

Aandeelhouders eerst

Hoe bedrijven dividend-machines werden



Rodrigo Fernandez & Tobias J. Klinge & Bart-Jaap Verbeek

Mei 2022

Colofon

Aandeelhouders eerst

Hoe bedrijven dividend-machines werden

Mei 2022

Auteurs: Rodrigo Fernandez,
Tobias J. Klinge en Bart-Jaap Verbeek
Tekstcorrectie: Irene de Craen
Layout: Frans Schupp
Coverfoto: Niek Jongeneel
(Beurs van Berlage)

Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van de FNV. De inhoud van de publicatie is de volledige verantwoordelijkheid van SOMO en geeft niet noodzakelijk de positie van de opdrachtgever weer.



Stichting Onderzoek Multinationale
Ondernemingen
Centre for Research on Multinational
Corporations

KNSM-laan 17
1019 LA Amsterdam
The Netherlands
T: +31 (0)20 639 12 91
info@somo.nl
www.somo.nl

Stichting Onderzoek Multinationale
Ondernemingen (SOMO) is een kritisch,
onafhankelijk kenniscentrum, zonder
winstoogmerk, gericht op multinationals.
SOMO onderzoekt sinds 1973 op eigen
initiatief multinationals en de gevolgen
van hun activiteiten op mens en milieu.



Aandeelhouders eerst

Hoe bedrijven dividend-machines werden

SOMO

Rodrigo Fernandez & Tobias J. Klinge & Bart-Jaap Verbeek

Amsterdam, mei 2022

Inhoud

1 Inleiding	3
Methode	5
Belangrijkste bevindingen	6
Financiële balans.....	6
Materiële en immateriële activa.....	7
Toeleveranciers	8
Maximaliseren van de aandeelhouderswaarde	8
Opzet van het rapport	9
2 Wat bedoelen we met ‘financialisering’?	10
2.1 Algemene inleiding tot financialisering	10
2.2 De focus op de financialisering van bedrijven	11
2.3 De financialisering van Nederlandse bedrijven	12
3 Methoden	14
Methode loonkosten.....	15
4 Groei van de financiële balans van bedrijven	16
4.1 Financiële activa	18
4.2 Schulden	19
5 Groei door schuld gedreven overnames	21
5.1 Investeringen in vaste activa	22
5.2 Immateriële activa	24
6 Groeiende marktmacht wereldwijd	26
6.1 Toeleveranciers en mark-ups	27
7 De aandeelhouder is de prioriteit	29
7.1 Uitkering aan de aandeelhouders.....	30
7.2 De beurskoersen.....	32
7.3 Aandeelhouder centraal.....	33
8 Slotwoord: prioriteren van de aandeelhouder is geen duurzaam model	35
9 Annex: methoden	37
9.1 De gebruikte Worldscope codes en de kwaliteit van de data	37
9.2 De selectie van bedrijven, gerangschikt naar hun omzet in 2020.....	38
9.3 Het verschil dat Shell maakt in onze analyse	40

1 Inleiding

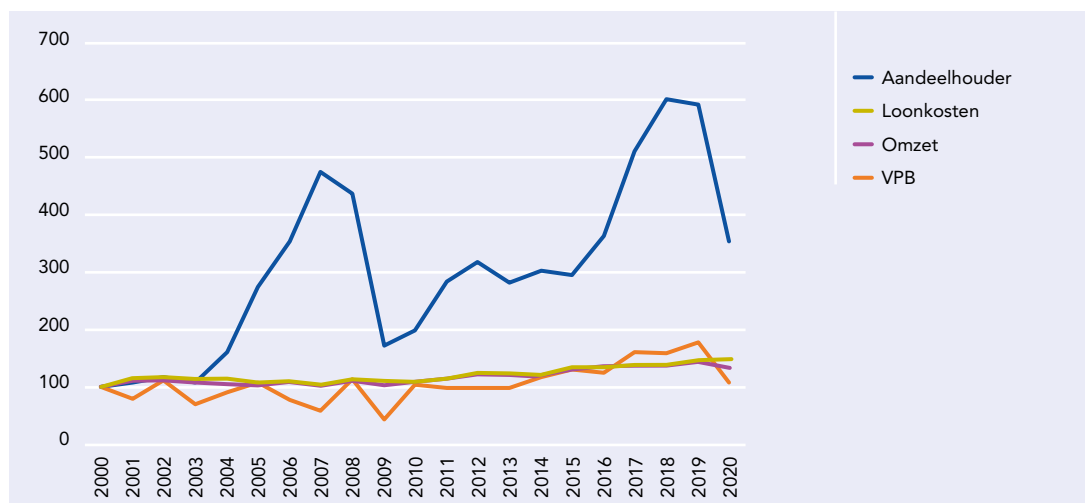
Dit onderzoek brengt de geldstromen tussen 2000 en 2020 bij Nederlandse niet-financiële beursgenoteerde bedrijven in kaart en probeert deze te duiden. De centrale onderzoeksvraag is: waarheen stromen de financiële middelen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen tussen 2000 en 2020? Als we naar deze periode kijken dan zien we dat de belangen van de aandeelhouder steeds vaker voorop worden gesteld. Dit heeft grote gevolgen voor de verdeling van de financiële middelen binnen beursgenoteerde bedrijven.

Deze bedrijfsstrategie past binnen een bredere ideologische omwenteling die plaatsvindt in het begin van de jaren tachtig. De invloedrijke econoom Milton Friedman was één van de personen die het idee verspreidde dat het de taak van bedrijven is om exclusief in het belang van de eigenaar (de aandeelhouder) te werken. Niet de werknemers, technologische ontwikkeling, toeleveranciers of het milieu, maar enkel de aandeelhouder staat centraal, zoals blijkt uit een groeiend aantal publicaties over de financialisering van niet-financiële ondernemingen.¹ Het resultaat van deze nieuwe focus is vooral te zien aan het groeiende deel van de kasstromen dat naar de aandeelhouder gaat in de vorm van dividend en de inkoop van de eigen aandelen. Het zogenaamde 'aandeelhouderskapitalisme', verandert de winstuitkering van sluitpost in doeleinde en vormt hiermee een breuk met het naoorlogse keynesiaanse regime waar werkgelegenheid en het aandeel van de lonen ook van belang is.²

De resultaten uit dit onderzoek laten zien dat een verschuiving van de financiële middelen in beursgenoteerde bedrijven plaatsvindt om de groeiende beloning van aandeelhouders te bekostigen. In grote lijnen is te zien dat de beloning van de aandeelhouder veel sterker stijgt dan de beloning van werknemers, de betaalde vennootschapsbelasting en de omzet (zie grafiek 1.1). De schuld stijgt ook sneller dan de investeringen.

-
- 1 Klinge, Tobias J., Fernandez, Rodrigo, en Manuel Aalbers, "Whither corporate financialization? A literature review", *Geography Compass*, e12588 (2021). <https://doi.org/10.1111/gec3.12588>
 - 2 Erturk, Ismail, "Shareholder Primacy and Corporate Financialization", in *The Routledge International Handbook of Financialization*, ed. Philip Mader, Daniel Mertens en Natascha van der Zwan (London: Routledge, 2020), p. 43-55.

Grafiek 1 De ontwikkeling van de beloning van de aandeelhouder, werknemer, omzet en vennootschapsbelasting (index 2000=100)



De onderzochte bedrijven hebben, gedurende de onderzoeksperiode, aanzienlijke financiële reserves. Ondanks deze goedgevulde spaarpotten nemen schulden toe, met name gedreven door een zeer lage rente. Dit wordt niet geïnvesteerd in vaste activa, zoals productiemiddelen en vastgoed, die in deze periode dalen. Er is wel een lichte stijging van investeringen in immateriële activa, zoals intellectueel eigendom en goodwill. Dit laatste is een post op de balans van bedrijven die aangeeft hoeveel meer dan de boekwaarde van het bedrijf is betaald bij een overname. Er is een samenhang tussen de toename van schulden en de waarde van de goodwill: veel schuld-gedreven overnames moeten zich terugverdienen om de goodwill te rechtvaardigen. Dit brengt een risico met zich mee. Met name omdat de toename van de schuld plaatsvindt in een periode van zeer lage rente door gunstige monetaire condities, zoals de opkoopprogramma's van de ECB. Deze schuld moet worden geherfinancierd in een toekomst waarin de rente wellicht hoger is.

Deze bevindingen komen overeen met studies die gedaan zijn in andere landen, waar de excessieve uitkering aan de aandeelhouders, de schuld-gedreven overnames en de lage investeringen in de productiecapaciteit tot zogenaamde 'uitgeholde bedrijven' leidt.³

De aanstaande energietransitie en de ecologische grenzen van de planeet dwingen bedrijven om hun investeringen in vaste activa op te schroeven. Helaas is het kruit grotendeels verschoten aan de aandeelhouder. Terwijl investeringen uitblijven, stijgen de schulden in de laatste twintig jaar. Dit betekent dat bedrijven in financieel slechte conditie beginnen aan een complexe en risicovolle fase van het kapitalisme waarin afscheid genomen moet worden van een economie die primair

³ Baker, Andrew, Haslam, Colin, Leaver, Adam, Murphy, Richard, Seabrooke, Leonard, Stausholm, Saila, Wigan, Duncan, *Against Hollow Firms. Repurposing The Corporation For A More Resilient Economy* (Sheffield: University of Sheffield, The Centre for Research on Accounting and Finance in Context: 2020). Beschikbaar via: https://www.sheffield.ac.uk/polopoly_fs/1.892482!/file/Against-Hollow-Firms.pdf

leunt op fossiele energie. Deze fase zal in het teken moeten staan van fundamentele verandering. Om bedrijven te veranderen, in lijn te brengen met klimaatnormen, zal de strategische focus van Milton Friedman moeten plaatsmaken voor een bedrijfsstrategie die ruimte laat voor een andere verdeling van de beschikbare financiële middelen.

We gebruiken 'financialisering' als theoretisch kader om deze recente historische fase te begrijpen. Dit betekent dat niet-financiële ondernemingen zich bezighouden met financiële transacties – zoals beleggen in effecten, het vergroten van de hefboomwerking door grotere schulden, het inkopen van eigen aandelen en het opkopen van potentiële concurrenten – om op de korte termijn een hogere aandeelhouderswaarde te creëren.⁴

Methoden

In dit onderzoek hebben we hoofdzakelijk gebruik gemaakt van de Worldscope data van Refinitiv Eikon. Deze dataset verzamelt gegevens van jaarrekeningen van beursgenoteerde bedrijven wereldwijd. In dit onderzoek wordt gekeken naar beursgenoteerde (niet-financiële) bedrijven die onafgebroken tussen 2000 en 2020 een beursnotering in Nederland hebben en een omzet hebben van minstens € 10 miljoen. De reden om naar deze vaste groep bedrijven te kijken in plaats van alle beursgenoteerde bedrijven, waarvan de samenstelling in de tijd verandert, is om een consistente vergelijking in de tijd te kunnen maken. We weten zo bijvoorbeeld dat de toename van bepaalde waarden niet wordt veroorzaakt door een toename in het aantal bedrijven of doordat de samenstelling is veranderd.

Deze groep bedrijven, die consistent in de tijd aanwezig is, is aangevuld met een drietal bedrijven (Unilever, ArcelorMittal en Relx (Reed Elsevier)). De reden om deze drie bedrijven toe te voegen aan de selectie is dat ze voor het grootste deel van de periode die wij bekijken een toonaangevend Nederlands bedrijf en gangmaker op de AEX waren. Met deze drie bedrijven is de omvang van de populatie 51 niet-financiële ondernemingen. De data over loonkosten is samengesteld op basis van een combinatie van data van Orbis, Refinitiv Eikon en in sommige gevallen gegevens uit jaarverslagen van ondernemingen. De gebruikte methode wordt verder toegelicht in de methoden sectie van dit rapport.

Shell is uit de groep bedrijven gehaald. De omvang van dit bedrijf vertekent de uitkomst zodanig dat goed zicht op de ontwikkeling bij andere bedrijven vertroebeld raakt. De totale uitkering aan de aandeelhouders tussen 2000 en 2020 was bijvoorbeeld € 288,1 miljard bij de 51 bedrijven die we volgen. Met Shell erbij is de totale uitkering aan de aandeelhouders in deze periode € 494,7 miljard. Soortgelijke verschillen zien we ook bij andere financiële grootheden. In de methoden sectie wordt uitvoeriger ingegaan op de selectiemethode van deze bedrijven en de afzonderlijke rekenmethode die is gebruikt voor de variabelen. Ook zijn de omvang van de geselecteerde bedrijven (omzet en marktwaarde) te vinden in de statistische annex achter in het rapport.

4 Froud, Julie, Johal, Sukhdev, Leaver, Adam, Williams, Karel, *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers* (London/ New York: Routledge, 2006).

Belangrijkste bevindingen

In navolging van eerdere studies van SOMO over de financialisering van niet-financiële ondernemingen, kijken we naar drie ontwikkelingen.⁵ De eerste is de toegenomen financiële balans (financiële activa en schuld) van ondernemingen ten opzichte van de omzet. De tweede is de groei van immateriële activa, in het bijzonder goodwill en de krimp van vaste activa (productiemiddelen). De derde ontwikkeling is de toegenomen uitkering aan de aandeelhouders. Deze ontwikkelingen komen ook overeen met andere studies naar de financialisering van niet-financiële ondernemingen in bepaalde sectoren of landen, waar een toename van de schuld, een krimp van de vaste activa en een stijging van de beloning van de aandeelhouder te zien zijn.⁶

Vanwege de data beperken we ons in deze studie tot de periode 2000 tot 2020. Deze periode is echter ingebed in een bredere historische fase die begint in de vroege jaren tachtig.⁷ Vanaf het midden van de jaren negentig, zien we dat de globalisering van de politieke economie, in het bijzonder de groei aan landgrensoverschrijdende fusies en overnames, een vlucht neemt. Het is de periode van de internetzeepbel, waarin de beurskoers van bedrijven snel stijgt ten opzichte van de winst en bedrijven veel kunnen lenen om overnames te financieren. Door deze ontwikkelingen zien we in het jaar 2000, bij de ICT-crash, historisch ongekeend hoge waardering van goodwill en hoge schulden in verhouding tot de omzet. Als we alleen naar de ontwikkelingen vanaf het jaar 2000 kijken dan zien we in eerste instantie een sterke daling van de goodwill en de schuld ratio, maar dit komt omdat hiervoor een ongekeend hoge piek is bereikt in een vroege fase van financialisering. Het is daarom van belang om deze periode in een bredere historische context te plaatsen.

De belangrijkste bevindingen per punt zijn hier samengevat.

Financiële balans

- ▣ De nominale schuld van de groep bedrijven die we volgen neemt toe van € 99,3 miljard in 2000 naar € 145,2 miljard in 2020. Als we naar de schuld als percentage van de omzet kijken dan zien we een U-vorm. Het jaar 2000 is een piek, net voor de ICT-crash. Vervolgens zien we een daling die zijn dieptepunt bereikt in 2004 waarna de schuld als percentage van de omzet in 2020 weer een vergelijkbaar niveau heeft als in 2000 (39 procent). De rentelasten dalen scherp in deze periode. De rentelasten als percentage van de totale schuld neemt af van 4,7 procent in 2000 tot 2,7 procent in 2020.

5 Fernandez, Rodrigo, Klinge, Tobias J., *Private gains we can ill afford. The financialisation of Big Pharma* (Amsterdam: SOMO, 2020). Een andere studie is: Fernandez, Rodrigo, Adriaans, Ilke, Klinge, Tobias J., Hendrikse, Reijer, *Engineering digital monopolies. The financialisation of Big Tech* (Amsterdam: SOMO, 2020).

