Prof. Dr. S. W. Douma

Op weg naar een economische organisatietheorie: agency-theorie

1 Inleiding

In de economische theorie kunnen thans twee nauw met elkaar verbonden stromingen worden onderscheiden, die men beide als economische organisatietheorieën zou kunnen beschouwen. Het gaat om de agency-theorie en om de transactiekostenbenadering. De bedoeling van dit artikel is om van de agency-theorie een globaal beeld te schetsen. In een tweede artikel komt dan de transactiekostenbenadering aan de orde.

Gewoonlijk wordt de organisatiekunde beschouwd als een bij uitstek interdisciplinaire wetenschap. Dat houdt verband met het feit, dat het verschijnsel organisatie vanuit vele disciplines (onder andere economie, sociologie, psychologie, technische wetenschappen en rechtswetenschappen) is bestudeerd. Ook is het zo, dat praktijkvraagstukken dikwijls om een multidisciplinaire of zelfs interdisciplinaire benadering vragen. De relevantie van zo'n multi- of interdisciplinaire benadering wil ik niet ter discussie stellen. De in dit artikel geschetste benadering vanuit de economische theorie moet dus niet als een vervanging voor, maar eerder als een aanvulling op de meer bekende multidisciplinaire invulling van het vak organisatiekunde worden gezien.

In de agency-theorie gaat het om de contractuele relatie tussen twee personen, waarvan de een de principaal en de ander de agent wordt genoemd. De agent neemt beslissingen voor of namens de principaal, zoals bijvoorbeeld een rentmeester beslissingen over het beheer van een landgoed neemt namens de eigenaar van dat landgoed. Een ander voorbeeld is een manager van een onderneming, die beslissingen neemt namens de aandeelhouder (manager en aandeelhouder moeten dan wel twee verschillende personen zijn) of een werknemer die beslissingen neemt voor of namens zijn superieur. In de agency-theorie kunnen twee stromingen worden onderscheiden, nl. de theorie van principaal en agent en de 'positieve agency-theorie'. In de theorie van principaal en agent staat centraal de vraag 'Hoe ziet het optimale contract tussen principaal en agent gezien vanuit het gezichtspunt van de principaal eruit?
In de positieve agency-theorie wordt een onderneming opgevat als een

knooppunt van contracten. Centraal staat de vraag waarom bepaalde organisatievormen (zoals bijvoorbeeld maatschappen of naamloze vennootschappen) zijn ontstaan en onder welke omstandigheden de verschillende contractuele organisatievormen kunnen overleven.

Dit artikel is verder opgebouwd als volgt. Eerst worden in par. 2 enkele voorlopers van de moderne ontwikkelingen besproken. Wij gaan daarbij terug tot 1932, het jaar waarin Berle en Means hun beroemde boek 'The Modern Corporation and Private Property' publiceerden. Vervolgens komen de 'theorie van principaal en agent' (par. 3) en de 'positieve agency-theorie' (par. 4) aan de orde. Enkele slotopmerkingen besluiten dit artikel.

2 Voorlopers van de moderne ontwikkelingen

Het heeft lang geduurd voordat (sommige) economen zich werkelijk voor het verschijnsel organisatie gingen interesseren. Dat komt waarschijnlijk door de dominante plaats die de neo-klassieke micro-economische theorie in het denken van economen inneemt. In deze micro-economische theorie is wel sprake van een 'theory of the firm', maar de onderneming is in deze theorie eigenlijk niet meer dan een black box. Door middel van een produktiefunctie geeft men aan welke combinatie van inputs in welke combinaties van outputs kan worden getransformeerd, maar daar blijft het ook bij. De interne structuur binnen de onderneming blijft volstrekt buiten beschouwing. De onderneming heeft ook slechts één doel: winstmaximalisatie c.q. maximalisatie van de waarde van de onderneming. Er wordt dus verondersteld dat managers zich bij hun beslissingen uitsluitend laten leiden door het streven naar een zo hoog mogelijke winst (of waarde van de onderneming). Managers handelen dan dus uitsluitend in het belang van de eigenaren van de onderneming. Of zij zelf ook (mede)eigenaar zijn van de onderneming is daarbij niet van belang.

Berle en Means hebben zich in hun in 1932 verschenen boek 'The Modern Corporation and Private Property' sterk tegen deze zienswijze afgezet. Voor Berle en Means staan juist de eigendomsverhoudingen centraal. De economie bestond volgens hen niet langer uit een groot aantal kleinere ondernemingen waarbij leiding en eigendom in handen zijn van één en dezelfde persoon (de ondernemer). In plaats daarvan schetsen zij een economie die wordt gedomineerd door een relatief klein aantal zeer grote ondernemingen. De kern van het boek berust op drie beweringen:

1 De grote onderneming kent zoveel aandeelhouders dat geen enkele (groep van) aandeelhouder(s) een belangrijk percentage van de aandelen bezit. De feitelijke zeggenschap is daardoor verschoven van de aandeelhouders naar de professionele managers.
2 De managers bezitten in het algemeen slechts een zeer klein deel van de uitstaande aandelen.
3 De belangen van het management en van de aandeelhouders lopen sterk uiteen.

