

Ondernemingsgroepen en interne kapitaalmarkten: een literatuuroverzicht (*)

An BUYSSCHAERT

Vrije Universiteit Brussel

Marc DELOOF

Universiteit Antwerpen

Marc JEGERS

Vrije Universiteit Brussel

Deze versie: mei 2003

Abstract:

Ondernemingsgroepen komen overal ter wereld voor maar de opvatting, het doel en de werking ervan kunnen heel uiteenlopend zijn. Met deze paper willen we een overzicht geven van de bestaande literatuur over ondernemingsgroepen, met specifieke aandacht voor Europese en voor Belgische ondernemingsgroepen. Veel voorkomend bij deze laatste is de aanwezigheid van referentieaandeelhouders. Een belangrijke categorie van referentieaandeelhouders bij Europese groepen zijn de holdingmaatschappijen. Op hun beurt kunnen deze de spil vormen van de interne kapitaalmarkt binnen de groep. De toegang tot deze interne kapitaalmarkten, die één van de gevolgen is van het behoren tot een ondernemingsgroep, kan een belangrijke impact hebben voor de groepsleden. We gaan dan ook dieper in op de mogelijke waardecreatie of waardevernietiging door een interne kapitaalmarkt.

Contactgegevens: An Buysschaert, VUB-MICE (Vrije Universiteit Brussel), Pleinlaan 2, B-1050 Brussel, Telefoon: (32)(2)6292118, Fax: (32)(2)6292060, Email: An.Buysschaert@vub.ac.be

(*) Deze paper kadert binnen het FWO-project 'De rol van een geïntegreerd financieel beheer bij ondernemingsgroepen'. We danken Rezaul Kabir, An Rommens, Linda Van de Gucht en Ilse Verschueren voor hun opmerkingen en suggesties.

Inleiding

Ondernemingsgroepen komen in de meeste landen voor, niet enkel in Europa maar ook in Azië en in vele ontwikkelingslanden in de rest van de wereld. Voorbeelden zijn de Keiretsu in Japan, de Chaebol in Korea of de ondernemingsgroepen in India, Chili, Rusland. Tot voor kort was er slechts weinig onderzoek naar het belang van deze ondernemingsgroepen. In Angelsaksische landen is wel al veel onderzoek verricht naar de aldaar veelvuldig voorkomende conglomeraten en multidivisionele ondernemingen, maar aangezien er belangrijke verschillen bestaan tussen dergelijke ondernemingen en ondernemingsgroepen is deze literatuur echter slechts gedeeltelijk op ondernemingsgroepen van toepassing¹. Toch vormt ze een belangrijk vertrekpunt om tot inzichten over ondernemingsgroepen te komen.

In deze paper zal een overzicht worden gegeven van de bestaande literatuur omtrent het hoe en waarom van ondernemingsgroepen met speciale aandacht voor Europese ondernemingsgroepen. Deze worden meestal gekenmerkt door de aanwezigheid van referentieaandeelhouders die blokken aandelen aanhouden om zo de controle over de groep te verwerven. Voor Europese ondernemingsgroepen zijn holdingmaatschappijen vaak belangrijke referentieaandeelhouders. Zij kunnen binnen de groep de spil vormen van de interne kapitaalmarkt.

Ook in België behoren vele ondernemingen tot een (piramidale) groep. Daarbij zijn holdings, die meestal deel uitmaken van deze piramidale aandeelhouderstructuren, van groot belang. Daarnaast beschikt België ook nog over een andere typische speler, het coördinatiecentrum. Coördinatiecentra werden in het begin van de jaren '80 ingevoerd om via fiscale stimuli buitenlandse en privé-investeringen aan te moedigen in de toen sluimerende Belgische economie. Door hun financiële dienstverlening aan de leden van de ondernemingsgroep kunnen zij, net als de holdingmaatschappijen, de draaischijf van de 'interne kapitaalmarkt' van de groep vormen.

Eén van de implicaties van het behoren tot een ondernemingsgroep is de toegang tot een interne kapitaalmarkt. Interne kapitaalmarkten ontstaan wanneer ondernemingen hun financiering intern zoeken bij verbonden ondernemingen of divisies. Voorbeelden worden niet enkel gevonden bij ondernemingsgroepen maar ook bij multidivisionele

ondernemingen. Deze interne kapitaalmarkten worden doorgaans gezien als een alternatief voor minder ontwikkelde of niet efficiënt functionerende externe kapitaalmarkten. Of de interne kapitaalmarkten ook effectief een gunstig effect hebben, is zeer de vraag. De werking en het belang van interne kapitaalmarkten werden pas recent intensief aan onderzoek onderworpen. Dat onderzoek is echter sterk Amerikaans gericht, wat inhoudt dat het hier meestal gaat om interne kapitaalmarkten bij gediversifieerde of multidivisionele ondernemingen. Daaruit komt naar voor dat er geen eensgezindheid bestaat over de vraag of interne kapitaalmarkten nu al dan niet waarde creëren. Hoewel verscheidene theoretische argumenten pleiten vóór interne kapitaalmarkten, geven studies aan dat deze ook waardevernietiging met zich kunnen meebrengen.

De rest van de paper is als volgt ingedeeld. In sectie 2 wordt het concept ondernemingsgroep gedefinieerd en wordt ingegaan op de karakteristieken van Europese ondernemingsgroepen. In de volgende paragraaf, sectie 3, worden enkele belangrijke gevolgen van ondernemingsgroepen belicht: zogenaamde 'private benefits of control' en 'tunneling' (3.1), interne kapitaalmarkten (3.2), en de impact van het behoren tot een groep op de ondernemingswaarde (3.3). In sectie 4 wordt aandacht besteed aan de literatuur over Belgische ondernemingsgroepen. Daarna volgen enkele conclusies in sectie 5.

1 Ondernemingsgroepen

1.1 Definitie

De meningen over wat nu juist een ondernemingsgroep is, variëren sterk, afhankelijk van de onderzoeker en het land. Zo verwijst Leff [1978] naar een ondernemingsgroep als “*a group of companies that does business in different markets under a common administrative or financial control*” en stelt hij verder dat “*group members are linked by relations of interpersonal trust on the basis of a similar personal, ethnic or commercial background*”. Strachan [1976] definieert een groep als een lange termijn verbintenis tussen ondernemingen en hun eigenaars en managers, en wijst erop dat een groep niet kan geïdentificeerd worden zuiver op basis van een enkelvoudige metriek. Bij ondernemingsgroepen vindt men immers zowel formele als informele banden tussen de verschillende ondernemingen. Khanna en Rivkin [2000b] stellen dat een groep niet enkel door de verbondenheid door aandelen gekenmerkt wordt maar mogelijk ook door overlapping in identiteit van en/of de aanwezigheid van familiebanden tussen eigenaars of

leden van de Raad van Bestuur van de verschillende groepsondernemingen. Bianchi, Bianco en Enriques [2000] definiëren een ondernemingsgroep als een verzameling van wettelijk gescheiden ondernemingen die allemaal aan de directe of indirecte controle van een zelfde leiding (een individu, een coalitie van individuen, of een overheidsorgaan) onderworpen zijn.

Men kan dus stellen dat een groep bestaat uit een collectie van ondernemingen die onder een gemeenschappelijke controle of leiding staan. Desalniettemin kunnen groepen op vier vlakken van elkaar verschillen. Dit zijn (i) de manier waarop controle wordt uitgeoefend op de ondernemingen van de groep, (ii) de samenstelling van hun activiteitenportefeuille, (iii) de mate waarin de ondernemingen onderling afhankelijk zijn en (iv) de rol die het centrum van de groep speelt ten opzichte van de dochterondernemingen [Daems, 1998]. Dit geeft aanleiding tot het ontstaan van diverse types ondernemingsgroepen. Bekende voorbeelden zijn onder meer de Japanse Keiretsu² en de Koreaanse Chaebols³. In het vervolg van deze sectie concentreren wij ons hoofdzakelijk op de Europese ondernemingsgroepen.

1.2 Europese ondernemingsgroepen

In continentaal Europa zijn ondernemingsgroepen veelal opgebouwd via een piramidale structuur waarin holdings een belangrijke rol spelen. In een piramidale structuur verwerft een individu of een familie de controle over een aantal ondernemingen via een hiërarchische keten van eigendomsrelaties. Daarbij zijn de eigendomsrechten geconcentreerd in de handen van een beperkt aantal grote aandeelhouders, de referentieaandeelhouders. Kenmerkend daarbij is dat, vooral dan in Frankrijk, Italië, België en de Scandinavische landen, aandeelhouders met gemeenschappelijke belangen syndicaten vormen of cascades van holdingmaatschappijen opbouwen. Cascades bestaan meestal uit een reeks holdingmaatschappijen waarvan de ene holdingmaatschappij de referentieaandeelhouder is van de volgende. Door het verkregen watervaleffect is het mogelijk om met een relatief klein initieel vermogen toch een beslissende invloed uit te oefenen op de 'onderliggende' ondernemingen. Momenteel is er wel een tendens om de groepsstructuren te vereenvoudigen en daarmee doorzichtiger en aantrekkelijker te maken voor externe investeerders [De Jong (1997); Leleux, Vermaelen en Banerjee (1997); Renneboog (1998); La Porta et al. (1999); en Buyschaert, Deloof en Jegers (2003a)].

Vermits vele Europese groepen een holdingmaatschappij als referentieaandeelhouder hebben, wordt hierna meer aandacht besteed aan referentieaandeelhouders in het algemeen (2.2.2) en aan holdingmaatschappijen in het bijzonder (2.2.3).