6 Baker, Andrew, Haslam, Colin, Leaver, Adam, Murphy, Richard, Seabrooke, Leonard, Stausholm, Saila, Wigan, Duncan, *Against Hollow Firms. Repurposing The Corporation For A More Resilient Economy* (Sheffield: University of Sheffield, The Centre for Research on Accounting and Finance in Context, 2020. Beschikbaar via: https://www.sheffield.ac.uk/polopoly_fs/1.892482!/file/Against-Hollow-Firms.pdf

7 Went, Robert. *Grenzen aan de globalisering*. (Amsterdam: Het Spinhuis, 1996)

- De nominale waarde van de financiële activa stijgt voor de bedrijven die we hier volgen van €25,6 miljard in 2000 tot €59,7 miljard in 2020. De opbrengst van deze opgepotte middelen daalt van 5 procent tot 1,1 procent van de omvang van de financiële activa.
- Deze ontwikkelingen laten zien dat de financiële activa nauwelijks worden gebruikt in het operationele proces maar redelijk stabiel blijven als aandeel van de totale activa. In plaats van de eigen financiële reserves te gebruiken voor investeringen, overnames of de beloning van aandeelhouders, worden schulden aangegaan. Zelfs met een steeds lager rendement van de financiële activa hebben bedrijven deze toch aangehouden en niet gebruikt. Een mogelijke verklaring is dat een belangrijk deel van de liquide financiële activa in belastingparadijzen vast blijft zitten. Deze financiële middelen zijn nog wel beschikbaar voor operationele activiteiten (zoals investeringen) maar tegen kosten op het moment dat ze gerepatriëerd worden.
- Door de toegenomen schuldenlast van bedrijven zijn wel de risico's toegenomen. Voor herfinanciering van de schuld zijn bedrijven afhankelijk geworden van de lage rente. Als deze stijgt dan kunnen veel bedrijven die nu een veel hogere schuldpositie hebben opgebouwd op de langere termijn in problemen komen. Een groter deel van de beschikbare financiële middelen zal dan moeten worden gebruikt om de stijgende rentelast te bekostigen.

Materiële en immateriële activa

- Tegenover deze groei van financiële middelen die aangewend kunnen worden, ontstaan door krediet of opgepotte financiële activa, staat niet een vergroting van de vaste activa. In verhouding tot de omzet daalden de investeringen in vaste activa van 6,5 procent in 2000 tot 3,8 procent in 2020. Als we de jaarlijkse investeringen in vaste activa afzetten tegen de waarde van de voorraad aan vaste activa dan zien we dat deze daalt van 22 procent in 2000 naar 12,3 procent in 2020.
- Wat wel toeneemt zijn de immateriële activa (zoals goodwill en intellectueel eigendom). De nominale waarde van de totale immateriële activa neemt toe van €85,1 miljard in 2000 tot €142 miljard in 2020. De goodwill stijgt van €69 miljard in 2000 tot €92,4 miljard in 2020 en stijgt hiermee minder dan de rest van de immateriële activa. Omdat de waarde van het intellectuele eigendom sneller stijgt, daalt het percentage goodwill in de totale immateriële activa van 81,2 procent in 2000 tot 65,1 procent in 2020.
- De waardering van goodwill wordt voornamelijk veroorzaakt doordat bedrijven, met een overschot aan liquide middelen, andere ondernemingen hebben overgenomen voor een hogere prijs dan de boekwaarde van het bedrijf. Deze overwaarde kan een risico zijn op het moment dat de overname zichzelf niet terugverdient en de goodwill moet worden afgeboekt. Dit gebeurde op grote schaal na de ICT-crash van 2000 toen met name bedrijven als KPN en Philips de waarde van hun goodwill moesten afschrijven, wat leidde tot extreem hoge verliesposten. Er is een sterke samenhang tussen de groeiende schuld en de toename van de goodwill in deze periode. Als de rente stijgt, zullen de schuld gedreven overnames afnemen.

Toeleveranciers

- Het aandeel van de omzet dat naar toeleveranciers gaat is 63,8 procent in 2001 en stijgt naar 73,7 procent in 2006 om te dalen naar 60,1 procent in 2020. Als de verdeling van 2001 gelijk zou zijn gebleven dan zou de nominale waarde van de beloning van de toeleveranciers in 2020 € 11,9 miljard hoger zijn geweest. Dit laat zien dat de toeleveranciers, die een groot deel van de omzet krijgen, in deze periode een kleiner deel van de groei hebben gekregen.

Maximaliseren van de aandeelhouderswaarde

- De totale uitkering aan de aandeelhouders tussen 2000 en 2020 was € 288,1 miljard. Dit bestaat uit dividend (€ 171,7 miljard) en de inkoop van eigen aandelen (€ 116,4 miljard). Als percentage van de omzet stijgt de uitkering aan de aandeelhouders van 1,7 procent in 2000 tot 6,1 procent in 2019 en 4,2 procent in het eerste coronajaar 2020.
- De koers/winstverhouding van de bedrijven die we volgen, daalt na een voorlopig hoogtepunt net voor de ICT-crash in 2000, maar stijgt daarna weer. Vanaf 2017 is de koers/winstverhouding met 18,7 procent weer op het niveau van 2000 en stijgt daarna door naar 19,1 procent in 2020.
- De totale beloning van de factor arbeid (loonkosten en sociale premies), inclusief het loon van de bestuurders, stijgt van € 44 miljard in 2000 tot € 65,7 miljard in 2020. In verhouding tot de omzet blijft de beloning van arbeid gelijk rond de 18,5 procent tot 2020 als de omzet door corona minder stijgt en de beloning tot 20,6 procent stijgt. Ook met deze uitschieter in 2020 is de groei sterk achtergebleven bij de groei van de beloning van de factor kapitaal.
- Het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde gaat ten koste van werknemers en toeleveranciers. Als tegenover een grotere schuldenlast geen evenredige uitbreiding van het toekomstig verdienvermogen staat (investeringen) omdat de beschikbare financiële middelen naar de aandeelhouder gaan, dan leidt het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde tot het verwaarlozen van de gevolgen op de lange termijn voor het bedrijf. Er lijkt sprake te zijn van een mogelijke 'uitholling' van bedrijven; het achterblijven van investeringen, lonen en de beloning van toeleveranciers, een toenemende schuldenlast en het parkeren van financiële activa in belastingparadijzen. Alles om op de korte termijn zoveel mogelijk uit te kunnen keren aan de aandeelhouder.
- Uit ons onderzoek blijkt dat de uitkering aan de aandeelhouder als percentage van het netto-inkomen van bedrijven stijgt van 79 procent in de periode 2000 tot 2004 tot 89 procent in de periode 2015 tot 2019. In totaal is in de periode 2000 tot 2019 voor € 273 miljard uitgekeerd aan de aandeelhouder en was de nettowinst € 330 miljard. Hiermee krijgen de aandeelhouders 83 procent van het netto-inkomen van de bedrijven die we volgen in de periode 2000 tot 2019. De vraag is of deze verdeling van de financiële middelen voor de langere termijn houdbaar is en of het opgewassen is tegen de problemen van deze tijd.

Opzet van het rapport

Het rapport begint met een bespreking van het bredere historische proces van financialisering. Dit is niet de eerste periode van financialisering. De periode 2000 tot 2020 is onderdeel van de veranderingen die zichtbaar zijn vanaf het begin van de jaren tachtig, zoals een groeiende internationale mobiliteit van kapitaal en een groeiende marktwerking.

Na dit inleidende hoofdstuk volgen een aantal empirische hoofdstukken die verschillende elementen van financialisering bespreken. Elk hoofdstuk begint met een algemene inleiding van het onderdeel. Hierop volgt een bespreking van de empirische bevindingen van de groep bedrijven die het rapport volgt. Ten eerste wordt de financiële balans besproken, de schulden en financiële reserves. Hierop volgt een bespreking van de ontwikkeling van de materiële en immateriële investeringen. Als derde wordt de wereldwijde marktmacht besproken en als vierde volgt een bespreking van het prioriteren van de aandeelhouder.

Het rapport sluit af met een slotwoord. Hierop volgt een statistische annex met details over de gebruikte indicatoren en de bedrijven.

2 Wat bedoelen we met ‘financialisering’?

2.1 Algemene inleiding tot financialisering

Het begrip financialisering wordt de laatste jaren steeds vaker gebruikt als een lens om verschillende sociaaleconomische ontwikkelingen te bestuderen en te duiden. Financialisering bestaat uit verschillende processen en elementen die gezamenlijk wijzen op “de toenemende dominantie van financiële actoren, markten, praktijken, metingen en discoursen, op verschillende schaalniveaus, met als gevolg een structurele transformatie van economieën, bedrijven (inclusief financiële instellingen), staten en huishoudens”.⁸ Deze brede definitie omvat zowel structurele economische veranderingen alsook de veranderende motieven en het gedrag van actoren, zoals huishoudens en bedrijven. We kunnen hierbij een onderscheid maken tussen verschillende analyseniveaus: ten eerste, financialisering als macro-economische ontwikkeling en ten tweede, als een ontwikkeling op microniveau, waarbij de nadruk ligt op de objecten en actoren van financialisering, waaronder huishoudens, financiële en niet-financiële ondernemingen en overheidsinstellingen.⁹

Vanuit een macro-economisch perspectief moeten we financialisering begrijpen als een specifieke fase binnen de historische trends van de wereldeconomie. De Franse historicus Fernand Braudel toont in zijn analyse naar de *longue durée* van het moderne kapitalisme aan dat er sprake is van een historisch patroon waarbij financiële transacties steeds opnieuw opkomen als prominente economische activiteit in een fase waarin dominante sociale (machts-)structuren langzaam verdwijnen.¹⁰ Deze fase wordt gekenmerkt door een verschuiving van productieve investeringen naar beleggingen in financiële activa. Dit historische patroon zien we terug bij de opkomst en ondergang van verschillende machten sinds de opkomst van het kapitalisme in de late middeleeuwen, vanaf de Italiaanse stadstaten als Genua en Venetië, de Republiek der Nederlanden, Engeland en tot slotte de Verenigde Staten. Bij elke verschuiving is de nieuwe dominante macht deels ontstaan door gebruik te maken van de financiële middelen van de afnemende – en financialiserende – macht.¹¹

In dit licht zijn de huidige processen van financialisering een onderdeel van een langere historische trend. Het vindt zijn oorsprong in de economische crisis van de jaren zeventig van de vorige eeuw en de uitputting van het naoorlogse fordisme als het dominante productiemodel in Westerse economieën met de focus op groeiende productiviteit en stijgende lonen. In deze crisiscontext en als toevlucht voor hun opgepotte kapitaal, wendden bedrijven en investeerders bij gebrek aan winstgevendende afzetmogelijkheden in de productiesfeer zich in toenemende mate tot internationale en

8 Aalbers, Manuel B., “Financialization”, in *The international encyclopedia of geography: People, the earth, environment, and technology* (2nd ed.), ed. D. Richardson, C. Noel, M.F. Goodchild, A. Kobayashi, W. Lui, en R.A. Marston (New York: Wiley, 2017). Zie ook: Epstein, Gerald, “Introduction: Financialization and the world economy”, in *Financialization and the world economy*, ed. Gerald Epstein (Cheltenham/Northampton: Edward Elgar, 2005). 3-16.

9 van der Zwan, Natascha, “Making sense of financialization”, *Socio-Economic Review*, no. 12(1): 99-129.

10 Braudel, Fernand, *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century: The Wheels of Commerce*. Translated by Sian Reynolds (Berkeley: University of California Press, 1982), 246.

11 Arrighi, Giovanni, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times* (London: Verso, 1994).

financiële markten.¹² De breuk met het naoorlogse keynesiaanse regime – dat zich vooral richt op de inperking van kapitaalmobiliteit – creëert de mogelijkheid voor grote financiële instellingen en banken om hun activiteiten uit te breiden en nieuwe markten te betreden.

Het nieuwe economische model van financialisering dat opkomt na het keynesiaanse regime wordt macro-economisch gekenmerkt door een daling van het aandeel van de lonen en een toename van particuliere schulden als percentage van het bruto binnenlands product.¹³ Hiernaast zien we een stijging van de bedrijfswinsten, toenemende inkomens- en vermogensongelijkheid en de groei van financiële activa op de balansen van niet-financiële bedrijven.¹⁴ De wereldwijde balans, bestaande uit wereldwijde financiële activa en wereldwijde schulden, is toegenomen ten opzichte van het wereldwijde inkomen, wat de machtspositie van de financiële sector (als tussenpersoon) en de aandeelhouders (als kapitaalbezitters) heeft versterkt.¹⁵ De totale wereldwijde schuld (zonder de schuld van de financiële sector) is gestegen van \$ 12 biljoen (gelijk aan 110 procent van het mondiale bbp in 1980) tot \$ 300 biljoen in 2018 (gelijk aan 295 procent van het mondiale bbp). De wereldwijde activa zijn toegenomen van \$ 14 biljoen in 1980 tot \$ 199 biljoen in 2018.¹⁶

2.2 De focus op de financialisering van bedrijven

In de context van deze bredere historische ontwikkelingen kijken we in dit rapport naar ontwikkelingen op microniveau, en dan specifiek naar de financialisering van (niet-financiële) bedrijven. Financialisering van bedrijven verwijst naar het proces waarbij “traditioneel niet-financiële bedrijven worden gedomineerd door financiële praktijken en metingen, en in toenemende mate deelnemen aan praktijken die eerder het domein waren van de financiële sector”.¹⁷ Deze grotere verwevenheid met de financiële sector vertaalt zich bij niet-financiële bedrijven in het voorop stellen van de aandeelhouderswaarde. De uitkering van winst aan de aandeelhouder verandert van sluitpost in een middel om de beurswaarde te verhogen. Andere prioriteiten moeten hiervoor wijken. De Canadese econoom Williamazoninck ziet in deze verschuiving van prioriteiten en de reorganisatie van de bedrijfsvoering de essentie van het aandeelhouderskapitalisme. Achter deze nieuwe prioriteiten gaat een heroriëntatie plaats van het herinvesteren van de winsten in het eigen bedrijf naar het afstoten van productieve en operationele onderdelen van het bedrijf en het vergroten van de uitkering aan de aandeelhouder. De komst van het aandeelhouderskapitalisme in Nederland wordt al in 1999 uitvoerig beschreven door de Nederlandse econoom Arjen van Witteloostuijn die de veranderingen bij de beursgenoteerde bedrijven treffend omschrijft als de anorexiastrategie.¹⁸

12 Harvey, David, *The Limits to Capital* (London: Verso, 2006).

13 Crouch, Colin, “Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime”, *The British Journal of Politics and International Relations* 11: 382–399.

14 Piketty, Thomas, *Capital in the Twenty-first Century*, (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014).

15 Lapavistas, Costas, *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All* (London: Verso, 2013).

16 Boston University, Global Development Center en UNCTAD, *A New Multilateralism for Shared Prosperity. Principles for a Global Green New Deal* (Geneva: 2019). Beschikbaar via: https://www.bu.edu/gdp/files/2019/04/A-New-Multilateralism-GDPC_UNCTAD.pdf.

17 Aalbers, Manuel B. “Financialization”, in *The international encyclopedia of geography: People, the earth, environment, and technology* (2nd ed.), ed. D. Richardson, C. Noel, M.F. Goodchild, A. Kobayashi, W. Lui, en R.A. Marston (New York: Wiley, 2017), 3.

18 Witteloostuijn, Arjen van, *De Anorexiastrategie: over de gevolgen van saneren* (Amsterdam: Singel uitgevers, 1999).

Al deze verschijnselen hebben volgens de literatuur over financialisering gemeen dat het strategische zwaartepunt van een bedrijf verschuift van het produceren van goederen en diensten naar het veiligstellen van financiële winsten voor aandeelhouders. De financialisering van niet-financiële ondernemingen heeft daarom ook hele typische effecten op de verdeling tussen arbeid en kapitaal.¹⁹ Het aandeel van de lonen in het totale inkomen daalt.²⁰ Wereldwijd daalt het arbeidsinkomen als percentage van het bbp van 63 procent in 1980 tot 54 procent in 2017, ondanks de relatieve inkomensgroei in veel landen in het Globale Zuiden.²¹ Dit betekent dat in het jaar 2017, door het lagere aandeel in het inkomen, wereldwijd bruto maar liefst \$7,8 biljoen minder naar werknemers gaat en dus meer naar de beloning van kapitaal. De omvang van de winstbelasting in de totale belastingen neemt wereldwijd af door dalende belastingtarieven en door een groeiende belastingontwijking.²² De vermogensongelijkheid neemt toe en de private schulden groeien.²³ Dit rapport analyseert in hoeverre in Nederland sprake is van deze ontwikkelingen bij beursgenoteerde bedrijven.