Het bovenstaande moet er volgens Berle en Means wel toe leiden, dat managers van een grote onderneming hun macht gebruiken om eigen persoonlijke belangen (waaronder financieel gewin, macht en prestige) na te jagen ongeacht de vraag of dit ten koste gaat van de aandeelhouders.
Of zulks ook werkelijk gebeurt is natuurlijk vooral een empirische kwestie. Stigler en Friedland (1983) hebben dit met behulp van gegevens en statistische methoden, die in 1932 ook reeds beschikbaar waren onderzocht. Zij komen tot de conclusie, dat een verschil in winstgevendheid of een verschil in salariëring van het topmanagement tussen owner-controlled en management-controlled ondernemingen niet kan worden aangetoond. Ook vele andere onderzoekers zijn tot soortgelijke conclusies gekomen.
Hoe kan men nu verklaren, dat managers van grote ondernemingen hun macht niet aanwenden om bijvoorbeeld hun eigen salariëring te verhogen ten koste van de aandeelhouders? De verklaring daarvoor moet in de eerste plaats worden gezocht in de begrenzingen die het marktmechanisme aan de macht van de managers stelt. Daarbij moet worden gedacht aan de aandelenmarkt, aan de afzetmarkt en aan de arbeidsmarkt voor managers.
Bij de aandelenmarkt moet men denken aan het open houden van de mogelijkheid om nieuw aandelenvermogen aan te trekken maar ook aan wat men noemt de 'market for corporate control'. Het is juist de market for corporate control, die de macht van de managers beperkt. De redenering is als volgt. Als managers teveel hun eigenbelang nastreven in plaats van te streven naar een hoge waarde van de onderneming, dan zullen de ontevreden geworden aandeelhouders hun aandelen verkopen. Dat drukt de koers. De onderneming wordt dan een aantrekkelijke overnamekandidaat. Wie in zo'n onderneming een meerderheidsbelang verwerft kan het management vervangen door een management dat wel in de eerste plaats aan de belangen van de aandeelhouders denkt. De koers van de aandelen zal dan stijgen. Dat geeft de mogelijkheid om het eerder verworven belang met een forse vermogenswinst te verkopen. Door arbitrage op de market for corporate control worden dus de mogelijkheden van de managers om hun eigenbelangen na te streven ten koste van de aandeelhouders beperkt. Het gaat er daarbij niet zozeer om of het bovengeschetste mechanisme in de praktijk vaak voorkomt. Zolang de mogelijkheid voor deze arbitrage bestaat zullen managers met deze mogelijkheid rekening houden. In dit licht bezien dienen anti-overval constructies (zoals certificering van aandelen) vooral om de belangen van het zittende management te beschermen ten koste van de aandeelhouders.
Daarnaast beperkt natuurlijk ook de concurrentie op de afzetmarkt en de concurrentie tussen managers op de arbeidsmarkt de mogelijkheden van de zittende managers om hun macht te misbruiken.
Een tweede verklaring voor de vraag waarom managers hun macht blijkbaar niet in ernstige mate misbruiken ten opzichte van de aandeelhouders ligt in het beloningssysteem van de managers. Door een systeem van aan de winst gekoppelde tantièmes of door een 'stock option plan' kan men er immers voor zorgen, dat de financiële belangen van het topmanagement meer in dezelfde lijn liggen als de belangen van de aandeelhouders.
Een andere kritiek op de neo-klassieke micro-economische theorie is in

1937 naar voren gebracht door Coase. Deze stelt een heel eenvoudige vraag: 'Waarom bestaan er ondernemingen?' Of anders gezegd: waarom worden niet alle economische beslissingen gecoördineerd door het marktmechanisme? Waarom wordt coördinatie door middel van het marktmechanisme in sommige gevallen vervangen door coördinatie binnen de onderneming door een managementhiërarchie? Het volgende voorbeeld kan deze probleemstelling verduidelijken. Beschouw een machinefabriek waarin 100 mensen werkzaam zijn. Indien aan het totstandkomen van markttransacties geen kosten verbonden zouden zijn, is er geen enkele reden, waarom deze 100 mensen niet allen binnen één gebouw werkzaam zouden zijn als zelfstandige ondernemers. Sommigen zouden zich specialiseren op de fabricage van bepaalde onderdelen, anderen op de assemblage, weer anderen op de handelsfunctie enzovoort. De coördinatie tussen deze 100 zelfstandige ondernemers wordt dan verzorgd door het prijsmechanisme. Accepteert men echter dat aan het tot stand komen van markttransacties wel degelijk kosten zijn verbonden, dan wordt het duidelijk dat in bepaalde gevallen coördinatie door middel van een centrale autoriteit goedkoper is dan coördinatie door middel van het prijsmechanisme. Dan verliezen de 100 zelfstandige ondernemers de concurrentiestrijd tegen ondernemingen, waarin vele werknemers met dezelfde vaardigheden onder een centrale leiding samenwerken. De onzichtbare hand van het prijsmechanisme wordt dan vervangen door de zichtbare hand van de ondernemingsleiding.

