

Corporate governance: schakering, reikwijdte en definiëring

Prof. Dr. P.W. Moerland

FINANCIERING

1 Inleiding

Corporate governance - of zo men wil: vennootschappelijke besturing - is een betrekkelijk nieuw begrip ter aanduiding van een al veel langer bestaand vraagstuk. Het heeft van doen met de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere *stakeholders*. Dit vraagstuk staat sinds enkele jaren sterk in de belangstelling van onder anderen: ondernemers, accountants, beursautoriteiten, beleggers, vakbonden, politici en wetenschapsbeoefenaren. Deze verscheidenheid van belangstellenden brengt vanzelfsprekend met zich dat het begrip corporate governance uit verschillende invalshoeken en met uiteenlopende inkleuringen pleegt te worden benaderd. Zo richten accountants vooral het oog op de formele, financiële bevoegdheden en verantwoordelijkheden van de bij de onderneming betrokken organen. Activistische beleggers zoeken veeleer naar materiële beïnvloedingsmogelijkheden van het ondernemingsbeleid. En economen gespecialiseerd in het vergelijken van economische stelsels zijn geïnteresseerd in de merites en prestatievermogens van uiteenlopende vennootschappelijke systemen, zoals bijvoorbeeld dat van het Rijnlandse model in vergelijking met het Angelsaksische model.

De discussie over corporate governance wordt vrijwel steeds gevoerd tegen de achtergrond van de vraag welke de doelstellingen zijn - of zouden moeten zijn - van de onderneming. Sommige ondernemingsbestuurders stellen dat het primaire oogmerk van het ondernemingshandelen dient te zijn gelegen in het creëren van waarde ten behoeve van de aandeelhouders: *shareholder*

value. Anderen spreken liever over het scheppen van *business value*, van *customer value*, of van toegevoegde waarde. De vraag aan wie, in welke mate, de voordelen en ook de daarmee samenhangende risico's van het ondernemingshandelen toekomen, vormt op zichzelf een rijke bron van discussie. Zo stellen Jensen en Chew (1995, p. 377): 'Corporate governance is a concern of great importance to owners of common stocks, because stockholder wealth depends in large part upon the goals of the people who set the strategy of the corporation. Who is the boss, and whose interests come first? The objectives of corporate managers often conflict with those of the shareholders who own their companies.' In deze typisch Angelsaksische benaderingswijze is de onderneming er primair voor de aandeelhouders, die als haar eigenaren worden gezien. Charkham (1994, p. 1) trekt evenwel een veel bredere cirkel, als hij stelt: 'The way business is run matters to us all, wherever we live. We need the goods and services it produces, the employment it provides. The wealth it creates is the source of help for the sick and needy, of education for youth, and dignity for old age. Its prosperity nourishes the spirit of mankind.' Charkham betreft dus de stelling dat het ondernemingshandelen een ieder aangaat, vanwege de producten die worden gemaakt, de werkgelegenheid die wordt verschaft en de maatschappelijke effecten die het oplevert: de belangen van velerlei *stakeholders* zijn in het geding.

Prof. Dr. P.W. Moerland is hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Vakgroep Bedrijfseconomie van de Katholieke Universiteit Brabant.

Uit dit palet komt naar voren dat de visies op de ondernemingsdoelstelling een ruime variatie kennen, met als ene uiterste een scherp afgebakende toespitsing en als andere uiterste een vrijwel onbepaald mengsel van uiteenlopende belangen en desiderata. Daartussenin komen we allerlei inkleuringen tegen, die mede kunnen zijn ingegeven door de specifieke positie die men ten opzichte van de onderneming inneemt, bijvoorbeeld die van een vakbondsbestuurder, een institutionele aandeelhouder of een regulerende overheid.

Corporate governance staat momenteel zowel in wetenschappelijke kring als in het publieke debat sterk in de belangstelling. Vrijwel overal ter wereld vindt de laatste tijd een discussie plaats over omgangsnormen - en regels inzake goed ondernemingsbestuur. In ons land vindt die gedachtewisseling plaats onder aanvoering van de in april 1996 ingestelde Commissie Corporate Governance (Commissie-Peters). Deze Commissie nodigt de beursvennootschappen uit om in hun jaarvergadering van 1998 met hun kapitaalverschaffers te discussiëren over verbeteringen in hun corporate governance-praktijk. Daartoe heeft de Commissie, die in juni 1997 haar definitieve rapport heeft uitgebracht, een veertigtal aanbevelingen opgesteld.