2.3 De financialisering van Nederlandse bedrijven

Om de financialisering van niet-financiële ondernemingen in Nederland in kaart te brengen, richt dit rapport zich op vier verschillende aspecten: groei van de balans, toename van immateriële activa, rents afkomstig van marktmacht en hoge beloning van aandeelhouders. In de volgende hoofdstukken worden deze aspecten afzonderlijk geïntroduceerd en besproken. Na de introductie worden de resultaten van het onderzoek op elk van deze onderdelen in elk hoofdstuk gepresenteerd.

Hoofdstuk vier bespreekt de groei van de balans (financiële activa en schulden) van niet-financiële bedrijven ten opzichte van de omzet. We zien dat de groei van de opgepote financiële activa gaandeweg minder wordt in de jaren nul maar dat de groei van de schulden vanaf de financiële crisis begint toe te nemen. De toegenomen liquide financiële middelen worden niet geïnvesteerd in operationele processen of vaste activa maar komen vooral terecht bij de aandeelhouders en het opkopen van andere bedrijven.

Hoofdstuk 5 bespreekt de toename van immateriële activa, zoals goodwill, intellectueel eigendom en merknaam, ten koste van investeringen in vaste activa. Als gevolg van overnames in deze periode, zijn bedrijven bereid meer te betalen voor het opkopen van andere bedrijven. Hierdoor stijgt de goodwill op de balans van bedrijven. De goodwill staat gelijk aan de meerwaarde die bij een overname, boven op de boekwaarde, is betaald. Doordat niet-financiële bedrijven met veel liquide middelen en een grote capaciteit om goedkoop te lenen met elkaar concurreren

-
- 19 Stockhammer, Engelbert, "Financialisation and the Slowdown of Accumulation", *Cambridge Journal of Economics* 28 (5): 719–41, <https://doi.org/10.1093/cje/beh032>.
- 20 Stockhammer, Engelbert, *Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution* (Geneva: International Labour Office, 2013). Beschikbaar via https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_202352.pdf
- 21 Berekening op basis van de gegevens van ILO Global Wage Database voor het aandeel van de lonen, en de gegevens van het wereld bbp van de Wereld Bank data.
- 22 Fernandez, Rodrigo, Hendrikse, Reijer "Offshore finance", in *International Handbook of Financialization*, ed. Philip Mader, Daniel Mertens en Natascha van der Zwan (London: Routledge, 2020), 224–237.
- 23 Piketty, Thomas, *Capital in the Twenty-first Century*, (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014).

bij overnames, zien we dat deze meerwaarde die bedrijven betalen toeneemt. Dit betekent dat bedrijven mogelijk meer risico op de balans hebben opgebouwd.²⁴ Deze goodwill vertegenwoordigt toekomstige kasstromen. Het moet zichzelf terugverdienen. Als dit niet gerealiseerd wordt dan moet de goodwill worden afgeboekt. Afboeken gebeurt als de marktwaarde lager is dan de boekwaarde van de goodwill. Dit staat in schril contrast met de balans die we aantreffen bij bedrijven uit de naoorlogse keynesiaanse periode, waar niet de immateriële activa maar juist de materiële activa, de fysieke productiecapaciteit, centraal staat. In het Verenigde Koninkrijk hebben recent twee grote faillissementen plaatsgevonden doordat de goodwill moest worden afgeschreven, namelijk Carillion (bouwbedrijf met 40.000 medewerkers) en Thomas Cook (reisbureau met 21.000 medewerkers).²⁵

Hoofdstuk 6 bespreekt dat winst in de vorm van rents in toenemende mate afkomstig is van de marktmacht van bedrijven in plaats van uit de productie van en handel in goederen en diensten. De rents zijn een inkomen uit het bezit, controle van de markttoegang of een beschermd intellectueel eigendom. Enkele voorbeelden uit de feodale tijd zijn het exclusieve eigendom van land door een kleine klasse van landeigenaren die pacht ontvangen zonder waarde toe te voegen, en de handelsmonopolies van handelaren die prijzen kunnen dicteren aan zowel producenten als consumenten. Voor klassieke economen als Adam Smith, David Ricardo en Karl Marx worden deze inkomsten dan ook als onproductief beschouwd, als afroaming van inkomen dat bij de productieve ondernemingen hoort.²⁶ De grotere marktmacht en het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde gaat ook ten koste van toeleveranciers en lonen. Dit hangt voor een belangrijk deel samen met de decennialange landgrensoverschrijdende overnames waardoor sinds 1980 grote ondernemingen sterk gegroeid zijn. De omvang van activa die in het bezit is van buitenlandse dochters van transnationale ondernemingen, als percentage van het wereldwijde bbp, groeit van 25 procent in 1990 naar 130 procent in 2017.²⁷ Dit is een indicatie van de groeiende wereldwijde concentratie van marktmacht bij een groep bedrijven.

Hoofdstuk 7 laat zien dat de belangen van aandeelhouders voorrang krijgen boven die van andere belanghebbenden, wat zich vertaalt in hoge dividenduitkeringen en de inkoop van eigen aandelen. Deze beloning aan de aandeelhouders gaat ten koste van investeringen in de bedrijfsvoering en leidt uiteindelijk in sommige gevallen tot de 'uitholling' van bedrijven.

24 Leaver, Adam, Murphy, Richard, *Financial engineering and the productivity crisis*, (Swindon: Productivity Insight Network, 2020). Beschikbaar via: <https://eprints.whiterose.ac.uk/163162/>

25 Leaver, Adam, "Out of Time: The Fragile Temporality of Carillion's Accumulation Model", SPERI, 2019, <http://speri.dept.shef.ac.uk/2018/01/17/out-of-time-the-fragile-temporality-of-carillions-accumulation-model/> en Leaver, Adam. 2019. 'Thomas Cook: A Tale of Two Moral Hazards | OpenDemocracy'. <https://www.opendemocracy.net/en/economy/thomas-cook-tale-two-moral-hazards/>

26 Mazzucato, Mariana, *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*, (London: Allen Lane, 2018), 9.

27 Berekening op basis van de gegevens van Tabel 1.6, p 20, UNCTAD (2018), *World Investment Report 2018. Investment and new industrial policies*. Geneva, UNCTAD. Geraadpleegd via https://unctad.org/system/files/official-document/wir2018_en.pdf op 15 februari 2022.

3 Methoden

Wij hebben de bedrijven op onze lijst geselecteerd op basis van de Refinitiv Eikon database. In de eerste stap hebben we de financiële gegevens van de jaarverslagen van alle bedrijven in Eikons lijst WSCOPENL verzameld (zie Annex A voor een beschrijving van de variabelen). Deze lijst bevat momenteel 484 bedrijven die volgens Eikon hun operationeel hoofdkantoor of hun belangrijkste markten in Nederland hebben. Uit deze groep hebben we de bedrijven geselecteerd die onafgebroken van 2000 tot 2020 aanwezig waren. Een groot deel van de 484 bedrijven is te nieuw om de volledige periode die wij onderzoeken op de beurs genoteerd te zijn geweest. Het nadeel van deze selectie is dat bedrijven die later zijn ontstaan of later een beursnotering kregen, alsook bedrijven die tussendoor door overnames zijn verdwenen, buiten de selectie van bedrijven zijn gebleven. In de tweede stap zijn financiële bedrijven verwijderd op basis van hun SIC code (6000-6799) en ook alle bedrijven voor wie geen continue gegevens voor totale activa, omzet of marktkapitalisatie beschikbaar zijn. Om een robuuste selectie te krijgen, hebben wij alleen die bedrijven geselecteerd die in Eikon gegevens hebben opgeleverd voor de hele periode van 2000 tot 2020, en die in 2020 minstens een omzet van € 10 miljoen hebben. In de derde stap hebben wij er nog drie bedrijven bijgevoegd (Unilever, ArcelorMittal en Relx (Reed Elsevier)) vanwege hun belang voor de Nederlandse economie of omdat zij kenmerkend zijn voor de AEX, hoewel ze geen onderdeel uitmaken van de WSCOPENL lijst. Uiteindelijk bevat onze lijst 51 bedrijven (zie Annex B voor een complete lijst). De totale populatie van Nederlandse bedrijven (financieel en niet-financieel) die door Eikon is toegeschreven aan Nederland is door deze selectiemethode aanzienlijk uitgedund van 484 naar 51. Dit is een nadeel van de selectiemethode die we hebben gebruikt. Een ander nadeel is dat deze groep geen jonge bedrijven kent die de laatste paar jaar een beursnotering hebben gekregen, zoals Adyen. Een voordeel is dat deze populatie consistent is. Alle individuele bedrijven waren de gehele periode onderdeel van de groep en hebben jaarlijks gerapporteerd over hun operationele processen. Veranderingen kunnen daarom niet het gevolg zijn van nieuwkomers of door een nieuwe samenstelling van de groep. Dit maakt het mogelijk om een langere tijdreeks te bekijken.

Om de financiële gegevens ten opzichte van financialiseringstrends te evalueren, hebben wij naar een aantal indicatoren gekeken.²⁸ Wij beschrijven elke indicator in de statistische annex. Nominale waarden zijn gewoon opgeteld. Ratio's zijn berekend op basis van een gewogen gemiddelde, per variabele, zoals ook in vergelijkbare studies is gedaan.²⁹ Dit betekent dat grote bedrijven een groter gewicht hebben dan kleine. Omdat Shell (voormalig Royal Dutch Shell) een te grote invloed heeft op het gemiddelde van de groep bedrijven, is besloten om Shell buiten de groep te houden. Als het gaat om de omvang van de omzet, de schuld, investeringen in vaste activa, aandeel van

28 Zie ook: Fernandez, Rodrigo, Klinge, Tobias J., *Private gains we can ill afford. The financialisation of Big Pharma* (Amsterdam: SOMO, 2020). Een andere studie is: Fernandez, Rodrigo, Adriaans, Ilke, Klinge, Tobias J., Hendrikse, Reijer, *Engineering digital monopolies. The financialisation of Big Tech* (Amsterdam: SOMO, 2020).

29 Zie ook Soener, Matthew, "Did the "Real" Economy Turn Financial? Mapping the Contours of Financialisation in the Non-Financial Corporate Sector", *New Political Economy* (15 December 2020): 1–15. <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1858775> en ook: Haslam, Colin, Leaver, Adam, Murphy, Richard en Tsitsianis, Nick *Assessing the impact of shareholder primacy and value extraction: Performance and financial resilience in the FTSE350* (Swindon: Productivity Insights Network, 2021) Beschikbaar via: <https://productivityinsightsnetwork.co.uk/app/uploads/2021/06/PIN-Report-29-6-21-FINAL.pdf>.

toeleveranciers en de uitkering aan de aandeelhouders, wijken de nominale waardes en trends te veel af door de toevoeging van Shell. In de statistische annex wordt ingegaan op de belangrijkste afwijkingen die door Shell gecreëerd zouden worden.

Methode loonkosten

De kwaliteit van de data over loonkosten (lonen en sociale zekerheid) is een stuk slechter dan andere data bij de gebruikte dataset van Worldscope van Refinitiv Eikon. De meeste statistieken die in dit rapport worden gebruikt hebben een relatief hoge betrouwbaarheid en dekkingsgraad (zie statistische annex). Dit geldt echter maar in beperkte mate voor de data over de loonkosten van bedrijven. Als we de loonkosten zouden negeren zou dat echter een cruciaal element buiten beeld laten. Daarom kunnen de loonkosten niet ontbreken in dit rapport. Er is gekozen om voor de loonkosten een extra check op de kwaliteit van de data toe te passen. Dit is gedaan met behulp van de Orbis dataset. Voor de periode waar Orbis data voorhandig zijn (2012 t/m 2020), zijn de loonkostendata van Refinitiv Eikon vergeleken met die van Orbis. Wanneer er geen of weinig verschil (<5 procent van de loonkosten) is tussen de datasets, zijn de data van Refinitiv Eikon direct overgenomen in het rapport (vijftien bedrijven). Voor één bedrijf is hier een uitzondering op gemaakt (Randstad). Voor Randstad komen de loonkosten direct uit de jaarverslagen. Uiteindelijk is er voor 41 van de 51 bedrijven een tijdreeks aan loonkosten samen te stellen die als betrouwbaar wordt ingeschat. In de statistische annex is een overzicht van de bedrijven waarvoor de data van Refinitiv Eikon is gewijzigd.

De loonkosten betreffen de kosten aan lonen en sociale zekerheid bij alle entiteiten en dochterondernemingen wereldwijd. Verschuivingen hierin kunnen dus te maken hebben met het afstoten van activiteiten of fusies en overnames. De populatie van werknemers waar deze data betrekking op heeft is dus niet constant in de tijd.

We beginnen vanaf hier elk hoofdstuk met een algemene inleiding, gevolgd door een sectie die de resultaten van het onderzoek laat zien.

4 Groei van de financiële balans van bedrijven

In de wetenschappelijke literatuur over financialisering heeft in de laatste twintig jaar een grote kentering plaatsgevonden in het denken over de toename van financiële activa in verhouding tot de omzet of de vaste activa. Deze opgepote financiële middelen, vooral aangehouden in liquide vorm en geïnvesteerd in relatief veilige beleggingen zoals staatsobligaties, zijn de nettowinst die niet is uitgekeerd aan de aandeelhouders en dus overblijft. In eerste instantie worden de inkomsten die deze opgepote financiële tegoeden genereren als een nieuw verdienmodel voor niet-financiële ondernemingen gezien.³⁰ In dit vermeende model komt winst steeds meer uit beleggingsopbrengsten en steeds minder door operationele activiteiten zoals de verkoop van goederen en diensten. Dit verdienmodel wordt gezien als de ‘financialisering’ van bedrijven en bestaat uit een verschuiving van investeringen door bedrijven in materiële vaste activa, zoals machines en gebouwen, naar het beleggen van de opgepote winst.

Voor de financiële crisis van 2008 zijn er meer publicaties waarin de groeiende financiële activa van bedrijven opvallen. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) stelt in haar *World Economic Outlook* in 2006 dat bedrijven die historisch gezien altijd een netto lener (meer lenen dan uitlenen) zijn geweest, nu zelf nettokapitaal uitlenen en de rol van beleggingsfonds overnemen.³¹

Een aantal studies heeft vervolgens geprobeerd een causale relatie te ontdekken tussen de stijging van de financiële activa en de dalende investeringen van bedrijven in materiële vaste activa om dit vermeende nieuwe verdienmodel te bewijzen.³² De uitkomsten van deze en andere studies zijn wisselend en geven geen eenduidig beeld.³³ Desalniettemin zijn een aantal algemene conclusies te trekken. Ten eerste lijkt de afname van investeringen in materiële activa sinds de vroege jaren tachtig in ontwikkelde economieën te maken te hebben met bredere economische ontwikkelingen (outsourcing, investeringen in ICT en groeiend belang van immateriële activa) en niet met de verschuiving van investeringen naar beleggingen. Het zijn dus twee verschillende processen die naast elkaar bestaan maar waarbij de één de ander niet veroorzaakt. Ten tweede zien we dat de

30 In dit artikel laat Greta Krippner zien hoe het totale aandeel van het inkomen op financiële activa (dividend, renteinkomsten en waarde vermeerdering) van niet financiële ondernemingen in de VS toeneemt in de periode 1950 tot 2000. Krippner, Greta, “The financialization of the American economy”, *Socio-Economic Review*, 3(2) (2005): 173–208.

31 Eigen vertaling van: IMF, *World Economic Outlook* (Washington: IMF, 2006), chapter 5: Awash with cash: why are corporate savings so high?, 135–159.

32 Onder meer deze drie artikelen geven een empirisch overzicht van de stijgende financiële activa en de dalende investeringen en de causale verbanden hiertussen: (1) Tori, Daniele, Onaran, Özlem “The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK”, *Cambridge Journal of Economics*, 42(5): 1393–1416; (2) Orhangazi, Özgür, “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector”, *Cambridge Journal of Economics*, 32(6) (2—8), 863–886; (3) Davis, Leila E., Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States”, *Metroeconomica*, 69(1) (2018): 270–307.