Een derde kritiek op de neo-klassieke micro-economische theorie is in de jaren vijftig en zestig verwoord door de Carnegie-Mellon school. Representatief voor het werk van deze school is het in 1963 verschenen boek van Cyert en March 'A Behavioral Theory of the Firm'. Cyert en March veronderstellen dat de economische actoren slechts in beperkte mate rationeel kunnen handelen: Zij willen wel rationeel handelen, maar zijn door beperkingen in hun opname- en verwerkingscapaciteit van gegevens daartoe slechts in beperkte mate in staat. Deze veronderstelling van begrensde rationaliteit geeft aanleiding tot een heel andere manier van besluitvorming (satisficing in plaats van optimizing). Het gedachtengoed van de Carnegie-Mellon school heeft in Nederland grote bekendheid gekregen door het werk van Bouma (1967 en 1982). Ik ga er daarom hier niet verder op in.

In het bovenstaande zijn drie verschillende soorten van kritiek op de neoklassieke theorie besproken: de scheiding van leiding en eigendom en de daaruit voortkomende tegenstellingen tussen managers en aandeelhouders (Berle en Means), het bestaan van transactiekosten (Coase) en begrensde rationaliteit (Cyert en March). Daarmee zijn drie verschillende stromingen aangeduid, die achteraf bezien de inspiratiebron zijn geweest voor de nu te bespreken agency-theorie en voor de transactiekostenbenadering.

3 De theorie van principaal en agent

In de theorie van principaal en agent staat centraal de relatie tussen twee

personen: de principaal en de agent. Deze relatie laat zich het gemakkelijkst beschrijven aan de hand van een voorbeeld. Ik kies daarvoor de relatie tussen de eigenaar van een onderneming (de principaal) en de manager van die onderneming (de agent). De veronderstelling is dus dat eigenaar en manager twee verschillende personen zijn.
De manager beheert de onderneming en kan zich daarbij meer of minder inspannen. Hoe meer de manager zich inspant des te hoger is het resultaat (de winst), maar deze relatie is niet éénduidig. Toevallige factoren (de conjunctuur, het weer, enz . . .) spelen ook een rol. Het resultaat is dus afhankelijk van twee factoren: van de inspanning van de manager én van het toeval. Een slecht resultaat kan het gevolg zijn van slechte prestaties van de manager, maar kan ook volledig te wijten zijn aan het toeval. Een essentiële veronderstelling is nu dat de eigenaar niet in staat is het inspanningsniveau van de manager waar te nemen. Toch moet de eigenaar voor de manager een beloningsstructuur vaststellen. De centrale vraagstelling van de theorie van principaal en agent is nu hoe de optimale beloningsstructuur gezien vanuit het gezichtspunt van de principaal eruit moet zien. Daarbij zijn er twee uiterste mogelijkheden. De eerste is een vast salaris voor de manager. De eigenaar ontvangt dan de winst na aftrek van dit vaste salaris. De eigenaar draagt dan tevens al het risico. Het probleem met deze beloningsstructuur is dat de manager geen enkele prikkel heeft om zich in te spannen. In de mathematische modellen, waarin de theorie van principaal en agent gewoonlijk worden gegoten, veronderstelt men doorgaans dat een geldelijke beloning positief en het leveren van inspanning negatief wordt gewaardeerd door de agent. Een manager met een vast salaris zal zich bij die veronderstelling in het geheel niet inspannen.

Het andere uiterste is een vaste, dat wil zeggen niet van de winst afhankelijke, beloning voor de eigenaar.[1] De manager ontvangt dan de winst na aftrek van deze vaste beloning voor de eigenaar. Dat geeft de manager een forse prestatieprikkel. Toch is het niet duidelijk, dat een dergelijke beloningsstructuur voor de eigenaar optimaal is. Als de manager namelijk risicoavers is (een standaard veronderstelling in de theorie van principaal en agent), dan zal hij voor het accepteren van het risico (het risico ligt nu geheel bij de manager) ook een vergoeding eisen. Een geheel variabele beloning moet dus een verwachtingswaarde hebben, die hoger is dan het vaste salaris waarmee de manager nog juist genoegen zou nemen. Men kan nu aantonen (Harris en Raviv, 1978; Shavell, 1979; Holmström, 1979) dat de optimale beloningsstructuur altijd een deling van het resultaat (en dus van het risico) tussen eigenaar en manager zal inhouden. Alleen als de agent risico-neutraal of risico-preferent is geldt dit niet. Bij een deling van het risico zal de agent zich minder inspannen dan bij een beloningsstructuur waarbij de agent alleen het volledige risico draagt. Het verwachte resultaat wordt daardoor lager. Dit verschijnsel noemt men 'moral hazard'.[2]
Het gaat in de theorie van principaal en agent dus om een afweging tussen het geven van prestatieprikkels en het vermijden van een te hoge beloning voor het dragen van risico. Hoe groter de prestatieprikkel, des te hoger is het verwachte resultaat. Anderzijds: hoe groter de prestatieprikkel des te

hoger is de door de manager verlangde beloning voor het dragen van risico.

