerde kapitaal. De Tobin's Q-ratio kijkt naar de verhouding tussen de marktwaarde en de activa, waardoor het de investeringswaarde en de marktefficiëntie meet. Tot slot wordt de groei gemeten aan de hand van de activa en de omzet. Groei is in dit onderzoek een maatstaf voor de toename van activa en omzet over een bepaalde periode. Deze indicator wordt gemeten als een procentuele verandering ten opzichte van de eerdere periode.

In dit onderzoek vormt zombiekapitaal de afhankelijke variabelen. Zombiekapitaal wordt gemeten op twee verschillende manieren. De eerste methode die dit onderzoek hanteert om zombiekapitaal te meten, is door het percentage stemrechten in handen van de grote aandeelhouders af te trekken van het totaal aantal stemrechten. De tweede manier maakt gebruik van de Herfindahl-index. Dat is een maatstaf voor de concentratie van aandeelhouderschap. De afhankelijke variabelen in dit onderzoek zijn de verschillende metingen van bedrijfsprestaties. Tot slot worden er ook enkele relevante controlevariabelen opgenomen, namelijk grootte (personeelsbestand), leeftijd, *corporate governance*, graad van financiële hefboom, werkkapitaal, KT/LT schulden en sector.

De dataset bestaat uit 101 Belgische beursgenoteerde bedrijven en werd grotendeels samengesteld uit verzamelde gegevens vanuit de Bel-first databank van Bureau van Dijk. Het onderzoek maakt gebruik van verschillende softwareprogramma's, zoals Microsoft Excel en SPSS, om de dataset te analyseren. Er werd een OLS regressie toegepast om het verband tussen de variabelen te onderzoeken. Daarnaast werd er een one-way ANOVA test gebruikt om de mogelijke verschillen tussen groepen te ontdekken.

De analyse van de gegevens toont geen statistisch significante invloed aan van kleine, passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De p-waarden zijn steeds hoger dan het significantieniveau. Er kan dus worden vastgesteld dat er geen significante invloed wordt gedetecteerd van zombiekapitaal op bedrijfsprestaties. Dit betekent dat de hypothese "Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven." niet verworpen kan worden. Bovendien mag er op basis van niet-significante resultaten geen conclusie gevormd worden. Er is geen bewijs gevonden voor de stelling dat de kleine aandeelhouders een effect hebben op de bedrijfsprestaties. Bij de analyse zijn enkele controlevariabelen gevonden die wel significant van invloed zijn op de bedrijfsprestaties, zoals de grootte van het personeelsbestand, de leeftijd van het bedrijf en de graad van financiële hefboom. Een tweede hypothese onderzocht of er verschillen gevonden konden worden tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal. De testresultaten toonden opnieuw geen significante verschillen aan tussen de groepen. Enkel voor de Tobin's Q-ratio en omzetgroei waren er echter significante verschillen in de varianties tussen de groepen bij zombiekapitaal gedefinieerd aan de hand van de Herfindahl-index. Voor de Tobin's Q-ratio hadden bedrijven met een aantal zeer sterke aandeelhouders een lagere waarde vergeleken met bedrijven met een hogere spreiding in de aandeelhoudersstructuur. Wat betreft de omzetgroei hadden bedrijven met een hoge spreiding van kleine aandeelhouders een significant hogere groei in vergelijking met bedrijven met minder spreiding in het aandeelhouderschap. Over het algemeen, hoewel er enkele significante resultaten werden gevonden voor specifieke variabelen, was er onvoldoende bewijs om de hypothese te ondersteunen dat er significante verschillen zijn in prestaties tussen bedrijven met lage, gemiddelde

en hoge niveaus van zombiekapitaal. Het is belangrijk om hierbij op te merken dat deze resultaten specifiek zijn voor de gebruikte dataset en dat er andere variabelen kunnen zijn die de relatie tussen zombiekapitaal en bedrijfsprestaties wel beïnvloeden.

Desalniettemin zijn er een aantal beperkingen verbonden aan deze masterproef die erkend moeten worden en die mogelijkheden kunnen bieden voor toekomstig onderzoek. De opgestelde hypotheses leidden tot niet-significante resultaten. Deze gevonden effecten zijn mogelijk te verklaren door volgende beperkingen. Allereerst is de studie beperkt tot Belgische beursgenoteerde bedrijven, waardoor de steekproef beperkt is. Voor toekomstig onderzoek wordt aanbevolen om een grotere steekproef van verschillende soorten bedrijven uit eventueel verschillende landen te gebruiken. Een andere aanbeveling is om de data op een andere manier te verzamelen, aangezien de kwaliteit van de gebruikte data niet optimaal was. Ook kan een kwalitatieve benadering van het onderzoek nieuwe inzichten verschaffen over passieve aandeelhouders. Verder kunnen modererende variabelen zoals het type aandelen, institutioneel eigendom en eigendomsconcentratie worden toegevoegd aan de modellen om een breder begrip te krijgen van passieve aandeelhouders en hun bijdrage aan zombiekapitaal. Voor toekomstig onderzoek wordt aanbevolen om de ROA-formule aan te passen en rekening te houden met de kosten van zowel vreemd als eigen vermogen, om een beter inzicht te krijgen in de prestaties van het bedrijf. Tot slot wordt aanbevolen om verder te onderzoeken of er significante verschillen bestaan tussen bedrijven met veel en weinig zombiekapitaal aangezien dit bedrijven kan helpen met het vinden van hun optimale aandeelhoudersstructuur.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
1. Probleemstelling en onderzoeksopzet	11
1.1. Probleemsituering	11
1.2. Onderzoeksopzet	14
2. Literatuurstudie	15
2.1. Begrip aandeel en aandeelhouder	15
2.1.1. Kleine aandeelhouders	16
2.1.2. Grote aandeelhouders	17
2.2. Het governance model	18
2.3. Aandeelhoudersactivisme	19
2.4. Concentratie van de aandelen in het bedrijf	20
2.4.1. Concentratie van het aandeelhouderschap	20
2.4.2. Concentratie van de stemrechten	22
2.5 Identiteit	24
2.5.1. Institutionele aandeelhouders	24
2.5.2. Overheid als aandeelhouder	25
2.5.3. Familiale aandeelhouder	26
2.5.4. Restcategorie	26
2.6 Prestatiemaatstaven	27
2.6.1. Return on Assets	27
2.6.2. Return on Equity	28
2.6.3. Tobin's Q	29
2.6.4. Groei	30
2.7 Effecten van kleine versus grote aandeelhouders	30
3. Hypotheseopbouw	35
4. Methodologie	39
4.1. Dataverzameling	39
4.2. Onderzoeksmodel	41
4.3. Variabelen	41
4.3.1. Afhankelijke variabelen	41
4.3.1.1. Return on Assets	42
4.3.1.2. Return on Equity	43
4.3.1.3. Tobin's Q	45

4.3.1.4. Groei	45
4.3.2. Onafhankelijke variabelen	46
4.3.3. Controlevariabelen	49
4.3.3.1. Grootte van het bedrijf	50
4.3.3.2. Leeftijd	50
4.3.3.3. Corporate governance	50
4.3.3.4. Graad van de financiële hefboom	51
4.3.3.5. Werkkapitaal	51
4.3.3.6. Verhouding tussen de kortlopende en langlopende schulden.	52
4.3.3.7. Sector	52
4.4. Verwerking gegevens	53
5. Empirisch onderzoek	55
5.1 Voorbereiding	55
5.1.1. Missing values	56
5.1.2. Outliers	56
5.1.3. Collineariteit	57
5.1.4. Multicollineariteit	59
5.1.5. Beschrijvende analyse	60
5.2. Regressie analyse	61
5.3. One-way ANOVA	67
6. Conclusie	73
6.1 Discussie resultaten	73
6.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	74
7. Referentielijst	77

1. Probleemstelling en onderzoeksopzet

1.1. Probleemsituering

Naarmate de levensloop van een bedrijf vordert, verschuift het aandeelhouderschap. In de *start-up* fase zijn het voornamelijk de oprichters die aanvankelijk alle aandelen in handen hebben. Doorheen de jaren vindt hier een verschuiving plaats omwille van allerlei redenen. Enerzijds omdat het bedrijf geld nodig heeft om verder te kunnen blijven groeien. Anderzijds willen bedrijven hun team uitbreiden met toptalent, maar toptalent wordt vaak overtuigd om in het bedrijf te stappen aan de hand van aandelen of aandelenopties. Op die manier kan het bedrijf groeien zonder dat het op dat moment veel geld kost. Daarnaast is ook successie een mogelijke reden voor deze verschuiving. Naarmate de jaren vorderen ontstaat er een meer diverse aandeelhoudersstructuur. Zombiekapitaal ontstaat doordat aandeelhouders niet meer operationeel betrokken willen worden in het bedrijf en er dus voor kiezen om passief aandeelhouder te worden. Dat is vooral het geval bij oprichters en toptalent met aandelen. Actieve aandeelhouders kunnen door dit zombiekapitaal gedemotiveerd worden. Ze verliezen de drijfveer om zich sterk te blijven inzetten voor de onderneming omdat zij moeten werken voor hun opbrengsten, terwijl passieve aandeelhouders simpelweg een dividend ontvangen. Zombiekapitaal maakt het moeilijk voor bedrijven om te blijven groeien (Baeck & Capiou, 2019).

De concepten actief en passief aandeelhouderschap houden verband met de mate van verantwoordelijkheid in het kader van eigendom van familiebedrijven. Actieve aandeelhouders kunnen gedefinieerd worden als degenen die een positieve bijdrage willen leveren aan het bedrijf, ze willen waarde toevoegen en zijn geïnteresseerd in het management. Dit uit zich vaak in hun deelname in het dagelijks bestuur en/of *governance* structuren van het bedrijf. Passieve aandeelhouders daarentegen houden zich meer afzijdig en doen de investering in aandelen voornamelijk omwille van financiële overwegingen (Thomas, 2010). In beursgenoteerde bedrijven is er een gelijkaardig concept, hier spreken we niet van actieve of passieve aandeelhouders, maar van kleine (anonieme) of grote aandeelhouders.

Of aandeelhouders een impact hebben op de prestaties binnen bedrijven is een hedendaags topic waar verschillende standpunten over worden ingenomen. De academische literatuur geeft een diverse verzameling van uiteenlopende visies over dit topic. Er heerst een groeiende discussie over of aandeelhoudersactivisme de prestaties van de ondernemingen kan beïnvloeden. Onderzoekers en investeerders zijn het oneens over de mate waarin aandeelhoudersactivisme verbeteringen in de waarden, winsten, activiteiten en bestuursstructuren van verschillende ondernemingen bevordert (Karpoff, 2001).

Berle & Means (1932) wijzen erop dat de feitelijke controle van bedrijven vaak in handen is van het management en dat aandeelhouders slechts een beperkte invloed hebben. Dit kan leiden tot het ontstaan van *agency* problemen. Ze onderscheiden twee types van *agency* problemen. *Agency* type I heeft betrekking op het 'principaal-agent' probleem, waaronder de motivatie van de manager valt. Het management zou bijvoorbeeld beslissingen kunnen nemen die niet in het belang zijn van de

eigenaars van het bedrijf. Het tweede *agency* type daarentegen verwijst naar het probleem van eigenaars tegen eigenaars. Grote aandeelhouders hebben de mogelijkheid om privé voordelen te behalen ten koste van de minderheidsaandeelhouders door bijvoorbeeld vermogen uit de onderneming te onttrekken. Jensen & Meckling (1976) bouwden voort op deze inzichten en stelden dat het belangrijk is om passende belonings- en toezichtsmechanismen te voorzien, zodat de belangen beter op elkaar kunnen worden afgestemd. Dit kan een oplossing bieden voor het type I probleem. *Agency* type II kan vermeden worden door het verbeteren van transparantie in de besluitvorming en financiële rapportage en door het instellen van meer toezicht via onder andere een onafhankelijke toezichthouder. Dit heeft als gevolg dat de *agency* problemen verminderen en de invloed van aandeelhouders op onder andere de bedrijfsprestaties vergroot.

Verschillende empirische studies trachten al een antwoord te formuleren op de vraag of aandeelhoudersactivisme van belang is voor de bedrijfsprestatie, toch kwam er geen eenduidig resultaat uit de bus. Dat was ook zo in het onderzoek van Smith (1996). Hoewel er enig bewijs werd gevonden dat aandeelhoudersactivisme werd gevolgd door een toename in het bedrijfsresultaat, vermindering van de niet-uitgekeerde kasstromen en een stijging van de verkoop van activa, bleek niet dat activisme van aandeelhouders een statistisch significant effect had op deze maatstaven. Hier werden verschillende verklaringen voor gegeven zoals verbeteringen die pas zouden optreden na enkele jaren of verbeteringen die niet tot uiting zouden komen in de boekhouding (Smith, 1996). Grote pensioenfondsen vervullen een actieve en grote rol in het bestuur van ondernemingen, voornamelijk door het indienen van aandeelhoudersvoorstellen. Deze aandeelhoudersvoorstellen kunnen effectief zijn in het stimuleren van verandering bij de doelonderneming. Aandeelhoudersactivisme verbetert in die zin ook de activiteiten en soms zelfs de strategie van de onderneming (Del Guercio & Hawkins, 1999). Ongeveer dezelfde resultaten werden gevonden bij hedgefondsen; wanneer een hedgefonds activistische intenties aankondigt met betrekking tot een beursgenoteerde onderneming zouden er abnormale rendementen kunnen worden aangetoond (Greenwood & Schor, 2009). Daar ging ook Clifford (2008) verder op in. Bedrijven die het doelwit zijn van hedgefondsen voor actieve doeleinden zien verbeteringen in de operationele prestaties en verdienen hogere aandelenrendementen in vergelijking met bedrijven die het doelwit zijn van hedgefondsen met passieve doeleinden. Opler & Sokobin (1995) beweren dat gecoördineerd institutioneel activisme effectief is. Aandeelhoudersactivisme wordt geacht een positief effect te hebben op het veranderen van de bestuursstructuur en zo voor een significante toename van de aandeelhoudersrijkdom te zorgen (Smith, 1996). Actieve betrokkenheid van grote aandeelhouders kan vastgeroest management disciplineren (Yeh, 2014). Er wordt dus toch bewijs gevonden dat meerdere grote aandeelhouders de bedrijfsprestaties zouden kunnen beïnvloeden (Rachmadianti, 2020).

Wahal (1996) komt in zijn onderzoek tot een ander besluit, zijn resultaten zaaien twijfel over de doeltreffendheid van pensioenfondsactivisme als substituut voor een actieve markt waar *corporate control* de hoofdrol speelt. *Corporate control* is het vermogen om de belangrijkste bedrijfsbeslissingen te nemen en het beleid van een onderneming te bepalen. Er is onvoldoende bewijs gevonden om te bevestigen dat aandeelhoudersvoorstellen leiden tot aanpassingen in het beleid van de bedrijven. Dit blijft een punt van discussie onder onderzoekers. Het is niet zeker of deze voorstellen de waarde

van de onderneming verhogen, bedrijfsresultaten verbeteren of een impact zou hebben op het bedrijfsbeleid (Karpoff, Malatesta & Walkling, 1996). Tot diezelfde conclusie komen Johnson & Shackell (1997), zij vinden geen verband tussen bedrijfsprestaties en aandeelhoudersactivisme.

Daarnaast blijkt uit empirische bevindingen dat ook de eigendomsstructuur zelf een impact kan hebben op de winstgevendheid; een meer geconcentreerde eigendomsstructuur hangt positief samen met een hogere winstgevendheid (Kapopoulos, 2007). Het introduceren van eenvoud in de aandeelhouders- en bestuursstructuren door de familiestamboom van het familiebedrijf te snoeien zorgt voor meer harmonie in familiebedrijven en heeft zo ook een positief effect op de bedrijfsprestaties (Lambrechts & Lievens, 2008).

Het doel van deze masterproef is om te achterhalen of kleine aandeelhouders invloed hebben op de bedrijfsprestaties van een onderneming. Dit verband zal onderzocht worden voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999) beschouwen België als een land met een hoge concentratie van het aandeelhoudersbezit en weinig wijdverspreide aandeelhoudersrechten. Zij rapporteren dat bijna zestig procent van de aandelen in de Belgische bedrijven in handen is van de vijf grootste aandeelhouders, en dat de Belgische wetgeving weinig bescherming biedt aan de minderheidsaandeelhouders. Dit leidde volgens hen tot een beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders en een relatief laag niveau van *corporate governance* in België. Hun onderzoek omvatte een uitgebreide analyse van de eigendomsstructuren van bedrijven in landen over de hele wereld. Met betrekking tot de keuze van beursgenoteerde bedrijven, zijn deze beter gedocumenteerd en transparanter dan niet-beursgenoteerde bedrijven, waardoor het makkelijker is om gegevens te verzamelen en te analyseren. Daarnaast hebben ze meer externe aandeelhouders en zijn hun eigendomsstructuren meer gediversifieerd. Ze zijn tenslotte van groot belang voor de economie van een land vanwege hun impact. Dit maakt beursgenoteerde bedrijven het meest representatief voor de economie van een land.

Deze masterproef is relevant omdat er in België weinig onderzoek is gedaan naar de invloed van aandeelhouders, met name kleine aandeelhouders, op de prestaties van een bedrijf. Bestaande academische literatuur richt zich voornamelijk op de invloed van activisme van pensioen- en hedgefondsen, terwijl studies over aandeelhoudersactivisme vaak tegenstrijdige resultaten opleveren. Deze masterproef beoogt een meer algemene aanvulling op de bestaande literatuur te vormen omwille van het gebrek aan wetenschappelijk onderzoek naar de invloed van (kleine) aandeelhouders op bedrijfsprestaties. Het gebrek aan onderzoek wordt aangetoond door verschillende onderzoekers waaronder Bebchuk & Weisbach (2010). Zij wijzen bijvoorbeeld op de beperkte aandacht voor het gedrag van kleine aandeelhouders en de complexiteit van de interactie tussen aandeelhouders en het bedrijf. Het hoofdoel van deze masterproef is het identificeren van de kleine, passieve aandeelhouders om vervolgens hun effecten op bedrijfsprestaties te onderzoeken, waarbij de hoeveelheid aandelen en de daaraan verbonden stemrechten belangrijke criteria zijn.

1.2. Onderzoeksopzet

Deze masterproef wordt opgedeeld in zes hoofdstukken. Te beginnen met de probleemstelling die aangeeft welk vraagstuk zal worden onderzocht. Aansluitend aan deze probleemstelling volgt een literatuurstudie die dieper ingaat op het verband tussen kleine aandeelhouders en de verschillende aspecten van bedrijfsprestaties. De literatuurstudie is bedoeld om een algemeen overzicht te geven over waar deze masterproef over zal gaan en wat er belangrijk is. Het daaropvolgende hoofdstuk is de hypothesepbouw. Hierin wordt het proces weergegeven waarin hypothesen worden geformuleerd op basis van bestaande kennis, literatuuronderzoek en mogelijke verbanden tussen variabelen. Het vormt een gestructureerde benadering om de onderzoeksvraag te beantwoorden en de relatie tussen de verschillende factoren te onderzoeken. In het vierde hoofdstuk staat de methodologie beschreven. Hierin wordt geduid hoe de steekproef wordt geselecteerd, waarbij wordt bepaald welke bedrijven worden opgenomen in de steekproef, en hoe de benodigde data verzameld wordt. Vervolgens wordt de empirische studie uitgevoerd en worden de resultaten besproken die voortvloeien uit de empirische analyse met de hierbij horende interpretatie. In het zesde hoofdstuk belanden we bij de conclusies wat ons tot slot brengt bij de beperkingen en de aanbevelingen voor verder onderzoek.

Om een volledig en onderbouwd antwoord te kunnen bieden op de centrale onderzoeksvraag **“Welk effect hebben kleine, passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven?”** is deze masterproef opgedeeld in twee grote delen. De literatuurstudie en het empirisch onderzoek kunnen namelijk elk hun eigen inzichten bieden.

De literatuurstudie wordt gebruikt om de relevantie van het onderzoek aan te tonen en te kaderen, alvorens verder kan worden gegaan met het effectieve onderzoek. De literatuurstudie heeft als doel om informatie te verzamelen over aandeelhouders en bedrijfsprestaties. Dit is van belang om al een eerste beeld te kunnen schetsen over het onderwerp en zal belangrijk zijn voor het verdere onderzoek. Voor de literatuurstudie wordt er data verzameld uit relevante wetenschappelijke literatuur. Er zal voornamelijk gebruikgemaakt worden van de elektronische bibliotheek van de UHasselt. Daarenboven vormen ook EBSCOhost en Google Scholar hier een belangrijke basis. Uitgaande van de gevonden literatuur kunnen er vervolgens bevindingen worden genoteerd.

Naast de literatuurstudie vormt de empirische studie het tweede grote luik van deze masterproef. In dit onderdeel tracht dit onderzoek een antwoord te formuleren op de hoofdonderzoeksvraag en deelvragen. Hiervoor wordt gebruikgemaakt van kwantitatieve gegevens afkomstig uit verschillende databanken. De focus van dit onderzoek ligt op beursgenoteerde bedrijven. Aangezien de Bel-first database uitgebreide informatie bevat over beursgenoteerde bedrijven in België, wordt van deze databank gebruikgemaakt voor de datacollectie. Bij de selectie van bedrijven worden de meest recente beschikbare gegevens gebruikt, namelijk die van het jaar 2021. Zo kunnen de meest actuele resultaten gevonden worden. Daarnaast zal ook de site van de Belgische Waakhond, de FSMA, vaak gebruikt worden in dit onderzoek. De verzamelde gegevens worden vervolgens geanalyseerd met behulp van softwareprogramma's Microsoft Excel en SPSS.

2. Literatuurstudie

2.1. Begrip aandeel en aandeelhouder

Een aandeel is een stuk van het eigendom van een bedrijf dat kan worden gekocht en verkocht op de aandelenmarkt. Als iemand aandelen koopt, wordt hij of zij een aandeelhouder van het bedrijf. Aandelen zijn een vorm van eigendom en geven de aandeelhouder een financieel belang voor het welslagen of falen van het bedrijf. Aandelen zijn een belangrijk middel voor bedrijven om geld op te halen voor hun activiteiten, zoals het uitbreiden van hun bedrijf of het ontwikkelen van nieuwe producten (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1997).

Economisch gezien zijn aandeelhouders de eigenaars van de onderneming. In principe zou de sterkste disciplinerende invloed vanuit de aandeelhouders moeten komen. Samen vormen de aandeelhouders de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De wet bepaalt dat de Algemene Vergadering van Aandeelhouders de ruimste bevoegdheid heeft om handelingen met betrekking tot de vennootschap uit te voeren of goed te keuren. Dit is het hoogste orgaan van een bedrijf wat maakt dat zij de bevoegdheid hebben om de bestuurders te benoemen en ze anderzijds ten allen tijde te ontslaan. Daarnaast bepalen zij over het beloningsbeleid voor de bestuurders. Tot de exclusieve bevoegdheden behoren ook het wijzigen van de statuten van de vennootschap en het goedkeuren van de jaarrekening (Arnauw). In beursgenoteerde ondernemingen is het aandeelhouderschap vaak geconcentreerd bij één of enkele referentieaandeelhouders. Deze (blok van) referentieaandeelhouder(s) controleert het management en tekent de strategische opties uit (Van Hulle, 1996).

In de praktijk hebben aandeelhouders vaak een indirecte relatie met de managers van een bedrijf, wat kan leiden tot het *agency* type I probleem volgens Berle & Means (1932). Dit ontstaat wanneer de managers niet handelen in het belang van de aandeelhouders. De aandeelhouders delegeren de controle over de onderneming aan de Raad van Bestuur. Via hun stemrecht op de Algemene Vergadering blijven ze wel toezicht houden op de Raad van Bestuur. Het is een prerogatief van de Raad van Bestuur om het management aan te stellen en toezicht te houden op het management. Daarnaast zijn ze verantwoordelijk voor het vertegenwoordigen van de belangen van de aandeelhouders en moeten ze ervoor zorgen dat het bedrijf haar doelen bereikt. In een beursgenoteerd bedrijf opereren aandeelhouders vanop een afstand, ze ontmoeten de leden van de Raad van Bestuur vaak niet (Thomas, 2010; Van Hulle, 1996).

Aan een aandeel zijn in principe twee elementaire rechten verbonden: lidmaatschapsrechten en vermogensrechten. Dankzij het lidmaatschapsrecht heeft de aandeelhouder zeggenschap, onder andere doordat hij de mogelijkheid heeft om zijn stemrecht uit te oefenen tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Het vermogensrecht daarentegen verschaft de aandeelhouder het recht op dividenden en indien van toepassing het recht op een deel van het liquidatiesaldo, evenredig aan de aandelen die ze bezitten. Deze rechten hebben normalerwijs een proportioneel karakter: een grote aandeelhouder heeft meer te zeggen en heeft recht op hogere dividenden dan een kleine

aandeelhouder (Moerland, 1997). Dit zou een deel van de verklaring kunnen zijn voor de stelling: kleine aandeelhouders hebben een kleine tot geen impact op de prestaties van het bedrijf.

2.1.1. Kleine aandeelhouders

De kleine aandeelhouders in Belgische beursgenoteerde bedrijven worden voornamelijk vertegenwoordigd door particulieren en kleine investeerders, met een relatief klein aantal institutionele beleggers en grote vermogensbezitters. Dit patroon kan verklaard worden door het feit dat particuliere beleggers en kleine investeerders doorgaans over minder kapitaal beschikken om te investeren, terwijl institutionele beleggers en vermogende individuen de mogelijkheid hebben om meer aandelen te kopen en hun positie in het bedrijf te versterken (Wickham & Goodie, 2013).

Kleine aandeelhouders verschillen van grote doordat ze vaker passief gedrag vertonen. Hun drijfveer om actief deel te nemen aan het bestuur is beperkter vanwege hun kleiner belang in de onderneming. Hier komt ook bij kijken dat kleine particuliere aandeelhouders niet de macht hebben om de onderneming actief mee vorm te geven. Kleine aandeelhouders zullen daardoor zelden of nooit een rechtsvordering op eigen initiatief instellen. Voor hen valt hier namelijk weinig voordeel uit te halen vanwege het *free-rider* probleem. Waarom zou een kleine aandeelhouder kosten en inspanningen leveren wanneer alle andere aandeelhouders zonder inspanning en kosten de vruchten mee kunnen plukken? Bovendien zullen bij succes de voordelen voor de kleine aandeelhouder zeer beperkt zijn aangezien hij maar een klein deel van het aandelenpakket in handen heeft. Hij wacht waarschijnlijk dus liever af tot iemand anders het voortouw in handen neemt om dan mee te genieten van de voordelen zonder zelf inspanningen te moeten leveren. Er kan dus gesteld worden dat kleine aandeelhouders vaak passief gedrag vertonen. Het zijn de grote aandeelhouders die gemakkelijker dergelijke stappen zullen ondernemen omdat de voordelen die ze hieruit halen veel groter zijn (Van Hulle, 1996).