33 Een overzicht van de wisselende uitkomsten en alternatieve hypothesen is te vinden in dit literatuuroverzicht: Klinge, Tobias J., Fernandez, Rodrigo, en Manuel Aalbers, “Whither corporate financialization? A literature review”, *Geography Compass*, e12588 (2021). <https://doi.org/10.1111/gec3.12588>

opbrengst van de financiële activa afneemt als gevolg van de steeds verder dalende rente. Van een verdienmodel lijkt daarom de laatste jaren geen sprake te zijn.

De wereldwijde financiële crisis van 2008 betekent hoe dan ook definitief een einde aan bedrijven die netto spaarder zijn, zoals het IMF eerder beschrijft. De financiële activa nemen niet af maar de totale schuld neemt toe, met name door de uitgifte van obligaties. Hierdoor groeit de financiële balans van bedrijven ten opzichte van de omzet. Naast een grote voorraad financiële activa komt een nog veel grotere voorraad schuld. De groei van schuld is vooral te zien na de start van de opkoopprogramma's van centrale banken vanaf 2009. Beleggers worden door dit monetaire beleid in de richting van meer risicodragende beleggingen geduwd, waardoor een grotere vraag naar bedrijfsobligaties ontstaat bij beleggers en de rente sterk daalt voor bedrijven.³⁴

Deze ontwikkelingen laten zien dat de financiële activa nauwelijks worden gebruikt in het operationele proces maar redelijk stabiel blijven als aandeel van de totale activa. In plaats van de eigen financiële reserves te gebruiken voor investeringen, overnames of de beloning van aandeelhouders, worden schulden aangegaan. Zelfs met een steeds lager rendement van de financiële activa hebben bedrijven deze toch aangehouden en niet gebruikt. Een mogelijke verklaring is dat een belangrijk deel van de liquide financiële activa in belastingparadijzen vast blijft zitten. Data uit de VS, waar bedrijven moeten rapporteren over de offshore jurisdictie waar financiële activa een juridisch domicilie hebben, laten zien dat in 2017 gemiddeld 54 procent van de financiële activa van de bedrijven van de S&P500 in belastingparadijzen geparkeerd is.³⁵ Bij de grootste bedrijven ligt dit zelfs boven de 90 procent, zoals Apple (91 procent), Microsoft (96 procent) Johnson & Johnson (96 procent) en Pfizer (90 procent).

Belastingontwijking is in de laatste twee decennia sterk toegenomen. Dit leidt tot een verschuiving van winsten naar jurisdicties die weinig of geen belasting heffen. Het vermogen zit vervolgens wel vast in deze jurisdicties.³⁶ Het gebruik van het vermogen dat is verschoven naar belastingparadijzen betekent dat het vermogen alsnog belast wordt. Het is dan voordeliger om schulden aan te gaan en de financiële reserves onbelast in belastingparadijzen te laten staan en de lage opbrengsten te accepteren. Kortom, de prijs van belastingontwijking is dat de verschoven – onbelaste – winsten stil komen te staan en niet gebruikt worden voor operationele activiteiten. Daarom zijn schulden aantrekkelijk, in het bijzonder in een tijd waarin de rente laag is. Door de toegenomen schuldenlast van bedrijven zijn wel de risico's toegenomen. Voor herfinanciering van de schuld zijn bedrijven

34 Almeida, Luiza Antoun de, Thierry Tresselt, "Non-Financial Corporate Debt in Advanced Economies", *IMF Working Paper* (Washington: IMF, 2020). Beschikbaar via <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/03/Non-Financial-Corporate-Debt-in-Advanced-Economies-201017-49527>

35 Graziano, Ron, Varshney, Amit, Morck, Chris, "Global Cash Deployment Trends & Five Ideas for the Use of Cash. HOLT Equities", (Chicago/New York: Credit Suisse, 2017)

36 In de VS rapporteren bedrijven wel de omvang van de financiële activa in belastingparadijzen. Op basis van deze informatie is een schatting gemaakt dat van de \$2 biljoen dat bedrijven met een notering aan een beurs in de VS hebben verschoven naar belastingparadijzen tussen 2004 en 2017 ongeveer de helft is gebruikt voor operationele activiteiten als investeringen in vaste activa en overnames en ook voor de uitkering aan de aandeelhouder door inkoop van eigen aandelen.

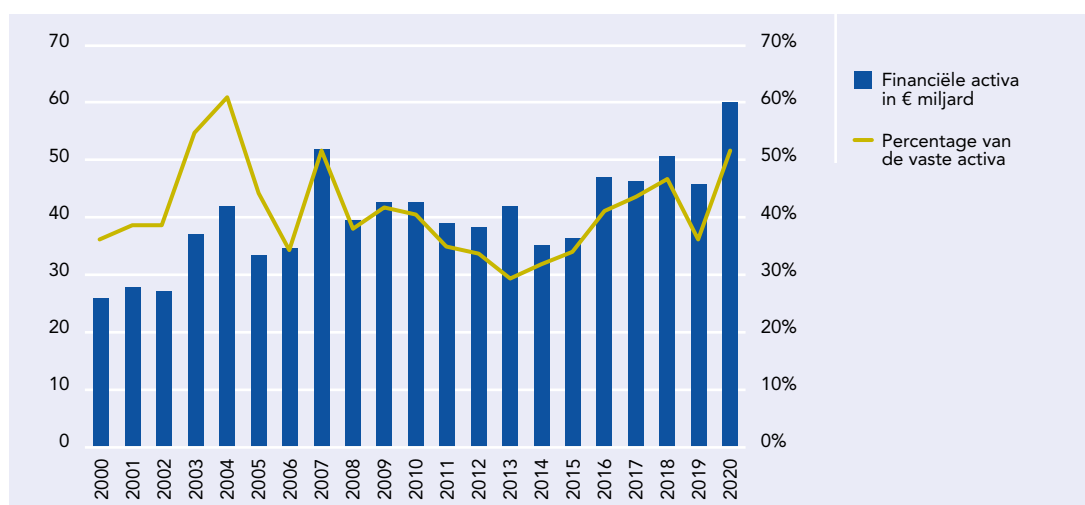
Zie: Poszar, Zoltan, "Global Money Notes #11 Repatriation, the Echo-Taper and the €/ \$ Basis", (New York: Credit Suisse, 2018). Beschikbaar via https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=emcspplus&document_id=1080159501&serialid=aTLhvGKTnzOcCGepV3GdfaqUCIwiKgNs7b1cnj30b2B0%3D&cspld=null

afhankelijk geworden van de lage rente. Als deze stijgt dan kunnen veel bedrijven die nu een veel hogere schuldpositie hebben opgebouwd, in problemen te komen.

4.1 Financiële activa

De financiële activa nemen toe van €25,6 miljard in 2000 tot €45,4 miljard in 2019. In het eerste coronajaar 2020 zien we een sprong naar €59,7 miljard, mogelijk heeft dat te maken met de fors lagere uitkering aan de aandeelhouders in dat jaar. De groei van deze financiële activa wordt vooral gedreven door de grootste tien procent oftewel vijf bedrijven. Bij deze bedrijven nemen de financiële activa toe van €12,7 miljard in 2000 tot €33,1 miljard in 2020. Bij de resterende 46 bedrijven is sprake van een lichtere stijging en nemen de financiële activa toe van €12,9 miljard in 2000 tot €26,6 miljard in 2020.

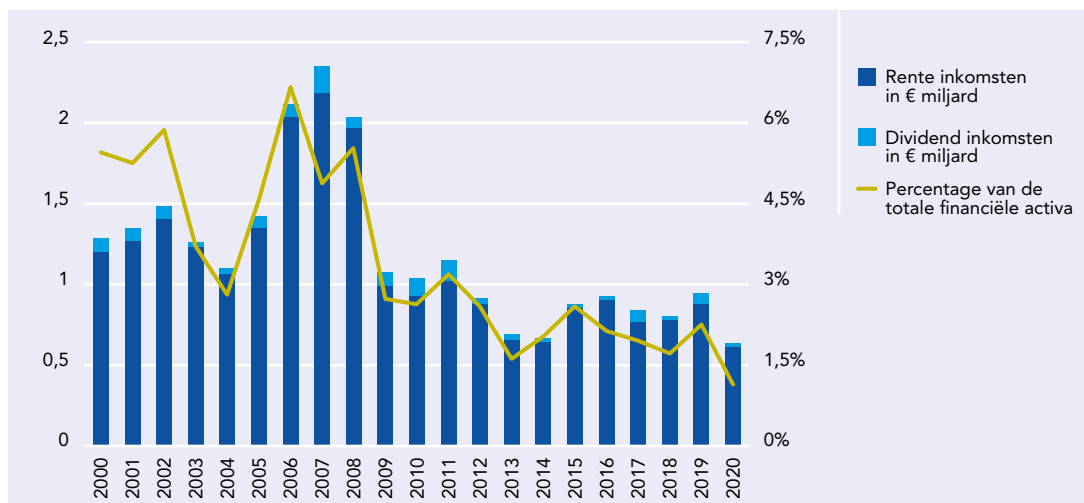
Grafiek 2 Financiële activa, nominaal en als percentage van de vaste activa



In verhouding tot de waarde van de vaste activa blijven de financiële activa redelijk stabiel rond de veertig procent. Het percentage daalt van hoge 61 procent in 2004 tot 29 procent in 2013 voordat het naar 51,8 procent stijgt in 2020.

Het nominale rendement van de financiële activa is ook redelijk stabiel in deze periode met een stijging in de aanloop van de financiële crisis in 2008 en een abrupte daling hierna. In verhouding tot de omvang van de financiële activa zien we dat het rendement sterk daalt gedurende deze periode. De crisis is hier ook een duidelijke waterscheiding. Terwijl het rendement in de periode voor de crisis, in 2006, rond de 5 procent van de financiële activa is, daalt deze naar 1,1 procent in 2020. De belangrijkste oorzaak van deze daling is waarschijnlijk de sterk dalende rente in deze periode, mede als gevolg van het opkoopbeleid van centrale banken.

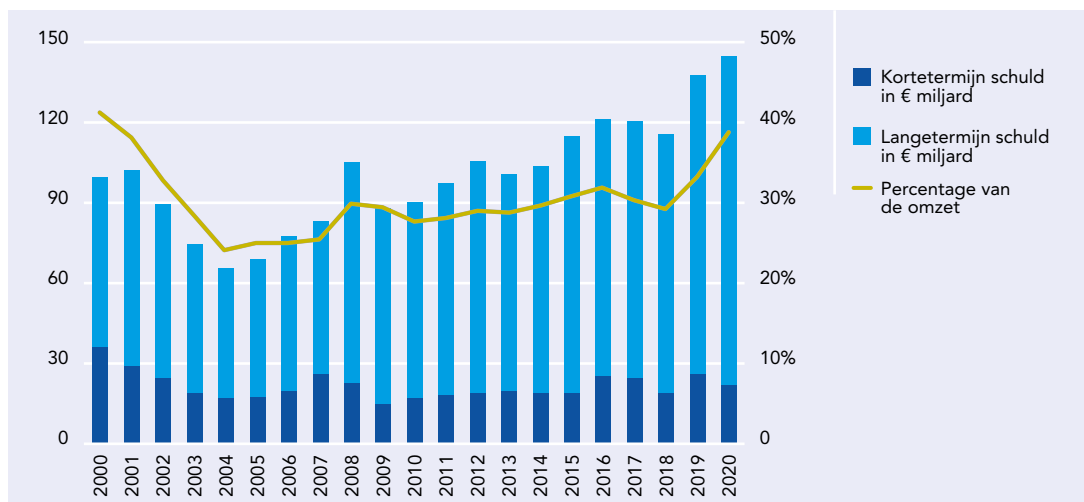
Grafiek 3 Inkomen uit financiële activa, nominaal en als percentage van de totale financiële activa



4.2 Schulden

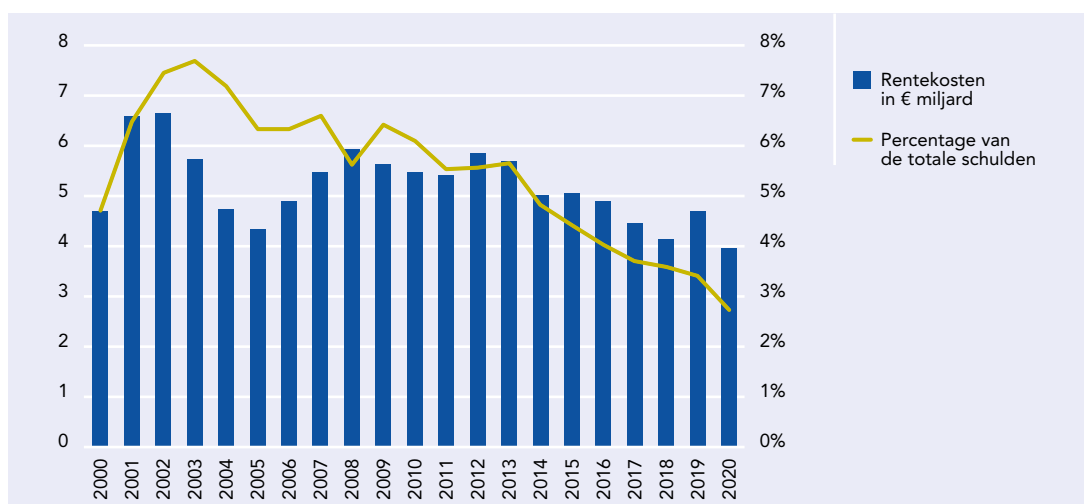
De ontwikkeling van de schulden van de Nederlandse bedrijven die we volgen verschilt eveneens niet veel van de ontwikkelingen in andere OESO-landen. Nominaal zien we een stijging van € 99,3 miljard in 2000 naar € 145,2 miljard in 2020. Dit wordt met name veroorzaakt door een stijging van de langetermijnschuld. De belangrijkste veroorzakers van deze stijging zijn wederom de grootste bedrijven (hun totale schulden nemen toe van € 49,4 miljard in 2000 tot € 73,8 miljard in 2020).

Grafiek 4 Schulden, nominaal en als percentage van de omzet



Als percentage van de omzet zien we uiteindelijk een stijging van de totale schuld. Deze ontwikkeling heeft een U-vorm. De schuld als percentage van de omzet is in het jaar 2000 historisch hoog door de internetzeepbel van de tweede helft van de jaren negentig. Van deze piek daalt de schuld als percentage van de omzet naar 25,5 procent in 2007. Hierop volgt een stijging naar 33,3 procent in 2019 voordat de impact van de pandemie (door dalende omzetten) de totale schuld tot 38,9 procent laat stijgen. Maar de nominale kosten van de totale schuld, de rentelast, neemt in verhouding niet evenveel toe als de schuld. Terwijl de nominale schuld sterk toeneemt, dalen de jaarlijkse kosten van €4,7 miljard in 2000 tot €3,9 miljard in 2020. Hierdoor nemen de kosten van de schuld als percentage van de totale schuld af van 4,7 procent in 2000 tot 2,7 procent in 2020. De combinatie van een stijgende totale schuld en een rentelast die nominaal nagenoeg gelijk blijft, betekent dat door een mogelijke stijging van de rente de herfinanciering van de schuld plotseling veel meer kan kosten. Ook is het van belang wat tegenover de gestegen schuld staat, of het productief is geïnvesteerd en de verdien capaciteit is vergroot om de schuldenlast in de toekomst te dragen. Dit gaan we in het volgende hoofdstuk bespreken: de ontwikkeling van investeringen in verschillende typen activa.

Grafiek 5 Rentekosten, nominaal en als percentage van de totale schulden



5 Groei door schuld gedreven overnames

Een toename van schulden is niet slecht als dit binnen bepaalde grenzen (in verhouding tot activa of omzet) blijft en dit het toekomstige verdienvermogen van bedrijven vergroot door productieve investeringen te financieren. Ons onderzoek laat zien dat bij de bedrijven die we volgen investeringen in vaste activa vanaf 2000 zijn gedaald en dat het belangrijkste aandeel van de immateriële activa bestaat uit goodwill (dat vooral speculatief is) en niet uit intellectueel eigendom.