De theorie van principaal en agent zoals tot dusverre beschreven beperkt zich tot de relatie tussen één principaal en één agent. De theorie kan echter worden uitgebreid tot een situatie waarin één principaal contracten sluit met twee of meer agenten (onder andere Demski en Sappington, 1984).
Een andere generalisatie is de veronderstelling, dat de principaal omtrent het inspanningsniveau van de agent een signaal ontvangt dat wel een indicatie geeft van het inspanningsniveau van de agent maar niet volledig betrouwbaar is. Men kan aantonen (Holmström, 1979), dat het altijd verstandig is de beloning van de agent (mede) te baseren op dat signaal.
Zou de principaal echter het inspanningsniveau van de agent met 100% betrouwbaarheid kunnen waarnemen, dan vervalt de kern van het agency-probleem. Die kern zou men kort kunnen aanduiden met 'de verwarring van inspanning en toeval'.

4 De positieve agency-theorie

De theorie van principaal en agent heeft een normatief karakter: 'Hoe ziet het optimale contract eruit?' De positieve agency-literatuur is veeleer beschrijvend en verklarend van aard. 'Waarom zijn bepaalde organisatievormen ontstaan?' 'Welk effect heeft een bepaalde contractvorm op het gedrag van individuen?' Dat is het type vragen waarop de positieve agency-literatuur een antwoord probeert te vinden. Een ander verschil tussen de theorie van principaal en agent en de positieve agency-literatuur is, dat de eerste een sterk formeel, mathematisch karakter heeft en de tweede (nog) niet. De positieve agency-theorie kan haar probleemstelling veel realistischer verwoorden maar mist de analytische scherpte van de theorie van principaal en agent.

Ik begin dit overzicht van de positieve agency-theorie met het zeer bekende artikel van Alchian en Demsetz (1972). Zij stellen de vraag 'Waarom bestaan er hiërarchisch gestructureerde ondernemingen?' en gaan daarmee dus iets verder dan Coase, die zich beperkte tot 'Waarom bestaan er ondernemingen?'.
Alchian en Demsetz zoeken de verklaring in het bestaan van teamproduktie. Van teamproduktie is sprake wanneer twee (of meer) personen door samen te werken meer kunnen produceren dan zij als ze ieder afzonderlijk werken kunnen produceren. Twee personen kunnen bijvoorbeeld samen wel een piano optillen of een open-hart-operatie uitvoeren, terwijl ze dat alleen niet zouden kunnen. Het is duidelijk dat het bestaan van teamproduktie leidt tot het ontstaan van teams (afzonderlijk werkende individuen verliezen de concurrentie met teams). Maar teamproduktie alleen verklaart nog niet waarom er hiërarchisch gestructureerde ondernemingen ontstaan. Er zijn immers ook teams zonder hiërarchische structuur (zoals een maatschap van twee huisartsen), waarbij de leden van het team eigenlijk als zelfstandige ondernemers optreden en de opbrengsten van hun gezamenlijke arbeid eenvoudig delen. Het probleem bij zulke teams is volgens Alchian en

Demsetz dat er onvermijdelijk shirking (dat is lijntrekkerij) gaat ontstaan. Als n personen in een team samenwerken, dan ontvangt ieder nog slechts een fractie $\frac{1}{n}$ van de door zijn extra inspanning verkregen extra opbrengst.