2.2.1. Referentieaandeelhouders

De twee extreme situaties van de relatie tussen eigendom en controle van een onderneming zijn enerzijds een totale verspreiding van de eigendomsrechten waardoor eigendom en controle volledig van elkaar gescheiden zijn, en anderzijds de totale concentratie van eigendomsrechten waarbij de controle in handen van een grote aandeelhouder of een groep van aandeelhouders, de referentieaandeelhouder(s), komt. Tussenin vinden we diverse gradaties van spreiding/concentratie van de eigendomsrechten. In de meeste Europese landen, waaronder ook België, leunt de praktijk het dichtst aan bij de laatste vorm. De referentieaandeelhouders, ook wel blokhouders genoemd, kunnen een belangrijke macht uitoefenen op de werking van ondernemingsgroepen.

De aanwezigheid van blokhouders of controlerende (referentie)aandeelhouders in ondernemingsgroepen heeft dan ook gevolgen voor de minderheidsaandeelhouders. Zo ontstaat een specifieke vorm van het agency probleem door de structuur van ondernemingsgroepen. In vele (Europese) ondernemingsgroepen is de eigendom sterk geconcentreerd, vooral in de gevallen waar netwerken van familieleden bestaan of waar de rol van de Raad van Bestuur geminimaliseerd wordt. Hierdoor kunnen ze een aanzienlijke macht naar zich toe trekken. Bijgevolg kunnen ze gemakkelijker de belangen van andere (minderheids)investeerders in de onderneming omzeilen en de investering van de ondernemingsmiddelen zodanig kiezen dat ze hun eigen belangen maximaliseren in plaats van die van de aandeelhouders [zie Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999 and Johnson et al., 2000]. In verband hiermee besluiten La Porta et al. [1999] dat “... *the central agency problem in large corporations around the world is that of restricting expropriation of minority shareholders by controlling shareholders ...*”.

Dit agency probleem tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders zal des te uitgesprokener zijn naarmate er minder bescherming bestaat voor investeerders en een goed corporate governance-systeem ontbreekt⁴. Immers, dit ontbreken van een goed systeem van na te leven regels en richtlijnen verkleint de externe invloeden en disciplineringsmaatregelen voor de 'eigenaar-managers'. La Porta et al. [1997] tonen

bijvoorbeeld aan dat landen met weinig of geen bescherming voor investeerders over een minder ontwikkelde kapitaalmarkt beschikken. In een andere studie vinden La Porta et al. [1998] dat de eigendomsconcentratie in de grootste beursgenoteerde ondernemingen negatief gecorreleerd is met investeerdersbescherming. Dit suggereert dat minderheidsaandeelhouders benadeeld en uitgebuit worden door meerderheidsaandeelhouders in landen met weinig bescherming ten opzichte van investeerders. In diverse studies [zie o.a. Lins en Servaes (2001), Dyck en Zingales (2002) en Macchiati en Siciliano (1999)] wordt bevestiging gevonden voor deze 'expropriation of minority shareholders'-hypothese (zie 3.1.).

Volledigheidshalve dienen we ook te wijzen op positieve kant van de aanwezigheid van referentieaandeelhouders. Vooreerst moeten er rationeel gezien voordelen of rendementen kunnen verkregen worden om de extra kosten en het extra risico van het aanhouden van een aandelenblok te compenseren. Volgens Shome en Singh [1995] zullen sommige winsten voortkomen uit een stijging van de ondernemingswaarde, terwijl andere winsten zullen verkregen worden ten nadele van de overige (minderheids)aandeelhouders. Ook Holderness [2001] stelt dat het aanhouden van aandelenblokken kan gemotiveerd worden door twee factoren: de gezamenlijke controle voordelen en de eigen belangen door controle, waarbij beide elkaar niet uitsluiten. Meerdere empirische onderzoeken bevestigen dat het aanhouden van aandelenblokken voordelen heeft. Het vormen van deze blokken [Shome en Singh, 1995] en het verhandelen van grote aandelenblokken [Barclay en Holderness, 1991 en 1992] gaat gepaard met een abnormale stijging van de aandelenprijs. Verder zetelen referentieaandeelhouders in de Raad van Bestuur en beïnvloeden zo de managementbeslissingen. Met hun stemrechten kunnen ze het management controleren en zorgen dat de aandeelhoudersbelangen nagestreefd worden. Dit komt ook de minderheidsaandeelhouders ten goede.

2.2.2. Holdings en hun aandeelhoudersstructuur

▪ Definitie

In de literatuur zijn reeds veel definities voor holdings geformuleerd. Zo omschrijven Daems [1978] en Leleux, Vermaelen en Banerjee [1997] een holding als een financiële instelling die een aandelenportefeuille beheert met het oog op controleverwerving over de bedrijven waarvan ze een deel van het aandelenkapitaal bezit. Voor de meeste beurzen, waaronder ook de Beurs van Brussel, zijn de termen 'holding' en

‘portefeuillemaatschappij’ gelijk. Meer bepaald zijn het alle vennootschappen die als doel hebben te beleggen in andere vennootschappen. Volgens het financieel lexicon van Dexia (2000) zijn het ondernemingen die controle hebben over een aantal ondernemingen, werkmaatschappijen genoemd. Holdings coördineren de taken en voorzien in de financieringsbehoeften van de werkmaatschappijen. Kenmerkend is dat zij vaak de controle in deze ondernemingen nastreven. De holding ontplooit in sommige gevallen zelfs geen andere activiteit dan het controleren van de werkmaatschappijen.

Samenvattend kan een holding gedefinieerd worden als een vennootschap die aandelen, participaties of deelnemingen aanhoudt in één of meerdere andere vennootschappen met als doel deze laatste te controleren. Het bezit van de aandelen heeft een min of meer permanent karakter, waardoor ze inkomsten (dividenden en gerealiseerde meerwaarden) ontvangt uit haar dochterondernemingen.

Een grote holdinggroep bestaat meestal uit lagen van al dan niet genoteerde holdings die niet-holding ondernemingen controleren, met kruisparticipaties en piramidale structuren. Een dergelijk cascadesysteem is dikwijls zeer complex, bijvoorbeeld wanneer verschillende aandeelhouders hun belangen samen willen behartigen. Dat leidt dan tot een kluwen van gemeenschappelijke holdingmaatschappijen, waarbij delen van participaties in die holdings worden ingebracht, terwijl andere delen erbuiten gehouden worden. Zo ontstaan directe, indirecte en kruiselingse participaties.

Hoewel holdings dus gemeenschappelijke kenmerken vertonen, kan men bezwaarlijk van een homogene categorie ondernemingen spreken [Van Hulle, 1996]. Het kan om verschillende redenen interessant zijn om een holding op te richten. Zo kan de holding een juridisch instrument zijn om de controle over één of meerdere vennootschappen te bekomen of te behouden. De holding kan ook een vehikel zijn om, binnen één enkele juridische entiteit, meerdere vennootschappen te (her)groeperen, die verschillende commerciële of industriële activiteiten ontplooiën (joint venture) of gevestigd zijn in een bepaalde geografische zone (vb. de verankering van vennootschappen). De oprichting van een holding laat dan toe de eenheid van een groep van vennootschappen te verzekeren zonder afbreuk te doen aan de autonomie van deze vennootschappen. Een derde reden om een holding op te richten is om dividenden en meerwaarden te realiseren en om de aldus geïnde gelden opnieuw te beleggen in (andere) dochtervennootschappen of om gelieerde

vennootschappen te financieren. Tevens kan een holding aangewend worden om buitenlandse vennootschappen te controleren en te beheren. Tenslotte kan een holding ook gebruikt worden om het (aandelen)patrimonium van een natuurlijke persoon of van een familie te beheren of in stand te houden.

▪ Indeling van holdings

Niet alle holdings vervullen dus dezelfde functie in het economisch bestel. Daardoor is het mogelijk een 5-tal verschillende soorten holdings te onderscheiden [Daems, (1978), Van Hulle (1998)]. In het vervolg van de paper concentreren we ons op de eerst drie categorieën. De meeste holdings, zowel van de Belgische als van de Europese, kunnen immers bij deze drie ingedeeld worden en bieden de interessantste onderzoeksmogelijkheden.

1. *Financiële of 'pure' holding*: deze holding oefent zelf geen industriële activiteit uit. Ze biedt financiële, economische en technische hulp aan de door haar gecontroleerde ondernemingen. In principe komt ze niet tussen in het dagelijks bestuur maar is ze wel vertegenwoordigd in de Raad van Bestuur.
2. *Industriële of 'gemengde' holding*: dit zijn vennootschappen die naast industriële activiteiten ook nog een uitgebreide aandelenportefeuille aanhouden. Veelal spelen deze holdings een doorslaggevende rol in hun filialen. Dit is de vorm die in België het meest gebruikt wordt.
3. *Portefeuilleholding*: deze holding toont een sterke overeenkomst met een beleggingsfonds. Ook hier is het beleggingsresultaat en het behalen van meerwaarden belangrijker dan het controleren van een aantal ondernemingen. Dit type holding belegt in vastrentende en niet-vastrentende waarden die over verschillende industrietakken verspreid zijn.
4. *Patrimoniumholding*: deze holding wordt hoofdzakelijk opgericht om familiefortuinen in onder te brengen. De aandelen bevinden zich dan ook in handen van de familie. Meestal wordt gekozen voor een beperkte aansprakelijkheid en onoverdraagbaarheid van de aandelen. Op die manier wordt het familiebezit beschermd tegen versnippering door huwelijken, overlijden, ...
5. *Brevettenholding*: deze holdings zijn van gering belang in België en komen vooral voor in Zwitserland en Luxemburg. Zij bezitten brevetten als voornaamste activa in plaats van aandelen. Naast het verkrijgen van fiscale

voordelen biedt een brevettenholding ook de mogelijkheid om op een vlottere manier licenties aan derden te verkopen.

