

University of Groningen

Business groups, investment, and firm value

van der Molen, R.M.

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version

Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:

2005

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

van der Molen, R. M. (2005). *Business groups, investment, and firm value: Empirical studies on India*. [Thesis fully internal (DIV), University of Groningen]. s.n.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Samenvatting (Summary in Dutch)

Dit proefschrift bestaat uit vier empirische studies van financiële aspecten van in India gevestigde conglomeraten (*business groups*). In deze studies wordt vanuit verschillende invalshoeken geprobeerd de vraag te beantwoorden wat de functie van conglomeraten is, en hoe conglomeraten de investeringsbeslissingen, en daarmee de waarde, van de aangesloten bedrijven beïnvloeden.

Onder een conglomeraat wordt verstaan een groep van bedrijven die door allerlei onderlinge relaties met elkaar verbonden zijn, en als gevolg daarvan gecontroleerd worden door één of enkele grootaandeelhouders. De relaties tussen de bedrijven kunnen zowel formeel als informeel van aard zijn. Bij formele relaties kan gedacht worden aan eigendomsrelaties, terwijl informele relaties vaak zijn gebaseerd op allerlei sociale verbanden.

Conglomeraten zijn wijdverbreid. In grote delen van de wereld spelen groepsstructuren een belangrijke rol in het economisch proces. In Oost-Azië is ongeveer zeventig procent van de grote ondernemingen onderdeel van een conglomeraat. Ook in Zuid-Amerika en in veel Europese landen zijn conglomeraten prominent aanwezig. In India zijn veel toonaangevende bedrijven lid van een conglomeraat of *business house*. Ondanks hun getalsmatige belang is er in de economische wetenschap nog relatief weinig bekend over de werking en functie van conglomeraten. Een beter begrip van de werking van conglomeraten en hun invloed op de waarde van de aangesloten bedrijven is dus van belang. Hoewel de aandacht voor conglomeraten de afgelopen jaren is toegenomen, zijn veel vragen over het functioneren van conglomeraten nog niet (afdoende) beantwoord. In dit proefschrift wordt op een aantal van deze vragen ingegaan.

Het inleidende hoofdstuk bevat een definitie van het begrip conglomeraat, en een overzicht van de mogelijke economische verklaringen van conglomeraatvorming. Vanwege de grote verscheidenheid aan verschijningsvormen is het moeilijk om één definitie te geven van conglomeraten. Een aantal kenmerken is echter cruciaal, zowel voor conglomeraten in het algemeen als voor het speciale geval van de Indiase *business houses*. Ten eerste is een conglomeraat geen bedrijf. De bedrijven die samen het conglomeraat vormen, zijn - al dan niet beursgenoteerde - rechtspersonen, het conglomeraat zelf niet.

Een tweede belangrijk kenmerk is het bestaan van de vele en veelsoortige verbanden tussen de bij een conglomeraat aangesloten bedrijven. De bedrijven zijn vaak formeel aan elkaar verbonden doordat ze elkaars aandelen bezitten of omdat ze garant staan voor elkaars schulden. Daarnaast zijn er allerlei informele relaties, gebaseerd op familiebanden of een gemeenschappelijke etnische, religieuze of regionale achtergrond. Ook zorgen 'interlocking directorates', interne managementopleidingen en functierouleringprogramma's voor hechte banden tussen het management van de verschillende bedrijven in een conglomeraat. Dit netwerk speelt, evenals de formele relaties, een belangrijke rol bij het beheersen van de verschillende onderdelen van het conglomeraat. De veelheid van onderlinge relaties zorgt ervoor dat de controle over een groot aantal bedrijven bij één of enkele individuen ligt. Tenslotte zijn conglomeraten meestal gediversificeerd. De bedrijven in een conglomeraat zijn vaak verspreid over verschillende industriën, die in veel gevallen niet aan elkaar gerelateerd zijn.