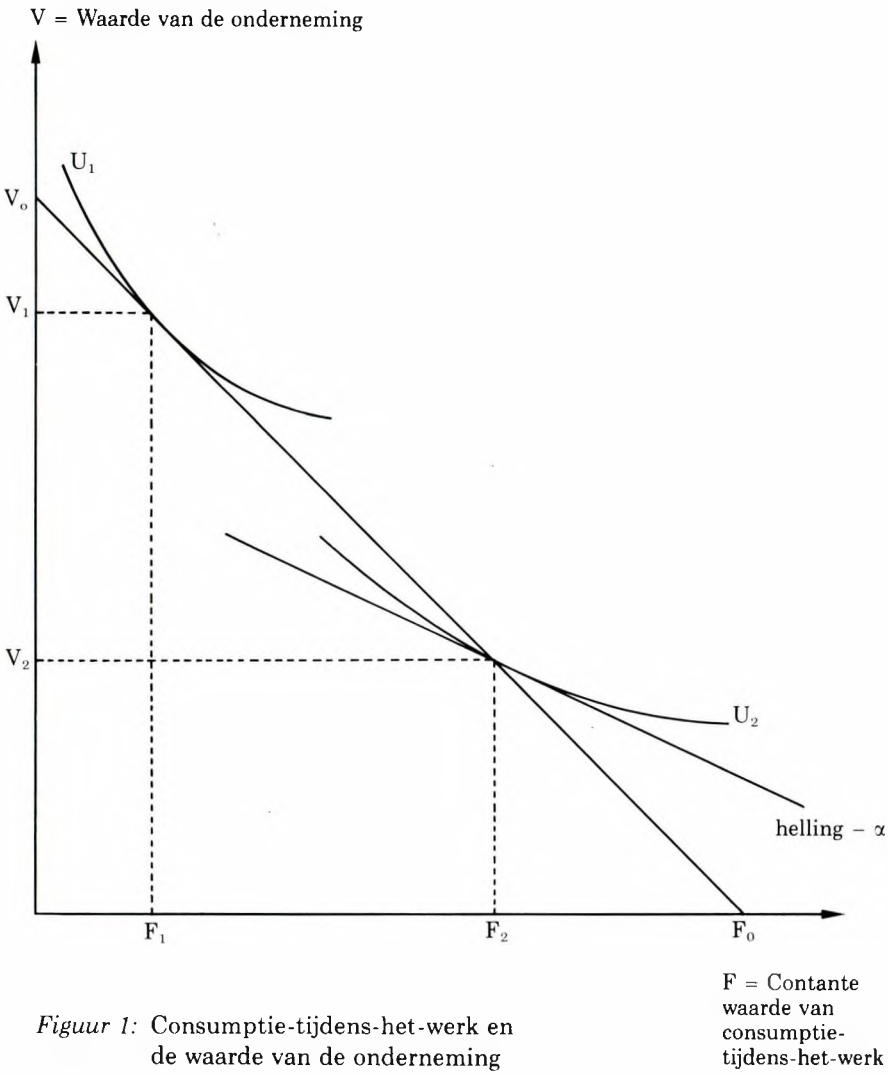
De teamleden zelf hebben er alle belang bij, dat dit probleem van shirking enigszins wordt beperkt. Dat kunnen zij bereiken door één van de teamleden aan te stellen als monitor. De monitor heeft tot taak het meten van ieders inspanningsniveau en het toekennen van beloningen gerelateerd aan het waargenomen inspanningsniveau. Door het optreden van een monitor zal de shirking verminderen. Maar hoe kan worden voorkomen dat de monitor zelf gaat 'shirken'? Anders gezegd: *Who monitors the monitor?* De monitor zal een sterke prikkel hebben om zijn werk als monitor goed uit te voeren, als zijn inkomen in sterke mate afhankelijk is van het behaalde resultaat. Zo ontstaat de figuur van de klassieke ondernemer. Deze heeft het recht om de beloningen van de teamleden vast te stellen en om de samenstelling van het team te wijzigen. Hij is tevens de residuele inkomenstrekker en heeft ook het recht om zijn rechten als residuele inkomenstrekker te verkopen.

Alchian en Demsetz werken deze gedachtengang verder uit om het naast elkaar bestaan van verschillende organisatievormen te verklaren. Ik beperk mij hier tot de ondernemer-eigenaar met een aantal personen in loondienst en de maatschap, waarin twee of meer personen samenwerken en de opbrengsten delen. Wanneer is nu de éne organisatievorm in het voordeel en wanneer de andere? Volgens Alchian en Demsetz is dit afhankelijk van twee factoren: van de optimale grootte van het team en van de kosten van monitoring. Hoe kleiner het team, des te geringer is het probleem van shirking. Een klein team zal dus eerder de vorm kunnen krijgen van een maatschap zonder centrale leiding dan een groot team. De kosten van monitoring zijn volgens Alchian en Demsetz sterk afhankelijk van het soort werk. In 'artistiek' of 'professioneel' werk, is het moeilijk om vast te stellen hoe hard iemand werkt. Bij havenarbeiders of werknemers aan de lopende band kan men de marginale produktiviteit van iedere werknemer veel gemakkelijker vaststellen dan bij een advocaat, een reclametekstschrijver of een accountant. Als het waarnemen van inputs moeilijk is en er tevens voordelen van teamproduktie zijn, dan zullen organisatievormen zoals maatschappen ontstaan. Door winstdeling wordt hier het probleem van shirking beperkt.

Aldus zou men kunnen verklaren waarom bij accountantskantoren en organisatieadviesbureaus de teamleden een sterke winstdeling ontvangen, terwijl bij industriële ondernemingen de teamleden veeleer een vaste beloning ontvangen. Tot zover de redenering van Alchian en Demsetz. Deze redenering lijkt te kunnen verklaren waarom accountantskantoren en organisatieadviesbureaus van beperkte omvang meestal de vorm van een maatschap hebben. Er zijn echter ook zeer grote maatschappen, waarin wel degelijk sprake is van monitoring en waarin niet alle teamleden een 'sterke' winstprikkel hebben. Aan de verklaring van Alchian en Demsetz wil ik

daarom nog een andere verklaring toevoegen: bij de genoemde 'professionals' bestaan de activa van de onderneming hoofdzakelijk uit de kennis en de contacten van de teamleden. Bij een industriële onderneming spelen fysieke activa naast immateriële activa een veel grotere rol. Door de vorm van een maatschap wordt dit 'human capital' aan de organisatie verbonden. In een vorm, waarin anderen dan de professionals de residuele inkomenstrekkers zijn is dit veel moeilijker.