Dan rijst de vraag of kleine aandeelhouders een effectieve monitor kunnen zijn voor management. De resultaten van het onderzoek van Strickland, Wiles & Zenner (1996) wijzen erop dat toezicht door kleine aandeelhouders mogelijk is en dat het succesvol kan zijn. Kleine aandeelhouders kunnen toezicht houden door middel van verschillende strategieën, zoals het uitoefenen van hun stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen, het opvragen van informatie en het kiezen voor effectief bestuur. Hoe meer kleine aandeelhouders samenwerken, hoe groter hun collectieve stem zal zijn en hoe groter hun invloed kan zijn op het bedrijf. Kleine aandeelhouders kunnen zo met succes het ondernemingsbestuur beïnvloeden.

Als groep kunnen kleine aandeelhouders een grotere, tot zelfs cruciale rol spelen. Stel dat een grote groep van kleine aandeelhouders de *timing* van het verkopen van hun aandelen coördineert, kan dergelijke actie ongetwijfeld een aanzienlijk effect hebben op de aandelenkoers. Wanneer dat effect enige tijd aanhoudt, trekt het de aandacht van de beheerder, zeker wanneer zijn vergoeding afhankelijk is van de aandelenkoers. De genoemde coördinatie zou onbedoeld kunnen ontstaan als kleine aandeelhouders gemeenschappelijke kenmerken vertonen die leiden tot een stimulans van

informatieverwerking en het verkopen van hun aandelen. Een hoge mate van overeenkomsten tussen de huidige kleine aandeelhouders zou zich dus kunnen uiten in gecorreleerd verkoopgedrag dat lijkt op het gedrag van grote aandeelhouders, zelfs zonder bewuste coördinatie. Ondanks er wordt aangenomen dat kleine aandeelhouders geen grote impact kunnen hebben, wil dat zeggen dat dergelijke acties van de kleine aandeelhouders ertoe zouden kunnen leiden dat zij ook een rol spelen in het disciplineren van de managers (Kandel, Massa & Simonov, 2011).

2.1.2. Grote aandeelhouders

Grote aandeelhouders hebben de grootste stimulans en macht om toezicht te houden op het management. Het gevolg hiervan is dat eigenaars de Raad van Bestuur kunnen domineren. Dit vormt geen probleem zolang er zich geen tegenstrijdige belangen voordoen. Er kan sprake zijn van twee soorten conflicten: cognitieve versus relationele conflicten. Cognitieve conflicten verwijzen naar meningsverschillen of verschillen in inzichten die voortkomen uit verschillende perspectieven, kennis of doelen van individuen (of groepen) binnen de organisatie. Cognitieve conflicten zijn in principe productief voor het bedrijf, vermits ze de besluitvorming kunnen verbeteren en vaak het voordeel hebben dat ze innovatie bevorderen. Dit in tegenstelling tot relationele conflicten die negatief zijn voor de organisatie. Deze conflicten komen voort uit persoonlijke verschillen, spanningen en negatieve gevoelens tussen individuen, wat intern zorgt voor een minder goede sfeer (De Dreu & Weingart, 2003).

Het bestaan van tegenstrijdige belangen zorgt voor discussies binnen de bedrijven. In het bijzonder gaan de discussies vaak over dat grote aandeelhouders de cashflows zouden kunnen verschuiven van de ene onderneming naar de andere. Daarnaast heerst er ontevredenheid over het feit dat investeringsbeslissingen kunnen worden genomen vanuit de belangen van deze grote aandeelhouders. Dit zijn uitingen van het zogenaamde *agency* type II probleem (Jensen & Meckling, 1976). Vandaar de vraag naar meer autonomie voor de Raad van Bestuur of het management ten opzichte van aandeelhouders bij beursgenoteerde bedrijven (Van Hulle, 1996).

Over het algemeen spelen institutionele beleggers, waaronder financiële instellingen en investeringsmaatschappijen, een belangrijke rol in het toezicht houden op het management van de ondernemingen. Tegelijkertijd zagen we de afgelopen decennia een opkomst in een wereldwijde stijging van aandeelhoudersactivisme, geleid door institutionele investeerders en investeringsfondsen. Aandeelhoudersactivisme komt meestal voor in de vorm van particuliere tussenkomst, actieve uitoefening van het stemrecht, aandeelhoudersvoorstellen of discussies omtrent volmacht (Yeh, 2014).

Een begrip dat sterk gerelateerd is aan de term grote aandeelhouder, is de referentieaandeelhouder. Referentieaandeelhouders zijn aandeelhouders die een belangrijk gedeelte van het kapitaal van het bedrijf in handen hebben en daarnaast ook over stemrechten beschikken. Deze aandeelhouders, ook wel blokhouders genoemd, kunnen invloedrijke macht uitoefenen op de werking van ondernemingsgroepen. Zo kunnen ze het management controleren en belangen van de onderneming, maar ook eigen belangen, nastreven in plaats van rijkdom voor de aandeelhouders te

maximaliseren. De aanwezigheid van controlerende aandeelhouders heeft dan ook gevolgen voor de minderheidsaandeelhouders, door de invloed van de macht die ze kunnen uitoefenen. Als gevolg hiervan kunnen ze de belangen van andere (minderheids-)aandeelhouders makkelijker omzeilen en hun eigen belangen maximaliseren (Shleifer and Vishny, 1997). Dit *agency* type II probleem wordt groter naarmate er minder bescherming is voor de investeerders en een goed *corporate governance*-systeem ontbreekt (Buysschaert, Deloof & Jegers, 2003).

2.2. Het governance model

Corporate governance is al enkele decennia een spraakmakend thema in het bedrijfsleven, mede vanwege de verschillende bedrijfsschandalen die aan het begin van de twintigste eeuw voor ophef zorgden. In tegenstelling tot de Verenigde Staten, beantwoordde Europa dit niet met een harde regelgeving in de vorm van wetten. Europa koos voor de creatie van *corporate governance* codes. Deze codes bestaan doorgaans uit niet-bindende aanbevelingen en richtlijnen voor een goed ondernemingsbestuur. Voor beursgenoteerde bedrijven is er in België de Code Daems neergeschreven. Grote aandeelhouders spelen een rol in de *governance* van een bedrijf, deze rol wordt bepaald door hun respectievelijke drijfveren (Arnauw).

Grote publieke vennootschappen volgen meestal het Angelsaksische *governance*-model, waarbij het versnipperde aandeelhouderschap resulteert in een centrale rol voor de Raad van Bestuur om afwezige aandeelhouders te vertegenwoordigen en te beschermen tegen mogelijk wangedrag van het management. Hierdoor ligt de nadruk op het behalen van korte termijn resultaten, wat de bonus van het management en rapportering van institutionele spelers beïnvloedt. België volgt daarentegen het continentaal model, waarbij het geconcentreerde aandeelhouderschap in handen is van enkele belangrijke referentieaandeelhouders. *Corporate governance*-regels beschermen het management en minderheidsaandeelhouders tegen de macht van deze referentieaandeelhouders (Lievens, 2004; Van Nieuwenhove, 2012).

De echte problemen van *corporate governance* komen naar voor wanneer het aandeelhouderschap niet homogeen is. Dit kan het gevolg zijn van de aanwezigheid van minderheidsaandeelhouders wiens belangen kunnen afwijken van die van de meerderheidsaandeelhouders. Dan zou in principe de Raad van Bestuur de taak op zich moeten nemen om de belangen van de verschillende groepen in evenwicht te brengen. In de praktijk is het resultaat hiervan dat de afstand tussen leiding en (sommige) aandeelhouders groter wordt (Van Hulle, 1996).

De onderzoeken van Gillan & Starks (2000) en Dimitrov & Jain (2011) concluderen dat er een positieve correlatie bestaat tussen aandeelhoudersactivisme en *corporate governance*. Actieve aandeelhouders houden een onderneming vaak scherp in de gaten en willen op de hoogte zijn van wat er zich binnen de onderneming afspeelt. Ze zullen ingrijpen wanneer zij vinden dat de huidige gang van zaken binnen de onderneming hun belangen schaadt. Met andere woorden, aandeelhouders die meer betrokken zijn bij het reilen en zeilen van de onderneming en actief hun rechten als aandeelhouder uitoefenen, zorgen voor meer transparantie en verantwoording binnen de

onderneming. Dit kan uiteindelijk leiden tot een efficiëntere *corporate governance* en zo zorgen voor meer waardecreatie voor de aandeelhouders.

2.3. Aandeelhoudersactivisme

Aandeelhoudersactivisme bestaat in twee vormen: aandeelhoudersvoorstellen op de jaarvergadering van de onderneming of onderhandse onderhandelingen. De twee vormen sluiten elkaar niet uit, ze worden zelfs vaak samen gebruikt. Sinds eind jaren tachtig heeft aandeelhoudersactivisme een grote rol gespeeld om pogingen tot *corporate governance* structuren te hervormen en bedrijfsprestaties te verbeteren. De toename in de frequentie van aandeelhoudersactivisme valt samen met een toename van institutionele participaties, met name passieve fondsen die het rendement van aandelenindices willen nabootsen (Karpoff, 2001).

Aangezien ondernemingen die het doelwit zijn van activistische groepsaandeelhouders rond de indiening van een groepsovername grotere meeropbrengsten ervaren dan ondernemingen die het doelwit zijn van passieve aandeelhouders, is het redelijk om in vraag te stellen of activisme verband houdt met betere bedrijfsprestaties. Veel van de eerdere literatuur omtrent aandeelhoudersactivisme heeft beperkte aanwijzingen gevonden voor deze eventuele verbeteringen in de prestaties van de bedrijven (Del Guercio en Hawkins, 1999).

Bedrijven die het doelwit zijn van activisten verdienen grotere overtollige aandelenrendementen bij het indienen van een aanvraag. Afhankelijk van de activistische campagne van de aandeelhouder, reageert de markt gunstiger op agressieve niveaus van activisme dan op een minder agressieve aanpak. Wanneer activisten zich inzetten voor bedrijven, behalen deze bedrijven grotere verbeteringen in bedrijfsprestaties in vergelijking met bedrijven die voornamelijk gestuurd worden door passieve aandeelhouders. De verbeteringen in de operationele efficiëntie is consistent met het elimineren van onderpresterende activa, maar de kasstromen blijven grotendeels onveranderd. Deze situatie ontstaat doordat activisten zich richten op bedrijven, wat leidt tot grote dalingen in de totale activa. Daarenboven wordt er beperkt bewijs gevonden dat de bedrijven die in het bezit zijn van actieve aandeelhouders in de jaren na de blokovername een betere hefboomwerking hebben of meer geld zouden uitbetalen in vergelijking met bedrijven die in het bezit zijn van voornamelijk passieve aandeelhouders (Clifford, 2008).

Opler & Sokobin (1995) beweren dat gecoördineerd institutioneel activisme effectief is. Gecoördineerd institutioneel activisme verwijst naar een situatie waarin meerdere institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, hedgefondsen, verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders, samenwerken om hun aandeelhoudersrechten uit te oefenen en bedrijven te beïnvloeden om bepaalde beleidsveranderingen door te voeren. Deze instellingen hebben getracht de bestuursleden van ondernemingen onder druk te zetten om hun prestaties te verbeteren en om overnamebelemmeringen weg te nemen.

Toch zijn niet alle onderzoekers ervan overtuigd dat aandeelhoudersactivisme effectief is. Als zo blijkt dat activisme weinig effect heeft, waarom blijven investeerders zich dan toch zo actief inzetten voor

de geïndiceerde ondernemingen? Del Guercio en Hawkins (1999) hebben hier een voor de hand liggend antwoord voor: institutionele investeerders streven naar persoonlijke doelen waardoor ze de waarde van de doellozen kunnen schaden. Dit is te verklaren doordat hun beslissingen niet noodzakelijk in het belang zijn van het bedrijf of haar *stakeholders*. Zo willen institutionele investeerders bijvoorbeeld veel korte termijn winsten met een hoger dan gemiddeld rendement, terwijl het voor het bedrijf eerder van belang is om te investeren om op lange termijn te kunnen groeien. Een alternatieve opvatting is dat activisme zeer kleine voordelen oplevert, zo klein dat ze niet kunnen worden weergegeven door empirische testen (Karpoff, 2001).

In het onderzoek gevoerd in deze masterproef wordt aandeelhoudersactivisme gedefinieerd als het monitoren en bewerkstellen van veranderingen in de structuren van het bedrijf. Het actief beïnvloeden van het beleid en de koers van de onderneming horen hier ook bij. Elke aandeelhouder die zijn stemrechten gebruikt, gaande van kleine particulier tot institutioneel belegger, is een aandeelhouderactivist. Aandeelhoudersactivisten zijn het meest succesvol in het creëren van waarde wanneer ze in staat zijn een verandering in de controle te bewerkstellen (Greenwood & Schor, 2009).

2.4. Concentratie van de aandelen in het bedrijf

2.4.1. Concentratie van het aandeelhouderschap

Ondernemingen verschillen in de wijze waarop aandelen zijn verdeeld over de verschillende aandeelhouders, er zijn verschillen in de eigendomsverhoudingen. De ene onderneming wordt gekenmerkt door een grote spreiding in het aandelenbezit, bij de andere onderneming is het aandelenbezit geconcentreerd bij enkele grootaandeelhouders. Deze verschillen kunnen indicaties zijn voor de mate waarin aandeelhouders al dan niet een actieve houding ten opzichte van de onderneming zullen aannemen (Jeunink & Kabir, 1993).

Verspreid aandeelhouderschap is niet enkel het gevolg van het ontstaan van grote ondernemingen. Een deel van de verklaring is ook te halen uit de nood aan immense kapitalen die de eigenaars dwingt om hun eigendomspositie te versmallen tot relatief kleine minderheidspakketten en de rest van de aandelen via de beurs te verspreiden over verschillende externe beleggers (Van Hulle, 1996).

Concentratie van aandeelhouders kan op verschillende manieren worden gedefinieerd: via het aantal aandeelhouders, met de Gini-coëfficiënt (statistische maatstaf van ongelijkheid in een verdeling) of aan de hand van de Herfindahl-index (combineert het aantal aandeelhouders met de ongelijkheid in de verdeling van de aandelen) (Konijn, Kräussl & Lucas, 2011). Het geconcentreerde aandeelhouderschap in beursgenoteerde bedrijven heeft als gevolg dat het streven naar eigen belangen door het topmanagement vervaagd wordt, maar stelt het belangenconflict tussen grote en kleine aandeelhouders in de plaats (Van Hulle, 1996).

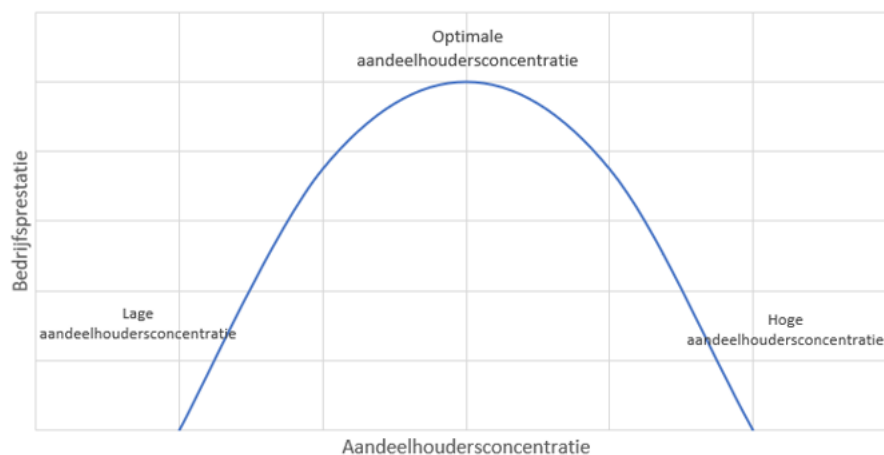
Wanneer het aandelenbezit sterk verspreid is, treedt er 'rationele passiviteit' op. De minderheidsaandeelhouder bespaart zich de moeite en kosten om een invloed uit te oefenen, vermits hij er zelf onevenredig weinig van terug ziet en anderen er gratis van kunnen profiteren. Dit probleem

kan worden verminderd door samenwerking of representatie, aldus de vereniging van de effectenbezitters (Moerland, 1997). Konijn, Kräussl en Lucas (2011) merken een negatieve correlatie op tussen bedrijfswaarde en verspreiding van de aandelen. Dit komt doordat de spreiding van aandelen de mogelijkheden van kleinere aandeelhouders beperkt om de grote aandeelhouders te kunnen uitdagen. Het is van belang om machtige groepen in evenwicht te houden en te vermijden dat deze louter en alleen voor eigen zaak strijden.

Toch zijn er theorieën die de voordelen van spreiding van aandelen voor de bedrijfswaarde benadrukken. In vergelijking met één grote aandeelhouder internaliseren verspreide aandeelhouders minder van de markt-impact kosten wanneer zij collectief handelen op basis van informatie. Dit kunnen we vergelijken met enkele grote aandeelhouders die handelen als een monopolist, terwijl een aantal kleinere verspreide aandeelhouders concurrerend handelen als een oligopolie. Als gevolg hebben kleinere verspreide aandeelhouders meer prikkels om daadwerkelijk te handelen op basis van informatie, wat leidt tot een verhoogde informatievoorziening die door de marktprijzen wordt verwerkt. Dit disciplineert het management ex ante om ervoor te zorgen dat aandeelhouders graag bij de onderneming blijven, waardoor de waarde van de onderneming toeneemt (Konijn, Kräussl & Lucas, 2011).

Het onderzoek van Claessens, Djankov, Fan & Lang (2002) onderzoekt de relatie tussen aandeelhoudersconcentratie en bedrijfsprestaties waarbij ze een curvilineaire relatie vinden. Dit betekent dat de voordelen van aandeelhoudersconcentratie voor de bedrijfsprestaties afnemen naarmate de concentratie toeneemt, wat suggereert dat er een optimum bestaat van aandeelhoudersconcentratie. In dat optimale punt zijn de voordelen van concentratie het grootst. Een veel voorkomende veronderstelling van deze relatie is een bolle tweedegraadsvergelijking, waarbij de relatie tussen aandeelhoudersconcentratie en bedrijfsprestaties in eerste instantie toeneemt, waarna deze afvlakt en uiteindelijk zelfs kan omslaan in negatieve effecten. Het vinden van het optimum zou dus van groot belang zijn voor het maximaliseren van de prestaties van bedrijven.

Figuur 1 bolle tweedegraadsvergelijking aandeelhoudersconcentratie



Een verklaring voor deze curvilineaire relatie zou kunnen gevonden worden in het idee dat een hoge mate van aandeelhoudersconcentratie kan leiden tot een gebrek aan concurrentiedruk en toezicht op het management, waardoor de bedrijfsprestaties afnemen. Langs de andere kant kan een lage mate van concentratie leiden tot een gebrek aan betrokkenheid van de aandeelhouders, wat dan ook weer zou kunnen leiden tot slechtere prestaties. Een gematigd niveau van aandeelhoudersconcentratie daarentegen kan leiden tot een optimale combinatie van betrokkenheid en toezicht. Dat idee wordt ondersteund door de bevindingen van het onderzoek en kan van belang zijn voor bedrijven die hun prestaties willen maximaliseren.

2.4.2. Concentratie van de stemrechten

Zoals eerder vermeld zijn er aan een aandeel twee rechten verbonden, namelijk lidmaatschapsrechten en vermogensrechten. Het vermogensrecht geeft de aandeelhouder recht op dividenden. Het lidmaatschapsrecht, belangrijker voor deze masterproef, geeft de aandeelhouders zeggenschap doordat zij de mogelijkheid hebben om op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders hun stemrecht uit te oefenen (Moerland, 1997). De Algemene Vergadering is door de wetgever ingesteld als hoogste orgaan waarbinnen beslissingen worden genomen door de aandeelhouders bij meerderheid. De vaststelling van de meerderheidsregel gebeurt niet door een stemming per hoofd, maar per stemrecht dat aan het aandeel verbonden is. De wet bepaalt dat aan alle aandelen in verhouding tot hun nominale waarde gelijke rechten zijn verbonden. Hier kan van worden afgeweken, zo bestaan er bijvoorbeeld ook aandelen zonder stemrecht of aandelen met meervoudig stemrecht (Clottens, 2011).

Eerder onderzoek toonde aan dat het hebben van stemrechten belangrijker is dan het hebben van cashflowrechten voor het uitoefenen van invloed op beslissingen intern binnen bedrijven. Stemrechten verwijzen naar het recht om deel te nemen aan de besluitvorming van een bedrijf, zoals het kiezen van bestuurders of het goedkeuren van belangrijke beslissingen. Cashflowrechten hebben daarentegen betrekking op het recht om de opbrengsten van het bedrijf te ontvangen, zoals de dividenden. Door in het bezit te zijn van stemrechten hebben aandeelhouders een zekere mate van controle over de onderneming en de richting die deze opgaat. Het verschil tussen stemrechten en cashflowrechten, de zogenaamde "wedge", wordt genoemd als belangrijke maatstaf voor type II agency-problemen, omdat het de controlerende aandeelhouders kan helpen om hun eigen belangen na te jagen ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Het "wedge" verschil wordt beschouwd als indicator voor de mate van *agency* problemen in een bedrijf. Wanneer het verschil tussen stemrechten en cashflowrechten groot is, betekent dit dat de controlerende aandeelhouders over meer stemrechten beschikken dan hun aandeel in de kasstromen rechtvaardigt. Dit geeft hen de mogelijkheid om beslissingen te nemen die gunstig zijn voor henzelf, maar niet per se in het belang van de minderheidsaandeelhouders zijn. Ze weten immers dat de minderheidsaandeelhouders geen effectieve middelen hebben om het management te controleren en hen ter verantwoording te roepen voor hun acties (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999).

Om te bepalen wie de kleine en grote aandeelhouders zijn, is het dus niet enkel van belang om te kijken naar hoeveel aandelen een bepaalde aandeelhouder in handen heeft. Belangrijker is om te

kijken naar het stemrecht dat eraan verbonden is. Voor deze masterproef is de concentratie van de stemrechten dus één van de belangrijke criteria.

2.4.2.1. Meervoudig stemrecht

De klassieke regel stelt dat er aan één aandeel, één stemrecht verbonden is. De wet laat afwijkingen in de statuten toe, waardoor aan elk soort aandeel statutair geen, één of meerdere stem(men) kan worden toegekend. Het is niet langer verplicht om elk aandeel gelijke vermogens- en stemrechten te geven. De band tussen de waarde van de inbreng en de rechten verbonden aan de aandelen wordt losgelaten. Vennootschappen hebben hierdoor de mogelijkheid om aandelen met meervoudig stemrecht uit te keren, door aan die aandelen een verschillende nominale waarde toe te kennen. Bovendien kan dit meervoudig stemrecht volledig vrij gemoduleerd worden: er kan bijvoorbeeld bepaald worden dat dit enkel geldt voor belangrijke beslissingen of indien er aan vooropgestelde voorwaarden voldaan is (Cools & Keijzer, 2019).

Beursgenoteerde vennootschappen zijn voornamelijk op zoek naar stabiele lange termijn aandeelhouders, hierbij wordt opgemerkt dat controlerende aandeelhouders veelal voor langere tijd betrokken zijn. Er zijn verschillende voordelen verbonden aan de onevenredige concentratie van controle. Controlerende aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld een initiërende en sturende rol op zich nemen. Daarnaast stelt het hen ook in staat om hun langetermijnvisie te implementeren. Toch zijn er ook nadelen aan verbonden. Controlerende aandeelhouders kunnen zichzelf bepaalde voordelen toekennen door *tunneling* en *empire building*. *Tunneling* verwijst naar het onttrekken van waarde uit de onderneming, terwijl *empire building* betekent dat de controlerende aandeelhouder investeert in projecten die meer gericht zijn op het vergroten van persoonlijke macht en status dan op winstgevendheid van de onderneming zelf. Ze beheersen immers de besluitvorming zonder de consequenties volledig te dragen, want deze worden gedragen door alle aandeelhouders. Ten tweede belemmert het ook de gedisciplineerde werking van de markten. Minderheidsaandeelhouders kunnen door hun disproportioneel klein aantal stemrechten het zittende bestuur niet vervangen en de vennootschap niet overnemen (Cools & Keijzer, 2019).

Naast het meervoudig stemrecht bestaat er ook het zogenaamde loyaliteitsstemrecht. De kern hiervan houdt in dat na verloop van tijd de loyale aandeelhouders worden beloond door hen een extra stemrecht toe te kennen. Er is dus de mogelijkheid om in de statuten een dubbel stemrecht te voorzien dat wordt toegekend aan aandeelhouders op wiens naam de aandelen minstens twee ononderbroken jaren staan geregistreerd. Bij overdracht van de aandelen gaat de extra stem verloren. Het loyaliteitsstemrecht kan enkel behouden blijven bij een fusie of splitsing en bij bepaalde overgangen in een familiale sfeer. Het doel ervan is de langetermijnvisie van de aandeelhouders te bevorderen (Cools & Keijzer, 2019).

2.5 Identiteit

Deze masterproef veronderstelt dat aandeelhouders met drie procent of minder van de aandelen in handen, kleine aandeelhouders zijn. Dit is gebaseerd op de meldingsdrempel waarboven aandeelhouders zich bekend moeten maken aan de buitenwereld. De hoofddoelstelling van deze regel is om de communicatie tussen het bestuur en haar aandeelhouders te bevorderen, de anonimiteit van aandeelhouders kan hier als obstakel worden gezien. Bijgevolg kan de maatregel zorgen voor meer transparantie en daardoor een evenwichtige balans in het aandeelhoudersbestand. Tot slot kan het de verhandeling van aandelen aantrekkelijker maken (Van der Korst). Een verdere toelichting hierover is te vinden in de methodologie.