3. Implicaties van het behoren tot een ondernemingsgroep

3.1. Inleiding

Of het behoren tot een ondernemingsgroep nu voor- en/of nadelen heeft voor een onderneming, zal grotendeels afhangen van welke de mogelijke gevolgen kunnen zijn voor de onderneming. Hierna zal achtereenvolgens aandacht besteed worden aan het fenomeen van zogenaamde 'private benefits of control' en het aanverwante begrip 'tunneling' (3.1), aan de invloed van de aanwezigheid van een interne kapitaalmarkt (3.2), en tenslotte aan de impact op de ondernemingswaarde voor de groepsleden (3.3).

3.2. Private benefits en tunneling

De uitbuiting van de minderheidsaandeelhouders door de meerderheidsaandeelhouders, het zogenaamde 'expropriation of minority shareholders', vermeld onder punt 2.2.1, kan bewerkstelligd worden als de referentieaandeelhouder ondernemingsmiddelen naar zich toektrekkt zonder die te delen met de andere rechthebbende (minderheids)aandeelhouders. Dergelijke voordelen worden ook wel de 'private benefits of control' genoemd. Enkele voorbeelden van private benefits kunnen zijn: het gebruiken van de naam van de blokhouders en via promotie van de naam het (familie)prestige hoog houden, het toekennen van sleutelposities in de onderneming aan familieleden of vrienden, het sponsoren van favoriete sportteams of het financieren van andere ondernemingen waar de controleaandeelhouder belangen in heeft [Barclay en Holderness, 1989].

Om deze transfer van middelen uit ondernemingen ten voordele van hun controlerende aandeelhouders te beschrijven, gebruiken Johnson et al. [2000] de term "*tunneling*". Waardetransfers uitgevoerd door de controlerende aandeelhouders ten nadele van de minderheidsaandeelhouders kunnen verschillende vormen aannemen, zoals verkopen van input of kopen van output aan niet-markt prijzen, leningen tegen hoge of lage interest, leasing van activa, insider trading, ... In ondernemingsgroepen met een piramidale structuur wordt dan waarde van ondernemingen gesitueerd aan de bodem van de piramide verschoven naar ondernemingen aan de top van de piramide. Bovenaan zijn de cash flow rechten immers minder verspreid en dus groter voor de controlerende aandeelhouder.

Bertrand, Mehta, en Mullainathan [2002] vinden bevestiging voor tunneling in Indische ondernemingsgroepen. Hun resultaten tonen dat de verschuiving van middelen de weg van de eigendomsrechten volgt, stromend van ondernemingen onderaan de piramide naar ondernemingen aan de top van de piramide. Zij zijn ook in staat aan te tonen dat veel van deze waardeverschuivingen gebeuren met niet-operationele elementen van de winst. Gelijkaardige resultaten vinden we bij Bigelli en Mengoli [1999] voor Italië. Ze gaan daarbij uit van de hypothese dat de scheiding tussen eigendom en controle die voorkomt bij genoteerde Italiaanse ondernemingen door het gebruik van aandelen zonder stemrecht en piramidale structuren, overnames zou begunstigen die tot doel hebben het eigenbelang van de controlerende aandeelhouder te vergroten in plaats van de totale aandeelhouderswaarde. Hun onderzoek toont aan dat voor overnames binnen een piramidale ondernemingsgroep de prijszetting zo wordt bepaald dat er waardetransfers optreden naar ondernemingen bovenaan in de piramide, waar de eigendomsrechten van de meerderheidsaandeelhouders minder verspreid zijn. Bae, Kang en Kim [2002] gebruiken Koreaanse fusies om de aard van ondernemingsgroepen in opkomende markten te bestuderen en om na te gaan of Koreaanse ondernemingsgroepen, Chaebols, waarde creëren voor hun groepsleden, dan wel enkel voor de controlerende aandeelhouders. Ook hun resultaten staven de tunneling-opvatting dat ondernemingen die tot een ondernemingsgroep behoren minder aandacht schenken aan de maximalisatie van de individuele ondernemingswaarde maar eerder fusies en overnames realiseren die enkel voor de controlerende aandeelhouders voordelig zijn. Buyschaert, Deloof en Jegers (2003a) vinden voor Belgische data over het kopen en verkopen van aandelenparticipaties tussen ondernemingen van dezelfde ondernemingsgroep dat er zowel voor de meerderheids- als de minderheidsaandeelhouders waarde gecreëerd wordt. Hier wordt dus geen bevestiging gevonden voor tunneling.

Over de omvang van deze private benefits en welke determinanten er invloed op hebben, bestaat wel theoretisch maar relatief weinig empirisch onderzoek. In de recente paper van Dyck en Zingales [2002] wordt bevestiging gevonden voor de diverse theoretische veronderstellingen over de determinanten van private benefits. Private benefits of control zijn groter waar de kapitaalmarkten minder ontwikkeld zijn en waar eigendomsrechten geconcentreerd zijn [La Porta et al., 2000], en waar privatiseringen minder voorkomen dan beursgangen [Zingales, 1995]. Wetten die een ruime bescherming bieden aan minderheidsaandeelhouders, strengere boekhoudkundige normen en het strikt toepassen

van wetten verminderen de private benefits of control [La Porta et al., 1997; Johnson et al., 2000]. Maar ook minder 'traditionele' mechanismen zoals een gemakkelijke verspreiding van gebeurtenissen via persmededelingen [Zingales, 2000], toepassing van belastingscontroles of grote competitie op de productmarkten verminderen de private benefits of control [Shleifer en Vishny, 1997].

3.3. Interne kapitaalmarkten

Een ander interessant fenomeen bij ondernemingsgroepen is het mogelijk bestaan van een interne kapitaalmarkt. Omdat deze een belangrijke impact kunnen hebben, wordt er in deze paper uitgebreider aandacht aan besteed door eerst algemeen in te gaan op de mogelijke waardecreatie of waardevernietiging door een interne kapitaalmarkt. Deze literatuur is, zoals vroeger al vermeld, eerder Amerikaans gericht en heeft vooral betrekking op gediversifieerde ondernemingen. Daarna wordt dan specifiek gekeken naar de invloed van een interne kapitaalmarkt bij ondernemingsgroepen.

3.3.1. Waardecreatie of -vernietiging via interne kapitaalmarkten

- *Waardecreatie?*

De recente (Amerikaanse) literatuur over interne kapitaalmarkten bouwt verder op de transactiekosten-analyse van multidivisionele ondernemingen. Daarbij zijn niet de juridische banden tussen het topmanagement en de divisies (filialen of dochters) vanuit economisch standpunt van belang maar wel de aanwezigheid van een interne kapitaalmarkt die door de reductie van de informatie asymmetrie waardeverhogend zou zijn voor de multidivisionele onderneming [Williamson en Bhargava, 1972].

Als managers beter geïnformeerd zijn over de mogelijkheden van de onderneming dan investeerders, zullen de risicovolle effecten soms ondergewaardeerd zijn waardoor de kost van externe financiering zal stijgen. Daardoor zullen managers het attractiever vinden om investeringen met interne middelen te financieren [Myers en Majluf, 1984]. In de financiële literatuur wordt er immers dikwijls van uitgegaan dat asymmetrische informatie tussen insiders en externe verstrekkers van kapitaal tot financieringsbeperkingen leidt. Volgens Gertner, Scharfstein en Stein [1994] zal een ondernemingseenheid die externe financiering nodig heeft de daaraan verbonden kosten van asymmetrische informatie kunnen vermijden door op een interne kapitaalmarkt te lenen. Stein [1997] toont

theoretisch aan dat er voorwaarden verbonden zijn aan de omstandigheden waaronder interne kapitaalmarkten de meest efficiënte financieringsvorm worden.

Bij de financiering van een onderneming komen ook verschillende agency problemen naar voor. Naast de 'traditionele' belangenconflicten tussen aandeelhouders en managers, zijn er verder de conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders, en tussen eigenaars en schuldeisers. Een agency relatie gaat gepaard met 'monitoring', 'bonding' en residuele kosten die voortvloeien uit de belangentegenstelling tussen principal en agent [Jensen en Meckling, 1976]. Naast de mogelijkheid om deze 'monitoring' en 'bonding' kosten te reduceren, kan er ook voor gekozen worden om deze conflicten te omzeilen door gebruik te maken van interne financieringsmiddelen of, bij ondernemingsgroepen, door terug te vallen op middelen ter beschikking op de interne kapitaalmarkt [Bamberg en Spremann, 1987]. Voor ondernemingen met informatie- en belangenproblemen is liquiditeit een belangrijke determinant bij investeringen.