Jensen en Meckling (1976) stellen het agency-probleem dat ontstaat door de scheiding van leiding en eigendom centraal. De kern van de redenering van Jensen en Meckling kan het beste als volgt duidelijk worden gemaakt. Neem als uitgangspunt een ondernemer-eigenaar en stel dat deze ondernemer-eigenaar overweegt één of meer aandeelhouders bij zijn onderneming te betrekken door een fractie $(1-\alpha)$ van zijn aandelen te verkopen. Zelf houdt de manager dus een fractie α van de aandelen in handen. Na deze verkoop komen de kosten van consumptie-tijdens-het-werk niet meer volledig te zijnen lasten. Het begrip consumptie-tijdens-het-werk speelt een centrale rol in de analyse. In de Amerikaanse literatuur spreekt men over perquisites of kortweg over perqs. Wat daaronder wordt verstaan kan het beste worden duidelijk gemaakt met een voorbeeld. Wij kiezen daarvoor de auto die de manager voor zichzelf aanschaft. Zou de manager uitsluitend streven naar maximalisatie van de waarde van de onderneming dan zou hij een bepaalde auto aanschaffen, zeg auto A. In deze keuze zitten alle aspecten verwerkt die de waarde van de onderneming beïnvloeden, zoals bijvoorbeeld het feit dat het comfort van de auto de werkprestaties van de manager beïnvloedt. Wat in deze keuze géén rol speelt is het plezier dat de manager wellicht heeft van het rijden in een luxueuze auto. Volgens Jensen en Meckling is het niet realistisch om te veronderstellen dat de mens alleen buiten werktijd consumeert en gedurende werktijd alleen produceert. Zo is het best mogelijk dat de manager auto B aanschaft die duurder is dan A, omdat hij daar plezier in heeft. Er is dan sprake van concumptie-tijdens-het-werk, waarbij alleen de contante waarde van de extra uitgaven als consumptie telt. In figuur 1 is op de verticale as uitgezet de waarde van de onderneming (V) en op de horizontale as de contante waarde van alle toekomstige consumptie-tijdens-het-werk door de manager (F). De waarde van de onderneming is maximaal als de ondernemer tijdens het werk niets consumeert (het punt V_0 op de verticale as). Maar ook als de manager alleen eigenaar is zal de contante waarde van de consumptie-tijdens het werk positief zijn. Deze consumptie-tijdens-het-werk komt volledig ten laste van de ondernemer zelf: de waarde van de onderneming daalt met hetzelfde bedrag. Anders gezegd: zolang de ondernemer volledig eigenaar is kan hij alle combinaties van V en F kiezen die liggen op de lijn V_0F_0, die een helling heeft van -1. Stel, de ondernemer-eigenaar kiest (F_1,V_1). In dat punt raakt dan een indifferentiecurve (U_1) van de ondernemer-eigenaar aan de lijn V_0F_0.
Als de ondernemer nu een fractie $(1-\alpha)$ van de aandelen verkoopt en zelf nog een fractie α van de aandelen houdt komen de kosten van consumptie-tijdens-het-werk nog slechts voor een fractie α voor zijn rekening. Hij zal



Figuur 1: Consumptie-tijdens-het-werk en de waarde van de onderneming

daarom meer gaan consumeren dan hij voorheen deed. De eventuele toekomstige outside-aandeelhouders zullen dit - zo veronderstellen Jensen en Meckling - volledig voorzien. In de prijs die de toekomstige outside-aandeelhouders ten hoogste bereid zijn te betalen zal dus de verhoging van de consumptie-tijdens-het-werk reeds volledig verwerkt zijn. Hoeveel zal de manager nu gaan consumeren? Het antwoord wordt in de figuur gegeven door F_2. Het punt (F_2,V_2) voldoet aan twee voorwaarden: het ligt op de lijn V_0F_0 en in (F_2,V_2) raakt een indifferentiecurve van de manager (U_2) aan de lijn door (F_2,V_2)met helling $-\alpha$, (in het punt (F_2,V_2) levert een extra consumptie-tijdens-het-werk van één gulden dus evenveel nutseenheden op voor de manager als een stijging van de waarde van de onderneming met α

gulden; omdat van iedere gulden extra consumptie-tijdens-het-werk ook α gulden voor zijn eigen rekening komt bestaat er in dit opzicht evenwicht). De waarde van de onderneming is door de verkoop van een deel van de aandelen aan outside-aandeelhouders gedaald met V_1-V_2. Dit bedrag V_1-V_2 noemen Jensen en Meckling de 'residual loss'. Voor de manager staat tegenover dit residuele verlies de contante waarde van de verhoogde consumptie-tijdens-het-werk (F_2-F_1). Het netto-resultaat voor de manager is echter een welzijnsverlies. Het verschil tussen de intercepten op de verticale as van de indifferentiecurven U_1 en U_2 (deze intercepten zijn in figuur 1 niet getekend) geven een in geld uitgedrukte maatstaf voor de grootte van dit welzijnsverlies.