Economen hebben verschillende verklaringen aangedragen voor het bestaan van conglomeraten. Een van de verklaringen beschouwt conglomeraten als een eigendomsconstructie waarmee een kleine groep aandeelhouders zijn invloed kan maximaliseren. Doordat in een conglomeraat een bedrijf deels eigenaar is van een ander bedrijf, dat weer een deel van de aandelen van een derde bedrijf in bezit heeft, kan een persoon met een controlerend belang in het eerste bedrijf ook het tweede en derde bedrijf beheersen. Gesteld dat bedrijf A een meerderheidsbelang heeft in bedrijf B, dat op zijn beurt een meerderheidsbelang heeft in bedrijf C, dan is een belang van eenenvijftig procent in bedrijf A voldoende om controle te hebben over alledrie de bedrijven. Op deze manier krijgt de controlerend aandeelhouder van bedrijf A dus zeggenschap over een veel groter kapitaal dan zijn eigen aandelenkapitaal. Met

andere woorden, er is niet langer een één-op-één relatie tussen het aantal aandelen en de invloed van de aandeelhouder. Het stemrecht dat met het bezit van een aandeel wordt verkregen is dus niet langer voor alle aandeelhouders gelijk. Gevolg van deze scheiding tussen eigendom en macht is dat de controlerend aandeelhouder kan bepalen wat er in de drie bedrijven gebeurt, terwijl hijzelf het grootste directe belang in bedrijf A heeft. Hij heeft dus een prikkel om beslissingen te nemen die goed zijn voor bedrijf A, maar mogelijk schadelijk voor bedrijf C. Hij kan dit bijvoorbeeld doen door activa op meer of minder subtiele wijze te verplaatsen van bedrijf C naar bedrijf A. Dit staat in de literatuur bekend als *tunneling*. De verrijking van de controlerend aandeelhouder ten koste van de aandeelhouders met een minderheidsbelang wordt in deze theorie gezien als de belangrijkste reden om een conglomeraat te vormen.

Een tweede verklaring voor het bestaan van conglomeraten heeft een positievere kijk op conglomeraten. Deze theorie gaat uit van de idee dat er kosten zijn verbonden aan het gebruiken van markten. Zo is het bijvoorbeeld kostbaar om - voordat een transactie plaatsvindt - de betrouwbaarheid van een potentiële handelspartner vast te stellen. Deze kosten zullen stijgen naarmate markten meer imperfecties vertonen. Slecht functionerende markten maken het dus aantrekkelijk om een transactie niet langer tussen twee partijen via de markt te laten plaatsvinden, maar om de twee partijen samen te voegen, en zo de transactie te internaliseren. Hierdoor worden de hoge kosten voor het gebruikmaken van de markt bespaard. Conglomeraten doen volgens deze theorie niets anders dan het vormen van interne markten, zodat het gebruik van externe markten vermeden kan worden. Interne markten verschillen principieel van externe markten, doordat op interne markten gezagsverhoudingen bepalend zijn voor de allocatie. Doordat conglomeraten centraal gestuurd worden, kan het gebruik van interne markten waarde creëren. De beschikbare financiële middelen, bijvoorbeeld, kunnen worden verdeeld over de bij een conglomeraat aangesloten bedrijven, zodat zij daar worden ingezet waar het rendement het hoogst is. Een externe financier kan deze herverdeling niet tot stand brengen, omdat hij daartoe niet gemachtigd is. Een conglomeraat kan zo dus een betere allocatie van middelen tot stand brengen en daardoor toegevoegde waarde hebben. Dit geldt niet alleen voor interne kapitaalmarkten, maar ook voor arbeidsmarkten (zelf managers opleiden en optimaal inzetten) en productmarkten (het conglomeraat als keurmerk).

Andere verklaringen voor het bestaan van conglomeraten zijn *rent-seeking* - conglomeraten worden vooral gebruikt om te profiteren van schaalopbrengsten bij het behartigen van de gezamenlijke belangen bij de overheid - en het verminderen van concurrentie - bedrijven binnen een conglomeraat houden rekening met elkaar. De eerste twee verklaringen sluiten het beste aan bij de belangrijkste kenmerken van conglomeraten, en krijgen in dit proefschrift de meeste aandacht.