Aandeelhouders kunnen verschillen in hun voorkeur voor operationele doelstellingen, motivatie, risicovoorkeur, vermogen dat ze inbrengen, expertise etc. Dit heeft als gevolg dat verschillende identiteiten van de actieve aandeelhouders in het bedrijf zorgen voor verschillende effecten op de bedrijfsprestaties (Le & Le, 2017). Hieruit kan geconcludeerd worden dat de identiteit van de aandeelhouders belangrijk is, omdat verschillende drijfveren potentieel kunnen leiden tot verschillende uitkomsten. Verder maakt dit het ook interessant om te bekijken of verschillende identiteiten bij de passieve aandeelhouders andere effecten hebben op de onderneming.

De waardevolle rol van grote aandeelhouders is meer uitgesproken wanneer de identiteit van de grootste aandeelhouders verschillend is. Dat is het gevolg van het feit dat aandeelhouders met een verschillende achtergrond minder geneigd zijn gemeenschappelijke belangen te delen. Toch resulteert aandeelhoudersheterogeniteit niet noodzakelijk in betere bedrijfsprestaties. Homogene aandeelhouders daarentegen zijn sneller geneigd om een coalitie te vormen om zo andere investeerders te hinderen. Meer bepaald hebben aandeelhouders met dezelfde achtergrond meer kennis om verduistering van winsten te verbergen. Desalniettemin wordt hun coalitie niet snel door buitenstaanders opgemerkt, waardoor het verlangen om samen te spannen verder toeneemt (Lin, Chen & Wang, 2020).

Om de aandeelhouders te analyseren worden ze voor deze masterproef opgedeeld in verschillende groepen: de institutionele aandeelhouders, de overheid als aandeelhouder, de familiale aandeelhouder en een restgroep van aandeelhouders waar onder andere de natuurlijke personen onder vallen.

2.5.1. Institutionele aandeelhouders

Institutioneel eigendom verwijst naar het type eigendom waarbij de eigenaar een instelling is, zoals een overheid of een stichting. Er is dus sprake van institutioneel eigendom wanneer een instelling – overheids-, particuliere of buitenlandse – aandelen in een onderneming bezit. Institutionele beleggers zijn gewoonlijk professionals in onder andere het analyseren van betrouwbaarheid van informatie die ze door het management gepresenteerd krijgen (Rachmadianti, 2020). Deze beleggers zijn meestal grote investeerders die grote hoeveelheden kapitaal beheren. Institutionele aandeelhouders hebben tezamen wereldwijd het grootste deel van het kapitaal van beursgenoteerde

bedrijven in handen. Tot dit segment behoren hedgefondsen, pensioenfondsen, levensverzekeringsondernemingen, beleggingsinstellingen, vermogensbeheerders etc. Institutionele beleggers en vermogensbeheerders worden vaak in één adem genoemd. Vermogensbeheerders worden belast met het beheer van de beleggingsportefeuille, waardoor ze een groot potentieel hebben om invloed uit te oefenen. De mate waarin zij initiatief nemen, bepaalt grotendeels de 'druk' vanuit de markt bij het afdwingen van aandacht voor bepaalde aspecten in de ondernemingen (Van Marcke, 2022).

Ook familiebedrijven en de overheid kunnen onder het begrip institutioneel eigendom vallen. In het geval van een familiebedrijf kan dit betekenen dat het eigendom wordt gehouden door een stichting die de belangen van de familie beschermt en zorgt voor een duurzame bedrijfsvoering. Bij overheidsbedrijven wordt het eigendom gehouden door de overheid en wordt het bedrijf vaak gerund als een publieke dienstverlening. Het is belangrijk om op te merken dat het type eigendom niet noodzakelijk een invloed heeft op de manier waarop het bedrijf wordt gerund en beheerd.

Als een bedrijf een groot percentage institutionele aandeelhouders heeft, betekent dit vaak dat de invloed van kleine aandeelhouders op het bedrijf en haar prestaties beperkt is. Deze grote institutionele aandeelhouders hebben meestal een aanzienlijk percentage van de stemrechten van het bedrijf in handen. Door deze variabele mee op te nemen in het onderzoek, kan er een beter begrip gevormd worden over hoeveel invloed kleine aandeelhouders hebben op de beslissingen en prestaties van het bedrijf in vergelijking met institutionele aandeelhouders.

2.5.2. Overheid als aandeelhouder

Naast bedrijven en particulieren kan ook de overheid aandelen hebben in een onderneming. Deze ondernemingen worden 'staatsdeelnemingen' genoemd. Eén van de redenen waarom een overheid investeert in bedrijven is omdat het een belangrijke bron van inkomsten kan vormen. Bovendien kan de overheid aanvullend op de huidige regelgeving via het aandeelhouderschap invloed uitoefenen op de onderneming en op die manier het publieke belang garanderen. Het aandeelhouderschap is een privaatrechtelijk sturingsinstrument, waardoor de relatie tussen de overheid en het bedrijf in de privaatrechtelijke sfeer terecht komt. De overheid als aandeelhouder is net zoals de andere aandeelhouders gebonden aan het vennootschapsrecht (Van Est et al., 2015).

De overheid kan verschillende motieven hebben om staatsdeelnemingen aan te gaan, maar het is doorgaans een weloverwogen strategische beslissing. Een voorbeeld hiervan zijn grote infrastructurele projecten; de luchthaven van Schiphol zou nooit tot stand zijn gekomen zonder financiële steun van de Nederlandse overheid. In ruil voor die steun ontving de staat aandelen (Van Est et al., 2015).

2.5.3. Familiale aandeelhouder

De Europese Commissie definieert een beursgenoteerd familiebedrijf als volgt: een bedrijf waarvan de familie ten minste vijftwintig procent van de aandelen in handen heeft. Om de

levensvatbaarheid van een familiebedrijf over de generaties heen te kunnen blijven garanderen is de steun van de familieaandeelhouders vaak van belang. Het is daarom belangrijk om de attitudes en verwachtingen van de aandeelhouders omtrent het ondersteunen van de continuïteit van het bedrijf in kaart te brengen. Hoewel financieel rendement als belangrijk wordt geacht, wordt dit aangevuld met het belang van het zogenaamde *socioemotional wealth*. Dit houdt in dat de familieaandeelhouders zich identificeren met het bedrijf en ze met trots de titel van aandeelhouder dragen. Ze hechten belang aan de afstemming van de bedrijfsprestaties op de reeds vastgestelde waarden van eerlijkheid, integriteit, ethiek, sociale verantwoordelijkheid en professionalisme. Ondanks dat familiale aandeelhouders vaak een emotionele band hebben met het bedrijf, vertonen ze soms geen passend enthousiasme voor actieve aandeelhoudersparticipatie. Voor veel bedrijven is het wenselijk om de familiestamboom voortdurend 'te snoeien' om zo verwatering van het aandelenbezit te voorkomen en ervoor te zorgen dat er geen overvloed aan standpunten gecreëerd wordt. De voorbereiding van de opvolging in familiebedrijven vergt veel tijd en moet goed geregeld worden (Thomas, 2010).

2.5.4. Restcategorie

In deze restcategorie bespreekt deze masterproef voornamelijk de individuele, atomaire aandeelhouder. Een individuele aandeelhouder is gewoonlijk minder goed in staat om informatie op te vragen. Hierdoor is de informatiekloof groot. Er is daarom nood aan mechanismen die ertoe bijdragen dat de belangen van ook deze aandeelhouders door het management van de onderneming worden gediend (Ter Hoeven, 2013).

Vaak behoren deze individuele aandeelhouders tot de minderheidsaandeelhouders, zij hebben een minderheidsbelang in de vennootschap. Als minderheidsaandeelhouder zijn ze vaak overgeleverd aan de handelingen en beslissingen van de meerderheid. Omwille van deze reden zijn er verschillende maatregelen om de minderheidsaandeelhouder te beschermen ten opzichte van de meerderheid. Een voorbeeld hiervan is de zogenaamde *squeeze-out*. Deze term duidt op de actie waarbij de grote aandeelhouders de minderheidsaandeelhouders dwingen om de vennootschap te verlaten tegen een bepaalde vergoeding. Deze vergoeding wordt meestal vooraf bepaald. Het is een vennootschapsrechtelijke manier om de vennootschap van de beurs te trekken en private controle te verwerven (De Rycke).

De verhouding tussen management en aandeelhouders in publieke bedrijven is de laatste jaren structureel veranderd. Er zijn veel minderheidsaandeelhouders, zoals particuliere beleggers, die niet in de gaten houden wat het management doet. Deze minderheidsaandeelhouder is bij wijze van spreken geen eigenaar, maar gewoon een belegger in de onderneming. Hieruit volgt het probleem dat er vanuit deze aandeelhouders geen discipline komt ten opzichte van het management (Eijffinger & Koedijk).

Exchange Traded Funds (ETF's) zijn een belangrijke factor geweest in deze structurele verandering. ETF's zijn beleggingsfondsen die passief beheerd worden en proberen de prestaties van een bepaalde

index of benchmark te volgen. Door de populariteit van deze indextracker zijn er veel meer beleggers die indirect beleggen in publieke bedrijven via deze fondsen. Deze beleggers hebben vaak geen directe betrokkenheid met de onderneming, wat zorgt voor minder discipline vanuit de aandeelhouders ten opzichte van het management. Het toenemende gebruik van ETF's kan leiden tot grotere volatiliteit van de individuele aandelen. Dit is te verklaren doordat ETF's handelsactiviteiten van de onderliggende effecten versterken en bepaalde prijsinefficiënties kunnen uitbuiten, waardoor de prijs van het de onderliggende effecten meer beweegt (Ben-David, Franzoni & Moussawi, 2018)

2.6 Prestatiemaatstaven

Een prestatie wordt gedefinieerd als de mate waarin iemand zich inzet om de vooropgestelde doelen te behalen (Ensie, 2022). Bedrijfsprestaties worden bijgevolg omschreven als het vermogen van een bedrijf om vooropgestelde doelen te behalen of zelfs te overtreffen. Door het behalen van deze doelen zou het bedrijf dan vooruitgang moeten boeken in de markt (Eniola & Entebang, 2015). Bij het meten van bedrijfsprestaties kan er een onderscheid gemaakt worden tussen financiële en niet-financiële maatstaven. Dit onderzoek is gebaseerd op secundaire, bovenal financiële data. Deze masterproef voert een kwantitatief onderzoek, wat betekent dat de financiële maatstaven de belangrijkste zijn. Omwille van deze reden moeten er geen vragenlijsten geconsulteerd of opgesteld worden.

Meer specifiek maakt dit onderzoek gebruik van *Return on Assets*, *Return on Equity*, groei en de Tobin's Q-ratio. Deze begrippen zijn enigszins verwant, maar verschillen wat betreft hun onderliggende focus. *Return on Assets* en *Return on Equity* zijn rendabiliteitsratio's. Het beoordelen van de rendabiliteit van een bedrijf is belangrijk om te begrijpen of het bedrijf in staat is om winstgevend te opereren en om aandeelhouders een rendement op hun investering te bieden. Wanneer de rentabiliteit op het eigen vermogen onvoldoende is, betekent dit op lange termijn een risico voor het voortbestaan van het bedrijf. Daarnaast is het voor veel aandeelhouders van belang dat ze rendementen kunnen behalen op korte termijn. Groei daarentegen is een betere indicator voor prestaties op langere termijn. Tot slot is de Tobin's Q een basis-indicator voor de waarde van een actief op lange termijn. Deze masterproef zal de bedrijfsprestaties dus op verschillende manieren onder de loep nemen.

2.6.1. Return on Assets

Return on Assets (ROA) is een financiële ratio die aangeeft hoeveel winst het bedrijf genereert ten opzichte van het totale bedrag aan activa dat het bezit. In dit onderzoek is het rendement op de activa de belangrijkste maatstaf. ROA wordt gemeten aan de hand van de verhouding tussen de nettowinst en de totale activa van het bedrijf (Rachmadianti, 2020). Deze maatstaf wordt veelvuldig gebruikt om de winstgevendheid en de prestaties van bedrijven te meten. De toepassing van ROA helpt bij het corrigeren van de vertekening die ontstaat door de omvang van een bedrijf, geassocieerd met de resultaten (Adomako & Danso, 2014).

In het jaar voorafgaand aan de formatie van het collectieve activisme, of het zogenaamde 'blok', hebben bedrijven die het doelwit zijn van activisten aanzienlijk grotere gemiddelde waarden voor de *return on assets*, maar lagere markt-boek verhoudingen dan bedrijven die het doelwit zijn van passivisten. Meer concreet, bedrijven die het doelwit zijn van activistische aandeelhouders zien een toename in de mediaan van de ROA van 1,17 procentpunt ten opzichte van bedrijven die het doelwit zijn van passieve aandeelhouders. Soortgelijke resultaten worden gevonden tot twee jaar na de activistische inzet van de aandeelhouders. Bovendien worden bedrijven die het doelwit zijn van activisten in verband gebracht met betere operationele prestaties in het jaar voorafgaand aan de overname van het blok, grotere daaropvolgende desinvesteringen in activa en verbeteringen in ROA. Dit geeft aan dat verbeteringen in de operationele werkingen consistent zijn met de inspanningen van de activisten (Clifford, 2008).

Uit gegevens blijkt dat over het algemeen activisme door grote aandeelhouders succesvol is in het veranderen van de bestuursstructuur en, indien effectief succesvol, resulteert in een statistisch significante toename van de aandeelhoudersrijkdom. Doch wanneer de bron van vermogensgroei een betere bedrijfsprestatie is, is deze niet significant (Smith, 1996). Hieruit kan geconcludeerd worden dat de gerapporteerde gegevens over effecten op bedrijfsprestaties niet consistent zijn.

Wanneer er wordt gekeken naar de resultaten van de *return on assets* voor bedrijven die aandeelhoudersvoorstellen kregen, ontdekten onderzoekers in het jaar voor de aankondiging een daling van de ROA. Het daaropvolgende jaar, het jaar van de aankondiging, zien zij een stijging van de ROA. Toch kon opnieuw niet bewezen worden dat deze resultaten statistisch significant zijn (Yeh, 2014).

Een ander onderzoek ondervond dat institutioneel eigendom een positieve invloed heeft op de prestaties van bedrijven, waarbij een hoger percentage institutioneel eigendom wordt geassocieerd met hogere rendementen op de activa en een lager risico (Cornett, Marcus, Saunders & Tehranian, 2007)

2.6.2. Return on Equity

De *Return on Equity* (ROE) slaat op de nettowinst van een bedrijf als percentage van het eigen vermogen. ROE is een belangrijke financiële ratio die de bedrijfsprestaties weerspiegelt vanuit het perspectief van de aandeelhouders. Deze maatstaf wordt vaak gebruikt door beleggers en analisten om de winstgevendheid van een bedrijf te evalueren en om te beoordelen of het bedrijf in staat is om voldoende rendement te genereren op het kapitaal dat eerder door de aandeelhouders werd geïnvesteerd. In dit onderzoek naar het effect van kleine aandeelhouders, in deze masterproef wel bekend als zombiekapitaal, is deze maatstaf een belangrijk onderdeel. Aandeelhouders kunnen deze ratio beïnvloeden door kapitaalinvesteringen, die het eigen vermogen van de onderneming vergroten. Belangrijk is om deze ratio niet enkel op zichzelf te analyseren. ROE moet steeds worden gecombineerd met andere kerncijfers om tot een totaalbeeld van de rendabiliteit te komen (Fridson & Alvarez, 2022).

2.6.3. Tobin's Q

De Tobin's Q-ratio wordt gedefinieerd als de verhouding van de marktwaarde van de effecten uitgegeven door een onderneming en de vervangingswaarde van de ondernemingsactiva (Van Hulle, 1996).

Bedrijven met meerdere aandeelhouders rapporteren vaak een hogere waarde voor Tobin's Q dan bedrijven met slechts één grote aandeelhouder. Bevindingen onthullen een negatieve correlatie tussen *blockholding* en Tobin's Q: een hogere fractie van de aandelen die door referentieaandeelhouders worden gehouden, gaat gemiddeld gepaard met een lagere waarde van de Q-ratio. Ondanks de mogelijke endogeniteitsproblemen zijn de resultaten consistent met theorieën waarin de blokhouders effecten kunnen hebben op de bedrijfswaarde (Konijn, Kräussl & Lucas, 2011).

Uit eerder onderzoek is gebleken dat er een lineair positief verband bestaat tussen winstgevendheid en concentratie van het aandeelhouderschap. Zowel aandelenbezit door managers als belangrijke aandeelhouders hebben een positieve invloed op Tobin's Q. Hoe meer aandelen geconcentreerd in handen van enkele aandeelhouders, hoe doeltreffender het gedrag van het management wordt gecontroleerd en gedisciplineerd wat resulteert in betere prestaties (Kapopoulos & Lazaretou, 2007).

Het onderzoek van Van Hulle (1996) komt tot de constatactie dat er een curvilineaire relatie bestaat tussen de eigendomspositie van de leden van de Raad van Bestuur en de Q-ratio van een bedrijf. Hij ondervond dat wanneer de eigendomspositie van de leden van de Raad van Bestuur stijgt van nul procent naar vijf procent, er een scherpe toename is in de Q-ratio. Bij een verder doorstijging van vijf procent naar vijftwintig procent is er een daling in de Q-ratio. Tot slot voor eigendomsposities van meer dan vijftwintig procent zou de Q-ratio opnieuw toenemen. Dit is consistent met het convex kwadratische verhaal en met de zogenaamde *founder-led firms*, die betere prestaties kunnen voorleggen in vergelijking met niet-familiebedrijven.

In een alternatief onderzoek over aandeelhoudersactivisme komt Woitke (2002) tot een simultaan vergelijkingsmodel met Tobin's Q en eigendom van pensioenfondsen als de endogene variabelen. De gegevens werden verzameld vanuit de Fortune 500 bedrijven. Een voor de industrie aangepaste Tobin's Q hangt positief samen met eigendom door particuliere pensioenfondsen en houdt negatief verband met eigendom van openbare pensioenfondsen, met name activistische publieke fondsen. Concluderend draagt activisme door openbare pensioenfondsen bij tot lagere waarden van Tobin's Q (Karpoff, 2001).

Dit staat in tegenstelling tot de bevindingen van Demsetz & Lehn (1985). Zij onderzochten de relatie tussen aandeelhouderschap en bedrijfsprestaties en kwamen tot de conclusie dat bedrijven met een meer gespreide concentratie aan aandeelhouders een hogere Q-ratio rapporteren. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat deze bedrijven meer disciplineringsmechanismen hebben, zoals marktcontrole en concurrentiedruk van andere bedrijven. Hierdoor zou het management gedwongen worden om efficiënter te werken en de belangen van de aandeelhouders beter te behartigen. Dit

werd ondersteund door het onderzoek van Dennis & Sarin (1999). Ook zij kwamen tot de conclusie dat er een negatief verband is tussen eigendomsconcentratie en bedrijfsprestaties. Als reden voor deze negatieve relatie stellen ze dat grote aandeelhouders hun eigen belangen nastreven ten koste van de andere aandeelhouders en de firma. De eventuele conflicten tussen aandeelhouders en het management die hiervan het gevolg kunnen zijn, kunnen uiteindelijk leiden tot slechtere bedrijfsprestaties.

2.6.4. Groei

Om te beginnen kijkt dit onderzoek naar de omzet om het aspect groei te bespreken. Hoewel institutionele beleggers in eerste instantie hun voorkeur geven aan winsten boven groei-doelstellingen, is het ook belangrijk om andere *stakeholders* in acht te nemen (Thomsen & Pedersen, 2000).

De omzetgroei lijkt niet afhankelijk te zijn van eigendomsconcentratie. Hoewel de identiteit van de eigenaars niet significant is, zijn de groeipercentages beduidend hoger in ondernemingen waarvan de grootste eigenaar een ander bedrijf of een familie is. De discrepantie tussen winstgevendheid en groei lijkt te stroken met de interpretatie dat voor een bepaald eigendomsaandeel de eigenaars bedrijven aanzetten om de aandeelhouderswaarde te verhogen, terwijl bedrijfs- en familie-eigenaren meer aandacht besteden aan groei en overleving (Thomsen & Pedersen, 2000).

Dit onderzoek maakt daarnaast gebruik van een tweede methode om de groei te meten, namelijk door te kijken naar het verschil in activa over een jaar. Bedrijven die voornamelijk worden beïnvloed door kleine, niet-actieve aandeelhouders vertonen aanzienlijke dalingen in hun activaniveaus. Daarentegen presteren bedrijven die het doelwit zijn van grote, actieve aandeelhouders beter. Dit suggereert dat als de waargenomen dalingen in de activaniveaus alleen gebaseerd zouden zijn op minder goede prestaties in het voorgaande jaar en een terugkeer naar het gemiddelde zouden vertegenwoordigen, men zou verwachten dat er grotere desinvesteringen zouden zijn bij bedrijven die worden beïnvloed door niet-actieve aandeelhouders. Echter, wordt het tegenovergestelde waargenomen. Bedrijven die het doelwit zijn van grote, actieve aandeelhouders worden geassocieerd met betere operationele prestaties in het jaar voorafgaand aan de overname van het aandelenpakket. Hierop volgen desinvesteringen van activa (Clifford, 2008).

2.7 Effecten van kleine versus grote aandeelhouders

De aandeelhoudersstructuur van beursgenoteerde ondernemingen in continentaal-Europa wordt gezien als geconcentreerd in handen van enkele grote aandeelhouders, vaak zijn dit andere bedrijven zoals financiële groepen (Van Hulle, 1996).

Kleine particuliere aandeelhouders verkeren in een andere positie dan grote institutionele aandeelhouders of strategische meerderheidsaandeelhouders. Zo zijn er tegenstellingen in de belangen van grootaandeelhouders en die van minderheidsaandeelhouders. Het is aannemelijk dat grootaandeelhouders zich van kleine aandeelhouders onderscheiden doordat zij de intentie hebben

om het bedrijfsproces binnen de onderneming te beïnvloeden (Moerland, 2000). Minderheidsaandeelhouders hebben niet de macht om beslissingen te nemen, waardoor er langs hun kant minder initiatieven komen en ze minder kunnen participeren in het bedrijf. Er wordt geconstateerd dat er dus meer discipline is wanneer aandelen geconcentreerd zijn in handen van één of enkele aandeelhouders (Eijffinger & Koedijk). Bovendien zijn er nog andere voordelen aan sterk geconcentreerd aandeelhouderschap. Dit zou namelijk kunnen leiden tot een efficiënter bedrijfsbeleid aangezien grote aandeelhouders de motivatie hebben om informatie te verzamelen en het management op te volgen. Hierdoor is het makkelijker om lange termijn projecten uit te voeren (Van Hulle, 1996). Verder is een hoge concentratie van aandelen positief gerelateerd aan bedrijfsprestaties, volgens verschillende onderzoeken. Diverse theorieën maken duidelijk dat bij scheiding van eigendom en management de bedrijfswaarde kan afnemen door toenemende diversiteit in de belangen tussen de twee, dit valt onder *agency* type I. Omgekeerd, naarmate eigendom geconcentreerd is in handen van één aandeelhouder, zullen de belangen dus dichter bij elkaar liggen, wat een positieve invloed kan hebben op de bedrijfswaarde. Uit gegevens blijkt dat de eigendomsstructuur een significant positief effect heeft op winstgevendheid (Tam & Tan, 2007). De literatuur suggereert dat verspreide aandeelhouders het bedrijf overlaten aan de genade van de managers. Die managers kunnen naar *believen* eigenaars van het bedrijf onteigenen. Omwille van bovenstaande redenen benadrukt de literatuur de rol van de controlerende aandeelhouders als belangrijkste monitor van managers en daarom ook als belangrijkste determinant van bedrijfswaarde (Kandel, Massa & Simonov, 2011).

Toch zijn er ook nadelen aan verbonden. Grote aandeelhouders zouden schadelijk kunnen zijn voor de bedrijfswaarde, omdat zij dankzij hun grotere macht zouden kunnen proberen om privé voordelen te behalen ten koste van minderheidsaandeelhouders. Dit is wat Berle & Means (1932) *agency* type II noemen. In deze gevallen hebben de grote aandeelhouders gewoonweg te veel macht (Konijn, Kräussl & Lucas, 2011).

Zoals eerder aangehaald in de probleemstelling zijn onderzoekers en investeerders het niet eens over of kleine en grote aandeelhouders een impact hebben op de prestaties binnen bedrijven (Karpoff, 2001). Dit kwam ook naar voor in het onderzoek van Smith (1996). Over het algemeen blijkt dat activisme door aandeelhouders grotendeels succesvol is in het veranderen van de bestuursstructuur en, indien succesvol, resulteert in een statistisch significante toename van aandeelhoudersrijkdom. Maar als bron van vermogensgroei of verbeterde bedrijfsprestaties zouden de resultaten niet statistisch significant zijn.

Doorgaans wordt aangenomen dat kleine, niet-controlerende en niet-strategische aandeelhouders niet monitoren, vermits elke kleine aandeelhouder weinig macht heeft en niet geprikkeld wordt om aan de monitoring deel te nemen. Tegelijkertijd voorspellen standaard *asset pricing* modellen dat de acties van elke aandeelhouder, inclusief die van kleine aandeelhouders, de prijs van het aandeel kunnen beïnvloeden (Kandel, Massa & Simonov, 2011). Dit kan klinken als een dubieuze bewering. De prijs van het aandeel wordt bepaald door de vraag en het beschikbare aanbod op de aandelenmarkt. In *asset pricing* modellen wordt rekening gehouden met de effecten van het gedrag van alle aandeelhouders, dus inclusief de kleine aandeelhouders. Als kleine aandeelhouders besluiten

om hun aandelen te verkopen, kan dit de vraag naar aandelen verminderen en daardoor de prijs van het aandeel verlagen. Of omgekeerd, wanneer veel kleine aandeelhouders aandelen kopen en daardoor de vraag vergroot kan de prijs weer stijgen.

Grote aandeelhouders zouden effectief toezicht moeten houden op het management van beursgenoteerde bedrijven zodat het *agency* probleem vermindert. Ze zouden hiertoe in staat moeten zijn, aangezien ze een groter aandelenbelang hebben in het bedrijf (Clifford, 2008). Toch is, zoals hierboven vermeld, het bewijs dat aandeelhouders de aandeelhouderswaarde verhogen niet eenduidig. Diverse studies tonen aan dat activisme door grote institutionele aandeelhouders weinig invloed heeft op de prestaties van ondernemingen. Aandeelhoudersvoorstellen hebben in het verleden weinig bijgedragen aan de verbeteringen in het functioneren van bedrijven. Wanneer beleggers effectief proberen om een impact uit te oefenen, stuiten ze vaak op weerstand of hoge kosten. Deze pogingen waren meestal dus niet succesvol (Greenwood & Schor, 2009).