Goodwill is de overwaarde die betaald wordt bij de overname van een bedrijf. Als een bedrijf met een boekwaarde van \$ 100 wordt overgenomen voor \$ 150 dan wordt \$ 50 toegevoegd aan de goodwill van de balans van het bedrijf dat de overname heeft gedaan. Goodwill is een post op de balans die moet worden afgeschreven op het moment dat de marktwaarde lager is dan de boekwaarde van de goodwill (*impairment*). De marktwaarde kan in een crisis dalen, waardoor het afboeken van goodwill procyclisch is. Na de ICT-crash bijvoorbeeld, moeten veel bedrijven die in de jaren negentig grote overnames hebben gedaan historisch ongekende verliezen nemen vanwege goodwill afschrijvingen. AOL Time Warner heeft met een verlies van \$ 99 miljard in 2002, voornamelijk door het afschrijven van goodwill, het grootste verlies van de Amerikaanse geschiedenis tot dat moment.³⁷ In Nederland moet KPN in 2001 en 2002 ook een recordbedrag afschrijven als gevolg van een te hoge goodwill waardering van E-plus. In 2001 leidt het afboeken van € 12,9 miljard tot een verlies van € 7,5 miljard; het grootste verlies tot dan toe in Nederland.³⁸

De hoogte van de goodwill is vooral toegenomen omdat bedrijven makkelijk kunnen lenen en hierdoor met elkaar zijn gaan concurreren in het overnemen van andere bedrijven. Hierbij is na de financiële crisis ook de monetaire context van belang. Met name het opkoopbeleid van centrale banken die de lange rente verder doet dalen maakt het voor bedrijven goedkoper om te lenen. Overnames zijn ook een manier om de bestaande marktmacht te vergroten door (potentiële) concurrenten en onderdelen van de eigen waardeketen op te kopen. Wat we zien is dat de omvang van de goodwill in tandem met de schuld is toegenomen, net als tijdens de internetzeepbel in de jaren negentig. Hierdoor is de omvang van goodwill losgezongen van wat bedrijven daadwerkelijk in de toekomst boven op de boekwaarde kunnen toevoegen. Het bestaan van een nieuwe 'goodwill bubbel' (activa die door schuld gedreven fusies is gegroeid maar moet worden afgeboekt, vergelijkbaar met de periode na de ICT-crash) is hierdoor een reëel scenario.³⁹

37 Van Triest, Sander, Weimar, Jeroen. *Koersreacties op aankondigingen van goodwill impairments in Nederland*, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie 78(10): 454-461 p 454-461.

38 Bilefsky, Dan. *KPN Posts Big Net Loss for 2001, But Forecasts Rebound This Year*. The Wall Street Journal. March 19, 2002. <https://www.wsj.com/articles/SB1016443345330546840>

39 Baker, Andrew, Colin Haslam, Adam Leaver, Richard Murphy, Leonard Seabrooke, Saila Stausholm, Duncan Wigan, *Against Hollow Firms. Repurposing The Corporation For A More Resilient Economy* (Sheffield: University of Sheffield, The Centre for Research on Accounting and Finance in Context: 2020). Beschikbaar via: https://www.sheffield.ac.uk/polopoly_fs/1.892482!/file/Against-Hollow-Firms.pdf

Een ander punt is dat het in de toekomst moeilijker gaat worden om de schuldenlast verder te verhogen als dat nodig is om productieve investeringen te doen. Met name de energietransitie gaat de investeringsopdracht van bedrijven verhogen terwijl de capaciteit voor nieuwe leningen is afgenomen. Dit komt doordat de schuldenlast is gestegen zonder dat hier een evenredige stijging van het verdienvermogen tegenover staat. Kortom, als we kijken naar wat tegenover de groei van de schulden staat, dan zien we vooral een toename van de goodwill, die speculatief is; een stagnatie van investeringen in vaste activa en onderzoek en ontwikkeling, en minder ruimte om in de toekomst investeringen te doen. Zoals we in het volgende hoofdstuk zullen zien, zijn in de periode dat de schuld toeneemt vooral de uitgaven aan dividend en de inkoop van de eigen aandelen gestegen. Deze toename in de uitkering aan de aandeelhouder zal lastig worden om vast te houden als schulden niet meer in hetzelfde tempo kunnen groeien.

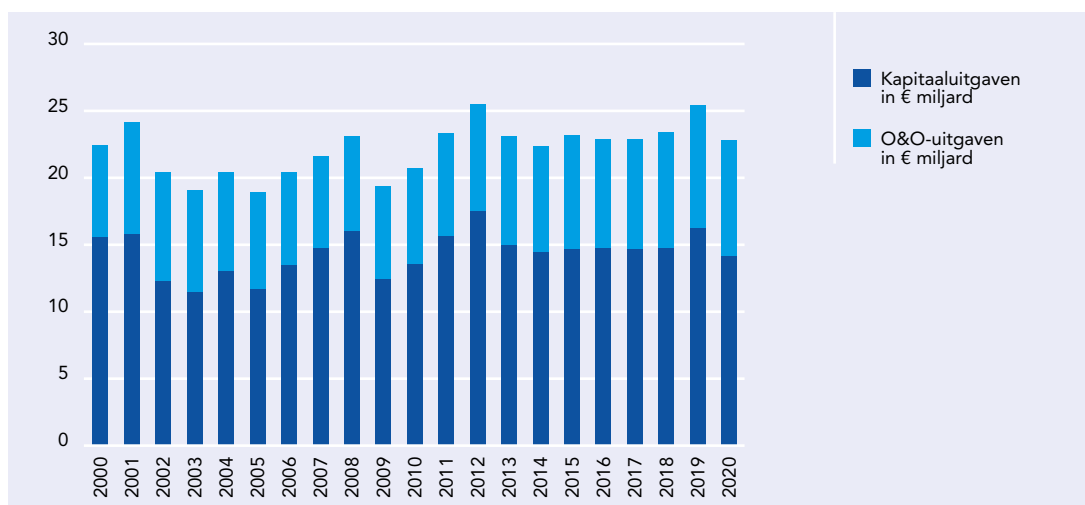
5.1 Investeringen in vaste activa

Als we kijken naar de groep bedrijven die we volgen dan zien we dat de nominale waarde van de omvang van investeringen in vaste activa en in onderzoek en ontwikkeling nauwelijks veranderen in de laatste twintig jaar. In verhouding tot de omzet dalen de investeringen in vaste activa van 6,5 procent in 2000 tot 3,8 procent in 2020. Als we de jaarlijkse investeringen in vaste activa afzetten tegen de waarde van de voorraad aan vaste activa dan zien we dat deze dalen van 22 procent in 2000 naar 12,3 procent in 2020. Vanaf 2019 is het volume investeringen in de vaste activa niet meer genoeg om de afschrijvingen te vervangen en krimpt de netto voorraad van vaste productiemiddelen van deze groep bedrijven dus.⁴⁰ De daling van investeringen in vaste activa als gevolg van een korte termijn focus op de aandeelhouderswaarde, waardoor voor een andere verdeling van de financiële middelen wordt gekozen, wordt in meerdere studies herkend.⁴¹ Een groter deel van de productie wordt uitbesteed en zien we later terug als inkoop van toeleveranciers en als deelnemingen van het bedrijf.

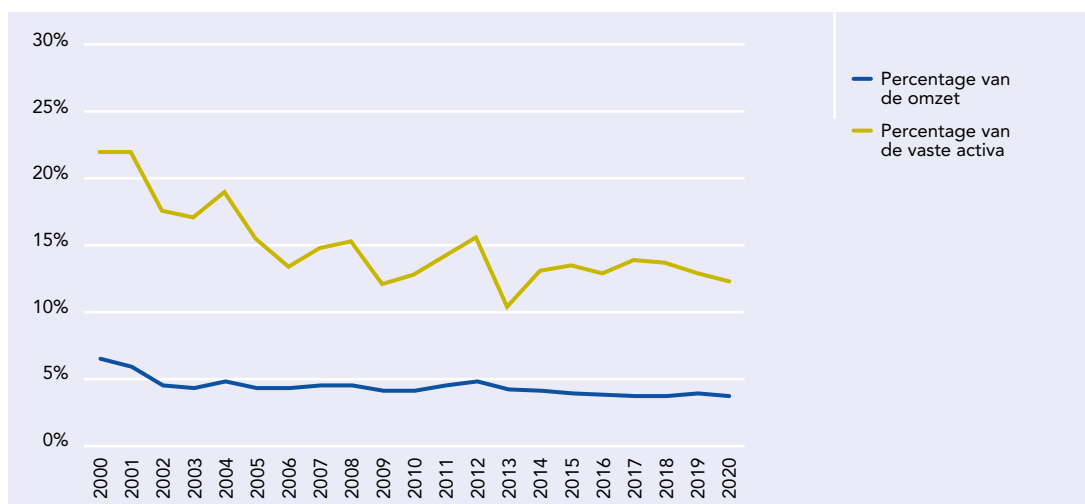
40 Deze waarde is een schatting omdat niet alle bedrijven afschrijvingen van vaste activa rapporteren maar alleen van alle activa. Voor deze berekening hebben wij van de kapitaaluitgaven tachtig procent van de totale afschrijvingen afgetrokken.

41 Tori, Daniele, Onaran, Özlem, "The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK", *Cambridge Journal of Economics*, 42(5): 1393–1416 en Stout, Lynn, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, (San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 2012).

Grafiek 6 Investerings in vaste activa en uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling (O&O)



Grafiek 7 Investerings in vaste activa als percentage van de voorraad vaste activa en als percentage van de omzet



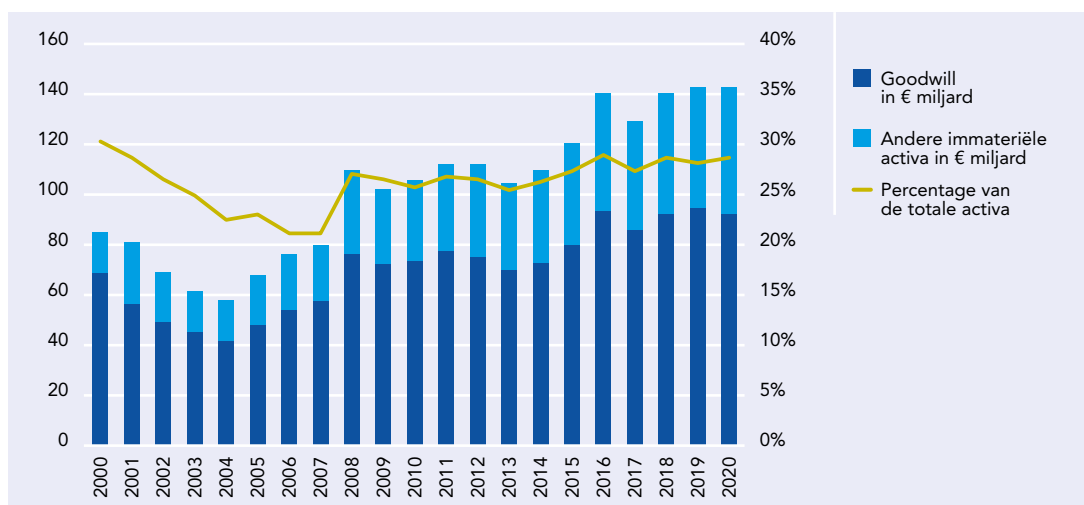
5.2 Immateriële activa

De immateriële activa nemen in de laatste vijftien jaar wel toe, na eerst vijf jaar te zijn gedaald van een vorig hoogtepunt rond de ICT-crash in het jaar 2000. Immateriële activa bestaan uit een waaier van categorieën zoals intellectueel eigendom, merkwaarde en goodwill. De nominale waarde van de totale immateriële activa neemt toe van € 85,1 miljard in 2000 tot € 142 miljard in 2020. De goodwill stijgt van € 69 miljard in 2000 tot € 92,4 miljard in 2020 en stijgt hiermee minder dan de rest van de immateriële activa. Het percentage goodwill in de totale immateriële activa daalt van 81,2 procent van de totale immateriële activa in 2000 tot 65,1 procent immateriële activa in 2020 omdat de waarde van het intellectuele eigendom sneller stijgt. Als we naar de schuld en goodwill samen kijken dan zien we dat deze in de laatste twintig jaar in tandem zijn gegroeid, wat ook andere studies over de ontwikkeling van goodwill laten zien.⁴² De schuld gedreven groei van goodwill is een risico voor deze bedrijven, zoals hierboven besproken is. Net als op de woningmarkt, waar ruimere financieringsmogelijkheden van kopers de prijs van woningen omhoog stuwden, betekent een lagere rente dat bedrijven makkelijker kunnen overbieden en de prijs van de overnames (en dus de goodwill) omhoog gaat. Onderzoek geeft bovendien aan dat op de langere termijn bedrijven die door eigen operationele investeringen groeien, beter in staat zijn productiviteitsverhogende investeringen te doen dan bedrijven die overmatig door overnames groeien.⁴³

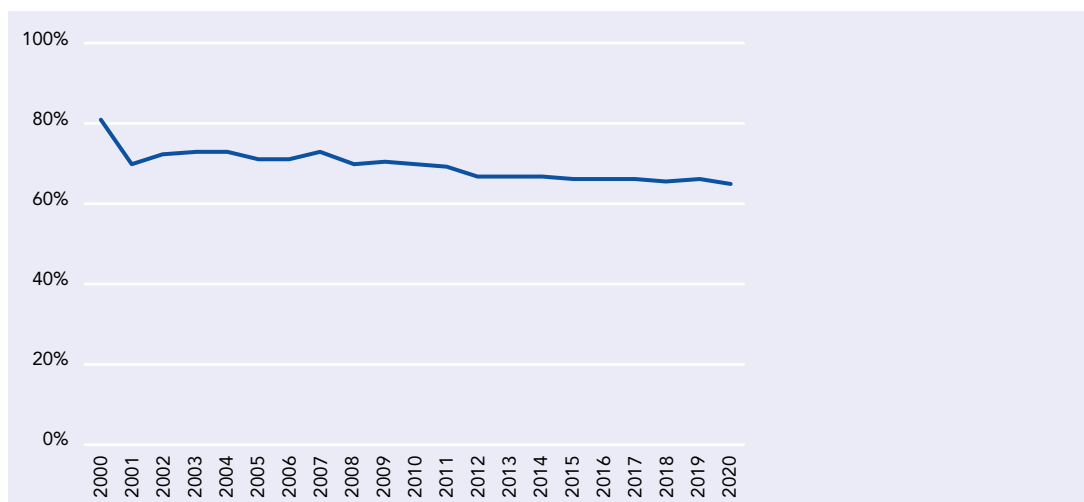
42 Leaver, Adam. *Intangible concerns: Goodwill and the risk of pro-cyclicality in corporate America*. Sheffield Political Economy Research Institute, 18 juni 2018. <http://speri.dept.shef.ac.uk/2018/06/19/intangible-concerns-goodwill-and-the-risk-of-pro-cyclicality-in-corporate-america/>

43 Haskel, Jonathan, Westlake, Stian, *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, (Princeton: Princeton University Press, 2018).

Grafiek 8 Immateriële activa, nominaal en als percentage van de totale activa



Grafiek 9 Goodwill als percentage van de immateriële activa



6 Groeiende marktmacht wereldwijd

Multinationale ondernemingen zijn in de laatste veertig jaar, in de periode van globalisering, door landgrensoverschrijdende fusies steeds groter geworden. Dit gaat niet op voor alle bedrijven die we volgen; niet alle beursgenoteerde bedrijven zijn een multinational. Zoals eerder opgemerkt in de methode sectie: de groep is divers in omvang (beurswaarde en omzet), in de markt waarin ze actief zijn en in de mate waarin ze landsgrensoverschrijdend opereren.