Waarom zou de manager een deel van de aandelen willen verkopen als dit tot een welzijnsverlies leidt? Daarop zijn twee antwoorden mogelijk.

1 De manager bezit nu een bedrag van $(1-\alpha).V_2$ in contanten en een bedrag $\alpha.V_2$ in aandelen, terwijl hij voorheen uitsluitend een bedrag V_1 in aandelen bezat. Het omzetten van een bezit in aandelen in een bezit in contanten geeft grotere aanwendingsmogelijkheden.
2 Tot dusverre is de grootte van de onderneming constant gehouden. Indien men veronderstelt, dat de onderneming over rendabele investeringsmogelijkheden beschikt, die de financieringsmogelijkheden van de ondernemer-eigenaar te boven gaan, kan dat de reden vormen om outside-aandeelhouders bij de onderneming te betrekken.

Jensen en Meckling breiden de analyse nu verder uit door aan de manager de mogelijkheid te bieden zijn consumptie vrijwillig te beperken. Het probleem voor de manager is dan dat hij toekomstige outside-aandeelhouders ervan moet proberen te overtuigen dat hij niet F_2 maar F_3 met $F_1 < F_3 < F_2$ zal consumeren. Dat kan de manager bijvoorbeeld doen door in de statuten vast te leggen, dat bepaalde beslissingen de goedkeuring van de Raad van Commissarissen behoeven en dat de boeken periodiek door een onafhankelijke derde zullen worden gecontroleerd.
Dit brengt natuurlijk kosten met zich mee. Het optreden van een Raad van Commisarissen en van een accountant, moet volgens Jensen en Meckling in dit licht worden gezien.

Scheiding van leiding en eigendom leidt dus tot het ontstaan van agency-kosten. Deze agency-kosten bestaan enerzijds uit het eerder genoemde residuele verlies en voorts uit eventuele kosten van toezicht en controle. Ondernemingen die geen scheiding van leiding en eigendom (of preciezer: van beslissen en risico dragen) kennen hebben deze agency-kosten niet. Heel veel goederen en diensten kunnen door verschillende organisatievormen worden voortgebracht. Tussen deze organisatievormen bestaat ook concurrentie. Alleen die organisatievorm die voor een bepaalde activiteit het meest efficiënt is, overleeft deze concurrentiestrijd. Open ondernemingen, dat zijn ondernemingen waarvan de aandelen vrijelijk verhandelbaar zijn en die daarom een sterke spreiding van het aandelenbezit kennen, worden

gekenmerkt door een scheiding van beslissen en risico dragen. Open ondernemingen moeten dus agency-kosten dragen, die gesloten ondernemingen niet kennen (bij een gesloten onderneming is de manager tevens de eigenaar van de onderneming). Hoe kan men nu verklaren, dat open ondernemingen de concurrentie met gesloten ondernemingen kunnen overleven? Fama en Jensen (1983 a) zoeken de verklaring daarvan vooral in het feit dat open ondernemingen zeer efficiënte procedures ter beteugeling van het agency-probleem kennen. Het besluitvormingsproces binnen de onderneming staat in hun redenering centraal. Dit besluitvormingsproces bestaat uit vier stappen:

1 initiëren: genereren van voorstellen inzake de aanwending van middelen en het vormgeven van contracten;
2 kiezen: maken van een keuze uit de voorstellen;
3 implementeren: uitvoeren van de gekozen voorstellen;
4 monitoring: meten van de prestaties van de beslissers en het vaststellen van beloningen.

Volgens Fama en Jensen worden de stappen initiëren en implementeren van beslissingen meestal door dezelfde agenten uitgevoerd. Zij combineren deze twee stappen tot 'decision management'. De stappen kiezen en monitoring worden gecombineerd tot 'decision control'. Fama en Jensen formuleren nu de volgende twee hypotheses:

1 Scheiding van risico dragen en decision management leidt tot beslissingssystemen, waarin decision management is gescheiden van decision control.
2 Combinatie van decision management en decision control leidt ertoe, dat deze agenten ook de voornaamste residuele inkomenstrekkers zijn.

Bij grote, open ondernemingen ziet men een scheiding tussen decision management (de directie of Raad van Bestuur) en risico dragen (de aandeelhouders). Dat leidt er volgens Fama en Jensen toe, dat de functie van decision control (Raad van Commissarissen) wordt gescheiden van de functie van decision management (Raad van Bestuur). Combinatie van decision management en decision control bij één persoon, zoals in de kleine, gesloten onderneming het geval is, kan alleen als dezelfde persoon ook de voornaamste of de enige residuele inkomenstrekker is. De scheiding van decision management en decision control, die men in grote open ondernemingen aantreft is volgens Fama en Jensen een efficiënte manier om de agency-kosten te beperken.