Pensioenfondsen hebben een actieve rol gespeeld in *corporate governance*, al wordt hun effectiviteit en motivatie ook in vraag gesteld. Er bestaat een significante heterogeniteit tussen fondsen in activistische doelstellingen, tactieken en impact op de doelondernemingen, dit in overeenstemming met verschillende investeringsstrategieën. Fondsen zijn succesvol in het monitoren en bevorderen van verandering in de ondernemingen. Er wordt echter geen bewijs gevonden voor andere motivaties dan maximalisatie van de waarde van het fonds (Del Guercio & Hawkins, 1999).

De aankondiging van hedgefondsactivisme genereert abnormale rendementen van meer dan zeven procent in zowel een kort tijdsbestek rond de aankondiging als over een langere periode na de eerste indiening. Een reden hiervoor zou kunnen zijn dat activisme waarde creëert door de dagelijkse werking van de onderneming te verbeteren, door het management te vervangen of net door het management te dwingen tot allerlei hervormingen zoals operationele, financiële of bestuurlijke hervormingen (Greenwood & Schor, 2009).

Wanneer hedgefondsen meer dan vijf procent van een onderneming bekomen, moeten zij aangeven of hun investeringsintenties passief of actief zijn. Bedrijven die door hedgefondsen voor actieve doeleinden als doelwit gekozen worden, behalen grotere, excessieve aandelenrendementen en verbeteringen in de operationele prestaties (ROA) dan een controlegroep van bedrijven die door hedgefondsen voor passieve doeleinden als doelwit worden gekozen. Deze operationele verbeteringen zijn het gevolg van het afstoten van slecht presterende activa. Ook de opbrengsten voor hedgefondsen zijn groter voor hun actieve blokken in vergelijking met hun passieve blokken. Dit wijst erop dat activistische aandeelhouders door middel van hogere opbrengsten de kosten van hun toezichtinspanningen kunnen verzachten (Clifford, 2008).

Bij betrokkenheid of interventie van grote aandeelhouders, is de kans meer waarschijnlijk dat ondernemingen en hun belanghebbenden erdoor worden beïnvloed, in vergelijking met betrokkenheid of interventie van kleine aandeelhouders. Kortom, grote aandeelhouders kunnen invloed uitoefenen op slecht presterende bedrijven door hen te disciplineren met een meer actieve en agressieve aanpak. Zowel een voorstel van aandeelhouders om bestuursleden te vervangen als

de dreiging van een vijandige overname kunnen werken om het management onder druk zetten. Het doel van deze onderdrukkingen is managers harder doen werken en hun prestaties doen verbeteren. Samengevat, van grote aandeelhouders wordt verwacht dat ze een verschil maken door hun 'stem' te laten horen. De markten reageren dan ook positief op aankondigingen van voorstellen door grote aandeelhouders (Yeh, 2014).

Een groep van meerdere grote aandeelhouders speelt een grotere rol dan een grote hoeveelheid kleine aandeelhouders in een onderneming. Meer zelfs, uit het onderzoek van Rachmadiani (2020) blijkt dat zij een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties. Dit is te verklaren door de positieve rol die deze grootaandeelhouders vervullen door toezicht te houden op het management. Evenwel lopen ondernemingen met meerdere grote aandeelhouders het risico dat zij coalities vormen en winsten onder zichzelf verdelen ten voordele van bepaalde persoonlijke- of groepsbelangen. Dienovereenkomstig, veroorzaakt dit grote nadelen voor de minderheidsaandeelhouders die een veel kleinere rol vervullen in de onderneming. Wanneer er meningsverschillen tussen deze grote aandeelhouders zijn, kan dit het besluitvormingsproces zelfs belemmeren. In dat geval zou een structuur van vele grote aandeelhouders een negatieve invloed hebben op de bedrijfsprestaties. Het is belangrijk dat minderheidsaandeelhouders hiervan bewust zijn (Rachmadiani, 2020).

Meer tegenbewijs wordt gevonden door Wahal (1996). Als de door de pensioenfondsen teweeggebrachte veranderingen gunstig zijn voor de bedrijfsresultaten, dan zouden aankondigingen van beleggers die zich willen richten op bedrijven gepaard moeten gaan met significante abnormale rendementen. Toch wordt er een gemiddeld abnormaal rendement gevonden van ongeveer nul. Er is nochtans een significant positief abnormaal rendement rond deze aankondigingen gevonden voor een deelsteekproef van ondernemingen die onderworpen zijn aan beleggers die aandelen kopen zonder stemadvies. Dat resultaat wijst erop dat voor deze kleine subgroep de voordelen van aandeelhoudersactivisme zich voordoen op het moment van de aankoop van de aandelen. De overgrote meerderheid van de aankondigingen gaat daarentegen niet gepaard met abnormale rendementen. Het ontbreken van een aankondigingseffect is verrassend, gezien het succes van pensioenfondsen bij het onderhandelen van overeenkomsten met het management, met name over bestuurskwesties.

Karpoff, Malatesta & Walkling (1996) beamen dit. Er worden weinig aanwijzingen gevonden dat aandeelhoudersvoorstellen zouden leiden tot betere bedrijfsprestaties. Tevens gaat nieuws over deze voorstellen gepaard met niet-significante veranderingen in de waarde van aandelen en lijken de voorstellen geen invloed te hebben op de omzet van de bedrijven. Zelfs bij voorstellen die een meerderheid van aandeelhoudersstemmen verkrijgen, is er amper bewijs van waardestijgingen of beleidswijzigingen toe te schrijven aan de voorstellen.

Over het algemeen geven resultaten aan dat de kans op het aantrekken van een voorstel voor *corporate governance* toeneemt met de omvang van de onderneming, de hefboomwerking en het institutionele aandeelhouderschap. De waarschijnlijkheid neemt af met het operationele rendement op de omzet en de recente omzetgroei, wat aangeeft dat *corporate governance*-voorstellen worden gedaan bij slecht presterende bedrijven. In tegenstelling tot sommige andere vormen van

aandeelhoudersactivisme, hebben aandeelhoudersvoorstellen weinig effect stellen Karpoff, Malatesta & Walkling (1996).

Aandeelhouders hebben elk een verschillende houding ten aanzien van verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid die inherent zijn aan het bedrijf. Dat kan deels verklaard worden doordat een bepaalde groep aandeelhouders hun aandelenbezit eerder geërfd heeft, terwijl een andere groep aandeelhouders er zelf voor heeft gekozen om te investeren in het bedrijf (Thomas, 2010).

3. Hypotheseopbouw

Zoals eerder in de literatuurstudie werd aangekaart, zijn er concurrerende visies op of kleine aandeelhouders een impact hebben op de prestaties van een bedrijf. Kleine aandeelhouders in Belgische beursgenoteerde bedrijven worden voornamelijk vertegenwoordigd door particuliere beleggers en kleine investeerders. Institutionele beleggers daarentegen, maken een kleiner deel uit van deze groep. Dit patroon wordt verklaard door het feit dat particuliere beleggers en kleine investeerders doorgaans over minder kapitaal beschikken om te investeren in aandelen (Van Hulle, 1996).

Kleine aandeelhouders hebben doorgaans slechts beperkte invloed op de bedrijfsprestaties van een bedrijf. Dit komt doordat het aandeel dat ze bezitten meestal klein is in verhouding tot het totale aantal uitstaande aandelen, waardoor ze weinig zeggenschap hebben over de besluitvorming binnen het bedrijf. Dit in tegenstelling tot grote, institutionele beleggers met een groot aandelenbelang die de mogelijkheid hebben om meer invloed uit te oefenen op de bedrijfsprestaties. Niettemin kunnen kleine aandeelhouders een indirecte invloed hebben op het bedrijf door middel van het uitoefenen van hun stemrecht tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders en door het indienen van voorstellen of vragen aan het management van het bedrijf (Van Hulle, 1996). Dit onderzoek legt haar focus daarom op of er een verband bestaat tussen de samenstelling van de aandeelhoudersbasis en de bedrijfsprestaties van de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Met deze aanname wordt de onderzoekshypothese bekomen, die luidt als volgt:

Hypothese 1: Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

De hypothese wordt geformuleerd om te onderzoeken of er een correlatie bestaat tussen kleine aandeelhouders en bedrijfsprestaties in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Het is allereerst van belang om vast te stellen of er een verband bestaat tussen het cumulatieve aandeel van kleine aandeelhouders en bedrijfsprestaties. Op basis van deze hypothese kan er dan verder worden gekeken naar of dit verband positief of negatief is in de context van Belgische bedrijven.

Aangezien kleine aandeelhouders minder invloed kunnen uitoefenen op de besluitvorming van bedrijven in vergelijking met grote aandeelhouders, zouden er vermoedens kunnen ontstaan dat zij minder in staat zijn om de bedrijfsprestaties te beïnvloeden. Echter, wanneer kleine aandeelhouders een groot aantal individuen vertegenwoordigen, kan hun collectieve invloed toch een rol spelen in de besluitvorming binnen bedrijven. In het algemeen kan gesteld worden dat kleine aandeelhouders wel enige invloed kunnen hebben op de bedrijfsprestaties, maar deze beperkt is in vergelijking met de invloed van grote aandeelhouders.

“Bedrijfsprestaties” is een verzamelnaam voor de verschillende indicatoren die worden gebruikt om de prestaties van een bedrijf te meten. Dit kunnen zowel financiële als niet-financiële indicatoren zijn. Bedrijfsprestaties zijn van groot belang voor de aandeelhouder, omdat zij een deel van hun

vermogen investeren in een bedrijf en als gevolg willen zien dat hun investering rendeert. Bovendien kunnen goede, algemene prestaties leiden tot een hogere aandelenkoers en hierdoor voor meer waarde zorgen voor de aandeelhouders.

Om te achterhalen hoe het verband tussen kleine aandeelhouders en de bedrijfsprestaties zich uit, wordt de hoofdhypothese van dit onderzoek onderverdeeld in de verschillende, te onderzoeken, bedrijfsprestaties.

1a. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de *Return on Assets* van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Return on Assets (ROA) is een financiële ratio die de winstgevendheid van een bedrijf meet in verhouding tot haar totale activa. Het wordt berekend door de nettowinst te delen door de totale activa van een bedrijf. Een hoge ROA wijst op een betere winstgevendheid, terwijl een lagere ROA duidt op een minder efficiënt gebruik van de activa om winst te genereren.

Kleine aandeelhouders zouden hierop effecten kunnen hebben door bijvoorbeeld hun stemrecht te gebruiken om de strategische beslissingen van het bedrijf te beïnvloeden. Om de relatie tussen de aandeelhoudersstructuur en de ROA van Belgische beursgenoteerde bedrijven te verduidelijken, kan het nuttig zijn om te kijken naar hoe de aanwezigheid van kleine aandeelhouders kan bijdragen aan een verminderd risico en lagere kapitaalkosten.

Een bedrijf met veel kleine aandeelhouders is minder afhankelijk dan een bedrijf met slechts enkele grote aandeelhouders. Wanneer een bedrijf afhankelijk is van enkele grote aandeelhouders, kan dit leiden tot een hoger risico, omdat deze grote aandeelhouders zouden kunnen besluiten om hun aandelen te verkopen. Dit zou vervolgens kunnen leiden tot een daling van de aandelenprijs en een afname van het vertrouwen van andere investeerders. Daarentegen kan het hebben van meer kleine aandeelhouders bijdragen aan een meer evenwichtige aandeelhoudersstructuur, wat het bedrijf aantrekkelijker maakt voor potentiële investeerders die de toegang tot het kapitaal kunnen vergemakkelijken. Door deze factoren kan een bedrijf met veel kleine aandeelhouders in staat zijn om kapitaal aan te trekken tegen lagere kosten.

1b. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de *Return on Equity* van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Return on Equity (ROE) is een belangrijke maatstaf voor de prestaties van bedrijven in termen van winstgevendheid in verhouding tot het eigen vermogen dat door de aandeelhouders werd ingebracht.

Met betrekking tot bovenstaande hypothese is het handig om de eventuele impact van kleine aandeelhouders te bespreken. Kleine aandeelhouders dragen bij aan de diversificatie van de aandeelhoudersbasis. Dit kan resulteren in meer stabiliteit en vertrouwen onder de investeerders, wat gunstig is voor de ROE. Het is belangrijk om op te merken dat het effect van kleine

aandeelhouders op deze ratio afhankelijk is van meerdere factoren, waaronder de grootte van het bedrijf, de industrie waarin het opereert en de algemene economische omstandigheden.

1c. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de Tobin's Q-formule van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Tobin's Q is een ratio die de marktwaarde vergelijkt met de vervangingswaarde van de activa van een bedrijf. Aandeelhouders die druk uitoefenen op het management om meer te investeren in innovatie of nieuwe markten, kunnen zorgen voor een hogere groei en betere prestaties in vergelijking met concurrenten. Dit kan resulteren in een hogere marktwaardering en een gunstigere Tobin's Q. Toch kan ook een omgekeerd effect mogelijk zijn, bijvoorbeeld wanneer aandeelhouders druk uitoefenen op het management om korte-termijn resultaten te behalen.

1d. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de groei van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Ook voor deze hypothese zijn er verschillende manieren waarop dit effect zou kunnen optreden. Allereerst is het belangrijk om te beseffen dat alle aandeelhouders hun stem kunnen laten horen tijdens de aandeelhoudersvergadering, waardoor ze een invloed kunnen uitoefenen op het beleid van het bedrijf. Wanneer kleine aandeelhouders samenwerken zouden ze eventueel het management kunnen sturen naar een grotere focus op groei en innovatie. Het hebben van veel kleine aandeelhouders kan ook bijdragen aan het vertrouwen van de markt in het bedrijf. Als er veel individuele beleggers geloven in een bedrijf en in haar toekomst en dat tonen door aandelen te kopen, kan dit een positief signaal geven aan de rest van de markt en het vertrouwen in het bedrijf vergroten.

De vier bovenstaande deelhypothesen impliceren dat de aandeelhoudersbasis een belangrijke factor kan zijn bij het behalen van goede bedrijfsprestaties binnen beursgenoteerde Belgische bedrijven. Meer bepaald wordt onderzocht wat de effecten van kleine aandeelhouders zijn op bepaalde vooropgestelde prestatie maatstaven. Deze masterproef voert een onderzoek naar deze hypothesen om ze als einddoel te kunnen bevestiging of te weerleggen.

Een tweede hypothese, die ondergeschikt is aan de eerste hypothese, moet uitwijzen of er verschillen bestaan tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal. Zo kan verder worden uitgewezen of een grote hoeveelheid aan zombiekapitaal effecten heeft op de prestaties van de bedrijven. Deze hypothese stelt dat er een verband bestaat tussen de hoeveelheid zombiekapitaal aanwezig in een bedrijf en de bedrijfsprestaties ervan. De tweede hypothese wordt als volgt geformuleerd:

Hypothese 2: Er bestaan significante verschillen in prestaties tussen bedrijven met weinig, gemiddeld en veel zombiekapitaal.

4. Methodologie

4.1. Dataverzameling

In het onderzoek naar de effecten van zombiekapitaal op de bedrijfsprestaties is ervoor gekozen om de focus te leggen op beursgenoteerde bedrijven. Het onderzoek beschreven in deze masterproef maakt gebruik van kwantitatieve data. De data zal voornamelijk verzameld worden uit de Bel-first database van Bureau van Dijk. Deze database bevat uitgebreide bedrijfsinformatie over bedrijven in België en Luxemburg. Bel-first maakt het mogelijk om bedrijven tot in detail te analyseren en te vergelijken, onder meer om verdere inzichten te krijgen in een bepaalde bedrijfstak of individueel bedrijf. Dankzij de invoering van de IFRS-standaarden voor beursgenoteerde bedrijven, is er een verbeterde vergelijkbaarheid tussen de jaarrekeningen van verschillende ondernemingen en sectoren (Vandemaele, Vergauwen & Michiels, 2009). In de Bel-first databank van Bureau Van Dijk zijn er gegevens beschikbaar over 220 actieve beursgenoteerde bedrijven. Voor deze masterproef kan er gefilterd worden op de Belgische bedrijven waardoor een steekproef van slechts 144 bedrijven overblijft. Bij het gebruik van deze database is het daarnaast ook belangrijk om de NACE-code op te nemen in de filtering zodat financiële instellingen, meer bepaald banken, uit de dataset gefilterd kunnen worden. De onderliggende reden hiervoor is dat banken niet vergeleken kunnen worden met andere bedrijven vanwege hun businessmodel dat bestaat uit schuldfinanciering. Bedrijven zoals KBC, BNP Paribas Fortis en Belfius hebben een fundamenteel andere functie. Voor deze bedrijven is *leverage de core business*, waar de handel in en het beheer van liquiditeit voor andere bedrijven eerder bijzaak is. Ze hebben een zeer laag eigen vermogen per euro dat ze uitgeven waardoor heel wat maatstaven een vertekend beeld zouden geven. Alsook kan dit ervoor zorgen dat de resultaten die uit de dataset gehaald worden verkeerd worden geïnterpreteerd. De NACE is een officiële Europese lijst van activiteitsomschrijvingen. Bedrijven met NACEBEL-code 64 worden niet opgenomen in deze masterproef. Dit zijn de financiële dienstverleners exclusief verzekeringen en pensioenfondsen. Door deze categorie van bedrijven uit de steekproef te laten, wordt er een totaal van 101 bedrijven bekomen (Lee & Suh, 2011). Bij de selectie wordt de focus gelegd op de meest recente beschikbare data, namelijk van het jaar 2021. De gegevens die voortkomen uit de steekproef worden geanalyseerd om tot een antwoord op de onderzoeksvraag en bijkomende deelvragen te komen. Er kunnen uiteraard geografische verschillen zijn met andere landen of continenten, niet elke markt reageert hetzelfde of is al even ver ontwikkeld.

Tabel 1 steekproefselectie (in aantal bedrijven)

Dataselectie	Aantal bedrijven
Initieel totaal aantal beursgenoteerde bedrijven	222
- Luxemburgse bedrijven	(-78) = 144
- Bedrijven met NACEBEL-code 64	(-43) = 101

In combinatie met de Bel-first database zal er ook gebruikgemaakt worden van de rapporteringen die terug te vinden zijn via de website van de FSMA (<https://www.fsma.be/nl/shareholding>) voor het

empirisch gedeelte. Hier kan informatie worden teruggevonden omtrent de aandeelhouders en hun identiteit. Meer zelfs, al de informatie omtrent zombiekapitaal en potentieel actief aandeelhouderschap wordt gehaald uit de rapporten gepubliceerd via de FSMA. Via het dataportaal kan het aandeelhouderschap bestand per bedrijf opgevraagd worden waarin de stemrechten van de aandeelhouders worden weergegeven.

De argumenten voor de keuze van beursgenoteerde bedrijven zijn voor de hand liggend. Beursgenoteerde bedrijven zijn verplicht om regelmatig hun financiële gegevens te publiceren, zoals hun kwartaal- en jaarverslagen. Deze informatie is openbaar en daardoor makkelijk toegankelijk voor onderzoek. Daarnaast is er ook meer transparantie omtrent aandeelhoudersstructuren en effectieve verdeeldheid van het aandeelhouderschap, wat voor dit onderzoek essentieel is. Hierdoor kunnen onderzoekers meer gegevens gebruiken voor hun analyses en hun bevindingen beter onderbouwen. Doordat beursgenoteerde bedrijven onderworpen zijn aan dezelfde financiële rapportagevereisten en financiële normen, kan dit bevorderend werken voor de vergelijkbaarheid van de bedrijven. Doorgaans hebben beursgenoteerde bedrijven een groter aantal externe aandeelhouders en zijn hun eigendomsstructuren over het algemeen meer gediversifieerd. Dit maakt het eenvoudiger om de rol die aandeelhouders spelen te onderzoeken (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999). Toch zijn er ook factoren die de vergelijking kunnen bemoeilijken, zoals de grootte van het bedrijf, de sector waarin het actief is, het geografische gebied waarin het opereert en de verschillende bedrijfsstrategieën. Het is daarom belangrijk om deze factoren in overweging te nemen bij het uitvoeren van een vergelijkende analyse tussen beursgenoteerde bedrijven. Een ander argument is dat beursgenoteerde bedrijven normaliter meer stabiliteit en consistentie in hun financiële prestaties hebben, aangezien ze moeten voldoen aan strikte regels en voorschriften voor de financiële rapportage. Dit zorgt voor meer betrouwbare en nauwkeurige gegevens voor onderzoek. Beursgenoteerde bedrijven behoren vaak tot de grote bedrijven in onze samenleving. Dit vormt een vierde argument, want beursgenoteerde bedrijven hebben vaak een grote invloed op de economie en op de markt. Hun prestaties kunnen een indicatie zijn voor bredere trends in de markt. Meer zelfs beursgenoteerde bedrijven zijn van groot belang voor de economie van een land, ze hebben een grote impact op de werkgelegenheid en het welzijn van de bevolking. Deze bedrijven vormen gewoonlijk de meest representatieve afspiegeling van de economie van een land. En tot slot hebben ze vaker te maken met druk van beleggers. Het zijn bedrijven waarvan de aandelen op de openbare markt worden verhandeld, waardoor ze een hogere druk ervaren om goede resultaten te behalen en om hun aandeelhouderswaarde te verhogen.

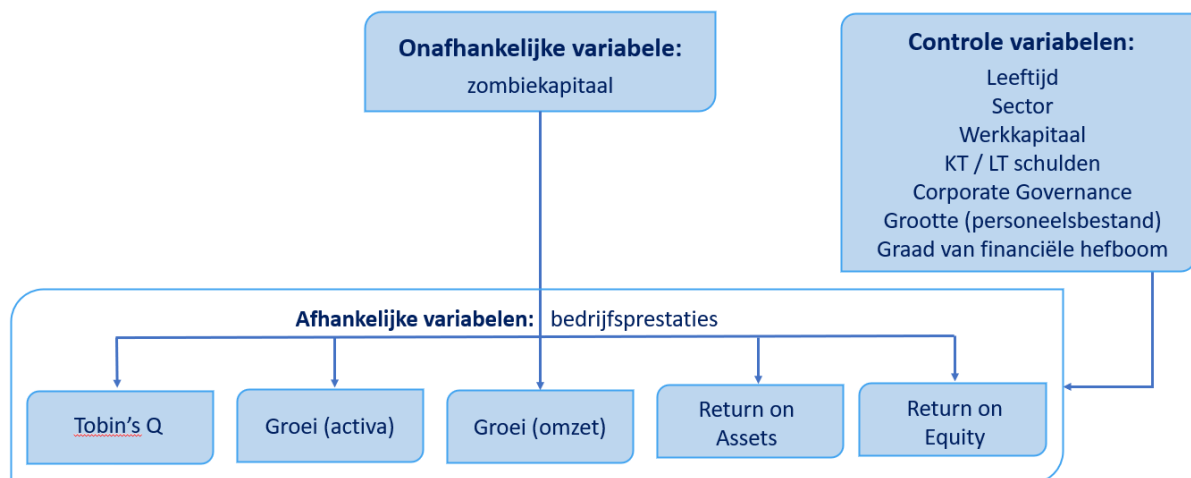
Ook voor de keuze van kwantitatieve data liggen er verschillende redenen aan de basis. Allereerst de objectiviteit van kwantitatieve data. Kwantitatieve data is in tegenstelling tot kwalitatieve data feitelijk en meetbaar, waardoor het minder vatbaar is voor subjectieve interpretaties en beoordelingen van de onderzoeker. Dit maakt het mogelijk om tot meer objectieve conclusies te komen en de betrouwbaarheid van de resultaten van dit onderzoek te vergroten. Naast deze objectiviteit speelt ook de nauwkeurigheid mee. Voor dit onderzoek is dat zeker van belang, omdat het gebaseerd is op numerieke gegevens, zoals financiële rapporten. Evenwel speelt de vergelijkbaarheid een rol. Het maakt het gemakkelijk om verschillende variabelen en groepen te vergelijken en te analyseren, waardoor dit onderzoek meer inzicht kan verkrijgen in relaties tussen

verschillende factoren. Vermits dit onderzoek op zoek gaat naar patronen of trends in de gevonden data, is dat zeker van belang. Tevens is kwantitatieve data vaak makkelijker te verzamelen en te analyseren dan kwalitatieve data. Het is minder tijdrovend en het maakt het mogelijk om een grotere hoeveelheid aan data te verzamelen en te analyseren, wat weer leidt tot meer betrouwbare resultaten en een efficiëntere uitvoering van dit onderzoek. Als laatste maakt kwantitatieve data het makkelijker om algemene conclusies te trekken over een bepaalde populatie, aangezien het mogelijk is om een steekproef te nemen en de bevindingen te generaliseren naar een bredere populatie. Dit onderzoek betreft een grote populatie, maar het is niet praktisch of haalbaar om de volledige populatie te analyseren binnen de gegeven tijdsperiode van dit onderzoek. Het gebruik van kwantitatieve gegevens vergemakkelijkt echter de generaliseerbaarheid van de bevindingen.

4.2. Onderzoeksmodel

In dit onderdeel wordt een schematische weergave van de geselecteerde variabelen getoond. Deze visuele weergave illustreert de relatie tussen de variabelen in dit onderzoek. Het volgende onderdeel geeft een overzicht van de geselecteerde variabelen en toont aan hoe deze gemeten kunnen worden.

Figuur 2: *Onderzoeksmodel*



4.3. Variabelen

4.3.1. Afhankelijke variabelen

De afhankelijke variabelen die in dit onderzoek worden getoetst, zijn de bedrijfsprestaties. Het doel van dit onderzoek is om na te gaan welke impact kleine aandeelhouders hebben op de prestaties van een bedrijf. Tot op heden bestaat er geen consensus over welke prestatiecriteria gebruikt moeten worden om de bedrijfsprestaties zo accuraat mogelijk te meten, waardoor er in eerdere andere onderzoeken discussies ontstonden omtrent het meten van de bedrijfsprestaties. Er zijn verschillende manieren om bedrijfsprestaties te meten, zo kan er onder andere een onderscheid

gemaakt worden tussen financiële en niet-financiële maatstaven. Vermits dit onderzoek gebruikmaakt van kwantitatieve data, worden er enkel financiële maatstaven gebruikt. Vanwege de focus op beursgenoteerde bedrijven, kan dit onderzoek een beroep doen op prestatie maatstaven gebaseerd op markt informatie. Om die redenen is er gekozen voor de variabelen: *Return on Assets*, *Return on Equity*, Tobin's Q en groei. Hierbij vormt de *Return on Assets* de belangrijkste maatstaf waarop de aandacht zal gevestigd worden, omdat deze maatstaf de bedrijfsprestaties het beste weergeeft in de gegeven context. Toch is het belangrijk om te onthouden dat alle maatstaven een stukje van het bedrijfsverhaal vertellen. Door alle puzzelstukken samen te leggen, kan het volledige verhaal ontrafeld worden.