We kunnen twee typen marktmachten onderscheiden: afhankelijkheid van een specifiek bedrijf en inkoopmacht. Het eerste type marktmacht heeft te maken met de mate waarin afnemers en consumenten afhankelijk zijn van een bedrijf voor specifieke diensten en producten. De archetypische monopolist kent geen concurrent en heeft verkoopmacht. Consumenten zijn afhankelijk van dit bedrijf, waardoor het de prijs grotendeels kan bepalen. Marktmacht gaat om gradaties, de mate waarin bedrijven in staat zijn om de marge (dat is het verschil tussen verkoopprijs en productiekosten, ook wel mark-ups genoemd) te vergroten. Hierbij is het van belang dat niet alleen de relatieve omvang van het bedrijf een rol speelt maar ook de specifieke markt waarin het bedrijf opereert. Sommige markten kennen bijvoorbeeld prijzen die internationaal tot stand komen. In deze markten is het moeilijker om als monopolist de marges te vergroten via de verkoopprijs.

Het tweede type marktmacht heeft met de productieketen te maken. Hier gaat het om de mate waarin een bedrijf binnen een keten onevenredig waarde naar zich toe kan trekken. Hierbij gaat het vooral om de inkoopmacht (monopsonie). Dit type marktmacht bestaat vooral uit rents. Dit is inkomen dat voortkomt uit bezit of controle van een object of markttoegang. Digitale platform-bedrijven kunnen bijvoorbeeld vergoedingen vragen vanwege de markttoegang die zij kunnen verschaffen.⁴⁴ Supermarktketens hebben onevenredige inkoopmacht in de waardeketen doordat zij de gatekeeper zijn richting de consument. Zij bezitten activa die hen in staat stelt om winst te maken zonder een inspanning te leveren.

De United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) en het IMF hebben in de laatste jaren in een aantal publicaties laten zien dat rent inkomen wereldwijd is toegenomen en hoe dit een probleem vormt voor de wereldwijde ongelijkheid. Het zijn vooral de multinationale ondernemingen in de meest ontwikkelde economieën die het grootste deel van het wereldwijde rent inkomen genereren.⁴⁵ Dit betekent dat de machtspositie van veel producenten is afgenomen ten opzichte van een kleinere groep van zeer machtige bedrijven die de toegang tot bepaalde markten controleren. Deze bedrijven, die de toegang tot bezitten en financieel uitbaten, onttrekken meer waarde dan ze toevoegen en zijn in de woorden van Mariana Mazzucato 'takers' in plaats van

44 Voor een overzicht van de historische ontwikkeling van Big Tech bedrijven en een analyse van hoe ze rents tot het middelpunt van hun verdienmodellen hebben gemaakt zie: Fernandez, Rodrigo, Adriaans, Ilke, Klinge, Tobias J., Hendrikse, Reijer, *Engineering digital monopolies. The financialisation of Big Tech* (Amsterdam: SOMO, 2020)

45 Voor een bespreking van de opkomst van nieuwe vormen van rents, hoe dit samenhangt met marktmacht en wat dit betekent voor de ongelijkheid zie: UNCTAD, *Trade and development report 2017: Beyond austerity: towards a global new deal. Hoofdstuk 6: Market power and inequality: the revenge of the rentier*, (Geneva: UNCTAD, 2017).

'makers'. Een berekening van de UNCTAD laat zien dat in de periode 1995 tot 2000 veertien procent van de totale winst van de honderd grootste bedrijven wereldwijd bestaat uit winst die samenhangt met het uitbuiten van de marktmacht.⁴⁶ In de periode 2009 tot 2015 stijgt dit percentage tot veertig procent. Een studie van het IMF die de ontwikkeling van de mark-ups van verschillende landen met elkaar vergelijkt, laat zien dat er significante verschillen zijn tussen de VS en andere ontwikkelde economieën.⁴⁷ Dit betekent dat institutionele verschillen waarschijnlijk een rol spelen bij de hoogte van mark-ups. Ondanks de verschillen stijgen de mark-ups wereldwijd in ontwikkelde economieën fors tussen 1980 en 2016, met 42 procentpunt in de VS en 35 procentpunt bij een brede groep van ontwikkelde economieën. In Nederland wordt de stijging van de mark-ups geschat van 5 procent in 1980 tot 52 procent in 2016.⁴⁸ Volgens deze studie ligt de stijging onder het EU gemiddelde en heeft de grootste stijging zich voorgedaan na 2012.

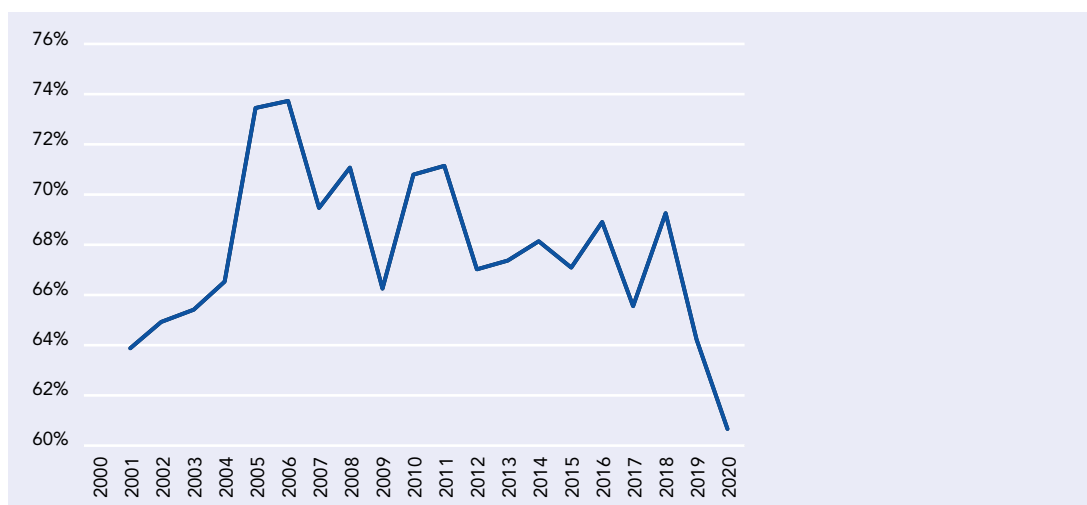
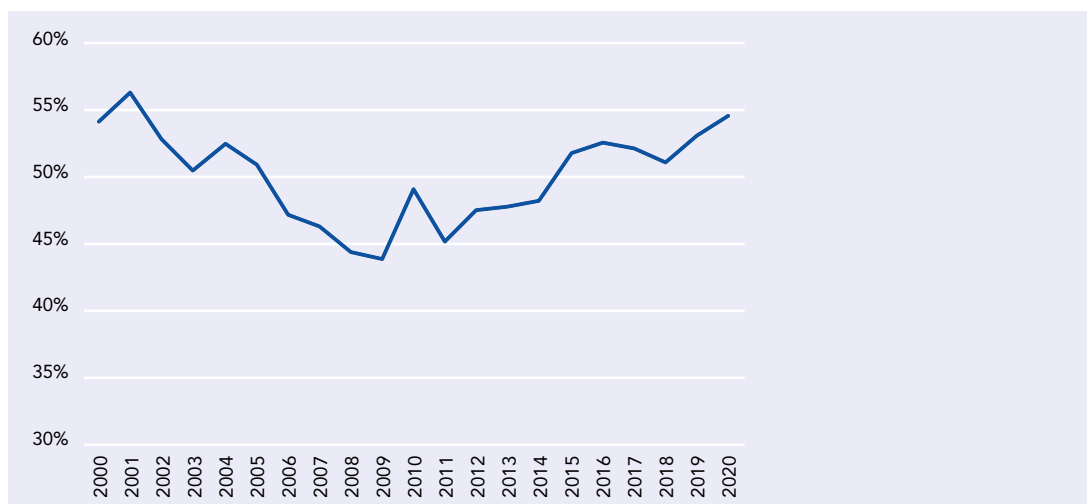
6.1 Toeleveranciers en mark-ups

Als we kijken naar het deel van de omzet van bedrijven dat naar toeleveranciers gaat dan lijkt het op de lange termijn vrij constant. Maar omdat het gaat om het aandeel in de totale omzet kunnen relatief kleine veranderingen nominaal groot zijn. Het aandeel van de omzet dat naar toeleveranciers gaat is 63,8 procent in 2001 en stijgt naar 73,7 procent in 2006 om te dalen naar 60,1 procent in 2020. Als de verdeling van 2001 gelijk zou zijn gebleven dan zou de nominale waarde van de beloning van de toeleveranciers in 2020 € 11,9 miljard hoger zijn geweest (verdeling van 2005: € 48,7 miljard). De mark-ups van de groep bedrijven die we volgen laat in lijn van de bevindingen van de eerder aangehaalde studie vanaf 2012 een stijging zien. De stijging van de marge ten opzichte van de productiekosten is in de laatste tien jaar negen procentpunt. Bovenal liggen in de gehele periode de mark-ups historisch hoog en vindt de stijging in de periode hiervoor plaats.

46 Idem, p 125.

47 Diez, Federico J., Daniel Leigh, Suchanan Tambunlertchai, *Global Market Power and its Macroeconomic Implications*, IMF Working Paper WP/18/137, (Washington: IMF, 2018).

48 De Loecker, Jan., Eeckhout, Jan, *The Global Market Power*, NBER Working Paper Series, 2018, p 11.

Grafiek 10 Kosten van toeleveranciers als percentage van de omzet**Grafiek 11** Markup (marge) als percentage van de kosten

7 De aandeelhouder is de prioriteit

In het begin van de jaren tachtig vindt een revolutie plaats die een einde maakt aan het naoorlogse keynesiaans regime en die het aandeelhouderskapitalisme dominant maakt.⁴⁹ De strategische focus van bedrijven verandert radicaal in korte tijd. Het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde wordt nu het enige motief dat bestuurders hebben. Dit wordt mogelijk gemaakt door nieuwe regulering en naarmate dit model dominant en ‘normaal’ wordt in toenemende mate afgedwongen door beleggers. In eerste instantie is het vooral een verandering die plaatsvindt in de VS. De globalisering, de mobiliteit van het kapitaal, brengt deze ideologie en de bijbehorende invulling van het stelsel dat het bestuur van bedrijven reguleert, de *corporate governance*, naar andere landen. Dit maakt onderdeel van een veel bredere botsing van nationaal gebonden institutionele modellen van kapitalisme. Met enerzijds het Rijnlands model, dominant in continentaal Europa, en anderzijds het Angelsaksische model met beide een eigen specifieke invulling van de focus van het bedrijf. In een recent artikel beschrijven een aantal politiek economen de voortschrijdende aandeelhoudersrevolutie in het Verenigde Koninkrijk, in het bijzonder de bijbehorende beloning van bestuurders van beursgenoteerde bedrijven, daarom als de *Amerikanisering* van de *corporate governance*, gedragen door beleggers.⁵⁰

Exemplarisch voor de intellectuele basis achter deze ideologische wending is het gedachtegoed van Milton Friedman, een prominente monetarist en architect van de neoliberale structurering van Chili vanaf 1973. In een beroemd geworden bijdrage in *The New York Times Magazine* in 1970 beschrijft Friedman kernachtig het idee van het aandeelhouderskapitalisme.⁵¹ In essentie vindt Friedman dat het de taak van bestuurders van bedrijven is om exclusief in het belang de eigenaar (de aandeelhouder) te werken. Als de bedrijfsvoering andere doelen nastreeft dan het maximaliseren van de waarde van de aandeelhouder (bijvoorbeeld werknemers, consumenten, productinnovatie, het milieu) dan is het bedrijf bezig met ‘maatschappelijk verantwoordelijk ondernemen’. Dit beschouwt Friedman als een oneigenlijke inbreuk van bestuurders op het neutrale proces van marktwerking, het principe dat de markt de verdeling van de schaarse middelen moet bepalen en dat dit niet overgelaten kan worden aan een normatief ingegeven aanpassing. De ideologische omwenteling wordt uiteindelijk breed gedragen door beleidseconomen, beleidsmakers, investeringsfondsen en bestuurders van bedrijven. In de jaren negentig wordt zo het aandeelhouderskapitalisme gaandeweg het nieuwe normaal.⁵²

Om de belangen van bestuurders op één lijn te krijgen met de belangen van de eigenaar van het bedrijf, verandert de beloning van de bestuurder. Deze verandering in de *corporate governance* in

49 Lazonick, William, O’Sullivan, Mary, “Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance”, *Economy and Society*, 29(1) (200): 13–35.

50 Linsi, Lukas, Hopkin, Jonathan, Jaupart, Pascal, “Exporting inequality: US investors and the Americanization of executive pay in the United Kingdom”, *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2021.2004440

51 Friedman, Milton, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, 13 September, 1970.

52 Horn, Laura, Vliegenthart, Arjen, “Corporate governance in Nederland – hoe bedrijven handelswaar werden”, in *De kredietcrisis: Een politiek economisch perspectief*, ed. Jasper Blom (Amsterdam: Amsterdam University Press, 2010)

de richting van een groeiende beloning op basis van vooraf vastgestelde prestaties, betekent dat de bestuurder duidelijke doelen krijgt waar benoemd staat waar het bedrijf naar toe moet. Dit instrumentarium, met de daarin Key Performance Indicators (KPI's), is gericht op een zeer beperkte visie op wat het belang van de aandeelhouder is. Het gaat vooral om de korte termijn ontwikkeling van de marktwaarde van het bedrijf, afgemeten aan financiële ratio's zoals Earnings Per Share (EPS) die breed worden ingezet om bedrijven met elkaar te vergelijken.

De focus op de korte termijn ontwikkeling van de prijs van het aandeel betekent dat bestuurders met financiële interventies (inkoop eigen aandelen) vaak meer kunnen bereiken dan operationele activiteiten (verhogen van de omzet).⁵³ De EPS stijgt bijvoorbeeld als het aantal uitstaande aandelen (noemer van de breuk) daalt. De inkoop van eigen aandelen leidt automatisch tot een goede score op deze KPI, ongeacht de operationele uitkomsten. Op deze manier zien we dat financialisering diep verankerd raakt in de strategische bedrijfsdoelen en het gebruikte beoordelingsmechanisme. Naarmate het nieuwe bedrijfsmodel dominant wordt, stijgt de beloning van bestuurders ten opzichte van het loon van de werknemers. De mediane beloning van bestuurders van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven stijgt in de laatste 25 jaar met 450 procent, terwijl in dezelfde periode het bruto mediaanloon van Nederlandse werknemers met 50 procent stijgt.⁵⁴

De combinatie van groeiende schulden en de inkoop van eigen aandelen betekent volgens een studie van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) dat bedrijven hun eigen vermogen collectief hebben verminderd ten opzichte van het vreemde vermogen.⁵⁵ Schuld is vreemd vermogen. Aandelen inkopen betekent het verkleinen van het geplaatste aandelenkapitaal en vermindert direct het eigen vermogen. De combinatie van beide activiteiten over een langere tijd bij bedrijven wereldwijd betekent dat structurele risico's volgens de BIB zijn toegenomen. Bedrijven zijn als gevolg van dit gedrag (grotere schuld en kleiner aandelenkapitaal) minder goed in staat om tegenvallers op te vangen.

7.1 Uitkering aan de aandeelhouders

De totale uitkering aan de aandeelhouders tussen 2000 en 2020 is € 288,1 miljard. Dit bestaat uit dividend (€ 171,7 miljard) en de inkoop van eigen aandelen (€ 116,4 miljard). Uit de data blijkt dat de inkoop van de eigen aandelen vooral meebeweegt met de ontwikkeling van de beurskoersen. Als deze hoog zijn, wordt meer ingekocht. De ontwikkeling van het uitgekeerde dividend is stabiel en minder afhankelijk van de beurskoersen. Deze ontwikkelingen komen overeen met andere studies, waar we zien dat de inkoop van eigen aandelen sterk procyclisch is en dividend relatief stabiel blijft.⁵⁶ Als we kijken naar de totale uitkering aan de aandeelhouder als percentage van de nettowinst, dat is de winst na alle kosten, afschrijvingen, renteverplichtingen en betaalde belasting, dan zien we

53 Froud, Julie, Johal, Sukhdev, Leaver, Adam, Williams, Karel, *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers* (London/New York: Routledge, 2006).