In hoofdstuk 2 wordt de invloed van conglomeraten op de marktwaarde van de aangesloten ondernemingen onderzocht. Zijn bedrijven die deel uitmaken van een conglomeraat meer of minder waard dan overigens vergelijkbare bedrijven die niet tot een conglomeraat behoren (zogenaamde *stand-alone* bedrijven)? Hoewel bedrijven die deel uitmaken van een conglomeraat gemiddeld wel een hogere waarde hebben dan *stand-alone* bedrijven, blijkt uit onze analyse dat dat niet wordt veroorzaakt door het lidmaatschap van een conglomeraat. Het onderdeel uitmaken van een conglomeraat leidt in het algemeen niet tot een verandering in de waarde van de onderneming. Vervolgens wordt onderzocht of het waarderingseffect afhankelijk is van bepaalde kenmerken van het conglomeraat waarbij een bedrijf is aangesloten, of van kenmerken van het bedrijf zelf. In tegenstelling tot uit de literatuur bekende resultaten vinden wij dat de omvang en de mate van diversificatie van het conglomeraat het waarderingseffect niet beïnvloeden. In sommige afzonderlijke jaren lijkt er een positief waarderingseffect te zijn, maar dit effect verdwijnt als de bedrijven over een periode van zes jaar worden beschouwd. Een belangrijk resultaat van onze analyses is daarom dat het onverstandig is om conclusies te baseren op gegevens uit één jaar.

De theorieën over conglomeraten impliceren dat het lidmaatschap van een conglomeraat niet op alle bedrijven hetzelfde effect heeft. Conglomeraten die fungeren als substituut voor externe kapitaalmarkten, zullen met name een positieve invloed hebben op de waarde van bedrijven die zonder het conglomeraat veel last zouden hebben gehad van kapitaalmarktimperfecties (bijvoorbeeld doordat ze tegen kredietbeperkingen aanlopen). De theorie voorspelt dat bedrijven met een grote 'intrinsieke' vraag naar extern kapitaal het meest profiteren van conglomeraten. Op basis van de industrie waarin een bedrijf actief is, bepalen we in welke mate het bedrijf van extern kapitaal afhankelijk zou zijn geweest, en onderzoeken vervolgens wat de relatie tussen

deze maatstaf en het waarderingseffect is. We vinden een positief waarderingseffect voor bedrijven die minder dan gemiddeld van extern kapitaal afhankelijk zijn, hetgeen in tegenspraak is met de theorie. Als conglomeraten vooral door de controlerend aandeelhouder worden gebruikt om zichzelf te verrijken, valt te verwachten dat er een positief waarderingseffect is voor bedrijven waarin de controlerend aandeelhouder een groot belang heeft. Dit effect zal vooral sterk zijn als de belangen van de controlerend aandeelhouder in de verschillende bedrijven sterk uiteenlopen. Het opnemen van deze eigendomskenmerken als verklarende variabelen in de regressieanalyse levert echter geen statistisch significante resultaten op.

Het investeringsgedrag van Indiase bedrijven staat centraal in hoofdstuk 3. Volgens de benadering die conglomeraten ziet als substituten voor imperfecte kapitaalmarkten, zal het lidmaatschap van een conglomeraat invloed hebben op de investeringsbeslissingen van een bedrijf. Immers, als het conglomeraat ervoor zorgt dat de liquiditeitsbeperkingen waarmee een bedrijf wordt geconfronteerd minder knellend zijn, zal dat bedrijf investeringen in vaste activa vaker kunnen bekostigen met extern kapitaal. Met andere woorden, de investeringen van het bedrijf zullen minder afhankelijk worden van de in het bedrijf aanwezige liquide middelen. De theorie voorspelt dat de investeringen van bedrijven die onderdeel zijn van een conglomeraat minder gevoelig zijn voor veranderingen in de interne middelen dan die van *stand-alone* bedrijven.