Om het onderzoek kwantitatief te houden, neemt dit onderzoek enkel ratio's die kunnen worden gemeten met de database van Bureau Van Dijk in overweging.

4.3.1.1. Return on Assets

De eerste prestatie-indicator is de Return on Assets (ROA) of het rendement op de activa. *Return on Assets* is een indicator van de winstgevendheid van een bedrijf in verhouding tot het totale vermogen. Concreet meet deze ratio hoeveel winst de onderneming genereert voor iedere euro die in de activa van het bedrijf gestoken werd. De rendabiliteit van het totaal vermogen toont aan hoe efficiënt het management de activa aanwendt om winst te genereren.

ROA geeft de verhouding tussen de winst of het verlies van het boekjaar en de totale activa weer. Deze maatstaf wordt vaak gebruikt om de prestaties van concurrerende bedrijven te vergelijken en om de kapitaalintensiteit van een bedrijf te beoordelen. Deze financiële ratio is een belangrijke indicator van de operationele efficiëntie van een bedrijf. Een hogere ROA geeft aan dat een bedrijf in staat is om meer winst te genereren met dezelfde hoeveelheid activa dan een bedrijf met een lagere ROA. Dit kan een teken zijn van hogere efficiëntie en productiviteit of zelfs een beter beheer van de activa. Naast het feit dat het een maatstaf is voor de financiële gezondheid van een bedrijf, kan het helpen bij het nemen van investeringsbeslissingen.

De formule maakt gebruik van de nettowinst. Nettowinst is een belangrijke indicator om de prestaties van de aandeelhouders te beoordelen. Toch beschouwen *finance professionals* nettowinst als gebrekkig, omdat het verschillende belangrijke zaken negeert. Zo behandelt het cash en niet-cash uitgaven symmetrisch. Daarnaast trekt het rentebetalingen af, wat het moeilijker maakt om bedrijven te vergelijken die zichzelf op verschillende manieren financieren, ook al zijn hun activiteiten wel gelijkaardig. En de berekening van het winstcijfer gaat gepaard met managementbeslissingen. Managers kunnen er bijvoorbeeld voor kiezen om hun opbrengsten te versnellen en hun kosten uit te stellen.

Om de ROA te berekenen wordt die nettowinst gedeeld door de totale activa. De totale activa worden naast het geïnvesteerde eigen vermogen door de aandeelhouders ook gefinancierd door het vreemd vermogen dat de onderneming aangaat. Zoals hierboven vermeld trekt de nettowinst rentebetalingen af, waardoor het geen rekening houdt met de kost van het vreemd vermogen. Omwille van dit feit

zou het beter zijn moest de formule van ROA voor onderzoek naar het effect van aandeelhouders gebaseerd zijn op een winstconcept waaruit beide soorten investeerders, dus zowel de investeerders in het eigen als vreemd vermogen, nog betaald dienen te worden. In plaats van enkel nettowinst te gebruiken, kan er een winstconcept worden toegepast dat ook rekening houdt met de rentelasten. Nettowinst zou vervangen kunnen worden door EBIAT (*earnings before interest after taxes*). EBIAT trekt de rentebetalingen nog niet af waardoor het ook rekening houdt met de kosten van vreemd vermogen.

Figuur 3 formules net profit en EBIAT

Revenue	Revenu
- cost of goods sold	- cost of goods sold
= gross profit	= gross profit
- selling, general and administrative expenses	- selling, general and administrative expenses
= EBIT	= EBIT
- interest	- taxes
= pretax income	= EBIAT
- taxes	
= net profit	



Door de rentelasten op te nemen in de teller van de ROA-formule, wordt er rekening gehouden met de kosten van het vreemd vermogen. Het gebruik van deze aangepaste formule kan een beter inzicht geven in de prestaties van het bedrijf, rekening houdend met zowel de investeerders in het eigen vermogen als in het vreemd vermogen en de kosten die hiermee gepaard gaan. In dit onderzoek werd de originele formule van ROA gebruikt, dus de berekening gebaseerd op de nettowinst. Het is dus belangrijk om op te merken dat dit een beperking kan vormen voor dit onderzoek.

4.3.1.2. Return on Equity

Return on Equity (ROE) of rentabiliteit van het eigen vermogen is een ratio gelijkend aan *Return on Assets*. Deze ratio geeft de relatie weer tussen de nettowinst die een bedrijf gedurende een specifieke periode heeft behaald en het eigen vermogen dat is gebruikt om die winst te genereren. Specifiek laat deze ratio zien hoeveel euro de aandeelhouders jaarlijks ontvangen voor iedere euro die ze investeren in het eigen vermogen van het bedrijf. Wanneer dit wordt bekeken aan de hand van de DuPont-vergelijking, komt men tot onderstaande formule.

$$ROE = \frac{\text{nettowinst}}{\text{omzet}} * \frac{\text{omzet}}{\text{activa}} * \frac{\text{activa}}{\text{eigen vermogen}}$$

De DuPont-vergelijking biedt inzicht in de factoren die de *Return on Equity* van een bedrijf beïnvloeden en is gebaseerd op de gedachte dat de ROE kan worden opgesplitst in drie belangrijke componenten: winstgevendheid, productiviteit en financiële hefboom. De eerste factor evalueert de

winstgevendheid. Voor de winstgevendheid wordt hier gebruik gemaakt van de *profit margin*. Deze ratio geeft aan hoeveel euro de onderneming overhoudt van elke euro aan inkomsten, na aftrek van alle relevante kosten. De tweede factor geeft de productiviteit van het bedrijf weer. De productiviteit, hier weergegeven door *asset turnover*, laat zien hoe goed een bedrijf gebruik maakt van haar activa om *output* te produceren. Op langere termijn leveren productiviteitsstijgingen een belangrijke bijdrage aan economische groei. Een hogere productiviteit betekent dat het bedrijf meer uit minder kan halen. De derde en laatste factor geeft de hefboomwerking weer. De financiële hefboom geeft de verhouding tussen het totale vermogen en het eigen vermogen van het bedrijf weer. Het meet de mate waarin het bedrijf schulden gebruikt in verhouding tot het eigen vermogen. Dit betekent dat de ROE niet enkel kan verhoogd worden door de winstgevendheid en productiviteit van het bedrijf maar ook door middel van hun schuldgraad. Hoe hoger de schuldgraad, hoe hoger de waarde van ROE, maar ook hoe hoger het risico. Dat risico komt voort uit de toename in de rente- en financieringskosten, afhankelijkheid van externe financiering, verhoogd faillissementsrisico en beperkte financiële flexibiliteit. Het risico wordt veroorzaakt doordat het bedrijf mogelijks moeilijkheden ondervindt om aan haar schuldverplichtingen te voldoen. Een zorgvuldige afweging van risico en rendement is cruciaal bij het bepalen van een passende schuldgraad voor een bedrijf.

Uiteindelijk kan bovenstaande formule worden herwerkt tot een vereenvoudigde vorm, namelijk:

$$ROE = ROA * \textit{financiële hefboom}$$

Deze vereenvoudigde formule is een handige manier om de relatie tussen deze twee factoren te begrijpen. Zo is te zien dat de ROE dus niet enkel afhankelijk is van de operationele efficiëntie (ROA), maar ook sterk wordt beïnvloed door de kapitaalstructuur (financiële hefboom).

Een hogere ROE duidt op een efficiënt gebruik van het ingebrachte kapitaal door de aandeelhouders, wat kan worden geïnterpreteerd als een teken van goed beheer en een solide bedrijfsmodel. Het suggereert dat het bedrijf in staat is om hoge rendementen te behalen op het geïnvesteerde eigen vermogen. Aan de andere kant kan een lagere ROE een waarschuwing zijn voor beleggers. Het geeft aan dat het bedrijf minder efficiënt is in het genereren van winsten uit het kapitaal dat is ingebracht door de aandeelhouders.

Het is nuttig om de ROE te vergelijken tussen bedrijven in dezelfde sector en om een mogelijke trend in de ROE in de loop der tijd te analyseren. Zo kan er een beter begrip verkregen worden van de prestaties van het bedrijf. Bovendien moet worden opgemerkt dat ROE slechts één van de vele financiële ratio's is die gebruikt kan worden om de prestaties van een bedrijf te beoordelen. Het is niet voldoende om enkel naar de ROE-ratio te kijken voor het in kaart brengen van de algehele financiële gezondheid van een bedrijf. Deze maatstaf wordt best gebruikt in combinatie met andere financiële ratio's en factoren die van invloed kunnen zijn op de bedrijfsprestaties.

4.3.1.3. Tobin's Q

Ook de Tobin's Q-ratio kan dit onderzoek verdere inzichten geven in de bedrijfsprestaties. Het is een maatstaf die wordt gebruikt om te beoordelen of een bedrijf over- of ondergewaardeerd is op de markt. Het kengetal geeft de verhouding tussen de verdisconteerde waarde van de verwachte toekomstige kasstromen (beurswaarde) en de vervangingswaarde van de (fysieke) activa weer. Men zou Tobin's Q ook de dekkingsgraad van de onderneming kunnen noemen. Deze ratio heeft een macro-economisch nut als verband tussen financiële markten en de markt voor goederen en diensten.

Deze ratio meet de waarde die de markt toekent aan het bedrijf ten opzichte van de waarde van de activa die het bedrijf bezit. Het vooruitkijkende element van Tobin's Q komt voort uit het feit dat de marktwaarde van een bedrijf een indicator kan vormen voor de toekomstige prestaties. Als de markt het bedrijf waardevoller beschouwt dan de vervangingswaarde van de aanwezige activa, dan kan dit wijzen op toekomstige groeimogelijkheden of andere voordelen die het bedrijf heeft ten opzichte van de concurrentie. Wanneer het tegengestelde waar is en de markt het bedrijf dus minder waardevol schat dan de vervangingswaarde, kan dit wijzen op toekomstige problemen of uitdagingen waar het bedrijf aan blootgesteld zal worden.

Wanneer de Tobin's Q hoger is dan één, dan vindt de markt het bedrijf waardevoller dan de vervangingswaarde van de activa, wat neerkomt op het feit dat de markt gelooft dat het bedrijf in de toekomst meer winst zal genereren of dat het bedrijf schaarse middelen bezit zoals een patent of intellectueel eigendom. Wanneer de waarde van de ratio lager is dan één, geeft de markt aan dat het bedrijf minder waardevol is dan de vervangingswaarde. Dit kan erop wijzen dat het bedrijf als minder winstgevend of competitief wordt beschouwd dan andere bedrijven in dezelfde sector. Een waarde gelijk aan één betekent dat de markt de waarde van het bedrijf op de juiste manier heeft ingeschat.

4.3.1.4. Groei

Tot slot kan het interessant zijn om de groei van de bedrijven onder de loep te nemen. Deze maatstaf kan geïnterpreteerd worden voor zowel de korte als lange termijn. Op de korte termijn zit er bijvoorbeeld maar één jaar tussen de gemeten variabelen. Een langere termijn kan bijvoorbeeld een periode van vijf jaar tussen de gemeten tijdstippen betekenen. Deze masterproef kijkt naar de groei van zowel activa als omzet. De groei in activa geeft dan weer of de bezittingen van het bedrijf zijn gestegen of gedaald over de jaren heen. Omzet daarentegen geeft de inkomsten weer. Zo wordt duidelijk of er meer of minder werd verkocht, over een bepaalde periode, als de prijzen constant worden genomen.

Groei wordt in dit onderzoek gemeten aan de hand van het verschil in activa of omzet tussen jaar T-1 en T. Er wordt dus rekening gehouden met de stand van bijvoorbeeld de activa van het huidige jaar en het afgelopen jaar. In de Bel-first database is 2021 het meest recente, beschikbare jaar. Om die reden wordt er rekening gehouden met de activa en de omzet van 2020-2021. Er wordt vaak

aangenomen dat groei over een periode van twee à drie jaar moet worden bekeken. Echter, om voldoende data beschikbaar te hebben, is er in dit geval gekozen om de groei over slechts één jaar te onderzoeken.

4.3.2. Onafhankelijke variabelen

De kleine, passieve aandeelhouder die in dit onderzoek het zogenaamde "zombiekapitaal" wordt genoemd, zal fungeren als de onafhankelijk variabele die wordt onderzocht. Om de kleine aandeelhouders te kunnen onderzoeken is het noodzakelijk om eerst te kijken naar de grote aandeelhouders, vermits er over kleine aandeelhouders weinig informatie terug te vinden is. Het is cruciaal om de grote aandeelhouders te kunnen identificeren om aan de hand van deze groep aandeelhouders de kleine aandeelhouders te kunnen identificeren.

Wanneer er wordt gesproken over grote / actieve aandeelhouders gaat het in de academische literatuur vaak over institutionele investeerders. Meer concreet gaat het dan onder andere over pensioenfondsen en hedgefondsen (Del Guercio & Hawkins, 1999; Greenwood & Schor, 2009). Algemeen worden de actieve aandeelhouders gedefinieerd als degenen die betrokken zijn bij de bedrijfsvoering. Grote aandeelhouders stellen zich vaak actiever op en willen zeggenschap in het bedrijf. Kleine aandeelhouders, die vaak een passieve rol spelen, wensen minder of zelfs niet betrokken te worden met de bedrijfsvoering (Arnauw).

In België zijn er een aantal wetten die van toepassing zijn op het aanvragen van een deskundigenonderzoek door aandeelhouders. Volgens Artikel 593 van de Wet op de Jaarverslagen hebben aandeelhouders het recht om een deskundigenonderzoek te vragen wanneer zij van mening zijn dat er onregelmatigheden of onjuistheden zijn in de financiële verslaglegging van het bedrijf. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als de aandeelhouders twijfels hebben over de integriteit van het bestuur of het management, of als zij van mening zijn dat er beslissingen zijn genomen die niet in belang van de aandeelhouders zijn. Volgens diezelfde wet moeten aandeelhouders een belang van ten minste tien procent hebben van het geplaatste kapitaal om het deskundigenonderzoek te kunnen aanvragen. Artikel 591 van de Wet op de Vennootschappen bevat bepalingen over de rechten van de aandeelhouders en de bestuursvoering van vennootschappen. Volgens deze wet hebben aandeelhouders het recht om te vergaderen en om beslissingen te nemen over belangrijke zaken, zoals het aanvragen van een deskundigenonderzoek.

Een meldingsdrempel is een percentage van het aandelenkapitaal in een bepaalde onderneming waarbij aandeelhouders verplicht zijn om hun bezit te melden aan de bevoegde autoriteiten. Dit geldt doorgaans alleen voor aandeelhouders die een bepaald minimumpercentage van de aandelen in een onderneming bezitten. De meldingsdrempel is bedoeld om transparantie te bevorderen en om te voorkomen dat aandeelhouders te veel invloed krijgen op de besluitvorming van de onderneming. De meldingsdrempel kan variëren afhankelijk van het land waarin de onderneming gevestigd is en de wetgeving die van toepassing is. In sommige landen kan de meldingsdrempel bijvoorbeeld rond de vijf procent van het aandelenkapitaal liggen, terwijl in andere landen deze drempel wellicht hoger

of lager ligt. In België is er een meldingsdrempel van vijf procent. Dit betekent dat aandeelhouders die vijf procent of meer van de aandelen bezitten, verplicht zijn om dit te melden aan de bevoegde autoriteiten, zoals de FSMA (Financial Services and Markets Authority). Bedrijven kunnen deze drempel statutair verlagen tot drie procent. De meeste beursgenoteerde bedrijven kiezen er inderdaad voor om deze drempel naar drie procent te verlagen, omdat er zo meer transparantie is omtrent wie er aandelen in handen heeft. In Nederland is de drempel daadwerkelijk verlaagd naar drie procent. Bovendien hebben beursgenoteerde bedrijven in Nederland nu de wettelijke bevoegdheid om de identiteit te achterhalen van beleggers die tussen een halve en drie procent van de aandelen bezitten (Van der Korst). (Practical Guide: National Rules on Notifications of Major Holdings Under the Transparency Directive, 2022). Daarnaast geldt er in België ook een drempel voor aandeelhouders die meer dan één procent van de aandelen bezitten. Aandeelhouders die deze drempel overschrijden, kunnen ook melding maken van hun bezit, maar dit is geen verplichting. Dit is een informatieplicht en is bedoeld om te voorkomen dat aandeelhouders te veel invloed krijgen op de besluitvorming van de onderneming. Volgens het Belgisch vennootschapsrecht kan elke aandeelhouder die individueel of gezamenlijk minstens drie procent van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigt, een item op de agenda van de Algemene Vergadering plaatsen. Dit recht kan worden uitgeoefend door één of meerdere aandeelhouders.

Omwille van hierboven genoemde percentages wordt in deze masterproef verondersteld dat kleine, passieve aandeelhouders degenen zijn met niet meer dan drie procent van de aandelen van een onderneming in handen. Grote aandeelhouders zijn dus al degenen die hierboven vallen. Mede daarom, veronderstelt deze masterproef dat aandeelhouders met minimaal drie procent van de aandelen het potentieel hebben om actief te zijn. Dit zal vervolgens worden toegepast op de database van Bureau van Dijk om de identiteit van de grote aandeelhouders te achterhalen.

Belangrijk is om niet enkel te kijken naar het aantal aandelen per aandeelhouder, maar ook naar de stemrechten die aan elk aandeel verbonden zijn. De basis wordt hier gevormd door de beschikbare aandeelhoudersrapporten gepubliceerd via de website van de FSMA (<https://www.fsma.be/nl/shareholding>). Via de website kan er per bedrijf een verslag geraadpleegd worden waarin te vinden is hoeveel aandeelhouders het bedrijf heeft en hoeveel stemrechten elk van de aandeelhouders in handen heeft. Het zombiekapitaal dat in deze masterproef onderzocht wordt is dus gebaseerd op de stemrechten per aandeelhouder te vinden in deze verslagen.

Omwille van het feit dat er over de kleine aandeelhouders weinig informatie terug te vinden is, wordt dit onderzoek gevoerd aan de hand van de grote aandeelhouders. Kleine aandeelhouders, of de zogenaamde atomaire aandeelhouders, zijn de restcategorie, nadat de grote aandeelhouders geïdentificeerd zijn. Ondanks dat de grote aandeelhouders aan de basis liggen van dit onderzoek naar de kleine aandeelhouders, zijn er nog steeds verschillende manieren om het onderzoek te voeren. In deze masterproef is er daarom voor gekozen om de kleine aandeelhouders op twee manieren te definiëren.

De eerste methode die dit onderzoek hanteert is de eenvoudigste methode. Van het totaal aantal stemrechten (100%) worden de stemrechten van de grote aandeelhouders afgetrokken. Wat

overblijft is het percentage stemrechten in handen van de kleine aandeelhouders. Concreet betekent dit dat we elk percentage boven 3% aftrekken van het totaal (100%).

Kleine aandeelhouders ($\leq 3\%$) = 100% - % stemrechten van de grote aandeelhouders.

De tweede manier maakt gebruik van de Herfindahl-index (HHI). De Herfindahl-index is een maatstaf voor de concentratie van het aandeelhouderschap. Dit onderzoek maakt gebruik van deze maatstaf om te meten hoe gelijkmatig de passieve aandeelhouders over de aandelen van een bedrijf verdeeld zijn. Een hogere index geeft aan dat er minder spreiding is in het aandeelhouderschap en dat er mogelijk een hogere concentratie is bij een beperkt aantal aandeelhouders. Omdat er geen informatie gepubliceerd wordt over de kleine aandeelhouders, wordt dit opnieuw uitgevoerd met de grote aandeelhouders als basis.

De formule van de Herfindahl-index is als volgt:

$$\text{HHI} = (A_1^2 + A_2^2 + \dots + A_n^2)$$

Waarbij A_1, A_2, \dots, A_n de stemrechten in handen van de grote aandeelhouders zijn.

Bijvoorbeeld: als een bedrijf wordt gedomineerd door drie grote aandeelhouders met respectievelijke stemrechten van 40% 30% en 20%, dan zou de berekening van de HHI als volgt zijn:

$$\text{HHI} = (0,4^2 + 0,3^2 + 0,2^2) = 0,5325$$

De HHI-waarde varieert steeds tussen 0 en 1. Hoe hoger de waarde, hoe groter de concentratie van stemrechten in handen van enkele grote aandeelhouders. Een HHI-waarde van 1 geeft aan dat één enkele aandeelhouder de volledige stemrechten in handen heeft, terwijl een HHI-waarde van 0 aangeeft dat de stemrechten verdeeld zijn onder verschillende aandeelhouders, zonder enige concentratie.

Om uiteindelijk de verdeling van de concentratie van de kleine aandeelhouders te kunnen onderzoeken wordt de gevonden HHI-waarde van 1 afgetrokken.

Kleine aandeelhouders ($\leq 3\%$) = 1 – (Herfindahl-index grote aandeelhouders)

De mate van zombiekapitaal, gedefinieerd door de Herfindahl-index, in een bedrijf kan variëren afhankelijk van de verdeling van de stemrechten onder de aandeelhouders. Hieronder enkele voorbeelden om dit te verduidelijken:

1. Eén sterke aandeelhouder: Als er één aandeelhouder is die 100% van de stemrechten bezit, resulteert dit in een zombiekapitaal van 0.
2. Twee gelijkwaardige aandeelhouders: In het geval van twee grote aandeelhouders met elk ongeveer 50% van de stemrechten, leidt dit tot een zombiekapitaal van 0,5.

3. Tien gelijkwaardige aandeelhouders: Stel dat het bedrijf tien gelijkwaardige aandeelhouders heeft, waarbij elk ongeveer 10% van de stemrechten bezit, is de waarde van het zombiekapitaal in dit geval gelijk aan 0,1.
4. Volledig verspreide aandeelhouderschap: Wanneer het aandeelhouderschap volledig verspreid is en elke aandeelhouder minder dan 1% van de aandelen bezit, wordt het zombiekapitaal gelijk aan 1.

Deze voorbeelden illustreren de relatie tussen de verdeling van stemrechten en het niveau van zombiekapitaal. Het laat zien hoe het zombiekapitaal gedefinieerd door de Herfindahl-index wordt beïnvloed door de concentratie of verspreiding van de stemrechten.

4.3.3. Controlevariabelen

Tot slot worden de controlevariabelen toegevoegd aan het model. Controlevariabelen hebben een invloed op de afhankelijke variabelen, waardoor het effect van deze variabelen onder controle gehouden moet worden. Wanneer de controlevariabelen niet worden opgenomen in de regressieanalyse, maar toch een invloed blijken te hebben, is er sprake van *omitted variable bias*. Als gevolg hiervan kan de schatting van de coëfficiënten vertekend zijn (Stock & Watson, 2020). In dit onderzoek worden voornamelijk bedrijfsspecifieke kenmerken gebruikt als controlevariabelen.

Controlevariabelen worden opgenomen in een onderzoek om ervoor te zorgen dat de effecten van de onafhankelijke variabele op de afhankelijke variabelen nauwkeurig worden gemeten en geïnterpreteerd. Dit is van belang omdat er vaak andere factoren zijn die een effect hebben op de afhankelijke variabelen, naast de onafhankelijke variabele die worden onderzocht. Een controlevariabele is een variabele die mogelijk van invloed kan zijn op de afhankelijke variabele, zonder dat deze variabele onderdeel is van de onderzoeksvraag. Door controlevariabelen in het onderzoek op te nemen, kan de relatie tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabelen beter begrepen worden door rekening te houden met andere factoren die van invloed kunnen zijn op de uitkomst van het onderzoek. Samengevat, helpt het met het verbeteren van de validiteit en betrouwbaarheid van het onderzoek en het vermijden van verkeerde conclusies.

Voor de onderzoeksvraag: "Welk effect hebben kleine, passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven?" zijn er verschillende controlevariabelen die relevant kunnen zijn. De controlevariabelen die worden opgenomen zijn grootte van het bedrijf, leeftijd, *corporate governance*, graad van financiële hefboom, werkkapitaal, KT/LT schulden en sector.

4.3.3.1. Grootte van het bedrijf

Het is mogelijk dat de grootte van het bedrijf een invloed heeft op de bedrijfsprestaties, onafhankelijk van de aanwezigheid van kleine aandeelhouders. Deze controlevariabele wordt opgenomen in dit onderzoek omdat grotere bedrijven vaak winstgevender zijn vanwege hun marktmacht en

makkelijkere toegang tot kapitaalmarkten (Baumol, 1967). Bovendien kan de grootte van een bedrijf ook van invloed zijn op de groei, omdat kleine bedrijven doorgaans meer obstakels ondervinden bij het verkrijgen van financiering (Schiffer & Weder, 2001). Het verdient de nodige aandacht om de grootte van bedrijven te controleren om er zeker van te zijn dat eventuele effecten van de kleine aandeelhouders niet worden toegeschreven aan de bedrijfsgrootte.

Er zijn diverse manieren om de grootte van een bedrijf te meten. Een veelgebruikte maatstaf is het natuurlijk logaritme van het totaal van de activa. Een tweede manier is het gebruiken van de omzet als maatstaf. Tot slot zou de focus ook gelegd kunnen worden op het aantal personeelsleden, om de grootte van het bedrijf te meten. Hoewel er meerdere mogelijkheden zijn, beperkt dit onderzoek zich tot de laatste mogelijkheid, namelijk het natuurlijk logaritme van de grootte van het personeelsbestand (Sharma, 2011).