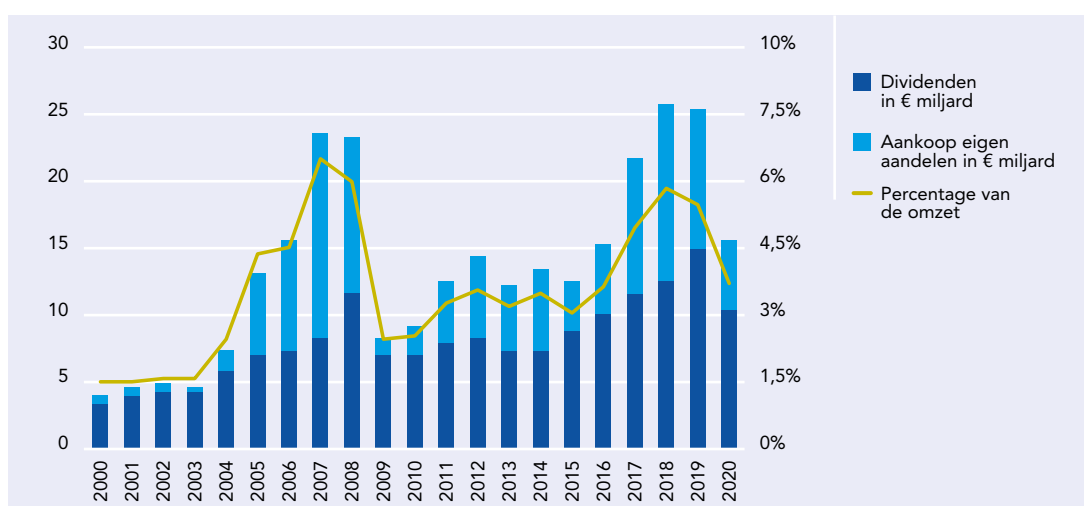
54 Fernandez, Rodrigo, Klinge, Tobias J., Leaver, Adam, Linsi, Lukas, *Pay and the Pandemic. The decoupling of Dutch boardroom pay from performance during the Covid-19 outbreak*, (Amsterdam: SOMO, 2022) Beschikbaar via: <https://www.somo.nl/nl/wp-content/uploads/sites/2/2022/03/Pay-and-the-Pandemic.pdf>

55 Aramonte, Sirio, "Mind the buybacks, beware of the leverage", *BIS Quarterly Review* (September 2020). Beschikbaar via: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009d.htm

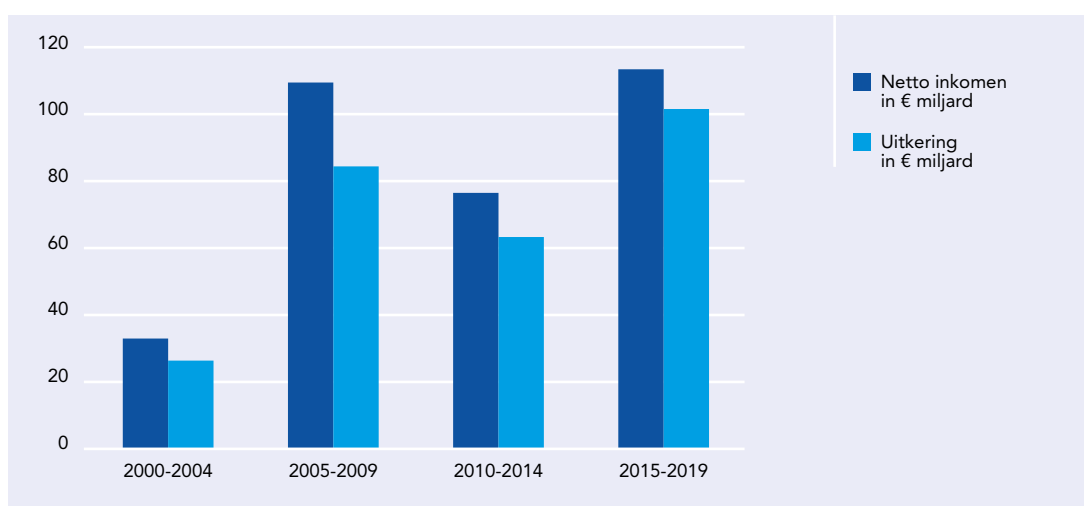
56 Fernandez, Rodrigo, Klinge, Tobias J., *Private gains we can ill afford. The financialisation of Big Pharma* (Amsterdam: SOMO, 2020).

dat geleidelijk een steeds groter deel wordt ingenomen door de beloning aan de aandeelhouder. Een aantal jaren is de beloning aan de aandeelhouder zelfs meer dan honderd procent van de nettowinst waardoor niets overblijft om te herinvesteren of om te sparen. In grafiek 7.2 hebben we voor een periode van vijf jaar de totale nominale waarde van de uitkering aan de aandeelhouder naast het netto-inkomen gezet. Wat dit laat zien is dat de uitkering aan de aandeelhouder stijgt van 79 procent in de periode 2000 tot 2004 tot 89 procent in de periode 2015 tot 2019. In totaal is in deze periode voor €273 miljard uitgekeerd aan de aandeelhouder en is de nettowinst €330 miljard. Hiermee krijgen de aandeelhouders 83 procent van het netto-inkomen van de bedrijven die we volgen in de periode 2000 tot 2019.

Grafiek 12 Uitkering aan de aandeelhouder, nominaal en als percentage van de omzet



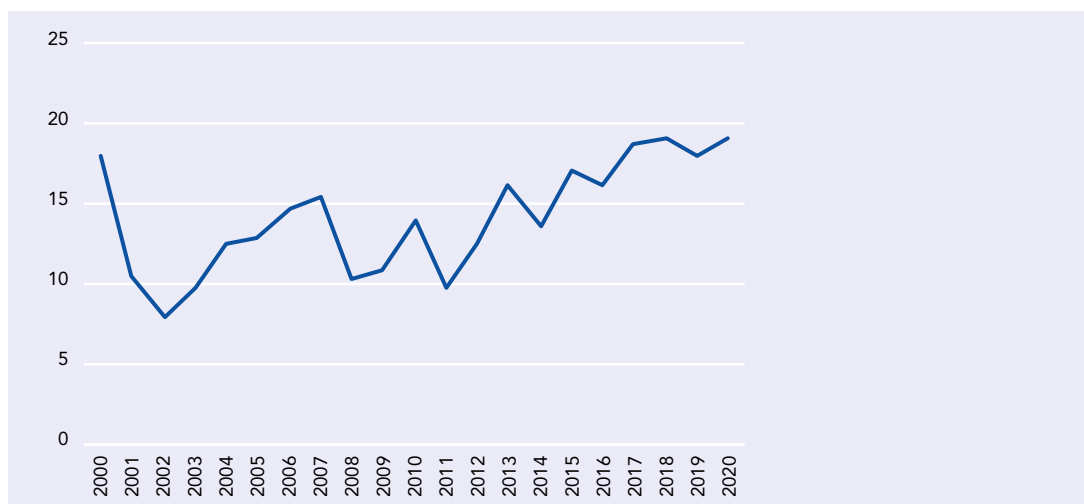
Grafiek 13 De nominale uitkering aan de aandeelhouder en het netto inkomen, per vijf jaar



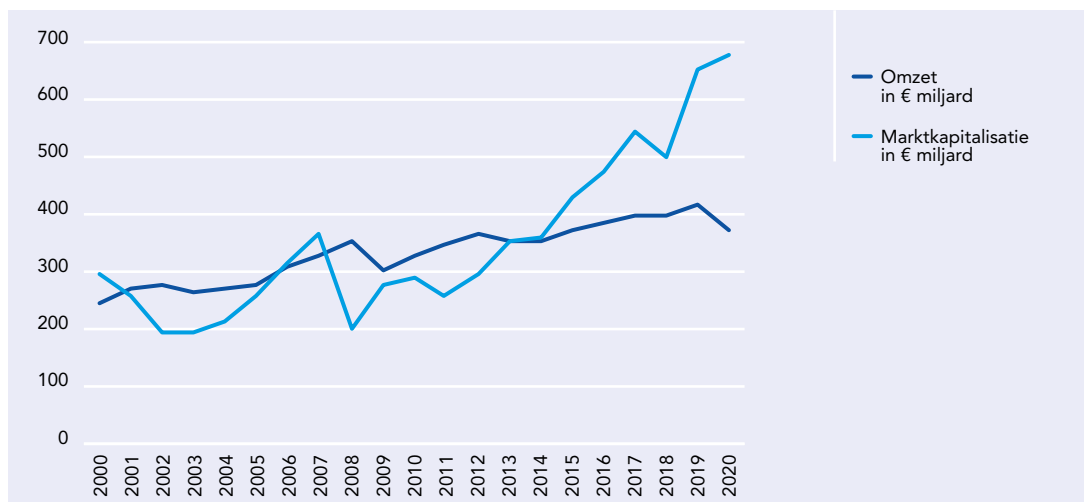
7.2 De beurskoersen

De beurskoersen laten in de laatste twintig jaar een stijgende lijn zien. Na het bereiken van een voorlopige piek van de koers-winstverhouding, net voor de ICT-crash, volgt eerst een sterke daling. Vanaf een dieptepunt in 2002 zien we vervolgens een stijgende lijn en wordt in 2017 de koers-winstverhouding uit 2000 overtroffen. De totale marktkapitalisatie daalt na de financiële crisis in 2008 tot € 198,4 miljard. Vervolgens zien we een stijging van de marktkapitalisatie naar € 676 miljard in 2020. Dit betekent dat aandeelhouders een forse stijging van de waarde van hun effectenbezit hebben gezien in deze periode.

Grafiek 14 Koers-winstverhouding (median)



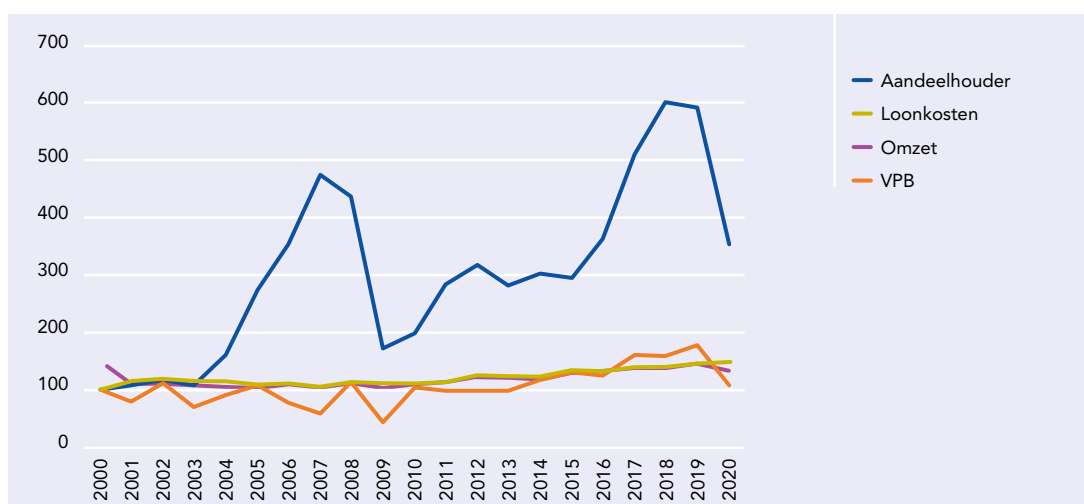
Grafiek 15 De nominale ontwikkeling van de omzet en de marktkapitalisatie



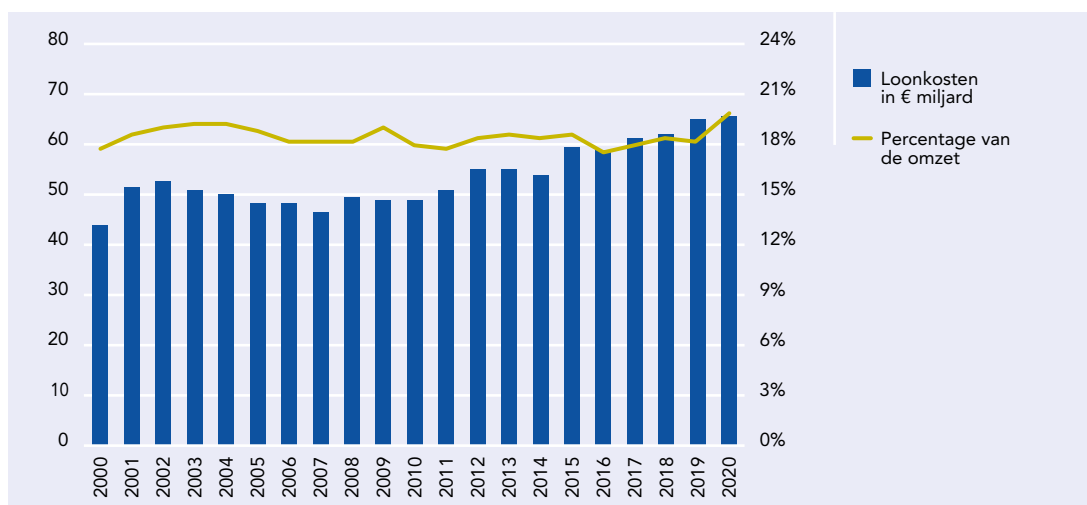
7.3 Aandeelhouder centraal

Het prioriteren van de aandeelhouder heeft geleid tot een duidelijke herverdeling van de financiële middelen binnen de groep bedrijven die we volgen. De uitkering aan de aandeelhouder stijgt veel sneller dan de beloning van de factor arbeid, de omzet en de vennootschapsbelasting. Er is een duidelijke procyclische beweging te zien, die eerder besproken is in relatie tot de inkoop van de eigen aandelen. In 2020, het eerste coronajaar, daalt de totale uitkering aan de aandeelhouder. De toename van de andere financiële stromen binnen het bedrijf blijft duidelijk achter bij de aandeelhouder. De totale uitgaven aan de factor arbeid daalt licht ten opzichte van de omzet. Nominaal stijgt deze post van €44,0 miljard in 2000 naar €65,7 miljard in 2020. Als percentage van de omzet is dit een lichte stijging van 18,6 procent naar 20,6 procent. Als we het jaar 2020 weglaten, dat vanwege de covid-19 pandemie een verstoring is, dan zien we dat de loonkosten als percentage dan de omzet gelijk blijft (18,6 procent in 2019).

Grafiek 16 De ontwikkeling van de beloning van de aandeelhouder, werknemer, omzet en vennootschapsbelasting - Index (2000 = 100)



Grafiek 17 Loonkosten



8 Slotwoord: prioriteren van de aandeelhouder is geen duurzaam model

Uit ons onderzoek blijkt dat de ontwikkeling van de financiële stromen binnen de beursgenoteerde bedrijven die we in Nederland volgen, overeenkomen met ontwikkelingen in andere landen. Ten opzichte van de omzet stijgt de totale uitkering aan de aandeelhouder en dalen de investeringen in vaste activa. De schulden nemen toe zonder dat de financiële reserves worden aangesproken. En goodwill blijft een groot deel van de activa uitmaken. Deze ontwikkelingen in de periode 2000 tot 2020 moeten begrepen worden in de context van bredere verschuivingen die zich in de laatste vier decennia hebben voorgedaan.

De ontwikkeling die bedrijven sinds de jaren tachtig doormaken, wordt gedreven door een nieuwe strategische focus waarbij het idee dat 'bestuurders van bedrijven de aandeelhouderswaarde moeten maximaliseren' steeds dominanter is geworden. Niet de werknemers, de omgeving, technologische ontwikkeling, consumenten, toeleveranciers of het milieu, maar enkel de aandeelhouder is van belang. Het resultaat van deze nieuwe focus is vooral te zien aan het groeiende deel van de kasstromen die naar de aandeelhouder gaat in de vorm van dividend en hogere aandelenprijzen door de inkoop van de eigen aandelen.