Vervolgens kunnen interne kapitaalmarkten ook zorgen voor belastingsvoordelen. Immers, binnen eenzelfde onderneming kunnen activiteiten zo gecombineerd worden dat stabiele inkomstenstromen ontstaan waar die anders periodegebonden zijn. Door deze stabiele inkomstenstromen wordt de schuldcapaciteit vergroot. Dit houdt op zijn beurt dan weer in dat er een grotere intrestaftrek en een grotere present value van de tax shield zal zijn waardoor de belastingen dalen [Lewellen, 1971]. Een ander belastingvoordeel volgt uit de wetgeving in sommige landen (maar niet voor ondernemingsgroepen in België) die toelaat dat winsten en verliezen van de diverse afdelingen samengebracht worden en dat de belastingen op het uiteindelijke resultaat berekend worden. De overige middelen kunnen dan binnen de groep opnieuw gebruikt worden of aan de aandeelhouders uitgekeerd [Berger en Ofek, 1995].

- *Waardevernietiging?*

Anderzijds tonen Scharfstein en Stein [2000] aan dat een interne kapitaalmarkt ook tot waardevernietiging kan leiden omdat een dergelijke markt ertoe kan bijdragen dat binnen een multidivisionele onderneming sterke afdelingen zwakkere zullen subsidiëren. De inefficiënte werking van een interne kapitaalmarkt kan er dan ook toe leiden dat in kleinere afdelingen 'over'-geïnvesteed wordt. Empirisch onderzoek van Lamont [1997] en Shin en Stulz [1998], over Amerikaanse multidivisionele ondernemingen, lijkt inderdaad te

bevestigen dat op interne kapitaalmarkten middelen verschuiven van sterkere naar zwakkere afdelingen waardoor waardevernietiging ontstaat. Zij vinden ook dat de mate waarin een afdeling middelen zal krijgen, afhangt van zowel de eigen cash flow (vooral voor grotere afdelingen) als van de cash flow van de andere afdelingen (vooral voor kleinere afdelingen) en minder van de voorgelegde investeringsmogelijkheden van de afdeling. Daardoor komen de middelen niet altijd terecht waar ze het best besteed kunnen worden. Shin en Stulz [1998] concluderen uit hun studie dan ook dat een actieve interne kapitaalmarkt bij gediversifieerde ondernemingen niet zo efficiënt is als wordt aangenomen.

Rajan, Servaes en Zingales [2000] en Wulf [2000] argumenteren dat een interne machtsstrijd de verdeling van middelen in een gediversifieerde onderneming kan beïnvloeden. Wulf [2000] wijst erop dat de afdelingshoofden in multidivisionele ondernemingen de mogelijkheid hebben om signalen omtrent de investeringsmogelijkheden te beïnvloeden om zo het toegekende kapitaal aan hun afdeling te vergroten. Volgens Harris, Kriebel en Raviv [1982] zijn de kosten verbonden aan het vermijden van dit 'informatieprobleem' groter dan in niet-gediversifieerde ondernemingen en wijken de 'gemanipuleerde' investeringen af van de first-best investering waardoor waarde wordt vernietigd. Jensen [1986] voegt daaraan toe dat naarmate er over meer onbenutte schuldcapaciteit beschikt wordt en er grotere vrije cash flow stromen zijn, managers meer geneigd zullen zijn om toch over te gaan tot investeringen in projecten met een negatieve netto actuele waarde, wat de ondernemingswaarde niet ten goede komt.

Rajan, Servaes en Zingales [2000] vinden ook dat gediversifieerde ondernemingen aan een disagio worden verhandeld, waarbij het disagio groter wordt naarmate de diversificatie stijgt. Ze bevestigen daarmee de bevindingen van Lang en Stulz [1994] en Berger en Ofek [1995]. Het disagio zou volgens deze laatste oplopen tot 13 à 15 procent ten opzichte van een portfolio van niet-gediversifieerde ondernemingen. Het disagio wordt in de hand gewerkt door kruiselingse subsidiëring tussen afdelingen en daardoor mogelijke overinvesteringen. De waardevermindering kan enigszins beperkt worden als de afdelingen in dezelfde sector werkzaam zijn (synergieën) of door de belastingvoordelen die optreden. Op dezelfde manier als Berger en Ofek [1995] vinden Lins en Servaes [2002] gelijkaardige disagio's voor gediversifieerde ondernemingen in zeven 'opkomende' landen (Hong Kong, India, Indonesië, Maleisië, Singapore, Zuid-Korea en Thailand) en meer bepaald in

ondernemingen die deel uitmaken van ondernemingsgroepen. Campa en Kedia [2001] beweren echter dat het observeren van een disagio bij gediversifieerde ondernemingen niet noodzakelijk wijst op waardevernietiging. Volgens hun bevindingen kan het ook een gevolg zijn van het niet-corrigeren voor ondernemingskarakteristieken die aanleiding kunnen geven tot diversificatie bij het meten en berekenen van de discount.

- *Waardecreatie of waardevernietiging?*

Een definitieve conclusie over de vraag of diversificatie nu per saldo waarde creëert of vernietigt, kan uit de literatuur niet worden afgeleid. Er worden zowel resultaten gevonden die wijzen op waardecreatie als resultaten die wijzen op waardevernietiging. De enige consistente bemerking die uit de studies voorkomt is dat vóór de jaren tachtig eerder wordt gevonden dat diversificatie waarde zou creëren, terwijl voor latere periodes eerder bevestiging wordt gevonden dat diversificatie waardevernietigend zou werken.

3.3.2. Interne kapitaalmarkten bij ondernemingsgroepen

Naast de literatuur over multidivisionele ondernemingen is er ook beginnend onderzoek naar de werking van interne kapitaalmarkten bij ondernemingsgroepen. Afhankelijk van hoe de groep georganiseerd wordt, zal ook de werking van de interne kapitaalmarkt verschillen.

De Japanse Keiretsu zijn meestal gediversifieerd of vertikaal geïntegreerd. De ondernemingen kunnen zo de meeste van hun koop- en verkoopactiviteiten binnen de groep verrichten. Door de aanwezigheid van een bank binnen de groep wordt een significant deel van de leningen via deze bank verkregen. Omgekeerd bezit de bank een percentage van de aandelen van elke groepsonderneming en zal zij door eigen mensen op een belangrijke positie binnen de ondernemingen te plaatsen informatie-asymmetrieën verkleinen. Dat leidt op zijn beurt dan tot lagere kapitaalkosten voor de verbonden ondernemingen. Verder stellen Hoshi, Kashyap, en Scharfstein [1991] dat, doordat de banken zowel aandeelhouder als schuldeiser zijn, de falingskosten lager zullen liggen aangezien de mogelijke conflicten tussen investeerders kleiner zullen zijn. Dit leidt er dan weer toe dat ondernemingen meer vreemd vermogen kunnen aangaan en van grotere belastingsvoordelen kunnen genieten. Bij de Keiretsu blijkt dus duidelijk dat de interne kapitaalmarkt een belangrijke rol kan spelen in de leiding van de ondernemingen binnen de groep. Toch vinden Lins en Servaes [1999] ook bij Keiretsu-ondernemingen een disagio

van ongeveer 10% (gewoon gerelateerd tot de groep) tot 30% (sterke link met de groep), met behulp van de methode die Berger en Ofek [1995] toepasten op de Amerikaanse data.

Shin en Park [1999] vinden dat ook in Chaebols interne kapitaalmarkten een belangrijke rol spelen en dat deze de financieringsbeperkingen van de Chaebols zouden kunnen verminderen. Immers, het asymmetrisch informatieprobleem wordt kleiner tussen ondernemingen die tot dezelfde Chaebol behoren. Dit leidt tot een grotere schuldgraad bij Chaebols in vergelijking met niet-Chaebol ondernemingen [Bae, Kang en Kim, 2002]. De interne kapitaalmarkt verzwakt ook de band tussen de aanwezige eigen cash flows en de mogelijkheid tot investeren voor Chaebol-ondernemingen. De ondernemingen zijn daarentegen wel gevoelig voor de cash flow die andere ondernemingen genereren binnen eenzelfde Chaebol, daar zij gebruik kunnen maken van wederzijdse subsidies via die interne kapitaalmarkt. Toch zorgen de interne kapitaalmarkten niet voor een verbetering van de efficiëntie waarmee schaarse middelen in de Koreaanse economie worden verdeeld, daar onderzoek uitwijst dat Chaebols meer investeren dan niet-Chaebol ondernemingen, ondanks relatief lage groeivoorzichten. Deze bevindingen voor Chaebols leunen sterk aan bij die van Shin en Stulz [1998] voor gediversifieerde Amerikaanse ondernemingen.

Europese ondernemingsgroepen zijn, zoals eerder vermeld, veelal piramidale structuren van directe en indirecte participaties waarbij de macht bij de ultieme aandeelhouder terecht komt. Onderling zullen deze zich nog wel onderscheiden door eigen klemtonen per land. Banken, institutionele investeerders, de overheid en families zijn de belangrijkste investeerders. De holdings en sub-holdings die in de ketting voorkomen zorgen voor de aanwezigheid van een interne kapitaalmarkt waar middelen doorheen de groep versluisd worden, al dan niet ten nadele van de minderheidsaandeelhouders [Leleux, Vermaelen en Banerjee, 1997]. Maar ook bij afwezigheid van deze holdings kan er door de controlerende aandeelhouder voor gezorgd worden dat middelen verschoven worden binnen de door hem rechtstreeks of onrechtstreeks gecontroleerde ondernemingen [Bigelli en Mengoli, 1999].