4.3.3.2. Leeftijd

Om de leeftijd van de bedrijven te bepalen, wordt naar analogie met de bedrijfsgrootte het natuurlijk logaritme van het aantal jaren sinds de oprichting van het bedrijf gebruikt vanwege de scheve verdeling van deze variabelen. Deze verdeling is vaak scheef omdat de meeste bedrijven relatief jong zijn, terwijl slechts een klein aantal bedrijven zeer oud is. Als gevolg hiervan kan de verdeling van het aantal jaren sinds de oprichting van het bedrijf niet normaal verdeeld zijn, wat het gebruik van een natuurlijk logaritme rechtvaardigt omdat het de variabele beter geschikt maakt voor statistische analyses. De leeftijd van het bedrijf wordt dan berekend door het oprichtingsjaar af te trekken van het laatste beschikbare jaar van de gebruikte database, namelijk 2021. In de Bel-first database wordt voor elk bedrijf het oprichtingsjaar beschikbaar gesteld, wat deze berekening makkelijk maakt. Deze controlevariabele wordt opgenomen in dit onderzoek, omdat oudere bedrijven vaak kunnen profiteren van vroegere bedrijfservaringen die kunnen leiden tot hogere winsten en groei. Dit in tegenstelling tot jongere bedrijven die deze ervaring niet hebben (Sørensen & Stuart, 2000).

4.3.3.3. Corporate governance

Goede *corporate governance* is essentieel voor het creëren van een omgeving waarin bedrijven hun activiteiten op een eerlijke en transparante manier uitvoeren, verantwoording afleggen aan alle belanghebbenden en de belangen van alle *stakeholders* in evenwicht houden. *Corporate governance* verwijst naar de manier waarop het bedrijf wordt gestuurd en gecontroleerd. De aanwezigheid van kleine aandeelhouders kan de *corporate governance* van het bedrijf beïnvloeden. En dit kan op zijn beurt van invloed zijn op de bedrijfsprestaties. Dat is het gevolg van het feit dat kleine aandeelhouders meestal minder invloed en stemrechten hebben in vergelijking met grote aandeelhouders, wat kan resulteren in een minder evenwichtige machtsverdeling en minder effectief toezicht op het management.

Deze masterproef wil onderzoeken wat het mogelijk onderliggende effect van *corporate governance* op de bedrijfsprestaties is. Hierbij worden deze variabelen bepaald aan de hand van het aantal bestuursleden van een bedrijf dat zetelt in de Raad van Bestuur.

4.3.3.4. Graad van de financiële hefboom

De graad van de financiële hefboom is een financiële ratio die aangeeft in hoeverre een bedrijf afhankelijk is van schuldfinanciering ten opzichte van het eigen vermogen. Het geeft aan welk deel van de totale activa van een bedrijf met schulden is gefinancierd. De mate waarin een bedrijf schulden gebruikt om haar activa te financieren kan van invloed zijn op de bedrijfsprestaties. Wanneer bedrijven een hoge schuld hebben, heeft dit vaak als gevolg dat ze hogere rentelasten moeten aflossen, wat op zijn beurt weer leidt tot grotere financiële risico's. Toch is het aangaan van schulden vaak interessant voor bedrijven omdat de rentebetalingen doorgaans aftrekbare kosten zijn die de belastingbetalingen van een bedrijf kunnen verlagen (*taks shield*). Maar wanneer de financiële hefboomwerking te hard stijgt, moet er rekening gehouden worden met de kosten van financiële moeilijkheden. Bedrijven vinden hun waarde maximaliserende kapitaalstructuur door de belastingvoordelen af te wegen ten opzichte van de kosten van financiële moeilijkheden. Desalniettemin kan het gebruik van schulden ook andere positieve zaken teweegbrengen, doordat het kan leiden tot hogere rendementen op het eigen vermogen, wat dan weer gunstig kan zijn voor de aandeelhouders. Omdat veel beursgenoteerde bedrijven gebruikmaken van de financiële hefboomwerking is ervoor gekozen om deze ook op te nemen als controlevariabele in dit onderzoek.

4.3.3.5. Werkkapitaal

Werkkapitaal verwijst naar het kapitaal dat ondernemingen gebruiken om hun dagdagelijkse activiteiten mee te financieren en is van cruciaal belang om inzicht te krijgen in de kasstromen. Het vertegenwoordigt het verschil tussen de vlottende activa van een onderneming en de vlottende passiva over een bepaalde periode. Een adequaat niveau van werkkapitaal is essentieel voor het soepel functioneren van een bedrijf.

Het begrip werkkapitaal is van belang voor de beoordeling van de liquiditeit en de operationele efficiëntie van een onderneming. Wanneer het werkkapitaal positief is, dus wanneer de huidige activa de huidige verplichtingen overschrijden, geeft dat aan dat de onderneming voldoende vlottende activa heeft om haar korte termijn verplichtingen te dekken. Dit kan de financiële stabiliteit van het bedrijf bevorderen en de bedrijfsprestaties ondersteunen. Anderzijds wijst een negatief werkkapitaal erop dat de onderneming moeilijkheden kan ondervinden om aan deze korte termijn verplichtingen te voldoen. Dit kan leiden tot operationele belemmeringen, zoals moeilijkheden bij het inkopen van voorraden, vertragingen in de betalingen van de leveranciers etc. Deze situatie zou mogelijk een negatief effect kunnen hebben op de bedrijfsprestaties. Een doeltreffend beheer van het werkkapitaal is essentieel voor de goede werking van een onderneming. Door voldoende werkkapitaal aan te houden, kan het bedrijf haar activiteiten financieren, investeren in projecten met een positieve *net present value* en onvoorziene financiële uitdagingen het hoofd bieden.

4.3.3.6. Verhouding tussen de kortlopende en langlopende schulden.

De verhouding tussen korte termijn schulden en lange termijn schulden kan een indicator zijn van de financiële structuur en het risicoprofiel van een bedrijf. Een hogere verhouding van de KT-schulden ten opzichte van de LT-schulden kan duiden op een grotere afhankelijkheid van de kortlopende financiering, wat kan wijzen op een hoger risico voor de financiële stabiliteit van de onderneming. Daarentegen, wanneer de verhouding van LT-schulden ten opzichte van KT-schulden hoger is, geeft dit aan dat het bedrijf meer lange termijn financiering gebruikt, wat een teken kan zijn van een stabielere financiële situatie.

Kortlopende schulden zijn schulden die binnen een jaar of minder moeten worden terugbetaald. Dat is vaak in de vorm van onder andere leverancierskrediet, kortlopende leningen of uitstaande rekeningen die binnen een jaar moeten worden voldaan. Langlopende schulden zijn schulden die een looptijd hebben van meer dan een jaar. Dit omvat meestal leningen met een langere looptijd.

4.3.3.7. Sector

Ook binnen sectoren kunnen de bedrijfsprestaties sterk variëren. Via de Bel-first database kunnen de sectoren waarin de bedrijven actief zijn, opgevraagd worden aan de hand van de 'NACE-BEL' codes. Deze codes zijn ontwikkeld door Eurostat om statistische informatie over economische activiteiten in Europa te verzamelen en te vergelijken. Ze zijn gebaseerd op de aard van de economische activiteit en zijn daarom geschikt voor het onderverdelen van de verschillende sectoren. De codes zijn ook consistent met internationale standaarden en worden wereldwijd gebruikt. Op deze wijze kan achterhaald worden of de sectoren waarin de bedrijven actief zijn een effect hebben op de bedrijfsprestaties.

Graad van diversificatie = aantal NACE-BEL codes 2008

Om de verschillende sectoren te integreren als controlevariabele in dit onderzoek, was het nodig om deze onder te verdelen in vier grote groepen. De NACE-BEL code verdeelde de verschillende sectoren op in secties van A tot en met U, wat neerkwam op eenentwintig groepen. Uiteindelijk werd dit verder onderverdeeld in de groepen: Productie- en maakbedrijven, Handel, Diensten & Overige.

Het overgrote deel van de bedrijven is actief onder de eerste (productie) en derde (handel) groep. Het verdelen van de sectoren volgens bovenstaande groepen is dus gebaseerd op een gevestigde en internationaal erkende classificatie en biedt een gestandaardiseerde manier om de economische activiteit te categoriseren. Dit kan het vergelijken van de prestaties van bedrijven en sectoren vergemakkelijken en in dit onderzoek helpen bij het identificeren van de factoren die van invloed zijn op de bedrijfsprestaties en of er verschillen zijn op te merken in de verschillende sectoren.

Om de verschillende sectoren later op te nemen in de regressie analyses werden deze omgezet in verschillende dummy variabelen waarbij de groep 'overige' de constante variabele werd.

Tabel 2 beschrijving variabelen

Afhankelijke variabelen	
Return on Assets	netto inkomen / totale activa
Return on Equity	(nettowinst / eigen vermogen) * 100
Tobin's Q	totale marktwaarde / vervangingswaarde activa
Omzet (groei)	$(Activa_T - Activa_{t-1} / Activa_{t-1}) * 100$
Omzet (activa)	$(Omzet_T - Omzet_{t-1} / Omzet_{t-1}) * 100$
Onafhankelijke variabelen	
Zombiekapitaal 1	100% - % stemrechten grote aandeelhouders*
Zombiekapitaal 2	1 - (Herfindahl-index grote aandeelhouders*)
Controlevariabelen	
Grootte (personeelsbestand)	$\ln(\text{personeelsbestand})$
Leeftijd	$\ln(2021 - \text{oprichtingsjaar})$
Corporate governance	aantal bestuursleden
Graad van financiële hefboom	totaal vreemd vermogen / totaal vermogen
Werkkapitaal	vlootende activa + liquide middelen - KT VV
KT / LT schulden	kortlopende schulden / langlopende schulden
Sector	onderverdeeld in productie en- maakbedrijven, handel, diensten & overige

* grote aandeelhouders hebben minstens 3% van de stemrechten in handen

4.4. Verwerking gegevens

In het onderzoek wordt gebruikgemaakt van verschillende softwareprogramma's om de dataset te analyseren. Omdat de data afkomstig is vanuit verschillende bronnen, worden deze eerst verzameld in Microsoft Excel. Zo wordt een duidelijk overzicht verkregen van al de beschikbare en ook ontbrekende data en kunnen hier eventueel nog extra aanpassingen aan gebeuren. Wanneer de dataset compleet is wordt deze geëxporteerd naar SPSS om de effectieve analyses uit te voeren. Dit onderzoek is gebaseerd op een *Ordinary Least Squares* (OLS) regressie, waarvoor eerst de voorwaarden moeten worden afgetoetst. Wanneer dit gebeurd is, kan er worden overgegaan naar het onderzoeken van de onderliggende relaties tussen de variabelen.

In een OLS regressie via SPSS wordt een rechte lijn getrokken door een verzameling punten in een *scatterplot* van de gegevens, waarbij de afwijking van elk punt van de lijn wordt gemeten, waarna deze wordt geminimaliseerd. Dit wordt gedaan aan de hand van de kleinste kwadratenmethode. Het doel van een OLS regressie is om een lijn te bekomen die zo optimaal mogelijk het verband weergeeft tussen de verschillende variabelen. Hierbij wil dit onderzoek dat de afhankelijke variabelen zo goed mogelijk worden voorspeld op basis van de waarden van de onafhankelijke variabelen. Het is de bedoeling om vervolgens te weten te komen wat de aard en de sterkte van het eventuele verband is. Tevens wordt een OLS regressieanalyse gebruikt om te voorspellen hoe veranderingen in de onafhankelijke variabele de afhankelijke variabelen beïnvloeden. Als laatste wordt er een one-way

ANOVA test uitgevoerd om te kijken of er verschillen kunnen opgemerkt worden tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal.

5. Empirisch onderzoek

In dit onderdeel worden de hypothesen empirisch getoetst aan de hand van de data. Het doel is om inzicht te krijgen in de relaties tussen de verschillende variabelen. De data wordt geanalyseerd met behulp van statistische technieken zoals correlatie- en regressieanalyses om zo een antwoord te kunnen formuleren op de onderzoeksvraag. De verwachte resultaten van de studie zullen bijdragen aan de bestaande kennis over het onderwerp en kunnen implicaties hebben voor de beleidsmakers, bestuurders en aandeelhouders van bedrijven. Door deze empirische studie uit te voeren, hoopt dit onderzoek een beter begrip te krijgen van de complexe relaties tussen zombiekapitaal en bedrijfsprestaties. Hierbij wordt ook onderzocht of er andere factoren van invloed zijn op de effecten van zombiekapitaal.

Zoals eerder gesteld definieert dit onderzoek zombiekapitaal op twee verschillende manieren. Om die reden wordt het empirisch onderzoek twee keer uitgevoerd. Hieronder de manier waarop zombiekapitaal 1 en zombiekapitaal 2 samengesteld worden.

Zombiekapitaal 1 : 100% stemrechten - $\%$ stemrechten van de grote aandeelhouders*

Dit houdt in dat zombiekapitaal het tegenovergestelde is van het totale percentage stemrechten van grote aandeelhouders. Omdat er weinig informatie beschikbaar is over kleine aandeelhouders, is dit de meest eenvoudige manier om het onderzoek uit te voeren.

Zombiekapitaal 2: $1 - (\text{Herfindahl-index grote aandeelhouders}^*)$

Hier werd zombiekapitaal samengesteld aan de hand van de Herfindahl-index. Zoals eerder vermeld is er weinig geweten over kleine aandeelhouders, waardoor er opnieuw werd gewerkt met de grote aandeelhouders om tot het zombiekapitaal te komen. De Herfindahl-index brengt de invloed van de concentratie van de aandeelhouders beter in beeld.

* *grote aandeelhouder zijn degenen met meer dan 3% van de stemrechten in handen*

5.1 Voorbereiding

Vooraleer de hypothesen kunnen worden getest is het eerst belangrijk om de data te verkennen en te toetsen aan enkele assumpties die nodig zijn om een regressieanalyse uit te voeren. Stap één is het bekijken van de *missing values*. De volgende stap is het bekijken en het elimineren van de *outliers*. Dit zijn extreme waarden die van invloed zijn op de regressiecoëfficiënten (De Vocht, 2009). Vervolgens wordt er gekeken naar de collineariteit tussen de variabelen. Collineariteit geeft de mate waarin twee of meer variabelen in een dataset sterk met elkaar correleren weer. Een hoge collineariteit kan problematisch zijn, omdat het de interpretatie van statistische tests kan bemoeilijken en de nauwkeurigheid van de voorspellingen kan verminderen. De collineariteit wordt bekeken aan de hand van een tabel en daarnaast wordt ook de *variance inflation factor* getest in een multicollineariteitanalyse. De derde en laatste stap van de voorbereiding is het opvragen van de beschrijvende statistieken om een algemeen beeld van de data te verkrijgen. Pas na al deze stappen

kan de effectieve analyse beginnen. De hypothesen worden getest aan de hand van een *ordinary least squares* (OLS) regressieanalyse.

5.1.1. Missing values

Zoals eerder gesteld in de methodologie is de data afkomstig van de Bel-first databank. In de verkregen dataset waren er nog veel ontbrekende gegevens, waardoor deze werd aangevuld aan de hand van jaarrekeningen die werden gepubliceerd in de Kruispuntbank van Ondernemingen. De waarden die ook hier niet in terug te vinden waren, werden online opgezocht via onder andere Companyweb en Marketscreener. Toch zijn er nog steeds veel *missing values*. Om het aantal ontbrekende waarden per test zo laag mogelijk te houden, is ervoor gekozen om te werken met "pairwise deletion". Bij deze methode worden de ontbrekende waarden van elke variabele in de analyse apart behandeld, waarbij enkel de beschikbare gegevensparen worden gebruikt in de analyse. Deze methode wordt "pairwise deletion" genoemd omdat de ontbrekende waarden per paar worden behandeld, waardoor er geen gegevens verloren gaan.

5.1.2. Outliers

Het detecteren van *outliers*, ofwel afwijkende waarden is belangrijk omdat ze de analyse en resultaten van de dataset kunnen beïnvloeden. Het is daarom essentieel om te bekijken of de afwijkende waarde een geldige en werkelijke meting zijn of dat ze een fout of abnormaal gedrag van de data aangeven. Om de nauwkeurigheid van de analyse te verbeteren en de conclusies beter te onderbouwen, moeten de *outliers* geïdentificeerd en behandeld worden. De extreme waarden kunnen de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid van de schattingen in een OLS regressie beïnvloeden. Een OLS regressie is gebaseerd op de veronderstelling dat de data normaal verdeeld zijn.

De dataset bevatte veel *outliers* die zich ver buiten de normale spreiding van de data bevinden. Om deze *outliers* te detecteren en beter te begrijpen, zijn er verschillende methoden toegepast. Het gebruik van meerdere methoden is nuttig omdat elke methode sterktes en zwakten heeft. Dankzij een combinatie aan methoden kan een completer beeld worden verkregen van de aanwezigheid en aard van extreme waarden in de dataset.

De eerste methode die werd toegepast was het nemen van een logaritme. Deze techniek is nuttig bij het identificeren van extreme waarden in een dataset die een bepaalde verdeling volgt, zoals een lognormale verdeling. Het nemen van een logaritme vereist een aantal voorwaarden, waardoor deze methode slechts op enkele variabele uit de dataset van toepassing was, namelijk op de leeftijd en de grootte van het bedrijf.

Vervolgens werd de Winsorize-methode toegepast. Hierbij werd ervoor gekozen om te werken met het 5^{de} en 95^{ste} percentiel. Dit houdt in dat alle waarden onder het 5^{de} percentiel werden aangepast naar de waarde van het 5^{de} percentiel. Alle waarden boven het 95^{ste} percentiel werden aangepast naar de waarde van het 95^{ste} percentiel. Hoewel er ook kon worden gewerkt met het 1^{ste} en 99^{ste} percentiel is er toch voor gekozen om deze methode te gebruiken vanwege de aanwezigheid van

veel extreme waarde in de dataset. Zo werd de invloed van deze *outliers* op de OLS regressie beperkt en werden de 'gemiddelde' relaties, die de OLS regressie onderzoekt, in de dataset beter zichtbaar. Tot slot werd om de laatste *outliers* te elimineren de interkwartielafstand (IQR) gebruikt in combinatie met de Tukey's fences methode. De interkwartielafstand is een maatstaf voor de spreiding van een dataset. De IQR wordt berekend als het verschil tussen het derde kwartiel en het eerste kwartiel uit de dataset. Vervolgens moeten de laagste en de hoogste waarden bepaald worden om extreme waarden zichtbaar te maken. De ondergrens wordt gevonden door de interkwartielafstand anderhalf keer af te trekken van het eerste kwartiel. De bovengrens wordt gevonden op een gelijkaardige manier, maar nu moet de interkwartielafstand anderhalf keer bij het derde kwartiel worden opgeteld. Elk datapunt onder de ondergrens of boven de bovengrens wordt beschouwd als *outlier* en zal om die reden uit de dataset worden verwijderd. Er wordt gekozen om deze datapunten te verwijderen omdat deze anders de uiteindelijke analyse en conclusie zullen vertekenen.

5.1.3. Collineariteit

In tabel 3 wordt de Pearson correlatie weergegeven, die een overzicht biedt van de correlaties tussen de verschillende variabelen. De Pearson correlatiecoëfficiënt situeert zich tussen -1 en +1.

Tabel 3 correlatietabel

		Zombiekapitaal 1	Zombiekapitaal 2	Return on Assets	Return on Equity	Tobin' s Q	Groei (activa)	Groei (omzet)	Grootte (personeelsbestand)	Leeftijd	Corporate governance	Graad van Financiële Hefboom	Werkkapitaal	KT/L T schulden	Sector
Zombiekapitaal 1	Pearson Correlation	1	0,799**	0,033	0,002	0,208	0,042	0,271*	0,036	-0,171	0,061	0,002	0,067	-0,065	-0,247*
	Sig. (2-tailed)		0,000	0,783	0,986	0,068	0,694	0,031	0,752	0,087	0,548	0,987	0,588	0,595	0,013
	N	101	101	71	68	78	89	64	78	101	101	69	67	70	101
Zombiekapitaal 2	Pearson Correlation	0,799**	1	-0,083	-0,147	0,234*	0,142	0,238	-0,124	-0,259**	0,073	-0,075	-0,049	-0,027	-0,155
	Sig. (2-tailed)	<,001		0,492	0,231	0,039	0,184	0,058	0,281	0,009	0,469	0,540	0,696	0,821	0,121
	N	101	101	71	68	78	89	64	78	101	101	69	67	70	101
Return on Assets	Pearson Correlation	0,033	-0,083	1	0,891**	0,135	0,218	0,042	0,450**	0,280*	0,334**	0,487**	0,249	0,027	0,091
	Sig. (2-tailed)	0,783	0,492		< 0,001	0,302	0,089	0,771	0,001	0,018	0,004	< 0,001	0,084	0,848	0,450
	N	71	71	71	63	60	62	50	54	71	71	52	49	53	71
Return on Equity	Pearson Correlation	0,002	-0,147	0,891**	1	0,023	0,086	0,190	0,420**	0,207	0,229	0,434**	0,373**	-0,006	0,122
	Sig. (2-tailed)	0,986	0,231	< 0,001		0,865	0,511	0,181	0,001	0,091	0,060	0,001	0,009	0,968	0,321
	N	68	68	63	68	59	60	51	56	68	68	52	48	50	68
Tobin's Q	Pearson Correlation	0,208	0,234*	0,135	0,023	1	0,224	0,338*	0,032	0,258*	0,154	0,028	0,233	0,151	0,045
	Sig. (2-tailed)	0,068	0,039	0,302	0,865		0,061	0,013	0,802	0,023	0,179	0,840	0,097	0,265	0,696
	N	78	78	60	59	78	71	53	65	78	78	56	52	56	78
Groei (activa)	Pearson Correlation	0,042	0,142	0,218	0,086	0,224	1	0,379**	0,010	-0,099	0,071	0,160	0,083	-0,189	0,069
	Sig. (2-tailed)	0,694	0,184	0,089	0,511	0,061		0,003	0,936	0,354	0,511	0,222	0,534	0,137	0,518
	N	89	89	62	60	71	89	89	58	68	89	60	58	53	89
Groei (omzet)	Pearson Correlation	0,271*	0,238	0,042	0,190	0,338*	0,379**	1	-0,052	0,002	-0,105	-0,046	0,227	-0,033	0,006
	Sig. (2-tailed)	0,031	0,058	0,771	0,181	0,013	0,003		0,701	0,987	0,410	0,770	0,144	0,825	0,965
	N	64	64	50	51	53	58	64	56	64	64	43	43	47	64
Grootte (personeelsbestand)	Pearson Correlation	0,036	-0,124	0,450**	0,420**	0,032	0,010	-0,052	1	0,466**	0,421**	0,054	0,584**	0,092	0,245*
	Sig. (2-tailed)	0,752	0,281	0,001	0,001	0,802	0,936	0,701		< 0,001	< 0,001	0,699	< 0,001	0,496	0,031
	N	78	78	54	56	65	58	56	78	78	78	53	54	57	78
Leeftijd	Pearson Correlation	-0,171	-0,259**	0,280*	0,207	0,258*	-0,099	0,002	0,466**	1	0,368**	0,252*	0,289*	0,074	0,316**
	Sig. (2-tailed)	0,087	0,009	0,018	0,091	0,023	0,354	0,987	< 0,001		< 0,001	0,037	0,017	0,545	,0001
	N	101	101	71	68	78	89	64	78	101	101	69	67	70	101
Corporate governance	Pearson Correlation	0,061	0,073	0,334**	0,229	0,154	0,071	-0,105	0,421**	0,368**	1	0,265*	0,365**	-0,001	0,320**
	Sig. (2-tailed)	0,548	0,469	0,004	0,060	0,179	0,511	0,410	< 0,001	< 0,001		0,028	0,002	0,991	0,001
	N	101	101	71	68	78	89	64	78	101	101	69	67	70	101
Graad van Financiële Hefboom	Pearson Correlation	0,002	-0,075	0,487**	0,434**	0,028	0,160	-0,046	0,054	0,252*	0,265*	1	0,149	-0,063	0,131
	Sig. (2-tailed)	0,987	0,540	< 0,001	0,001	0,840	0,222	0,770	0,699	0,037	0,028		0,322	0,657	0,284
	N	69	69	52	52	56	60	43	53	69	69	69	46	52	69
Werkkapitaal	Pearson Correlation	0,067	-0,049	0,249	0,373**	0,233	0,083	0,227	0,584**	0,289*	0,365**	0,149	1	0,095	0,313**
	Sig. (2-tailed)	0,588	0,696	0,084	0,009	0,097	0,534	0,144	< 0,001	0,017	0,002	0,322		0,510	0,010
	N	67	67	49	48	52	58	53	54	67	67	46	67	50	67
KT/LT schulden	Pearson Correlation	-0,065	-0,027	0,027	-0,006	0,151	-0,189	-0,033	0,092	0,074	-0,001	-0,063	0,095	1	0,177
	Sig. (2-tailed)	0,595	0,821	0,848	0,968	0,265	0,137	0,825	0,496	0,545	0,991	0,657	0,510		0,143
	N	70	70	53	50	56	63	47	57	70	70	52	50	70	70
Sector	Pearson Correlation	-0,247*	-0,155	0,091	0,122	0,045	0,069	0,006	0,245*	0,316**	0,320**	0,131	0,313**	0,177	1
	Sig. (2-tailed)	0,013	0,121	0,450	0,321	0,696	0,518	0,965	0,031	0,001	0,001	0,284	0,010	0,143	
	N	101	101	71	68	78	89	64	78	101	101	69	67	70	101

** . Correlatie is significant op het niveau van 0,01 (2-tailed)

* . Correlatie is significant op het niveau van 0.05 (2-tailed)

5.1.4. Multicollineariteit

Stock & Watson (2011) stellen dat er geen multicollineariteit mag zijn tussen regressoren (voorspellers) in een statistisch model. Multicollineariteit is een verschijnsel waarbij twee of meer variabelen in een regressiemodel sterk aan elkaar gecorreleerd zijn. Dit kan problemen veroorzaken bij statistische inferentie omdat het de veronderstelling van onafhankelijkheid schendt, wat de betrouwbaarheid van de resultaten kan verminderen. Om dat te vermijden wordt er getest op multicollineariteit via de *variance inflation* factor. De variabelen die sterk met elkaar gerelateerd zijn (variabelen met een hoge VIF), worden niet samen in een regressiemodel opgenomen (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010). Deze veronderstelling is enkel van toepassing bij een multivariate regressieanalyse. Indien regressoren perfect multicollineair zouden zijn, is het niet mogelijk om een OLS-schatting uit te voeren.

Een VIF-waarde van één duidt op geen multicollineariteit, terwijl waarden hoger dan één aangeven dat er multicollineariteit aanwezig is. Wanneer de VIF-waarde bijvoorbeeld hoger is dan vijf of tien, kan dit erop wijzen dat er aanzienlijke multicollineariteit aanwezig is en kan het noodzakelijk zijn om deze variabele uit het model te verwijderen of om verdere stappen te ondernemen om de multicollineariteit aan te pakken. In de praktijk worden variabelen met een VIF hoger dan tien pas aan verder onderzoek onderworpen.