Inmiddels zijn uit politieke kring signalen te beluisteren, die erop wijzen dat men ook daar belangstelling heeft opgevat voor vraagstukken van corporate governance, in het bijzonder voor de selectie en controle van commissarissen. Al met al dus een brede en intense interesse voor een langer bestaand onderwerp, dat in het brandpunt van het wetenschappelijke en publieke debat is komen te staan. In dit artikel wordt gepoogd om de betekenis en reikwijdte van het begrip corporate governance te duiden. In de volgende paragraaf worden enkele redenen en achtergronden voor de verhoogde belangstelling voor het onderwerp geschetst. Daarna wordt (in paragraaf 3) gepoogd om, mede geïnspireerd door uiteenlopende bijdragen van anderen aan de literatuur, het begrip corporate governance te vangen in een definitie, waarin de essentiële elementen worden samengebracht. In paragraaf 4 volgt een toelichting op deze elementen, waarbij de schakering en reikwijdte van deze materie tot uitdrukking wordt gebracht. In de slotparagraaf worden enige resumerende en relativiserende opmerkingen bij dit geheel geplaatst.

2 Enkele redenen en achtergronden voor de verhoogde aandacht

Zoals hiervoor reeds is opgemerkt staat corporate governance sinds enige tijd - vrijwel overal ter wereld - sterk in de belangstelling, niet alleen in de wetenschap maar vooral ook in het publieke debat. Vanwaar deze verhoogde aandacht, zo kan men zich afvragen. Niet omdat het onderwerp als zodanig nieuw is - het speelde reeds ten tijde van de Verenigde Oost-Indische Compagnie - maar omdat er kennelijk redenen en aanleidingen zijn voor die verheugde belangstelling. De publieke discussie omtrent corporate governance is vooral in de Angelsaksische landen - tijdens de jaren tachtig in de Verenigde Staten en begin jaren negentig in het Verenigd Koninkrijk - aangezwengeld. Daarna is het onderwerp in landen van continentaal Europa en ook elders in de wereld sterk in de belangstelling komen te staan. Hieronder wordt een aantal ontwikkelingen, achtergronden, redenen en aanleidingen voor de gedurende de afgelopen jaren geïntensiveerde attentie voor vraagstukken van corporate governance gegeven.

- 1 De turbulentie op de overnamemarkt tijdens de *roaring eighties* - vooral in het Angelsaksische deel van de wereld - welke tot uiting kwam in tal van vijandige overnames (of pogingen daartoe), volmachtsgevechten en het door doelwit-ondernemingen in stelling brengen van afweermechanismen tegenover *corporate raiders* en dissidente aandeelhouders. Deze uitbarsting van de *market for corporate control* heeft een discussie ontketend over de rol en positie van externe aandeelhouders in grote beursvennootschappen, over het functioneren van de ondernemingsleiding, en over het optreden van de externe leden van het bestuursorgaan (Board of Directors). In samenhang hiermee ontspon zich een dispuut over de betekenis van nieuwe organisatievormen (met name de *leveraged buy out association*) als alternatief voor de (open) beursvennootschap met wijdverspreid aandelenbezit¹, de aard en omvang van directiebeloningen, verschijnselen als *insider-trading*, en over de doelstelling van de onderneming (het creëren van *shareholder value*, *value-based management*). Sinds enige tijd is er sprake van een opkomend aandeelhouders-activisme, waarbij actieve (en somtijds agressieve) beleggers op indringende

wijze van hun wensen en eisen jegens de leiding van in hun ogen ondermaats presterende ondernemingen doen blijken, desnoods via de publiciteit.

- 2 Ernstige debacles van en fraudezaken bij grote ondernemingen, zoals BCCI, Polly Peck, Maxwell en Barings in Engeland, Metallgesellschaft in Duitsland, en Sumitomo in Japan. Daaromtrent zijn vragen gerezen ten aanzien van de kwaliteit van de verstrekte informatie, de afbakening van discretionaire bevoegdheden, de controle daarop, en het toezicht daarover. Verder is er sprake van een toegenomen frequentie waarmee externe accountants worden geconfronteerd met schadeclaims in verband met een betwiste kwaliteit van door hen uitgevoerde werkzaamheden. Het instellen in het Verenigd Koninkrijk van de Cadbury-commissie, die in 1992 het invloedrijke rapport 'The financial aspects of corporate governance' (Cadbury-report) heeft uitgebracht, dient als een direct voortvloeiende van enkele van de hierboven genoemde debacles te worden beschouwd.
- 3 In ons land kan de discussie over corporate governance als een logisch vervolg op het jarenlange debat over nut en toelaatbaarheid van beschermingsmaatregelen worden gezien. Nu er geleidelijk aan overeenstemming is bereikt over de verhouding tussen aandeelhouders en vennootschap in 'oorlogstijd', verlegt het dispuut zich naar die verhouding in 'vredestijd', dat wil zeggen onder normale omstandigheden (buiten de omstandigheid van een onwettige overnamepoging). Voorts wordt de discussie gevoed door de steeds verdergaande internationalisering van de kapitaalmarkt en het relatief grote aandelenbezit in handen van buitenlanders. Daarnaast wordt door sommigen een vraagteken geplaatst bij de werking van het wettelijke structuurregime annex het coöptatiestelsel bij Raden van Commissarissen.²
- 4 Van een wat andere orde hebben de teloorgang van het centraal geleide stelsel als economisch ordeningsprincipe in voormalige communistische regimes en de golf van privatisering van staatsondernemingen die zich op dit moment over vrijwel de gehele wereld voltrekt, bijge-