Ghatak en Kali [2001] stellen een theoretisch model op over ondernemingsgroepen waarbij de leden zowel door kruisparticipaties van eigen vermogen en als door vreemd vermogen verbonden zijn, een veelvoorkomende vorm van verbondenheid in Europa. Ze gaan er vanuit dat dit soort verbondenheid een manier is om financieringsbeperkingen veroorzaakt door asymmetrische informatie te omzeilen. Volgens hun theorie zouden de kosten van

schulden van de verschillende groepsleden gecorreleerd moeten zijn en zouden bij meer intragroepsleningen de kosten van schulden moeten reduceren. Verder empirisch onderzoek hieromtrent kan nagaan of dit werkelijk ook zo is. Ook door Shin en Park [1999] voor Koreaanse Chaebols en door Keister [2000] voor Chinese groepen, wordt verwezen naar het belang van wederzijdse relaties in tijden van financiële moeilijkheden, als waarborg voor externe leningen, of voor het ontlopen van financieringsbeperkingen bij de afwezigheid van een ontwikkelde kapitaalmarkt. Hetzelfde vinden we ook bij Khanna en Yafeh [2000] die het belang aantonen van intragroepsleningen om groepsleden met financiële moeilijkheden bij te staan.

3.3. Belang en impact van groepen op de waarde voor de groepsleden

▪ Algemeen

Uit het overzicht van Khanna en Yafeh [2000] over het belang en de impact van het al of niet tot een ondernemingsgroep te behoren, blijkt dat daarover geen eensgezindheid bestaat in de literatuur. Terwijl leden van de Japanse Keiretsu ondergewaardeerd zijn in vergelijking met gelijkaardige niet-verbonden ondernemingen, blijkt uit studies over opkomende markten dat groepsverbondenheid geassocieerd wordt met betere prestaties [Chang en Choi (1988) voor Korea; Keister (1998) voor China; Khanna en Palepu (1999) voor Chili en India; en Khanna en Rivkin (2001) voor een internationale steekproef]. Deze studies bevestigen eerdere bevindingen die zeggen dat groepen reacties zijn op marktimperfecties [Leff, 1978; Caves, 1989]. Sommigen vinden dat groepen speciaal aangepast zijn om als substituten voor imperfecte kapitaalmarkten te kunnen dienen [o.a. Encaoua en Jacquemin (1982) voor Frankrijk; en Fisman en Khanna (1998) voor India]. In dit zelfde perspectief vinden Perotti en Gelfer [2001] dat de Russische groepen een interne kapitaalmarkt hebben die waarde creëert bij inefficiënte externe kapitaalmarkten. Ook voor de Koreaanse Chaebols tonen Chang en Hong [1999] aan dat de interne kapitaalmarkten waarde creëren, hoewel dit tegengesproken wordt door de studie van Shin en Park [1999]. Khanna en Palepu [1999] stellen dat groepen efficiënte intermediairen vormen voor een slecht functionerende arbeidsmarkt voor managers en voor slecht functionerende markten voor grensoverschrijdende uitwisseling van technologie en kapitaal. De over het algemeen positieve effecten van groepsverbondenheid kunnen ook het resultaat zijn van een monopoliepositie of het vertonen van opportunistisch gedrag teweeggebracht door een verwevenheid met de machtsstructuur van een land.

Groepsverbondenheid hoeft niet altijd te leiden tot waardecreatie [Khanna, 2000]. In een gediversifieerde groep is het bijvoorbeeld niet evident om terzelfder tijd informatie in te winnen over de diverse vertegenwoordigde sectoren in de groep waardoor de centrale zetel van de groep mogelijk sub-optimale beslissingen neemt. Zo kunnen ook winsten van sterke ondernemingen gebruikt worden om zwakkere te ondersteunen of kunnen middelen aan ondernemingen met slechtere investeringsopportunities verschaft worden ten nadele van ondernemingen met goede investeringsvooruitzichten. Groepen worden ook soms geassocieerd met de uitbuiting van minderheidsaandeelhouders (zie ook 3.1.).

- Holdingmaatschappijen

Leleux, Vermaelen en Banerjee [1997], die hun studie specifiek richten op Franse holdingmaatschappijen, stellen dat holdings op verschillende manieren waarde kunnen creëren: holdings kunnen (i) het efficiënt bestuur verbeteren door soepelere herstructureringsvoorwaarden en/of het verstrekken van professioneel advies, (ii) de agency kosten verminderen door betere risicobeheersing en controle, (iii) de portfoliodiversificatie bij individuen verhogen door de mogelijkheid te bieden om indirect in niet-beursgenoteerde bedrijven te investeren in geval de holding beursgenoteerd is, (iv) de transactiekosten verminderen door schaalvoordelen en een geïnternaliseerde vorm van kapitaalmarkten te verschaffen, (v) de belastingen beïnvloeden, (vi) informatie-asymmetrieën beperken, en (vii) de faillissementskosten verlagen in portefeuillemaatschappijen door heronderhandelingsmogelijkheden te voorzien bij financiële moeilijkheden. Holdings kunnen echter ook waarde vernietigen (i) door zelf agency problemen te creëren, aangezien het niet noodzakelijk zo is dat er geïnvesteerd zal worden in monitoring om alle ondernemingen in de portefeuille van nabij te controleren; (ii) doordat er conflicten kunnen ontstaan tussen de holding en de onderneming die ze controleert wanneer niet dezelfde doelstellingen worden nagestreefd; (iii) doordat er via waardetransfers een benadeling van de andere aandeelhouders kan optreden doordat er teveel extra's naar de holding vloeien. Leleux, Vermaelen en Banerjee [1997] gaan vervolgens ook na in welke mate holdings effectief waarde creëren of vernietigen voor de Franse markt. Ze concluderen dat de mogelijkheid van holdings om waarde te creëren voor overgenomen ondernemingen en voor hun eigen aandeelhouders in vraag moet gesteld worden. Holdings worden immers met een disagio verhandeld, wat erop kan wijzen dat de marktperceptie de waardevernietigings-hypothese volgt. Dat holdings met een disagio worden verhandeld, wordt trouwens niet enkel voor Frankrijk gevonden. Ook in België

[Siaens en Walravens, 1993] en Italië [Alesii, 2000] treden disagio's op bij holdingmaatschappijen en de groepen die er rond gevormd zijn. Om het disagio te verminderen, kan men onder andere de groepsstructuur eenvoudiger en doorzichtiger maken voor de aandeelhouders en potentiële investeerders.

4 Ondernemingsgroepen in België

4.1 Kenmerken van de Belgische markt

De belangrijkste kenmerken van Belgisch aandeelhouderschap en kapitaalmarkten zijn de volgende [Renneboog, 1997; Becht en Chapelle, 1997; Becht, Chapelle en Renneboog, 2000]:

(i) Holdings, families en in minder mate industriële bedrijven zijn de grootste investeerders. Aan neutraal institutioneel kapitaal daarentegen is er een gebrek. Ondernemingsgroepen en holdings, fungerend als financiële tussenpersonen, zijn belangrijke substituten voor de weinig ontwikkelde externe kapitaalmarkten. Ongeveer één derde van de aandelen van genoteerde bedrijven is rechtstreeks in handen van holdings. Becht, Chapelle en Renneboog [2000] stelden vast dat in 1999 40% van de 144 bedrijven genoteerd op de Beurs van Brussel holdings waren.

(ii) Er is een hoge concentratie van het aandeelhouderschap. Becht en Chapelle [1997] en Becht, Chapelle en Renneboog [2000] tonen dat controle sterk geconcentreerd is: in 1995 bedroeg de grootste directe participatie gemiddeld 45%, terwijl de tweede grootste aandeelhouder gemiddeld 11% bezat. Voor de meeste Belgische ondernemingen geldt dat de aandelen geconcentreerd worden in machtige aandelenblokken door middel van groepsstructuren en stemverdragen. In december 1995 werd voor 135 van de toen 140 genoteerde ondernemingen gemeld dat op zijn minst één aandeelhouder een participatie of blok van 5% of meer aanhield in de onderneming. In totaal werden 750 participaties aangehouden door 562 directe aandeelhouders. Deze participaties correspondeerden met 489 verschillende groepsblokken, aangehouden door 328 ondernemingsgroepen. Stemverdragen tussen deze aandeelhouders en/of ondernemingsgroepen resulteerden in 269 stemblokken gecontroleerd door 195 verschillende stemverdragen [Becht en Chapelle, 1997]. Verder worden, door de grote concentratie van het aandeelhouderschap in België en door de moeilijkheid om grote controlepakketten te verhandelen op de kapitaalmarkt, de Belgische aandeelhouders nauw bij het bedrijfsbeleid betrokken. Zo stelt Daems [1998]

vast dat er door de directie geen strategische beslissingen worden genomen zonder dat zij eerst uitvoerig overleg pleegt met de aandeelhouders over de concrete strategische opties.

(iii) Controle wordt bekomen door piramidestructuren en complexe aandeelhouderstructuren.

(iv) Er is een markt voor aandelenparticipaties maar obligatie- en kredietmarkten zijn haast onbestaande, terwijl intragroepsleningen daarentegen sterk ingeburgerd zijn door de aanwezigheid van ondernemingsgroepen [Deloof, 1995 en 1998].

De complexe piramidale structuren met directe en indirecte participaties en stemblokken bieden de uiteindelijke eigenaar de kans om een grote groep ondernemingen te controleren door een kleine investering en dus slechts een klein aantal aandelen in handen te hebben.