Tabellen 4 en 5 maken gebruik van een regressiemodel waarin de onafhankelijke variabele samen met de controlevariabelen worden opgenomen om de afhankelijke variabelen te schatten. Dit werd gedaan omdat de VIF-waarden niet veranderden in aparte regressiemodellen. Bovendien is dit overzichtelijker. Het wordt onmiddellijk duidelijk dat de waarden rond één liggen. Enkel bij de sectoren wordt een waarde hoger dan vijf gevonden, meer bepaald bij productiebedrijven en bedrijven die diensten aanbieden. Op basis hiervan kan geconcludeerd worden dat er geen sprake is van multicollineariteit in het regressiemodel.

Tabel 4 *variance inflation factor – zombiekapitaal 1*

	VIF	1/VIF
Zombiekapitaal 1	1,331	0,751
Leeftijd	1,690	0,592
Grootte (personeelsbestand)	2,377	0,421
Corporate Governance	1,878	0,532
Graad van Financiële Hefboom	1,179	0,848
KT schuld / LT schuld	1,251	0,799
Werkkapitaal	2,858	0,350
Sector: productie- en maak bedrijven	5,339	0,187
Sector: handel	2,588	0,391
Sector: dienstbedrijven	5,421	0,184

Afhankelijke variabele = return on assets %

Tabel 5 *variance inflation factor – zombiekapitaal 2*

	VIF	1/VIF
Zombiekapitaal 2	1,156	0,865
Leeftijd	1,601	0,625
Grootte (personeelsbestand)	1,782	0,561
Corporate Governance	1,616	0,619
Graad van Financiële Hefboom	1,196	0,836
KT schuld / LT schuld	1,308	0,765
Werkkapitaal	2,908	0,344
Sector: productie- en maakbedrijven	5,985	0,167
Sector: handel	2,277	0,439
Sector: dienstbedrijven	5,909	0,169

Afhankelijke variabele = return on assets %

5.1.5. Beschrijvende analyse

De beschrijvende statistieken, weergegeven in tabel 6, tonen de kenmerkende eigenschappen van de onderzochte variabelen. De steekproef bestaat uit 101 Belgische beursgenoteerde bedrijven. De steekproefpopulatie heeft een leeftijd van tussen de 7 en 125 jaar oud. De verdeling is linksscheef, hetgeen ons leert dat er meer jonge bedrijven zijn opgenomen in het onderzoek. De mediaan is 31 jaar. De grootte van het personeelsbestand van de bedrijven ligt tussen de 1 en 5049 personeelsleden, met een mediaan van 57 personeelsleden. Dit leert ons dat meer dan de helft van de bedrijven minder dan 57 personeelsleden heeft. Ook *corporate governance* wordt in dit onderzoek opgenomen als controlevariabele. Van de 101 opgenomen bedrijven bedraagt de mediaan van het aantal bestuursleden in de Raad van Bestuur 11 leden. Het minimum is hier 2 en het maximum 23. Als er vervolgens wordt gekeken naar de verdeling van werkkapitaal, wordt al snel duidelijk dat deze linksscheef is met een minimum van -8757 en een maximum van 39197. Ook de verhouding korte termijn op lange termijn schulden volgt een linksscheve verdeling. De mediaan bedraagt hier 2. Het minimum bedraagt 0,086 en het maximum 13,281. Tot slot is het natuurlijk belangrijk om de verdeling van het zombiekapitaal te bekijken. Bij zombiekapitaal 1 toont de descriptieve analyse dat 50% van de ondernemingen minder dan 44,43% kleine aandeelhouders heeft. Bij zombiekapitaal 2 bedraagt dat percentage 86,69%. Wanneer er vervolgens wordt gekeken naar het 75^{ste} percentiel zijn de waarden van zombiekapitaal 1 & 2, respectievelijk lager dan 64,13% en 94,28%. De steekproefpopulatie toont aan dat de minimumwaarde van zombiekapitaal 1 0,074 bedraagt en een maximum van 0,937 heeft, wat maakt dat er een brede spreiding is van 0,863. Voor zombiekapitaal 2 bedraagt het minimum 0,224 en het maximum 0,996 met een mediaan van 0,77. Hier is de spreiding iets kleiner.

Tabel 6 beschrijvende analyse

	N	Minimum	Maximum	Mediaan	Std. Deviatie
Onafhankelijke Variabele					
Zombiekapitaal 1	101	,074	,937	,456	,246
Zombiekapitaal 2	101	,224	,996	,770	,220
Afhankelijke Variabelen					
Tobin's Q	78	,042	2,265	0,752	0,531
Return On Assets	71	-12,820	12,090	0,906	4,450
Return On Equity	68	-20,970	27,280	3,757	10,266
Groei (Omzet)	64	-31,431	65,188	11,756	18,973
Groei (Activa)	89	-28,319	56,087	4,005	18,839
Controlevariabelen					
Grootte (Personeel)	78	1,000	5049,275	56,940	10,892
Leeftijd	91	7,000	124,961	30,753	2,248
Corporate Governance	101	2,000	23,000	10,920	6,225
Graad Van Financiële Hefboom	69	,670	1,3800	1,024348	,144
Werkkapitaal	67	-8757,940	39196,979	5295,887	10320,510
KT / LT Schulden	70	,086	13,281	2,057	2,700
Sector: Productie- En Maakbedrijven	101	,000	1,000	,307	,464
Sector: Handel	101	,000	1,000	,079	,271
Sector: Dienstenbedrijven	101	,000	1,000	,485	,502

5.2. Regressie analyse

Een *ordinary Least Squares* (OLS) regressie is een gebruikelijke techniek voor het schatten van de coëfficiënten van lineaire regressievergelijkingen die het verband tussen een onafhankelijke kwantitatieve variabele, hier zombiekapitaal, en afhankelijke variabelen, in dit onderzoek de opdeling van bedrijfsprestaties beschrijven. De methode schat de relatie door de som van de kwadraten te minimaliseren in het verschil tussen de waargenomen en de voorspelde waarden van de afhankelijke variabelen die is geconfigureerd als een rechte lijn. In dit onderzoek wordt de OLS-regressie besproken in de context van een bivariaat model. Dat is een model waarin slechts één onafhankelijke variabele (X) de afhankelijke variabele voorspelt (Y).

In deze OLS regressie wordt als eerste de R-kwadraatwaarde bekeken. De R-kwadraatwaarde is een statistische maatstaf die gebruikt wordt om de mate van variantie in een afhankelijke variabelen te verklaren door de onafhankelijke variabelen. Het wordt ook wel de coëfficiënt van determinatie genoemd. Hier geldt hoe hoger de waarde, hoe beter de *overall model performance*. Vervolgens wordt de significantie bekeken. Daarvoor wordt er gekeken naar de p-waarde, die aangeeft of de regressiecoëfficiënten significant verschillen van nul. Wanneer de p-waarde kleiner is dan 0,05, wordt er aangenomen dat er een significant verband is tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen.

Tabel 7 Relatie tussen zombiekapitaal 1 en de bedrijfsprestaties

	Return on Assets	Return on Equity	Tobin's Q	Groei (activa)	Groei (omzet)
Constate	-15,344 (0,003)***	-24,914 (0,040)**	0,234 (0,728)	-12,848 (0,618)	12,798 (0,614)
Onafhankelijke variabele					
Zombiekapitaal 1	-0,261 (0,914)	-2,338 (0,694)	0,525 (0,127)	1,988 (0,878)	24,551 (0,062)*
Controlevariabelen					
Groote (Personeelsbestand)	0,749 (0,033)**	1,395 (0,101)	-0,085 (0,080)*	1,003 (0,583)	-2,479 (0,174)
Leeftijd	-0,150 (0,859)	-1,155 (0,579)	0,249 (0,041)**	-5,196 (0,256)	3,984 (0,376)
Corporate Governance	0,087 (0,427)	-0,028 (0,916)	0,008 (0,582)	-0,059 (0,919)	-0,606 (0,296)
Graad van Financiële Hefboom	14,726 (0,001)***	31,282 (0,004)***	-0,315 (0,589)	20,773 (0,354)	-14,221 (0,518)
Werkkapitaal	-2,468 ^E -5 (0,728)	0,000 (0,334)	1,494 ^E -5 (0,139)	6,631 ^E -5 (0,862)	0,001 (0,035)**
KT / LT schulden	0,088 (0,677)	-0,030 (0,953)	0,028 (0,341)	-1,427 (0,213)	-0,285 (0,799)
Sector: Productie- en Maakbedrijven	-2,860 (0,177)	-5,233 (0,313)	-0,184 (0,531)	15,184 (0,182)	3,024 (0,785)
Sector: Bedrijven die Handel voeren	-3,396 (0,204)	-5,627 (0,389)	0,050 (0,893)	13,037 (0,362)	-10,235 (0,466)
Sector: Dienstbedrijven	-2,226 (0,230)	-5,083 (0,264)	-0,176 (0,496)	12,272 (0,218)	2,948 (0,762)

De tabel bevat de regressiecoëfficiënten en de p-waarden tussen haakjes; *, **, *** geeft het significantieniveau onder 0,10, 0,05 en 0,01 aan

Tabel 8 Relatie tussen zombiekapitaal 2 en de bedrijfsprestaties.

	Return on Assets	Return on Equity	Tobin's Q	Groei (activa)	Groei (omzet)
Constate	-15,309 (0,007)***	-22,079 (0,099)	-0,178 (0,809)	-22,746 (0,427)	0,195 (0,995)
Onafhankelijke variabele					
Zombiekapitaal 1	-0,183 (0,946)	-4,099 (0,537)	0,702 (0,809)	10,786 (0,456)	26,297 (0,074)*
Controlevariabelen					
Groote (Personeelsbestand)	0,746 (0,034)**	1,357 (0,109)	-0,078 (0,103)	1,078 (0,552)	-2,175 (0,234)
Leeftijd	-0,147 (0,863)	-1,310 (0,532)	0,268 (0,028)	-4,520 (0,342)	4,370 (0,340)
Corporate Governance	0,087 (0,433)	-0,008 (0,978)	0,006 (0,712)	-0,139 (0,813)	-0,680 (0,250)
Graad van Financiële Hefboom	14,695 (0,001)***	30,817 (0,004)***	-0,227 (0,692)	21,716 (0,329)	-10,559 (0,631)
Werkkapitaal	-2,532 ^E -5 (0,720)	0,000 (0,346)	1,617 ^E -5 (0,104)	6,932 ^E -5 (0,854)	0,001 (0,025)
KT / LT schulden	0,089 0,675	-0,024 (0,963)	0,027 (0,355)	-1,437 (0,207)	-0,340 (0,763)
Sector: Productie- en Maakbedrijven	-2,819 (0,174)	-4,946 (0,327)	-0,254 (0,371)	15,220 (0,168)	-0,505 (0,963)
Sector: Bedrijven die Handel voeren	-3,380 (0,209)	-5,226 (0,424)	-0,018 (0,962)	11,950 (0,401)	-12,726 (0,371)
Sector: Dienstbedrijven	-2,210 (0,233)	-4,894 (0,279)	-0,214 (0,399)	11,987 (0,224)	1,253 (0,898)

De tabel bevat de regressiecoëfficiënten en de p-waarden tussen haakjes; *, **, *** geeft het significantieniveau onder 0,10, 0,05 en 0,01 aan

Bovenstaande tabellen geven de resultaten van de uitgevoerde regressieanalyse om de relatie tussen het zombiekapitaal en de bedrijfsprestaties te onderzoeken, waarbij rekening werd gehouden met verschillende controlevariabelen. Om de hypothesen te toetsen met betrekking tot de kleine aandeelhouders en hun effecten op de bedrijfsprestaties wordt er een meervoudige lineaire regressie uitgevoerd. Er werden twee tabellen opgesteld. De eerste tabel geeft een overzicht van de resultaten met betrekking tot zombiekapitaal gedefinieerd op de eerste manier. Dat wil zeggen aan de hand van de grote aandeelhouders afgetrokken van het totaal percentage stemrechten in het bezit van de aandeelhouders om zo tot het percentage stemrechten van de kleine aandeelhouders te komen. De tweede tabel daarentegen, genereert een overzicht van de effecten van zombiekapitaal op de bedrijfsprestaties, waarbij zombiekapitaal werd gedefinieerd op een alternatieve manier. Hier werd namelijk gekeken naar de Herfindahl-index van de grote aandeelhouders, om zo ook weer tot de kleine aandeelhouders te komen.

De R-kwadraat waarde geeft aan hoeveel van de variantie in de afhankelijke variabele kan worden verklaard door de onafhankelijke variabelen. Bij de ROA-ratio rapporteert de analyse een R^2 waarde van 0,465 wat betekent dat 46,5% van de variantie in deze variabele verklaard wordt door de geselecteerde onafhankelijke variabelen. De aangepaste R-kwadraat waarde is het grootst bij de ROA met een waarde van 0,313 voor beide testen. Dit betekent dat 31,3% van de variantie in de afhankelijke variabele, namelijk ROA, kan worden verklaard door de onafhankelijke variabelen in het model nadat rekening werd gehouden met het aantal variabelen opgenomen in het model. Ongeveer 39% van de variantie in de verklarende variabele *return on equity* wordt verklaard door het model, dit geldt voor zombiekapitaal gedefinieerd op beide manieren. Bij de Tobin's Q-ratio rapporteert de analyse een R^2 waarde van 0,261 wat betekent dat 26,1% van de variantie in deze variabele verklaard wordt door de geselecteerde onafhankelijke variabelen voor zombiekapitaal 1. Bij zombiekapitaal 2 wordt een R^2 waarde gevonden van 28,3%. De verklarende variantie van de evolutie in de activa is laag, met in het eerste model slechts 14% en in het tweede model 15,3%. De aangepaste R kwadraat waarde is voor beide zelfs negatief. De evolutie in omzet daarentegen, rapporteert een R kwadraat die wel positief is in beide modellen met 24%. Het valt op te merken dat de verklarende variantie steeds vrij laag is. Dit zou een verklaring kunnen zijn voor het feit dat er geen significante resultaten behaald werden.

De regressiecoëfficiënten geven aan welke invloed de onafhankelijke variabele (zombiekapitaal 1 & 2) en de controlevariabelen hebben op de verschillende bedrijfsprestaties, waaronder *Return on Assets*, *Return on Equity*, Tobin's Q, groei van activa en groei van omzet. De p-waarden tussen haakjes geven aan of de regressiecoëfficiënten al dan niet significant zijn. Een p-waarde onder 0,10 – 0,05 en 0,01 wordt over het algemeen beschouwd als respectievelijk matig significant, significant en zeer significant.

Hypothese 1a: Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de Return on Assets van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Uit tabel 7 en 8 kan er worden vastgesteld dat er geen significante invloed wordt gedetecteerd van het zogenoemde zombiekapitaal op de *return on assets*, omdat de p-waarden (0,914 & 0,946)

aanzienlijk hoger zijn dat het significantieniveau. Hierdoor kan hypothese 1a niet verworpen worden op basis van deze analyse. Bovendien mag er op basis van de niet-significante resultaten niets geconcludeerd worden. Enkel dat er geen bewijs is gevonden dat kleine aandeelhouders invloed hebben op de ROA.

Hypothese 1b. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de *Return on Equity* van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Het tweede aspect van bedrijfsprestaties dat deze masterproef bespreekt is de *return on equity*. Hier rapporteren de tabellen evenzeer geen significante resultaten. De p-waarden van zombiekapitaal 1 en zombiekapitaal 2 zijn respectievelijk 0,694 en 0,537. Deze zijn aanzienlijk hoger dan het geteste significantieniveau. Op basis van deze resultaten kan hypothese 1b niet worden verworpen. Er is geen bewijs gevonden dat kleine aandeelhouders een effect hebben op de ROE.

Hypothese 1c. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de Tobin's Q formule van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

In de tabellen worden er desgelijks geen significante resultaten gevonden voor de Tobin's Q-ratio, dus kan er geconcludeerd worden dat er geen relatie bestaat tussen de Tobin's Q-ratio en zombiekapitaal. Er wordt wel een groot verschil gerapporteerd tussen de p-waarde van de verschillende tabellen. In de eerste tabel, waar zombiekapitaal 1 getest werd, wordt een p-waarde gevonden van 0,127. In tegenstelling tot de p-waarde van zombiekapitaal 2, waar de waarde veel hoger is, namelijk 0,809. De controlevariabelen blijken niet van invloed te zijn. Ook hypothese 1c kan niet verworpen worden aan de hand van deze analyse. Omwille van de niet-significante resultaten kunnen er geen conclusies genomen worden.

Hypothese 1d. Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de groei van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

In dit onderzoek werd de groei op twee verschillende manieren besproken, namelijk aan de hand van de activa en aan de hand van de omzet. Als er wordt gekeken naar de groei aan de hand van de activa, worden er opnieuw geen significante resultaten gevonden wanneer het gaat over de relatie tussen groei en zombiekapitaal. Ook hier merkt het onderzoek een verschil op tussen zombiekapitaal 1 & 2. De p-waarden bedragen respectievelijk 0,878 en 0,456.

Wanneer er vervolgens wordt gekeken naar de resultaten van groei, gemeten door het verschil in omzet over één jaar, vindt dit onderzoek wel een significant verschil op het niveau van 10%. De p-waarde die gevonden wordt in de eerste tabel bedraagt 0,062 en de p-waarde in de tweede tabel is 0,074. Beide waarden zijn lager dan het significantieniveau van 0,1, maar hoger dan 0,05, waardoor niet kan gesproken worden van werkelijk significante resultaten. Dit suggereert echter wel dat bedrijven met meer zombiekapitaal, een hogere omzetgroei rapporteren.

Er kan dus geconcludeerd worden dat de hypothese, "Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de groei van Belgische beursgenoteerde bedrijven", niet verworpen kan worden op basis van de uitgevoerde analyse. Alsook mogen er op basis van de niet-significante resultaten geen conclusies genomen worden. Er is opnieuw geen bewijs gevonden voor de stelling dat kleine aandeelhouders invloed hebben op de groei van bedrijven.

Het is van belang om de algemene trend van de coëfficiënten te beoordelen bij het nemen van conclusies, omdat bij herhaalde analyses er altijd iets significant kan gevonden worden, wat kan leiden tot type-I-fouten in de statistiek (Jansen, 1994). Het valt op te merken dat in bovenstaande modellen geen statistisch significante resultaten gevonden worden. In beide tabellen zijn er zowel positieve als negatieve regressiecoëfficiënten te vinden, maar geen enkel resultaat is statistisch significant. Er kan dus worden vastgesteld dat er geen significante invloed wordt gedetecteerd van zombiekapitaal op bedrijfsprestaties. Het gevoerde onderzoek komt tot de constatactie dat de hypothese **"Kleine, passieve aandeelhouders hebben een effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven."** niet verworpen kan worden, vermits alle bovenstaande hypothesen ook niet verworpen konden worden. Bovendien mag er op basis van niet-significante resultaten niets geconcludeerd worden. Er is geen bewijs gevonden voor de stelling dat zombiekapitaal een invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Op basis van deze modellen kan er bij deze dus geen uitspraak gedaan worden over het effect van kleine aandeelhouders op de bedrijfsprestaties en of deze kleine aandeelhouders nu gedefinieerd kunnen worden als "zombiekapitaal". Deze resultaten kunnen erop wijzen dat het effect van kleine aandeelhouders op bedrijfsprestaties afhankelijk is van meerdere factoren. Dit onderzoek ondervindt bijvoorbeeld dat een aantal controlevariabelen wel van invloed zijn op de opgestelde modellen. Uit de tabel blijkt namelijk dat de grootte van het personeelsbestand, de leeftijd van het bedrijf en de graad van financiële hefboom significant zijn voor verschillende bedrijfsprestaties.

Het significante resultaat bij de grootte in het personeelsbestand kan verklaard worden doordat grotere bedrijven vaak meer middelen, expertise en mogelijkheden hebben om te groeien en efficiënt te opereren. Ze kunnen vaak profiteren van schaalvoordelen en hebben mogelijk een breder scala aan vaardigheden binnen het personeelsbestand. Langs de andere kant kunnen kleine bedrijven flexibeler en wendbaarder zijn. De leeftijd kan een invloed spelen doordat oudere bedrijven vaak een gevestigde reputatie en een breder klantenbestand hebben. Vaak hebben ze langdurige relaties met leveranciers en partners. Daarnaast hebben ze mogelijk meer ervaring en kennis om uit te putten. Nieuwe bedrijven hebben dan weer het voordeel dat ze een grotere potentie hebben voor innovatie, met een frisse benadering en mogelijkheden voor snelle groei. De laatste controlevariabele met een significant effect was de graad van financiële hefboom, wat verwijst naar de verhouding van schulden ten opzichte van het eigen vermogen in de kapitaalstructuur van het bedrijf. Het hebben van hogere schuld niveaus zou een effect kunnen hebben op de bedrijfsprestaties omdat het gepaard gaat met hogere rentelasten en financiële risico's. Daartegenover staan de voordelen die schulden met zich mee kunnen brengen, het vormt namelijk een *tax shield* wat het bedrijf in staat stelt om de rentelasten van de te betalen belastingen af te trekken. Daarnaast kan het aangaan van meer schulden ook zorgen voor een hogere waarde van de *return on equity*, zoals te zien is in de DuPont formule.

Het is belangrijk om te benadrukken dat deze resultaten specifiek zijn voor de gebruikte dataset en dat er mogelijk andere variabelen zijn die van invloed zijn op de relatie tussen zombiekapitaal en bedrijfsprestaties. *Corporate governance*, de ratio van de korte termijn op de lange termijn schulden en de sector blijken nooit een effect te hebben. Of er een verband bestaat tussen het cumulatieve aandeel van kleine aandeelhouders en bedrijfsprestaties kan aan de hand van dit onderzoek niet bevestigd of verworpen worden.

5.3. One-way ANOVA

Een ANOVA-analyse helpt dit onderzoek met het verkrijgen van inzicht in of er verschillen zijn tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal. Een daarop volgende post hoc test is een statistische procedure die wordt gebruikt om specifieke vergelijkingen te maken tussen groepen nadat een statistische test een algemeen significant resultaat heeft aangetoond. Het belangrijkste doel is om inzicht te verkrijgen in welke groepen significant van elkaar verschillen. Deze tests helpen om verdere interpretaties te bieden met betrekking tot de onderzochte variabelen.

Om de reden dat dit onderzoek verder wil onderzoeken of er verschillen bestaan tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal wordt er gewerkt met een ANOVA test. Een variantieanalyse, vaak aangeduid als ANOVA, is een toetsingsprocedure om na te gaan of de populatiegemiddelden van drie of meer groepen van elkaar verschillen. Dit maakt het een generalisatie van de t-toets. Omdat dit onderzoek handelt over één onafhankelijke variabele is de beste keuze om te werken met een one-way ANOVA test. Deze statistische test wordt gebruikt om te bepalen of er een significant verschil bestaat tussen de gemiddelden van drie of meer onafhankelijke groepen. Het vergelijkt de variantie binnen elke groep met de variantie tussen de groepen.

Om de one-way ANOVA test te kunnen uitvoeren moet zombiekapitaal eerst in drie verschillende groepen worden opgedeeld. Hierbij is het belangrijk dat de variantie tussen de groepen zo groot mogelijk is, maar de variantie binnen de groepen zo klein mogelijk blijft. Tabel 9 geeft weer hoe de groepen werden onderverdeeld.

Tabel 9 verdeling zombiekapitaal (1&2)

Hoeveelheid zombiekapitaal	Verdeling
Weinig zombiekapitaal	0,0000 – 0,3000
Gemiddelde hoeveelheid zombiekapitaal	0,3001 – 0,6000
Veel zombiekapitaal	0,6001 – 1,0000

Nadat zombiekapitaal in verschillende groepen werd onderverdeeld, moet er eerst gekeken worden naar de *homogeneity of variances* test. De gegevens die uit deze tabel verkregen worden bepalen welke post hoc test er verder nog uitgevoerd kan worden. De *Levene's* test toont aan of de variantie

tussen de groepen al dan niet gelijk is. De nulhypothese veronderstelt dat er geen verschillen zijn tussen de drie groepen. De alternatieve hypothese daarentegen veronderstelt dat er ten minste één van de groepen afwijkend is van de rest. De p-waarden van de *Levene's* test zijn steeds groter dan het significantieniveau van 0,05 waardoor ze niet significant zijn. Om deze reden kan er gesteld worden dat er onvoldoende bewijs is om de nulhypothese te verwerpen. Er worden geen significante verschillen gevonden in de varianties van de groepen. Omwille van het feit dat er geen significante resultaten worden gevonden via de *Levene's* test, wordt er verder gekeken naar de ANOVA tabel.

Tabel 10 en 11 presenteren de beschrijvende statistieken verkregen uit de ANOVA-test om de verschillen tussen bedrijven met weinig, gemiddeld of veel zombiekapitaal te onderzoeken. De statistieken omvatten het aantal bedrijven in elke groep, de gemiddelde waarden, de standaardafwijking, evenals het minimum en maximum per groep. Deze statistieken worden afzonderlijk weergegeven voor elke groep en elke afhankelijke variabele.

Tabel 10 beschrijvende analyse – one way anova – zombiekapitaal 1

Afhankelijke variabele	Verdeling zombiekapitaal 1	N	Gemiddelde	Std. Deviatie	Minimum	maximum
Return on Assets	Weinig	20	0,609	4,479	-9,610	9,320
	Gemiddeld	34	0,806	4,871	-12,820	12,090
	Veel	17	1,455	3,662	-4,460	8,390
	Totaal	71	0,906	4,450	-12,820	12,090
Return on Equity	Weinig	18	4,995	9,118	-14,700	26,920
	Gemiddeld	35	2,295	11,582	-20,970	27,280
	Veel	15	5,681	8,14	-5,180	25,160
	Totaal	68	3,757	10,266	-20,970	27,280
Tobin's Q	Weinig	20	0,537	0,476	0,042	1,562
	Gemiddeld	40	0,818	0,562	0,099	2,265
	Veel	18	0,846	0,473	0,042	1,681
	Totaal	78	0,752	0,531	0,042	2,265
Groei (Activa)	Weinig	24	1,120	22,252	-28,319	55,400
	Gemiddeld	39	5,612	16,400	-28,319	21,659
	Veel	26	4,258	19,309	-28,319	56,087
	Totaal	89	4,005	18,839	-28,319	56,087
Groei (Omzet)	Weinig	15	2,554	11,008	-12,226	27,785
	Gemiddeld	29	13,224	20,499	-16,314	55,941
	Veel	20	16,528	19,773	-31,431	65,188
	Totaal	64	11,756	18,973	-31,431	65,188

Ook de ANOVA tabel toont aan dat er geen significante resultaten gevonden kunnen worden. Dit vormt het bewijs dat er geen verschillen zijn in de gemiddelden van de groepen.