Daarnaast wijzen Fama en Jensen (1983 b) erop, dat het vrij verhandelbaar zijn van aandelen ook voordelen met zich meebrengt. Een belangrijk voordeel is, dat het aandeelhouders in staat stelt tot diversificatie van hun portefeuilles. Volgens de moderne vermogensmarkttheorie verlaagt dat de kosten van risico-dragen voor de onderneming. Een manager, die zelf als verschaffer van risicodragend vermogen optreedt, mist deze voordelen van diversificatie. Daar komt nog bij dat de manager-eigenaar niet alleen voor zijn financiële vermogen maar ook voor zijn 'human capital' afhankelijk is

van één onderneming. Dat verhoogt de kosten van risicodragen nog verder.

Het scheiden van leiding geven en risicodragen betekent voorts, dat men bij de selectie van managers niet beperkt is tot personen met een groot vermogen. Men heeft dus een ruimere keuze waardoor de kwaliteit van het management kan toenemen.

5 Slotopmerkingen

In de in dit artikel besproken agency-theorie staat de scheiding van leiding en eigendom centraal. Alle besproken bijdragen hebben voorts gemeen dat er steeds sprake is van onvolledige informatie. De agency-theorie staat nog in haar kinderschoenen, maar levert nu reeds belangrijke nieuwe inzichten op inzake de vormgeving van contracten en daarmee ook inzake de structurering van organisaties. Ook voor de theorie inzake de vermogensstructuur van ondernemingen levert de agency-theorie belangrijke nieuwe concepten, die echter in dit artikel niet aan de orde konden komen. De agency-theorie vormt een nieuw leerstuk, dat naar verwachting een blijvende plaats in de bedrijfseconomie en in de organisatiekunde zal gaan innemen.

In een vervolgartikel zal de aan de agency-theorie zeer nauw verwante transactiekostenbenadering worden besproken.

Literatuur

Alchian, A. A. en H. Demsetz (1972): Production, Information Cost and Economic Organization, *American Economic Review*, 62, p.777-795.

Berle, A.A. en G.C. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Company, New York.

Bouma, J.L. (1966): *Ondernemingsdoel en winst: een confrontatie van enkele theorieën van het ondernemingsgedrag*, Stenfert Kroese, Leiden.

Bouma, J.L. (1982): *Leerboek der Bedrijfseconomie*, deel I, Delwel, Wassenaar.

Coase, R. H. (1937): The Nature of the Firm, *Economica*, New Series IV, p. 386-405. Herdrukt in Stigler, G. J. en K. E. Boulding (eds.) *Readings in price theory*, Irwin, Homewood, Ill.

Cyert, R. M. en J. G. March (1963): *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.

Demski, J.S. en D. Sappington (1984): Optimal Incentive Contracts with Multiple Agents, *Journal of Economic Theory*, 33, p. 152-171.

Fama, E. F. en M. C. Jensen (1983 a): Separation of Ownership from Control, *Journal of Law and Economics*, 26, p. 301-325.

Fama, E.F. en M.C. Jensen (1983 b): Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26, p. 327-349.

Harris, M. en A. Raviv (1978), Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance and Law Enforcement, *American Economic Review*, 68, p. 20-30.

Holmström, B. (1979), Moral Hazard and Observability, *Bell Journal of Economics*, 10, p. 71-94.

Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.

Shavell, S. (1979): Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship, *Bell Journal of Economics*, 10, p. 55-73.

Stigler, G. J. en C. Friedland: The Literature of Economics: the Case of Berle and Means, *Journal of Law and Economics*, 26, p. 237-268.

Noten

1 In ondernemingsland komt het zelden voor dat de eigenaar een vaste vergoeding ontvangt. Bij wijze van voorbeeld zou men kunnen denken aan een eigenaar van een tennishal, die het recht om de tennishal te exploiteren voor een bepaalde periode verpacht voor een vast bedrag per jaar.

2 De term 'moral hazard' is afkomstig uit de verzekeringsliteratuur. Neem als voorbeeld een verzekering tegen diefstal voor bagage. De relatie tussen reiziger en verzekeringsmaatschappij kan men ook opvatten als een agency-relatie. De verzekeringsmaatschappij kan dan worden beschouwd als de principaal, de reiziger als de agent. Is de reiziger niet verzekerd, dan zal hij zich een bepaald inspanningsniveau getroosten om diefstal van bagage te voorkomen. Hij draagt dan zelf alle risico. Sluit hij een verzekering af met een eigen risico van bijvoorbeeld 20% van ieder schadebedrag, dan delen reiziger en verzekeringsmaatschappij het risico. De reiziger zal dan minder moeite doen om diefstal te voorkomen. Dit leidt ertoe dat de verwachte schade bij de groep verzekerden hoger is dan bij de groep niet-verzekerden. Dit verschijnsel noemt men 'moral hazard'. Essentieel is dat de verzekeringsmaatschappij niet kan vaststellen hoeveel moeite de reiziger doet om diefstal te voorkomen. Zou de verzekeringsmaatschappij het gedrag van de verzekerden wel kunnen waarnemen, dan zou zij in het contract een clausule kunnen opnemen, dat geen schade wordt uitgekeerd aan de verzekerden die minder moeite hebben gedaan om schade te voorkomen dan zij gedaan zouden hebben als zij niet verzekerd waren geweest. Er zou dan geen sprake meer zijn van moral hazard.