4.2 Interne kapitaalmarkten bij ondernemingsgroepen in België

In enkele Belgische studies wordt het belang van verbondenheid bij Belgische ondernemingen onderzocht [o.a. Deloof, 1998]. Deloof [1995] toont aan dat de financieringsstromen en de bedrijfsactiviteiten veelal gericht zijn op ondernemingen die deel uitmaken van dezelfde groep. Daar waar onafhankelijke ondernemingen te maken hebben met financieringsbeperkingen is dit niet zo wanneer de onderneming tot een groep behoort [Deloof, 1998]. Uit de studie van Verschuere en Deloof [1999] blijkt dat het al of niet aanwezig zijn van of toegang hebben tot een interne kapitaalmarkt een belangrijke factor is bij de financieringskeuze. De resultaten tonen dat ondernemingen met toegang tot intragroepsfinanciering een hogere schuldgraad hebben dan ondernemingen zonder deze toegang en een lagere niet-groep schuldgraad. Binnen ondernemingsgroepen kan schuldfinanciering via een interne kapitaalmarkt een belangrijk alternatief vormen voor financiering bij kredietinstellingen [Deloof, 1995]. Het belangrijkste verschil met bankfinanciering is dat de verstrekker van de lening hier de controle heeft over de onderneming of eenzelfde moeder heeft. Aangezien in dat geval opbrengsten van monitoring groter zijn, zal er meer controle zijn. Indien verschillende ondernemingen die deel uitmaken van de groep aanverwante activiteiten uitoefenen, zal de groep de activa van de ontlenende ondernemingen in geval van liquidatie kunnen herbenutten, in tegenstelling tot een bank, die de activa waarschijnlijk aan een prijs lager dan de 'going concern' waarde zal moeten verkopen.

In België wordt hoofdzakelijk van twee instrumenten gebruik gemaakt om een verdeling of verschuiving van de middelen binnen een groep te bewerkstelligen. Enerzijds zijn er de holdingmaatschappijen die binnen de groep voor de verdeling van middelen kunnen zorgen. Anderzijds zijn er de coördinatiecentra, een typisch Belgisch verschijnsel.

▪ *De rol van holdingmaatschappijen*

In ons land zijn holdings niet onderworpen aan een bijzonder wettelijk kader. Als vennootschap vallen zij, zoals elke andere vennootschap, onder de vennootschapswetgeving en de overige wettelijke bepalingen van toepassing op vennootschappen. Er weze wel opgemerkt dat bepaalde categorieën van holdings, meer bepaald diegene die een publiek beroep doen op het spaarwezen of die beschikken over een belangrijk eigen vermogen, onderworpen kunnen zijn aan een specifieke wetgeving zoals bijvoorbeeld de ‘portefeuillemaatschappij’, waarvan het statuut geregeld wordt door het KB nr. 64 van 10 november 1967. Zij worden door dit KB ook onderworpen aan controle door de Commissie voor Bank- en Financien.

Vaak zijn Belgische holdings dochterondernemingen van buitenlandse groepen of worden zij gecontroleerd door Belgische ondernemingen die door niet-Belgische (meestal Franse) belanghebbenden gedomineerd worden. In vele andere gevallen is de controle in handen van families. De macht ligt bij de Raad van Bestuur, waar de zetels toegewezen worden aan de grote aandeelhouders in verhouding tot hun aandelenbezit [Van Hulle, 1996].

Het belang van de Belgische holdings moet in zijn historische context gezien worden: bank- en investeringsactiviteiten dienden gescheiden te worden door de wet van 31 juli 1934, die tot stand kwam na de diepe crisis van het begin van de jaren '30. Het gevolg daarvan was het oprichten van grote holdingondernemingen die de grootste aandeelhouders werden in de financiële instellingen en die hun investeringen diversifieerden over een breed gamma van industriële en commerciële sectoren. Piramidale aandelenstructuren maakten het holdings mogelijk om met een relatief klein aantal aandelen toch controle uit te oefenen op onderliggende ondernemingen. Belgische holdings zijn dan ook aanzienlijke investeerders in diverse sectoren: in andere Belgische holdings, in de financiële sector en in industriële en commerciële ondernemingen [Becht, Chapelle en Renneboog, 2000]. Renneboog [1997] komt tot de vaststelling dat holdings de grootste directe investeerders zijn in België. Ze hielden over de periode 1986-1995 gemiddeld 33% van de aandelen aan.

Verder blijkt ook dat er, van het totaal van 10,03 miljard € uitgegeven aandelen op de Beurs van Brussel, 4,77 miljard € of bijna 48% voor de rekening van holdings is. Recente gegevens tonen dat de holdingsector voor een totale beurskapitalisatie van 32% zorgde in 1998. In 1999 viel hun marktkapitalisatie echter terug tot 19% [Beurs van Brussel, 1999 en 2000].

De aandelen van de meeste genoteerde Belgische holdingmaatschappijen worden op de beurs verhandeld met een significant disagio ten opzichte van hun geschatte waarde. Eerder onderzoek door Siaens en Walravens [1993] toonde aan dat dit disagio, gedefinieerd als het procentuele verschil tussen de geschatte waarde per aandeel en de beurskoers van het aandeel, varieert tussen 10% en 50% over de tijd. Een reden voor deze stijging van het disagio kan o.a. gezocht worden bij de efficiëntie van de Belgische kapitaalmarkt. Eertijds waren holdings een belangrijk substituuat voor de relatief weinig ontwikkelde kapitaalmarkten. De laatste jaren zijn de Europese en de Belgische kapitaalmarkten veel efficiënter geworden (vb. door het samengaan van enkele Europese beurzen tot Euronext) waardoor holdings aan waarde verliezen [Daems, 1998]. Om de stijging van het disagio te beperken zien we dat groepen hun structuur vereenvoudigen door het aantal tussenholdings te verminderen en zo de structuur doorzichtiger te maken. Zo zouden aandelen attractiever moeten worden voor investeerders. Dit wordt naar de aandeelhouders van Brederode en de Nationale Portefeuillemaatschappij toe duidelijk geformuleerd in het jaarverslag [zie ook Buyschaert, Deloof en Jegers, 2003a].

▪ *De coördinatiecentra*

Naast de holdingsmaatschappijen komt in België nog een ander soort onderneming veelvuldig voor binnen ondernemingsgroepen: het coördinatiecentrum. Begin jaren tachtig werden deze ingevoerd om via fiscale stimuli buitenlandse en privé investeerders aan te moedigen te investeren in België, dat toen kampte met een sluimerende economie.

Het Koninklijk Besluit nr. 187 van 30 december 1982 vormt het wettelijk kader waarbinnen coördinatiecentra kunnen opgericht worden.. Een coördinatiecentrum is een onderneming die ondersteunende activiteiten ontwikkelt, coördineert en centraliseert ten behoeve van het geheel of een deel van de ondernemingen die tot eenzelfde groep behoren. Een onderneming vormt een groep met een andere onderneming als die via rechtstreekse of onrechtstreekse participaties ten minste 20% van het aandelenkapitaal of van de

stemrechten van die onderneming bezit of als ze onder een zelfde leiding staan. Het coördinatiecentrum moet daarbij aan enkele voorwaarden voldoen (art. 2 en 3) alvorens voor erkenning in aanmerking te komen en te genieten van de wettelijk voorziene fiscale en sociale voordelen (art. 5 en 6), wat in de praktijk neerkomt op een gunstig belastingregime.

Het KB nr. 187 beschouwt volgende werkzaamheden als toegelaten: publiciteit, informatieverlening en –verzameling, verzekering en herverzekering, wetenschappelijk onderzoek, betrekkingen met nationale en internationale autoriteiten, centraliseren van werkzaamheden op het gebied van de boekhouding, administratie en informatica, centralisering van financiële handelingen en het dekken van de risico's voortvloeiend uit de schommelingen van de wisselkoersen, alsmede alle werkzaamheden die een voorbereidend of hulpverlenend karakter hebben voor de vennootschappen van de groep.

Het is duidelijk dat een coördinatiecentrum niet al deze taken kan vervullen en zich bijgevolg zal toespitsen op enkele kerntaken. Verschillende onderzoeken zijn reeds uitgevoerd om na te gaan welke diensten in de praktijk worden verleend door coördinatiecentra (zie o.a. Van Den Bulcke en Van Wymeersch, 1988; De Ceuster et al., 2000). De resultaten hiervan laten zien dat in de praktijk de overgrote meerderheid van de activiteiten gerelateerd zijn tot de financiële dienstverlening, zoals de centralisatie van de boekhouding, informatica en auditactiviteiten. Andere financiële functies zoals factoring, vereffening, herfacturatie en leasing worden in meer beperkte mate verricht door het coördinatiecentrum. Veel centra staan ook in voor het beheer van de liquiditeiten, de kredieten en de wisselrisico's van groepsleden. Verder verzamelen vele centra informatie voor hun groepsleden, vooral aangaande juridische en belastingsaangelegenheden, en verrichten ze marktonderzoeken. Eén van de belangrijkste activiteiten is de financiering van investeringen en van het werkkapitaal van groepsleden. Belgische coördinatiecentra financieren wel eerder de Belgische groepsleden dan de buitenlandse. Tot eenzelfde vaststelling komt ook de Nationale Bank van België [1994]. In 1986 waren 23% van alle financiële middelen voor investeringen afkomstig van het coördinatiecentrum, terwijl dit percentage in 1994 tot 46% was opgelopen. Over de mogelijke waardecreatie door coördinatiecentra, die niet door de fiscale voordelen ontstaat, is eigenlijk weinig of niets geweten. Het coördinatiecentrum functioneert in principe als draaischijf voor de interne

kapitaalmarkt van de groep. Centralisatie zou tijdsbesparend werken, de ondernemingen zouden genieten van schaalvoordelen en hun kas- en valutabeheer kunnen optimaliseren.