Om financiële ruimte te maken voor die grotere uitkering aan de aandeelhouder hebben andere delen moeten inleveren. Een grotere schuldenlast en krimpende toekomstige kasstromen door lagere investeringen in operationele processen zijn ongezonde ontwikkelingen. Tegenover schulden moet een verdien capaciteit staan om kosten in de toekomst te kunnen dragen. Er is ingezet op dure overnames waardoor de waardering van de goodwill hoog is gebleven. Deze uitgaven moeten zich ook gaan bewijzen, anders kunnen we weer recordhoge afschrijvingen zien zoals na de ICT-crash. Dit kaartenhuis is vooral afhankelijk van lage rentes om goedkope herfinanciering mogelijk te maken. De hogere uitkering aan de aandeelhouder is geen teken van bedrijven die steeds gezonder worden en hierdoor meer kunnen uitkeren, maar mogelijk van het omgekeerde; van bedrijven die worden uitgehold om de hogere uitkering aan de aandeelhouder te kunnen dragen. Het is een model dat mettertijd waarschijnlijk steeds lastiger wordt om in stand te houden. De grote multinationale ondernemingen hebben deze focus (afknijpen van investeringen en lonen en uitkeren aan de aandeelhouders) geïnternaliseerd, zoals blijkt uit de hier besproken data, maar ook opgelegd aan wereldwijde waardeketens.

De energietransitie zal bedrijven dwingen om hun investeringen in vaste activa op te schroeven. De komende periode zal in het teken moeten staan van een fundamentele verandering van de energiehuishouding van de economie. Om bedrijven in lijn te brengen met klimaatnormen zullen ze hun strategische focus op het maximaliseren van de aandeelhouder moeten wijzigen. Tot nu toe is daar weinig van te zien. De energietransitie wordt gepresenteerd als een win-win-situatie voor

de aandeelhouder en het klimaat.⁵⁷ Wat we zien is dat bedrijven, onder andere via lobby, het liefst alles zoveel mogelijk bij het oude laten en de kosten voor verandering bij de overheid neerleggen.⁵⁸ De klimaattransitie dreigt zo een volgende fase te worden waarin winsten privaat zijn en de kosten publiek.

Wat dit betekent voor de andere delen van het bedrijf, de werknemers en de toeleveranciers, is onduidelijk. Verdringt het klimaat (als win-win voor de aandeelhouder) andere prioriteiten? We kunnen de toekomst niet voorspellen, maar het is wel duidelijk dat door de gekozen koers van de laatste twintig jaar, kasstromen schaarser zijn geworden en het risico groter. De inkoop van eigen aandelen in combinatie met een groeiende schuld betekent dat de verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen steeds schever is geworden. Bedrijven zijn hierdoor minder weerbaar. Als goodwill moet worden afgeboekt, omdat de verwachtingen toch niet waargemaakt kunnen worden, of als de rente stijgt, dan kunnen bedrijven er plotseling heel anders uitzien. De onafgebroken belastingontwijking, het oppotten van financiële activa in belastingparadijzen, in combinatie met grotere subsidies en publieke investeringen voor private verdienmodellen, kan tot een grote druk op de overheidsfinanciën leiden en is daardoor minder houdbaar voor de lange termijn.

Bovenal is het *corporate governance* model waarin bestuurders geprikkeld worden om alleen bezig te zijn met de korte termijn ontwikkeling van het aandeel, niet verenigbaar met de nodige veranderingen. De bestuurders zullen de blik moeten verbreden. Kapitaal moet weer geduldig worden en niet meer gericht zijn op het hoogste rendement op de kortst mogelijke termijn. Alleen als het 'metabolisme' van de kasstromen verandert, de uitkering aan de aandeelhouder radicaal omlaag gaat, het inkopen van eigen aandelen gestopt wordt, het opkopen van andere bedrijven met schuld afneemt en meer geïnvesteerd wordt in vaste activa, onderzoek en ontwikkeling, de werknemer en de toeleveranciers, zullen bedrijven weer in balans zijn.

Dit is iets van de lange termijn. Net als het uitrollen van het neoliberalisme om actieve staats-interventie vraagt, zal dat hier ook het geval zijn. Het duurde veertig jaar vanaf de revolutie die Milton Friedman ontketende om te komen waar we nu zijn. Het kan nog decennia duren voordat bedrijven weer minder uitgehold zijn. Hiervoor is wel een gevoel van urgentie nodig, een katalysator die dingen in beweging brengt. Ook hebben we nu geen veertig jaar omdat de energietransitie ons die tijd niet geeft. Al veel eerder zal het gevecht uitbreken over de kasstromen, de schuldeiser, de aandeelhouder, de werknemer en het uitgeholde bedrijf.

57 Gupta, Joyeeta, Rempel, Arthur, Verrest, Hebe. Access and allocation: the role of large shareholders and investors in leaving fossil fuels underground. *International Environmental Agreements: Politics, Law and Economics* 20, 303–322 (2020).

58 Green, Jessica, Hadden, Jennifer, Hale, Thomas, Mahdavi, Paasha (2021): Transition, hedge, or resist? Understanding political and economic behavior toward decarbonization in the oil and gas industry, *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2021.1946708

9 Annex: methoden

9.1 De gebruikte Worldscope codes en de kwaliteit van de data

Code	Beschrijving	Beschikbaarheid (%)
WC01001	Net Sales or Revenues	100
WC01051	Cost of Goods Sold	99.3
WC01151	Depreciation, Depletion & Amortization	99.9
WC01201	Research & Development Expense	42.2
WC01251	Interest Expense on Debt	98.4
WC01266	Non-Operating Interest Income	89.7
WC01268	Dividend Income – Non Operating	14.6
WC01651	Net Income – Bottom Line	100
WC02001	Cash and Short Term Investments	100
WC02101	Inventories – Total	99.9
WC02501	Property, Plant and Equipment – Net	100
WC02649	Total Intangible Other Assets – Net	99.9
WC03040	Accounts Payable	98.7
WC03051	Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt	99.7
WC03251	Long Term Debt	100
WC04551	Cash Dividends Paid – Total	99.6
WC04601	Capital Expenditures (Additions to Fixed Assets)	99.8
WC04751	Com/Pfd Purchased, Retired, Converted, Redeemed	92.3
WC05001	Market Price – Year End	100
WC08002	Market Capitalization – Fiscal Period End	100
WC09106	Price/Earnings Ratio – Avg High-Low	99.9
WC18280	Goodwill/Cost in Excess of Assets Purchased	91.1

9.2 De selectie van bedrijven, gerangschikt naar hun omzet in 2020

Naam	Omzet 2020 (miljoen)	Marktkapitalisatie 2020 (miljoen)
Royal Dutch Shell	157,370	114,098
Koninklijke Ahold	74,736	24,197
Unilever Plc	50,443	129,302
Airbus SE	49,912	70,362
Arcelormittal SA	46,433	20,404
Randstad N.V.	20,718	9,759
Heineken N.V.	19,715	52,517
Koninklijke Philips	19,535	39,627
Asml Holding N.V.	13,979	165,585
Akzo Nobel N.V.	8,530	16,684
Koninklijke Dsm N.V.	8,106	24,248
Relx Plc	7,965	38,678
Koninklijke Bam GRP	6,768	466
Koninklijke Kpn N.V.	5,275	10,439
Wolters Kluwer N.V.	4,603	18,124
Postnl	3,255	1,381
Hunter Douglas N.V.	3,088	2,234
Sbm Offshore N.V.	3,047	2,937
Aalberts N.V.	2,610	4,032
Koninklijke Boskalis	2,525	2,935
Arcadis N.V.	2,494	2,437
Sligro Food Group N.V.	1,946	748
Heijmans N.V.	1,746	205
Qiagen N.V.	1,630	9,853
Fugro N.V.	1,386	784
Asm International N.V.	1,328	8,766

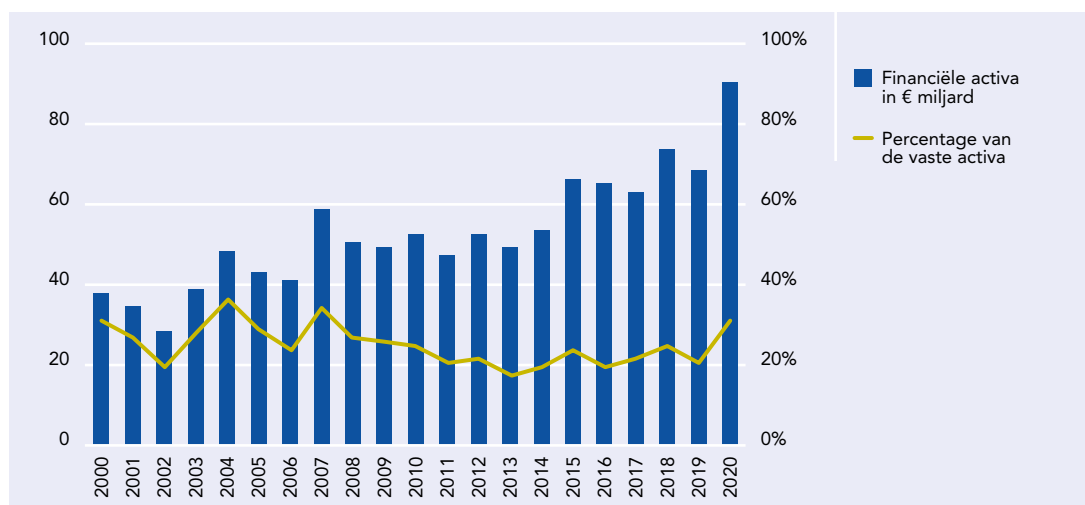
Naam	Omzet 2020 (miljoen)	Marktkapitalisatie 2020 (miljoen)
Tkh Group N.V.	1,289	1,640
Koninklijke Vopak N.V.	1,190	5,391
Corbion N.V.	987	2,717
Brunel International	893	369
Stern Groep N.V.	751	66
Amsterdam Comm	707	618
Neways Electronics	479	97
Be Semiconductor Ind	434	3,613
Core Laboratories	425	967
Kendrion N.V.	396	245
Ordina N.V.	369	268
Orthofix Medi	354	683
Beter Bed Holding	222	113
Hydratec Industrie	218	70
ICTS International	217	123
Nedap N.V.	190	330
Pharming Group N.V.	186	813
ICT Group N.V.	160	104
DPA Group N.V.	135	61
Holland Colours N.V.	102	69
Ad Pepper Media Int.	101	103
CTAC N.V.	87	39
Koninklijke Brill N.V.	38	34
Envipco Holding	31	49
Rood Microtec	11	14

9.3 Het verschil dat Shell maakt in onze analyse

Bij een aantal indicatoren is de omvang van Shell bijna even groot als de groep van 51 bedrijven die we hier volgen. Daarom beïnvloedt Shell de cijfers te veel en is besloten dit bedrijf buiten de analyse te houden. In deze sectie geven we een aantal voorbeelden van het verschil dat Shell maakt voor de uitkomst van onze onderzoekspopulatie.

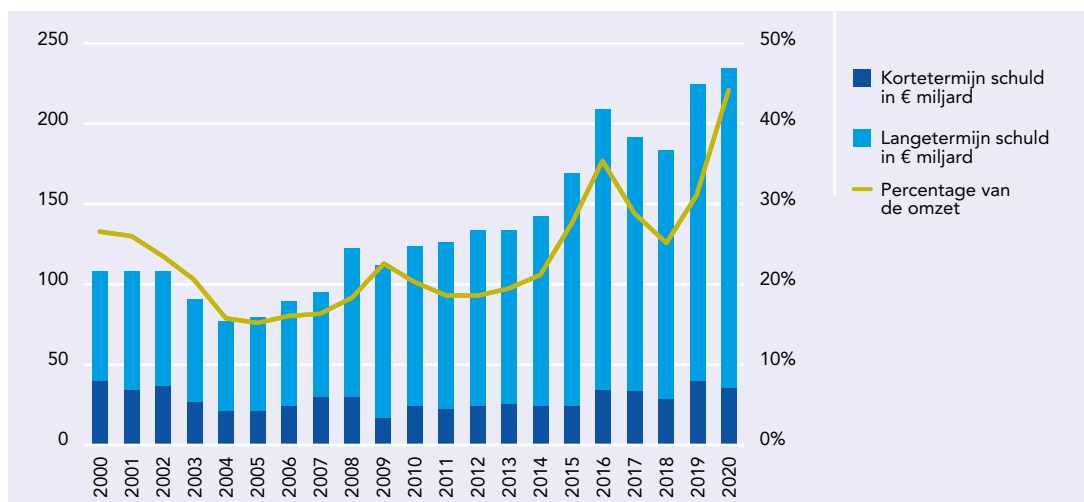
De omvang van de financiële activa als percentage van de vaste activa is met Shell erbij significant lager. Dit komt doordat Shell relatief veel vaste activa heeft. Als we de onderstaande grafiek (met Shell) vergelijken met de grafiek uit 4.1 (zonder Shell) dan zien we dat het verschil in het percentage financiële activa van de vaste activa in het jaar 2000 21 procentpunt is (met Shell 31 procent en zonder Shell 52 procent). Ondanks dat de nominale waarde van de financiële activa ruimt €30 miljard groter is met Shell (met Shell €90,5 miljard en zonder Shell €59,7 miljard).

Grafiek 18 Financiële activa, nominaal en als percentage van de vaste activa – met Shell



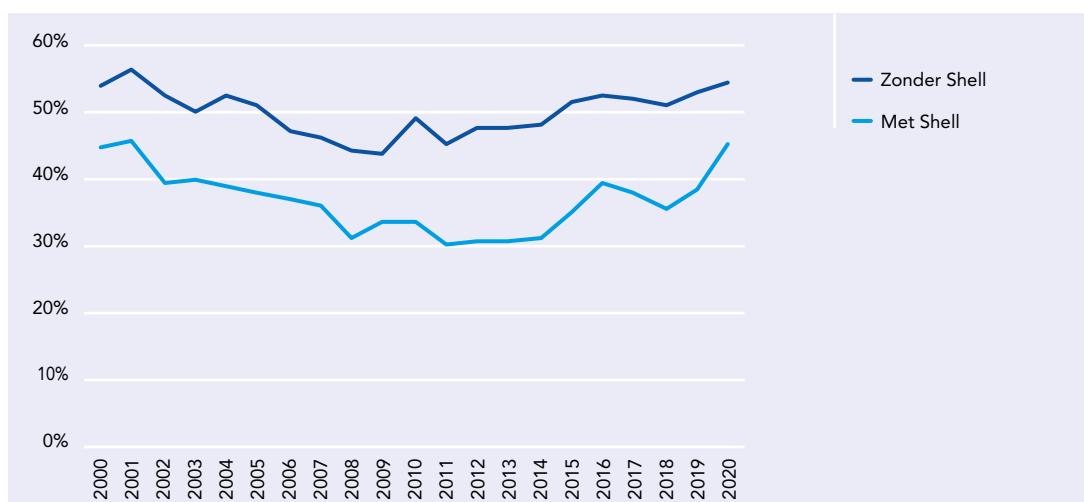
Uit een vergelijking tussen de grafiek 4.3 en grafiek 9.2 blijkt dat in het jaar 2020 de schuld als percentage van de omzet met Shell erbij 44 procent is (nominaal €233 miljard), terwijl deze zonder Shell 38 procent is (nominaal €145 miljard).

Grafiek 19 Omvang van de nominale schuld en schuld als percentage van de omzet – met Shell



Een ander belangrijk verschil is de omvang van de mark-up. Shell handelt grotendeels in producten waarvan de prijs internationaal tot stand komt en waardoor het dus geen invloed heeft op de prijzen. Hierdoor liggen de marges die Shell kan creëren een stuk lager dan voor het gemiddelde van de groep van 51 bedrijven. De opwaartse trend vanaf 2014 van de mark-up met Shell erbij zijn wel veel sterker.

Grafiek 20 Markup (marge) als percentage van de kosten van de verkochte goederen, met Shell



De uitkering aan de aandeelhouder (dividend en inkoop eigen aandelen) als procent van het netto-inkomen zou door de toevoeging van Shell de eerste veertien jaar lager zijn en de laatste vijf jaar hoger. Als we het coronajaar 2020 erbij nemen, zou het verschil bijna dertig procentpunt hoger zijn.

Grafiek 21 Vergelijking van de totale uitkering aan de aandeelhouder als percentage van het netto-inkomen