Vervolgens wordt de one-way ANOVA test opnieuw uitgevoerd voor zombiekapitaal gedefinieerd op de tweede manier dus aan de hand van de Herfindahl index.

Tabel 11 beschrijvende analyse – one way anova – zombiekapitaal 1

Afhankelijke variabele	Concentratie zombiekapitaal 2	N	Gemiddelde	Std. Deviatie	Minimum	maximum
Return on Assets	Laag	5	0,794	3,316	-2,950	4,810
	Gemiddeld	10	1,361	3,311	-5,320	5,320
	Hoog	56	0,834	4,750	-12,820	12,090
	Totaal	71	0,906	4,450	-12,820	12,090
Return on Equity	Laag	4	6,790	9,926	-3,010	19,720
	Gemiddeld	10	4,383	5,270	-2,970	13,110
	Hoog	54	3,416	11,047	-20,970	27,280
	Totaal	68	3,757	10,266	-20,970	27,280
Tobin's Q	Laag	4	0,079	0,063	0,042	0,173
	Gemiddeld	14	0,746	0,417	0,042	1,562
	Hoog	60	0,799	0,544	0,042	2,265
	Totaal	78	0,752	0,531	0,042	2,265
Groei (Activa)	Laag	6	-9,471	13,807	-28,080	5,195
	Gemiddeld	14	2,477	17,653	-21,335	52,804
	Hoog	69	5,487	19,156	-28,319	56,087
	Totaal	89	4,005	18,839	-28,319	56,087
Groei (Omzet)	Laag	4	-0,855	3,189	-4,692	2,938
	Gemiddeld	9	0,974	7,318	-7,962	10,835
	Hoog	51	14,647	20,055	-31,431	65,188
	Totaal	64	11,756	18,973	-31,431	65,188

De p-waarden van *homogeneity of variances* test zijn voor de ROA, ROE en groei (activa) opnieuw groter dan het significantieniveau van 0,05. Omwille van de niet significante resultaten, kan er gesteld worden dat er opnieuw onvoldoende bewijs werd gevonden om de nulhypothese te verwerpen. Daarentegen wordt bij de Tobin's Q-ratio en groei (gemeten aan de hand van omzet) wel een significant resultaat gevonden bij de *Levene's test*. De p-waarden gebaseerd op de gemiddelden bedragen respectievelijk 0,047 en 0,005. De variantie tussen de drie groepen is niet gelijk. De nulhypothese dat de drie groepsgemiddeldes van deze variabelen gelijk zijn, moet om die reden gebaseerd worden op de Brown-Forsythe test. Deze test kan geraadpleegd worden in de tabel *robust test of equality of means*. De testresultaten tonen aan dat de nulhypothese van gelijke groepsgemiddelden verworpen kan worden voor de Tobin's Q en groei (omzet). Dit betekent dat tenminste één van de groepsgemiddelden afwijkt van de test.

Dunnett's C wijst uit dat bij de afhankelijke variabele Tobin's Q de bedrijven met weinig zombiekapitaal verschillen. Op basis van de gemiddelden (0,079 – 0,75 – 0,79) kan geconcludeerd worden dat bedrijven met een lage concentratie van kleine aandeelhouders (gedefinieerd aan de hand van de Herfindahl-index) een lagere waarde voor de Tobin's Q-ratio rapporteren dan bedrijven met een gemiddelde of hoge concentratie. In deze situatie betekent een lage concentratie dat er enkele zeer sterke aandeelhouders actief zijn in het bedrijf met een groot percentage van de stemrechten in handen. Een Tobin's Q ratio met een waarde lager dan één houdt in dat de marktwaarde lager is dan de vervangingswaarde van de activa. Dit komt overeen met de bevindingen uit de literatuur. Demsetz & Lehn (1985) geven als reden dat bedrijven met een meer verspreide concentratie meer disciplineringsmechanisme hebben, zoals marktcontrole en concurrentiedruk van andere bedrijven. Hierdoor zou het management gedwongen worden om efficiënter te werken en de belangen van de aandeelhouders beter te behartigen. Dit werd ondersteund door Dennis & Sarin (1999). Als reden voor het gevonden effect stellen zij dat grote aandeelhouders hun eigen belangen nastreven ten koste van de andere aandeelhouders en het bedrijf. De eventuele conflicten tussen aandeelhouders en het management die hiervan het gevolg kunnen zijn, kunnen uiteindelijk leiden tot slechtere bedrijfsprestaties. Daarnaast zou het kunnen zijn dat de besluitvorming en strategieën van de bedrijven met enkele zeer sterke aandeelhouders grotendeels kunnen worden beïnvloed door deze dominante aandeelhouders. In sommige gevallen kunnen deze aandeelhouders een korte termijnfocus hebben en zich voornamelijk richten op het behalen van directe winsten, wat kan leiden tot een lagere waardering van de toekomstige groeipotentie van het bedrijf. Daarnaast zou deze bevinding kunnen suggereren dat de markt minder vertrouwen heeft in de toekomstige winstgevendheid en groeimogelijkheden van deze bedrijven.

Wanneer via Dunnett's C wordt gekeken naar de afhankelijke variabele groei (omzet) kan geconcludeerd worden dat hier de bedrijven met een hoge concentratie verschillen. Op basis van de gemiddelden (-0,86 – 0,97 – 14,65) kan geconcludeerd worden dat bedrijven met een 'hoge concentratie van kleine aandeelhouders' een aanzienlijk grotere omzetgroei realiseren dan bedrijven met een lage of gemiddelde concentratie. Bedrijven met een 'hoge concentratie van kleine aandeelhouders' zijn de bedrijven met een volledig verspreid aandeelhouderschap. Dit zijn bedrijven met een groot aantal aandeelhouders, maar elk individueel aandeelhoudersbelang is relatief klein. Dit betekent dat er weinig grote aandeelhouders, met aanzienlijk veel stemrechten in handen, actief

zijn in het bedrijf. Deze bedrijven kunnen profiteren van een bredere betrokkenheid en diversiteit van aandeelhouders. Dit kan leiden tot een grotere verscheidenheid aan perspectieven, kennis en expertise die het bedrijf kan benutten om groeikansen te identificeren en te benutten. Een andere verklaring zou kunnen zijn dat een volledig verspreid aandeelhouderschap kan zorgen voor een hogere mate van marktvertrouwen. Investeerders en stakeholders kunnen dit waarnemen, wat resulteert in een groter vertrouwen in de groeipotentie van het bedrijf en een positievere beoordeling van de toekomstige omzetgroei. Uiteindelijk komt dit onderzoek tot de constatactie dat ook de hypothese **“Er bestaan significante verschillen in prestaties tussen bedrijven met weinig, gemiddeld en veel zombiekapitaal.”** niet verworpen kan worden. Hoewel er toch significante resultaten werden gevonden in de testen naar het verband tussen concentratie in zombiekapitaal 2 en de afhankelijke variabelen Tobin’s Q en omzetgroei, kan er niet gesteld worden dat er algemeen statistisch significante resultaten behaald werden. Niettemin mag er op basis van niet-significante resultaten niets geconcludeerd worden. Er is opnieuw geen bewijs gevonden voor het bestaan van significante verschillen in prestaties tussen bedrijven met weinig, gemiddeld en veel zombiekapitaal. Deze tweede hypothese was ondergeschikt aan de primaire hypothese waarop de focus van dit onderzoek gevestigd was.

6. Conclusie

6.1 Discussie resultaten

Deze masterproef verricht onderzoek naar wat de effecten zijn van passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties. En of er sprake is van zombiekapitaal. Dit onderzoek is van belang omdat het bedrijven kan helpen om betere beslissingen te nemen in verband met aandeelhoudersstructuren.

Op basis van de literatuurstudie werd duidelijk dat aandelen een belangrijk middel zijn voor bedrijven om geld op te halen voor hun activiteiten. Daarnaast geven aandelen de aandeelhouder een financieel belang in het succes of falen van het bedrijf. In beursgenoteerde bedrijven zijn kleine aandeelhouders meestal particuliere beleggers en kleine investeerders, terwijl institutionele beleggers en vermogende individuen de mogelijkheid hebben om meer aandelen te kopen en hun positie te versterken. Dit kan ertoe leiden dat kleine aandeelhouders passief gedrag vertonen en minder geneigd zijn om actief deel te nemen aan het bestuur.

In conclusie hebben grote aandeelhouders, in tegenstelling tot de minderheidsaandeelhouders, betere mogelijkheden om zich intensief met de gang van zaken van het bedrijf bezig te houden. Kleine aandeelhouders daarentegen hebben minder mogelijkheden om toezicht te houden op het management, dat is vooral het geval bij een grote spreiding van aandelen. Er zijn zowel voordelen als nadelen verbonden aan een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur in beursgenoteerde ondernemingen. Enerzijds kan een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur leiden tot een efficiënter bedrijfsbeleid, hogere interne discipline en betere bedrijfsprestaties. Anderzijds kan het leiden tot machtsmisbruik door grote aandeelhouders. Kleine aandeelhouders hebben meestal niet genoeg macht om beslissingen te nemen en te participeren in het bedrijf. Er heerst nog steeds discussie over of kleine, passieve aandeelhouders een (negatieve) impact hebben op de bedrijfsprestaties.

De onderzoeksvraag werd getoetst aan de hand van verschillende hypothesen onderverdeeld volgens de opdeling van de bedrijfsprestaties. Op basis van de steekproef bestaande uit 101 beursgenoteerde bedrijven, werden er geen significante resultaten gevonden over of kleine, passieve aandeelhouders al dan niet een negatieve impact hebben op bedrijfsprestaties. Er kan worden gesteld dat dit onderzoek geen statistisch significante resultaten heeft opgeleverd ter ondersteuning van de hypothesen rond of zombiekapitaal een invloed heeft op de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Bovendien kunnen de hypothesen niet worden bevestigd of verworpen op basis van de gebruikte modellen. Deze studie suggereert dat het effect van kleine aandeelhouders op de prestaties van ondernemingen kan afhangen van meerdere factoren, zoals blijkt uit de significante impact van een aantal controlevariabelen. De controle variabelen die wel van invloed bleken te zijn op de bedrijfsprestaties van de onderzochte bedrijven waren de grootte van het personeelsbestand, de leeftijd van het bedrijf en de graad van financiële hefboom. Ook voor de tweede hypothese die onderzocht of er verschillen bestaan in prestaties tussen bedrijven met weinig, gemiddeld en veel zombiekapitaal moest verworpen worden. Hoewel enkele significante resultaten werden gevonden bij de testen naar het verband tussen de concentratie in zombiekapitaal gedefinieerd aan de hand

van de Herfindahl-index en de afhankelijke variabelen Tobin's Q en omzetgroei, kan er geen algemene statistische significantie worden geclaimd. Desondanks is het belangrijk om op te merken dat er op basis van niet-significante resultaten geen conclusies kunnen genomen worden. Er is geen bewijs gevonden voor het bestaan van significante verschillen in prestaties tussen bedrijven met weinig, gemiddeld en veel zombiekapitaal. Het is van belang om te benadrukken dat deze resultaten specifiek zijn voor de gebruikte dataset en dat er andere variabelen kunnen zijn die de relatie tussen zombiekapitaal en bedrijfsprestaties wel beïnvloeden.

Vanwege bovenstaande conclusies kan er geen eenduidig besluit worden genomen over of passieve aandeelhouders zorgen voor zombiekapitaal in de bedrijven.

Deze masterproef draagt bij aan de bestaande literatuur omwille van het gebrek aan wetenschappelijke studies omtrent het effect van passieve aandeelhouders op de bedrijfsprestaties. Het gevoerde onderzoek is van belang omdat het inzicht geeft in het effect van verschillende aandeelhoudersstructuren op het functioneren van het bedrijf. Bovendien is deze masterproef nuttig vanuit praktijkoogpunt. Bedrijven kunnen aan de hand van dit onderzoek betere beslissingen nemen in verband met aandeelhoudersstructuren. Anderzijds kan deze masterproef zinvol zijn voor aandeelhouders van bedrijven, of individuen die overwegen om aandeelhouder te worden.

6.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Er zijn echter een aantal beperkingen verbonden aan deze masterproef die erkend moeten worden en die mogelijkheden bieden voor toekomstig onderzoek. Een eerste beperking is de relatief kleine steekproef die in dit onderzoek gebruikt werd. De dataset bestond uit slechts 101 bedrijven. Deze beperkte steekproef kan een verklaring zijn voor de niet-significante resultaten. Zo was de verklarende variantie ook steeds vrij laag. Om meer inzicht te krijgen in dit onderwerp zou het waardevol zijn om het onderzoek opnieuw uit te voeren met een grotere dataset waarin ook niet-beursgenoteerde bedrijven, kleine en middelgrote ondernemingen, familiebedrijven, micro-ondernemingen etc. worden opgenomen. Door verschillende soorten bedrijven in het onderzoek te betrekken, kan er ook gekeken worden of er significante verschillen bestaan tussen deze bedrijfstypes. Een andere boeiende piste is dit onderzoek opnieuw uitvoeren, maar buiten de Belgische context. Dat kan de generaliseerbaarheid van de bevindingen vergroten. Doordat dit onderzoek nu enkel in België is uitgevoerd, kan het niet worden gegeneraliseerd naar andere culturen en contexten. Door hetzelfde onderzoek in verschillende landen uit te voeren, kan worden vastgesteld of de resultaten consistent zijn in verschillende contexten, wat de validiteit en de bevindingen kan bevorderen.

Een andere beperking is de data die werd gebruikt om dit onderzoek te voeren. Kwalitatief is deze data niet optimaal, vermits deze is verzameld uit verschillende bronnen en er opgemerkt kon worden dat de gebruikte cijfers na redenering soms afwijken van de werkelijkheid. Door gebruik te maken van de Bel-first databank werden er verschillende voordelen verworven zoals het snel en eenvoudig opvragen van de beschikbare gegevens van de bedrijven. Toch zijn hier ook veel nadelen aan verbonden. Veel van de informatie was niet beschikbaar of week af van de cijfers in de jaarverslagen

gepubliceerd door de ondernemingen zelf. Om de ontbrekende waarden zo veel mogelijk in te kunnen vullen, is gebruikgemaakt van informatie die online beschikbaar was via jaarverslagen en websites zoals MarketScreener. Een ander voorbeeld van deze beperking is dat de groei van bedrijven slechts over één jaar is bekeken, omdat er anders te veel ontbrekende waarden zouden zijn. Het is belangrijk om op te merken dat deze de beperking de nauwkeurigheid van de groeimeting kan beïnvloeden, omdat groei over een enkel jaar niet altijd representatief is voor de langere termijn. Daarom is het mogelijk dat de resultaten van het onderzoek niet volledig de werkelijke groei van de bedrijven weergeven. Door niet-kwalitatieve data te gebruiken kunnen oppervlakkige en beperkte conclusies worden genomen. Het maakt het ook moeilijker om complexe relaties en verbanden te ontdekken tussen de verschillende variabelen.

Het zou ook een interessante optie kunnen zijn om het onderzoeksthema op een kwalitatieve manier aan te pakken. Dan kan er gefocust worden op niet-financiële maatstaven om te kijken wat de effecten van kleine, passieve aandeelhouders zijn op het bedrijf. Wanneer het onderzoek op die manier wordt uitgevoerd, kan er gebruikgemaakt worden van vragenlijsten die worden ingevuld door zowel de grote als kleine aandeelhouders en de managers van de bedrijven. Door een kwalitatief onderzoek uit te voeren kunnen er nieuwe inzichten verworven worden met betrekking tot de kleine, passieve aandeelhouders. Tijdens de zoektocht naar literatuur over kleine, passieve aandeelhouders als basis voor dit onderzoek, werd al snel opgemerkt dat er nog relatief weinig onderzoek gedaan is naar dit onderwerp. Veel vaker gaat het over de grote aandeelhouders binnen bedrijven. Het zou een boeiende piste kunnen zijn om de kleine, passieve aandeelhouders verder onder de loep te nemen. Het kan zinvol zijn om dan ook dieper in te gaan op de identiteit van de aandeelhouders, zo kan een dieper begrip worden verkregen van de mechanismen die hieraan ten grondslag liggen. Daarnaast is het interessant om te bekijken waarom grote of kleine aandeelhouders ervoor zorgen dat bedrijven het beter of net slechter doen.

Een andere suggestie om het onderzoek te verbeteren zou kunnen zijn om het onderzoek opnieuw uit te voeren met de opname van modererende variabelen in het model. Modererende variabelen hebben een invloed op de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen. Concreet is het een interactieterm tussen twee variabelen, die kan zorgen voor een afzwakking of een versterking in een bestaande relatie. De modererende variabelen zouden dan bijvoorbeeld type aandelen, institutioneel eigendom en eigendomsconcentratie kunnen zijn. Deze zouden mogelijk kunnen bijdragen aan een beter begrip van passieve aandeelhouders die zorgen voor zombiekapitaal.

Een andere aanbeveling voor toekomstig onderzoek kan zijn om de teller van de *Return on Assets* formule aan te passen. Zo kan de originele formule, waar de nettowinst in de teller staat, worden gewijzigd naar een winstconcept dat ook rekening houdt met de kosten van vreemd vermogen. Dat is interessant omdat de noemer van deze formule bestaat uit de totale activa, welke worden gefinancierd met zowel vreemd als eigen vermogen. In plaats van enkel naar de nettowinst te kijken, kan de teller in de formule worden aangepast naar EBIAT (*earnings before interest after taxes*). EBIAT houdt rekening met rentelasten en geeft zo een beter inzicht in de kosten van vreemd vermogen. In dit onderzoek werd echter de originele formule toegepast, gebaseerd op de nettowinst. Daarom is het van belang om op te merken dat dit een beperking kan vormen voor dit onderzoek.

Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek is dus om gebruik te maken van deze aangepaste formule.

Tot slot beveelt dit onderzoek aan om verder te onderzoeken of er een significant verschil bestaat tussen bedrijven met veel of weinig zombiekapitaal. Hoewel dit vraagstuk in het huidige onderzoek is onderzocht, was de analyse beperkt. Het is van belang om te begrijpen of er significante verschillen bestaan tussen bedrijven met verschillende niveaus van zombiekapitaal, omdat dit kan helpen om de impact van zombiekapitaal op de bredere economie beter te begrijpen. Verder kan het bedrijven helpen met het vinden van een optimale aandeelhoudersstructuur.

7. Referentielijst

Adomako, S., & Danso, A. (2014). Financial Literacy and Firm performance The moderating role of financial capital availability and resource flexibility.

Arnauw, M. Corporate Governance in familiebedrijven: De balancering van verschillende belangen.

Baeck, B. & Capiou P. (2019, 28 februari). Zombiekapitaal maakt groeibedrijven kapot. *De Tijd*. Geraadpleegd op 25 oktober 2022, van <https://www.tijd.be/opinie/algemeen/zombiekapitaal-maakt-groeibedrijven-kapot/10102493.html>

Baumol, W. J. (1967). *Business Behavior, Value and Growth*. New York, US.

Bebchuk, L. A., & Weisbach, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23(3), 939-961.

Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1991). *The modern corporation and private property*. Transaction publishers.

Ben-David, I., Franzoni, F., & Moussawi, R. (2018). Do ETFs increase volatility?. *The Journal of Finance*, 73(6), 2471-2535

Buysschaert, A., Deloof, M., & Jegers, M. (2003). Ondernemingsgroepen en interne kapitaalmarkten: een literatuuroverzicht.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2741-2771.

Clifford, C. P. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

Clottens, C. (2011). Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen.

Cools, S., & Keijzer, T. (2019). Over meervoudig stemrecht, loyaliteitsstemrecht, levenscycli en horizonbepalingen. Rechtseconomische en rechtsvergelijkende beschouwingen. *Ondernemingsrecht*, 2019(7), 371-377.

Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of banking & finance*, 31(6), 1771-1794.

De Dreu, C. K., & Weingart, L. R. (2003). Task versus relationship conflict, team performance, and team member satisfaction: a meta-analysis. *Journal of applied Psychology*, 88(4), 741.

Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of financial economics*, 52(3), 293-340.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177.

Denis, D. J., & Sarin, A. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of financial economics*, 52(2), 187-223.

De Rycke, K. DE BESCHERMING VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS BIJ GOING PRIVATE-OPERATIES: EEN RECHTSVERGELIJKEND ONDERZOEK.

De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.

Dimitrov, V., & Jain, P. C. (2011). It's showtime: Do managers' report better news before annual shareholder meetings?. *Journal of Accounting Research*, 49 (5), 1193-1221.

Greenwood, R., & Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 362-375.

Eijffinger, S. C. W., & Koedijk, C. G. Hoofdstuk 1 Private equity en aandeelhouders-activisme: Inleiding.

Ensie. (2022). Prestatie. Ensie. Geraadpleegd op 18 November 2022, via <https://www.ensie.nl/redactie-ensie/prestatie>

Eniola, A. A., & Entebang, H. (2017). SME managers and financial literacy. *Global Business Review*, 18(3), 559-576.

Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2022). *Financial statement analysis: a practitioner's guide*. John Wiley & Sons.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57 (2), 275-305.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E., 2010. *Multivariate Data Analysis*, 7th Edition. *Pearson*.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3, 305-360

Jeunink, A. A., & Kabir, M. R. (1993). *De relatie tussen aandeelhoudersstructuur en beschermingsconstructies*. Tilburg University, Department of Economics.

Johnson, M. F., & Shackell, M. B. (1997). Shareholder proposals on executive compensation. *Available at SSRN 121*.

Kandel, E., Massa, M., & Simonov, A. (2011). Do small shareholders count?. *Journal of Financial Economics, 101*(3), 641-665.

Kapopoulos, P., & Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review, 15*(2), 144-158.

Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings. *Available at SSRN 885365*.

Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of financial economics, 42*(3), 365-395.

Konijn, S. J., Kräussl, R., & Lucas, A. (2011). Blockholder dispersion and firm value. *Journal of Corporate Finance, 17*(5), 1330-1339.

Lambrechts, J. en J. Lievens, 2008, Pruning the family tree: an unexplored path to family business continuity and family harmony, *Family Business Review, XXI* (4)

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance, 52*(4), 1131-1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance, 54*(2), 471-517.

Lee, B.S. & Suh, L. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence

[elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance, Volume 17, 1306–1329*.

Le, T. V., & Le, T. H. (2017). Ownership and identities of the largest shareholders and dividend policy: Evidence from Vietnam. *Organizations and Markets in Emerging Economies, 8*(1), 86-104.

Lievens, J. (2004). *Governance in het familiebedrijf*. Lannoo Uitgeverij.

Lin, S., Chen, F., & Wang, L. (2020). Identity of multiple large shareholders and corporate governance: are state-owned entities efficient MLS?. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 55, 1305-1340*.

Moerland, P. W. (1997). Ieder aandeel een stem. *Economisch-Statistische Berichten, 82*(4095), 168-170.

Moerland, P. W. (2000). Primaat van het ondernemingsbelang. *Economisch Statistische Berichten*, 85(4265), 594-596.

Opler, T. C., & Sokobin, J. S. (1995). Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors.

Op weg naar de beurs? (2009). deloitte. Geraadpleegd op 21 februari 2023, van <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/audit/deloitte-nl-offerings-servicesbrochure.pdf>

Practical guide: National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive. (2022, December 15). esma.europa. Retrieved February 2, 2023, from https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/practical_guide_major_holdings_notifications_under_transparency_directive.pdf

Rachmadiani, V. A. (2020). The link between corporate governance and ownership to firm performance. *Polish Journal of Management Studies*, 22.

Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate finance*, 17(4), 1001-1015.

Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52(2), 737-783.

Smith, M. P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The journal of finance*, 51(1), 227-252.

Schiffer, M., & Weder, B. (2001). Firm size and the business environment: Worldwide survey results (Vol. 43). World Bank Publications.

Sørensen, J. B., & Stuart, T. E. (2000). Aging, obsolescence, and organizational innovation. *Administrative science quarterly*, 45(1), 81-112.

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2020). Slack and cyclically sensitive inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S2), 393-428.

Stock, H. J., & Watson, M. M. (2011). *Introduction to Econometrics*. Pearson Education Limited.

Strickland, D., Wiles, K. W., & Zenner, M. (1996). A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective?. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 319-338.

Tam, O. K., & Tan, M. G. S. (2007). Ownership, governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 208-222.

- Ter Hoeven, R. (2013). De visie van de IASB op de individuele entiteit respectievelijk de groep. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 87(4), 114-125.
- Thomas, J. (2010). Attitudes and expectations of shareholders: The case of the multi-generation family business. *Journal of Management & Organization*, 15(3), 346-362.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic management journal*, 21(6), 689-705.
- Vandemaele, S., Vergauwen, P., & Michiels, A. (2009). risicorapportering door belgische beursgenoteerde bedrijven.
- Van der Korst, P. 11 Identificatie van aandeelhouders.
- Van Est, D. M. E., Andrien, E. L. L., Bakker, G. P. A., Boers, I., Griek, M., Fok, S., ... & van Willegen, E. M. M. (2015). De staat als aandeelhouder. Over het beheer van staatsdeelnemingen.
- Van Hulle, C. (1996). Corporate governance. Een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie. *Tijdschrift voor Economie en Management*, (January), 81-129.
- Van Marcke, L. (2022). Duurzaamheid en vennootschapsrecht: ESGaansprakelijkheid en de invloed van institutionele aandeelhouders. In *Droit et durabilité= Recht en duurzaamheid* (pp. 349-431). Larcier.
- Van Nieuwenhove, K., (2012), Remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders: een analyse van de Bel Small Index.
- Wahal, S. (1996). Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 31(1), 1-23.
- Wickham, G., & Goodie, J. A. (2013). *Legal and political challenges of governing the environment and climate change: Ruling nature*. Routledge.
- Woidtke, T. (2002). Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value. *Journal of Financial economics*, 63(1), 99-131.
- Yeh, T. M. (2014). Large shareholders, shareholder proposals, and firm performance: Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4), 312-329.