Bij dit plaatje dient een opmerking gemaakt te worden. In het kader van de Europese éénmaking moeten ook de belastingregimes op elkaar afgestemd worden. Coördinatiecentra genieten fiscale voordelen die niet in andere Europese landen van toepassing zijn dus moeten deze onder Europese druk op termijn verdwijnen. België hoopt uitstel te krijgen tot 2009 om zo geleidelijk de coördinatiecentra te laten verdwijnen bij het verstrijken van hun vergunning en zo de erkenningstermijn van de bestaande centra te respecteren. Europa wil de gunstregimes echter tegen 2005 afgeschaft zien.

5 Conclusie

Wereldwijd komen ondernemingsgroepen in het economische landschap voor. De opvatting, het doel en de werking ervan kunnen evenwel heel uiteenlopend zijn. Europese groepen worden vaak geconfronteerd met de aanwezigheid van referentieaandeelhouders of blokhouders die de controle over de groep uitoefenen. Bij deze groepen, die gekenmerkt worden door piramidale aandeelhoudersstructuren, is de referentieaandeelhouder dikwijls een holdingmaatschappij en worden verschillende lagen van holdings gebruikt om controle uit te oefenen. Deze kunnen dan de taak van interne kapitaalmarkt op zich nemen.

Agency conflicten eigen aan ondernemingsgroepen zijn deze tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. Deze vormen bij ondernemingsgroepen een belangrijker probleem dan de tegenstelling tussen aandeelhouders en management. Een gevolg van een dergelijk conflict is tunneling. Hierbij worden middelen doorheen de groep verschoven, ten voordele van de controlerende aandeelhouder en ten nadele van de minderheidsaandeelhouders. Zo bijvoorbeeld kunnen in een piramidale groepsstructuur middelen van ondernemingen onderaan naar ondernemingen bovenaan in de groep stromen. Daar is de eigendom immers minder verspreid en heeft de controle aandeelhouder meer cash flow rechten.

Tot nog toe was onderzoek naar interne kapitaalmarkten binnen ondernemingsgroepen eerder schaars. Veelal baseert men zich hierbij op de Amerikaanse bevindingen over interne kapitaalmarkten bij gediversifieerde ondernemingen of conglomeraten. Daarover is reeds uitgebreid onderzoek gebeurd. De resultaten zijn echter niet eensluidend over de

waarde van interne kapitaalmarkten. Aangehaalde voordelen zijn onder meer de reductie van asymmetrische informatie, lagere kosten voor financiering, vermindering van de agency kosten, het optreden van schaalvoordelen en synergieën, en een mogelijke daling van de belastingen. Anderzijds blijkt dat misallocatie van middelen of de machtsstrijd tussen de afdelingen een waardevernietigend effect kunnen hebben voor de onderneming. Tevens wordt vastgesteld dat heel wat gediversifieerde ondernemingen met een disagio worden verhandeld. De enkele studies over interne kapitaalmarkten bij ondernemingsgroepen tonen vergelijkbare resultaten. Zo wordt veelal de aanwezigheid van een disagio gevonden en wordt dit disagio verklaard door het niet altijd efficiënt verdelen van de middelen. Anderzijds zou de asymmetrische informatie verminderen waardoor de kapitaalskosten lager zijn, en kan er belastingvoordeel geboekt worden door het kunnen aangaan van meer vreemd vermogen door borgstelling van de groep. Over de vraag of het nu wel of niet loont om tot een ondernemingsgroep te behoren, bestaat in de academische literatuur dus geen eensgezindheid.

De ondernemingsgroepen en bijhorende interne kapitaalmarkten in België zijn ook hier wellicht een reactie op de relatief minder ontwikkelde externe kapitaalmarkt. België wordt immers gekenmerkt door een beurs met weinig noteringen, een hoge concentratie van het aandeelhouderschap, waarbij de referentieaandeelhouders hoofdzakelijk holdings en families zijn, en piramidestructuren. In de ondernemingsgroepen zijn intragroepsleningen sterk ingeburgerd. Een andere belangrijke speler in België is het coördinatiecentrum. Coördinatiecentra werden in 1982 in het leven geroepen om buitenlandse investeerders aan te moedigen in België te investeren. Mits aan een aantal voorwaarden wordt voldaan, kan van een speciaal belastingregime en sociale voordelen genoten worden. Hoewel diverse taken mogen verricht worden, spitsen de meeste coördinatiecentra zich echter toe op de financiële dienstverlening binnen de groep waardoor ze als interne kapitaalmarkt voor de groep functioneren.

Uit dit literatuuroverzicht blijkt dat nog vele vragen open blijven omtrent de precieze werking en functie van ondernemingsgroepen, en de impact voor de groepsleden. Ook voor België kan verder onderzoek over holdings en coördinatiecentra meer licht werpen op bijvoorbeeld de werking van interne kapitaalmarkten bij ondernemingsgroepen.

Voetnoten:

¹ Onder multidivisionele of gediversifieerde ondernemingen verstaan we ondernemingen die verder in afdelingen zijn onderverdeeld maar waarbij elke afdeling nog volledig afhankelijk is van het algemeen management. Elke afdeling is dan meestal gespecialiseerd waarbij de specialisaties al dan niet aan elkaar gerelateerd zijn. Ondernemingsgroepen daarentegen bestaan uit onafhankelijke entiteiten die elk hun eigen richting uitgaan maar die bijvoorbeeld door aandelenparticipaties of familiebanden gelinkt zijn ofwel onder een gemeenschappelijke controle (aandeelhouder) vallen (zie ook 2.1).

² De Keiretsu is een groep ondernemingen, geconcentreerd rond een grote commerciële bank die de financiële activiteiten binnen de groep voor haar rekening neemt. Onderling zijn de ondernemingen gelinkt door stabiele kruisparticipaties en klant-verkoper relaties. De Keiretsu-leden functioneren onafhankelijk van elkaar en worden door een informeel netwerk verbonden waarbij weinig bescherming geboden wordt aan externe aandeelhouders. De Keiretsu wordt gecontroleerd door een professioneel management, dat verondersteld wordt voor zowel de administratieve kant, als voor het beoordelen van het management van de groepsleden in te staan, en dat ook tussenbeide komt wanneer een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert [Aoki, 1984].

³ De Korean Fair Trade Commission definieert een ondernemingsgroep als een groep ondernemingen waarbij meer dan 30% van de aandelen in het bezit zijn van de controlerende aandeelhouder of van verbonden ondernemingen. Yoo en Lee [1987] definiëren een Chaebol als een groep grote ondernemingen uit diverse sectoren, die eigendom zijn van en geleid worden door leden van eenzelfde familie. Dit heeft tot gevolg dat er weinig tot geen externen in de Raad van Bestuur zetelen en dat participatie in het eigen vermogen door managers bijna onbestaande is. In de meeste groepen is een staf opgericht die een substantiële controle uitoefent op de groepsleden. Ondernemingen binnen een groep zijn verbonden door uitgebreide kruisparticipaties. In tegenstelling tot de Japanse Keiretsu, die geconcentreerd zijn rond een bank die de financiële transacties van de groep verzorgt, mochten Chaebols tot voor kort geen commerciële banken omvatten [Bae, Kang en Kim, 2002].

⁴ Corporate governance of 'deugdelijk bestuur' wordt omschreven als een systeem dat weergeeft hoe de onderneming geleid en gecontroleerd zou moeten worden zodat belangenconflicten geminimaliseerd worden. Zie ook Buyschaert, Deloof en Jegers (2003b) voor een overzicht over corporate governance.

6. Refenties

- Alesii, G., 2000, Holding companies discount: some evidence from the Milan Stock Exchange, Unpublished manuscript, Università de L'Aquila.
- Aoki, M., 1984, Risk sharing in the corporate group, In Aoki, M., *The economic analysis of the Japanese firm*, (North-Holland, New York).
- Bae, K.H., Kang, J.K. and Kim, J.M., 2002, Tunneling or value addition? Evidence from mergers by Korean business groups, *Journal of Finance* 57(6), 2695-2740.
- Bamberg, G. and Spremann, K., 1987, *Agency theory, Information and Incentives*, (Springer-Verlag Berlin, Heidelberg).
- Barclay, M.J. and Holderness, C.G., 1989, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25, 371-395.
- Barclay, M.J. and Holderness, C.G., 1991, Negotiated block trades and corporate control, *Journal of Finance* 25, 861-878.
- Barclay, M.J. and Holderness, C.G., 1992, The law and large block trades, *Journal of Law and Economics* 35, 265-294.
- Becht, M. and Chapelle, A., 1997, Ownership and control in Belgium, *European Corporate Governance Network*.
- Becht, M., Chapelle, A. and Renneboog, L., 2000, The separation of ownership and control in Belgium, In Barca, F. and Becht, M., *Who controls corporate Europe?*, (Oxford University Press).
- Berger, P. G. and Ofek, E., 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Bertrand, M., Mehta, P. and Mullainathan, S., 2002, Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups, *Quarterly Journal of Economics* 112(1), 121-148.
- Beurs van Brussel, 1999, Information Services, monthly statistics december 1998.
- Beurs van Brussel, 2000, Information services, monthly statistics december 1999.
- Bianchi, M., Bianco, M. and Enriques, L., 2000, Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy, Mimeo, Banca d'Italia.
- Bigelli, M. and Mengoli, S., 1999, Private benefits from new acquisitions: evidence from the Italian stock market, Unpublished manuscript, University of Bologna.
- Buyschaert, A., Deloof, M. en Jegers, M., 2003a, Equity sales in Belgian corporate groups: expropriation of minority shareholders?, *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.