Onze analyse laat zien dat een verandering van de hoeveelheid interne liquide middelen minder invloed heeft op de omvang van de investeringen in vaste activa bij bedrijven die deel uitmaken van een conglomeraat dan bij *stand-alone* bedrijven. In de schattingen is onder andere gecorrigeerd voor het feit dat bedrijven in een conglomeraat gemiddeld genomen een stuk groter zijn dan *stand-alone* bedrijven, hetgeen de toegang tot extern kapitaal kan beïnvloeden. Wanneer we de steekproef splitsen in grote en kleine bedrijven - waarbij de drempelwaarde endogeen bepaald is - vinden we dat ook binnen de afzonderlijke deelsteekproeven lidmaatschap van een conglomeraat een bedrijf minder afhankelijk maakt van interne middelen. Ook onder verschillende veronderstellingen over de statistische eigenschappen van de verklarende variabelen is het voornoemde effect robuust.

We zijn voorzichtig met het interpreteren van deze resultaten. Ten eerste

kan niet met zekerheid worden gesteld dat een lagere gevoeligheid van investeringen voor veranderingen in interne middelen altijd wijst op een betere toegang tot extern kapitaal. Dit is onder meer afhankelijk van de kenmerken van de gehanteerde productiefunctie. Als de lagere gevoeligheid van interne middelen inderdaad betekent dat conglomeraten de toegang van hun bedrijven tot extern kapitaal verbeteren, is nog niet duidelijk hoe ze dat doen. Dit kan komen doordat conglomeraten, als substituten voor externe markten, bepaalde imperfecties wegnemen, maar andere verklaringen zijn ook denkbaar. Al met al zijn de resultaten consistent met de theorie die conglomeraten beschouwt als intermediairs tussen externe markten en bedrijven. Ze leveren echter geen onomstotelijk bewijs voor deze theorie.

Zowel in de theorie waarin conglomeraten als intermediairs fungeren als in de benadering die het uitbuiten van minderheidsaandeelhouders centraal stelt, is een cruciale rol weggelegd voor de herverdeling van (financiële) activa tussen bedrijven in een conglomeraat. Hoofdstuk 4 analyseert daarom deze herverdeling. Allereerst onderzoeken we de zichtbare financiële relaties tussen bedrijven die lid zijn van eenzelfde conglomeraat. Uit het feit dat deze bedrijven substantiële bedragen in elkaar investeren en aan elkaar lenen, blijkt dat er inderdaad sprake is van een interne kapitaalmarkt. Omdat deze geldstromen waarschijnlijk geen volledig beeld geven van wat er op een interne kapitaalmarkt plaatsvindt, en omdat we vooral in herverdeling van financiële middelen zijn geïnteresseerd vanwege het reële effect ervan, analyseren we vervolgens het investeringsgedrag van bedrijven in een conglomeraat. Als gevolg van de herverdeling van middelen valt te verwachten dat sommige bedrijven in een conglomeraat meer en anderen juist minder zullen investeren dan ze als *stand-alone* bedrijf zouden hebben gedaan. We vergelijken daarom de investeringen van bedrijven binnen een conglomeraat met die van *stand-alone* bedrijven die in dezelfde industrietak actief zijn.

De twee visies op conglomeraten hebben verschillende implicaties voor de richting van de herverdeling die op de interne kapitaalmarkt plaatsvindt. De visie op conglomeraten als substituut voor externe kapitaalmarkten gaat impliciet uit van een efficiënt werkende interne kapitaalmarkt. Dit betekent dat bedrijven met goede investeringsmogelijkheden - gemiddeld genomen - meer kunnen investeren dan ze als *stand-alone* bedrijf zouden kunnen. Deze visie wordt niet ondersteund door de data; de interne kapitaalmarkt is over

het algemeen niet efficiënt. Sommige conglomeraten beschikken wel over een efficiënte interne kapitaalmarkt. We vinden dat de efficiëntie afneemt naarmate een conglomeraat meer gediversificeerd is. Ook heeft de efficiëntie van de interne allocatie van kapitaal een duidelijk positief verband met de totale waarde van een conglomeraat.