- Buysschaert, A., Deloof, M. en Jegers, M., 2003b, Corporate governance: de Belgische situatie het licht van de economische theorie, *Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde*, forthcoming.
- Campa, J.M. and Kedia, S., 2001, Explaining the diversification discount, Unpublished manuscript, IESE and Harvard University.
- Caves, R., 1989, International differences in industrial organization, In Schlalensee, R. and Willing, R., *Handbook of industrial organization vol. 2*, (North-Holland, New York).
- Chang, S.J. and Choi, U., 1988, Strategy, structure and performance of Korean business groups: a transactions cost approach, *Journal of Industrial Economics* 37(2), 141-158.
- Chang, S.J. and Hong, J., 1999, Economic performance of the Korean business groups: intragroup resource sharing and internal business transactions, Unpublished manuscript, Korean Univeristy.
- Cornell, B. and Liu, Q., 2001, The parent company puzzle: when is the whole worth less than one of the parts?, *Journal of Corporate Finance* 7, 341-366.
- Daems, H., 1978, *The holding company and corporate control*, (Nijhoff, Leiden).
- Daems, H., 1998, *De paradox van het Belgische kapitalisme: waarom bedrijven financieel goed scoren en toch strategisch slecht spelen*, (Lannoo, Tielt).
- De Ceuster, M., Durinck, E., Laveren, E. and Lodewyckx, J., 2000, A survey into the use of derivatives by large non-financial firms operating in Belgium, *European Financial Management* 6(3), 301-318.
- De Jong, H., 1997, The governance structure and performance of large European corporations, *Journal of Management and Governance* 1, 5-27.
- Deloof, M., 1995, Verbondenheid en financiering van Belgische ondernemingen, *Maandschrift Economie* 59, 298-323.
- Deloof, M., 1998, Internal capital markets, bank borrowing, and financing constraints: evidence from Belgian firms, *Journal of Business Finance and Accounting* 25(7-8), 945-968.
- Deloof, M., 2001, Belgian intragroup relations and the determinants of corporate liquid reserve, *European Financial management* 7(3), 375-392.
- Deloof, M. and Jegers, M., 1996, Trade credit, product quality, and intragroup trade: some European evidence, *Financial Management* 25(3), 33-43.

- Dimson, E. and Marsh, P., 1999, Closed-end funds: a survey, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 8(2), 1-41.
- Dyck, A. and Zingales, L., 2002, Private benefits of control: an international comparison, *National Bureau of Economic Research NBER*, working paper No. 8711.
- Dexia (door Penninckx M.), 2000, *Financieel lexicon*, (Ced. Samsom, Diegem).
- Encaoua, D. and Jacquemin, A., 1982, Organizational efficiency and monopoly power: the case of French industrial groups, *European Economic Review* 19, 25-51.
- Fisman, R. and Khanna, T., 1998, Facilitating development: the role of business groups, Harvard Business School Competition & Strategy Working Paper Series No. 98-076.
- Ghatak, M. and Kali, R., 2001, Financially interlinked business groups, *Journal of Economics and Management Strategy* 10(4), 591-619.
- Gertner, H.G., Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., 1994, Internal versus external capital markets, *Quarterly Journal of Economics* 104 (4), 1211-1230.
- Harris, M., Kriebel, C.H. and Raviv, A., 1982, Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation, *Management Science* 28(6), 604-620.
- Holderness, C.G., 2001, A survey of blockholders and corporate control, *Economic Policy Review*, forthcoming.
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., 1991, Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics* 101, 33-60.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silans, F. and Shleifer, A., 2000, Tunneling, *American Economic Review: AEA papers and proceedings* 90(2), 22-27.
- Keister, L., 1998, Engineering growth: business group structure and firm performance in China's transition economy, *American Journal of Sociology* 10, 404-440.
- Khanna, T., 2000, Business groups and social welfare in emerging markets: existing evidence and unanswered questions, *European Economic Review* 44, 748-761.
- Khanna, T. and Palepu, K., 1999, Policy shocks, market intermediation, and corporate strategy: the evolution of business groups in Chile and India, *Journal of Economics and Management Strategy* 8, 271-310.

- Khanna, T. and Palepu, K., 2000, Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups, *Journal of Finance* 55(2), 867-891.
- Khanna, T. and Rivkin, J., 2001, Estimating the performance effects of networks in emerging markets, *Strategic Management Journal* 22(1), 45-74.
- Khanna, T. and Rivkin, J., 2000b, Ties that bind business groups: evidence from an emerging economy, Unpublished manuscript, Harvard Business School Strategy Working Paper Series No 00-068.
- Khanna, T. and Yafeh, Y., 2000, Business groups and risk sharing around the world, Unpublished manuscript, Harvard Business School Competition & Strategy Working Paper Series No 01-041.
- Lang, L. and Stulz, R., 1994, Tobin's q, corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy* 102(6), 1248-1280.
- Lamont, O.A., 1997, Cash flow and investment: evidence from internal capital markets, *Journal of Finance* 52(1), 83-109.
- Lamont, O.A. and Thaler, R.H., 2001, Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs, University of Chicago, working paper CRSP No. 528.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54(2), 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 2000, Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp 3-27.
- Leff N. (1978). Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups, *Economic Development and Cultural Change* 26, 661-675.
- Leleux, B., Vermaelen, T. and Banerjee, S., 1997, Large shareholdings and corporate control: an analysis of stake purchases by French holding companies, *European Financial Management* 3, 23-44.
- Lewellen, W.G., 1971, A pure financial rationale for the conglomerate merger, *Journal of Finance* 26, 521-537.
- Lins, K. and Servaes, H., 1999, International evidence on the value of corporate diversification, *Journal of Finance* 54(6), 2215-2239.

- Lins, K. and Servaes, H., 2002, Is corporate diversification beneficial in emerging markets?, *Financial Management* 31, 5-31.
- Macchiati, A. and Siciliano, G., 1999, Control block transfers and minority shareholders protection: the case of Italy, Mimeo, Commissione Nazionale per le Società e al Borsa (CONSOB).
- Myers, S.C. and Majluf, N., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nationale Bank van België, 1994, *Commentaires sur l' enquête d' automne relative aux investissements dans l' industrie manufacturière*, Banque Nationale de Belgique.
- Perotti, E.C. and Gelfer, S., 2001, Red barons or robber barons? Governance and financing in Russian financial-industrial groups, *European Economic Review* 45(9), 1601-1617.
- Rajan, R., Servaes, H. and Zingales, L., 2000, The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance* 55(1), 35-80.
- Renneboog, L., 1997, Shareholding concentration and pyramidal ownership structures in Belgium, In Balling, Hennessy and O'Brien, eds., *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, (Kluwer Academic Publishers).
- Renneboog, L., 1998, Corporate governance systems: the role of ownership, external finance and regulation, Catholic University of Leuven, Working paper No 9810.
- Scharfstein, D.S. and Stein, J.C., 2000, The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment, *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
- Schill, M.J. and Zhou, C., 2001, Pricing an emerging industry: evidence from internet subsidiary carve-outs, *Financial Management* 30(3), 5-34.
- Shin, H.H. and Park, Y.S., 1999, Financing constraints and internal capital markets: evidence from Korean 'chaebols', *Journal of Corporate Finance* 5, 169-191.
- Shin, H.H. and Stulz, R.M., 1998, Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics* 108, 531-552.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52(2), 737-783.
- Shome, D.K. and Singh, S., 1995, Firm value and external blockholdings, *Financial Management* 24(4), 3-14.

- Siaens, A. and Walravens, M., 1993, Valorisation d'un holding: le problème de la décote (Valuation of a holding company: the discount problem), *Revue de la Banque/Bank- en Financiewezen* 6, 305-313.
- Stein, J.C., 1997, Internal capital markets and the competition for corporate resources, *Journal of Finance* 52(1), 111-133.
- Strachan, H., 1976, *Family and other business groups in economic development: the case of Nicaragua*, (Praeger Press, New York).
- Van Den Bulcke, D. and Van Wymeersch, C., 1988, Coordination centers of multinational companies in Belgium: a survey covering five years of royal decree 187, Mimeo, Forum 187.
- Van Hulle, C., 1996, Corporate governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management* 41, 81-129.
- Van Hulle, C., 1998, On the nature of European holding groups, *International Review of Law and Economics* 18(3), 255-277.
- Verschuere, I. and Deloof, M., 1999, Intragroup debt, intragroup guarantees, and the capital structure of Belgian firms, Unpublished manuscript, Free University of Brussels.
- Williamson, O.E. and Bhargava, N., 1972, Assessing and classifying the internal structure and control apparatus of the modern corporation, In Cowling, K., ed., *Market structure and corporate behavior*, (London, Gray-Mills), 54-80.
- Wulf, J., 2000, Influence and inefficiency in the internal capital market: theory and evidence, Unpublished manuscript, Warton School, University of Pennsylvania.
- Yoo, S. en Lee, S.M., 1987, Management style and practice of Korean Chaebols, *California management Review* 29, 95-110.
- Zingales, L., 1995, Insider ownership and the decision to go public, *Review of Economic Studies* 62, 425-448.
- Zingales, L., 2000, In search of new foundations, *Journal of Finance* 55, 1623-1653.