Als conglomeraten vooral worden gebruikt om de controlerend aandeelhouder te verrijken, zullen juist de bedrijven waarin deze een groot aandeel heeft het meest profiteren van de herverdeling. We vinden aanwijzingen dat eigendomsverhoudingen de allocatie van kapitaal beïnvloeden. Bedrijven waarin de controlerend aandeelhouder een groot aandeel heeft, investeren meer dan vergelijkbare *stand-alone* bedrijven. Een grotere prikkel om de minderheidsaandeelhouders uit te buiten leidt echter niet tot een minder efficiënte interne kapitaalmarkt. Verder toont de analyse aan dat een grotere kans op *tunneling* in een conglomeraat leidt tot een stijging van de marktwaarde van bedrijven met goede investeringsmogelijkheden waarin de controlerend aandeelhouder een groot aandeel heeft. Daarentegen daalt de waarde van bedrijven met slechte investeringsmogelijkheden en een groot aandeel voor de controlerend aandeelhouder. Beleggers doorzien de belangen van de controlerend aandeelhouder, en passen hun waardering van de aandelen van de bedrijven daaraan aan.

Conglomeraten worden dus zowel voor intermediatie als voor uitbuiting van minderheidsaandeelhouders gebruikt. In sommige gevallen leidt uitbuiting van minderheidsaandeelhouders in het ene bedrijf ertoe dat een ander bedrijf met goede investeringsprojecten extra kan investeren. Het onderscheid tussen beide visies is dus minder duidelijk dan in de literatuur wordt gepresenteerd. De beide visies zijn niet zozeer substituten, maar vullen elkaar juist aan.

De waarde van een activum (i.c. een bedrijf) wordt bepaald door de hoogte van de kasstromen die het genereert en de variabiliteit of het risico ervan. Hoofdstuk 5 bevat een analyse van de rol van risico in de relatie tussen conglomeraten en de marktwaarde van bedrijven. Conglomeraten kunnen het risico van de aangesloten bedrijven verminderen, bijvoorbeeld door het spreiden van risico. Uit een vergelijking van het rendement op aandelen van *stand-alone* bedrijven met dat van bedrijven die deel uitmaken van een conglomeraat blijken laatstgenoemde bedrijven een significant lager rendement

te behalen. Als dit verschil in rendement wordt veroorzaakt door verschillen in risico, dan dient het rendement van bedrijven in conglomeraten een lagere covariantie te hebben met het rendement op de marktportefeuille of met andere bronnen van niet-diversificeerbare risico's. Met behulp van het Fama-French 3-factoren model tonen we aan dat het lagere rendement op bedrijven in een conglomeraat niet verdwijnt als er gecorrigeerd wordt voor bekende risicofactoren. Er blijft een verschil in maandrendement van 0.76 procent onverklaard.

Dit betekent echter niet dat bedrijven die deel uitmaken van een conglomeraat het veel slechter doen dan *stand-alone* bedrijven met hetzelfde risicoprofiel. Uit onze analyse blijkt namelijk dat toevoeging van een factor gebaseerd op het al dan niet deel uitmaken van een conglomeraat ongeveer vijftig procent van dit onverklaarde verschil in rendement verklaart. Dat deze factor verklarende kracht heeft betekent dat een deel van de variabiliteit van aandelenrendementen hetzelfde is voor alle bedrijven die onderdeel zijn van een conglomeraat. Het gaat hierbij dus niet om gemeenschappelijke schommelingen in het rendement van bedrijven binnen hetzelfde conglomeraat, maar van alle bedrijven in de steekproef die bij een conglomeraat zijn aangesloten. Dit kan erop wijzen dat er een risicofactor bestaat die gerelateerd is aan conglomeraten, waardoor bedrijven die lid zijn van een conglomeraat minder risicovol zijn. Hoewel we niet precies weten hoe deze risicofactor geïnterpreteerd moet worden, vinden we aanwijzingen dat er een relatie is met de mate van diversificatie van een conglomeraat. Sterker gediversificeerde conglomeraten vormen wellicht een betere hedge tegen macro-economische schokken.