dragen aan de belangstelling voor corporate governance vraagstukken. Zo is er sinds enkele jaren een discussie gaande over de merites van twee verschillende modellen van het markteconomisch systeem: het zogenaamde Rijnlandse model en het Angelsaksische model.³ Dit laatste model - dat ruwweg geldt voor het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en andere Angelsaksische landen - is in sterke mate georiënteerd op competitie, onbelemmerde marktwerking en een conflictvisie ten aanzien van de factoren kapitaal versus arbeid. Het Rijnlandse model - van toepassing op een aantal landen van continentaal Europa, zoals Duitsland en Nederland - vertrouwt sterk op consensusvorming, samenwerking en een harmonievisie op kapitaal en arbeid. De mondiale privatiseringsgolf kan worden beschouwd als blijk van een toenemend geloof in de heilzame werking van markteconomische concurrentieprocessen. Deze processen werken niet overal identiek. Er hebben zich in de loop der tijd in de toonaangevende landen van de wereld aanmerkelijke verschillen in de configuratie en werkwijze van het markteconomische stelsel ontwikkeld. Die verschillen hebben betrekking op de eigendomsstructuur van ondernemingen, de rol en positie van werknemers, de structuur en werkwijze van financiële markten en financiële instellingen, de opstelling en inmenging van overheden, en dergelijke.

In diverse landen hebben studiegroepen en -commissies inmiddels rapporten afgescheiden, waarin aanbevelingen worden gedaan omtrent omgangsnormen voor bij de beursvennootschap en haar onderneming betrokken belanghebbenden. Daarbij gaat het veelal om gedragsregels voor goed bestuur en toezicht, de verdeling van taken, bevoegdheden en verantwoordelijkheden, en het afleggen van verantwoording in brede zin over het ondernemingsbeleid en de behaalde financiële resultaten.

De invalshoeken en accenten van de studierapporten en bijbehorende aanbevelingen verschillen van land tot land. Zo is in Frankrijk de traditioneel oppermachtige positie van de *PDG* (*président-directeur-général*) een centraal onderwerp van debat. Het dispuut in de Verenigde Staten concentreert zich met name op de samenstelling en het

functioneren van de *Board of Directors*, alsook op de beloningsstructuren van het topmanagement. Wat de Board betreft worden vraagtekens geplaatst bij de veel voorkomende personele unie van Board-voorzitter en CEO. De inbreng van outsiders wordt gestimuleerd. Veelal wordt aangedrongen op het formeren van sub-commissies (*audit committee, nomination committee, remuneration committee*) binnen de Board, die bij voorkeur door outsiders worden bemand. In ons land is op 9 april 1996 de Commissie-Peters ingesteld. Dit gebeurde als uitvloeisel van het beginselakkoord tussen de Vereniging voor de Effectenhandel en de Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen over de beschermingsconstructies en de plaats van de kapitaalverschaffer. De belangrijkste achtergronden en redenen voor de instelling van de Commissie-Peters, samengesteld uit ondernemingsbestuurders, beleggers, en onafhankelijke deskundigen, waren gelegen in de voortgaande internationalisering van de Nederlandse economie en eigendomsverhoudingen van de beursvennootschappen. Het op 25 juni 1997 uitgebrachte definitieve rapport 'Corporate Governance in Nederland: de veertig aanbevelingen' bevat een groot aantal beschouwingen over gewenste omgangsnormen tussen directie, toezichthouders, kapitaalverschaffers, en andere bij de onderneming betrokken belanghebbenden. De Commissie doet aanbevelingen om de rol en positie van kapitaalverschaffers meer scherpte te geven. In ons land zijn de aandeelhouders van beursondernemingen gedurende de afgelopen decennia enigszins naar de achtergrond geraakt, mede vanwege de veelheid van beschermingsmaatregelen en de introductie van het structuurgeme. De beursvennootschappen worden uitgenodigd om voor zichzelf na te gaan hoe zij de invloed van de kapitaalverschaffers kunnen vergroten. Daarover worden zij geacht in de algemene aandeelhoudersvergadering van 1998 te rapporteren.

3 Definiëring van corporate governance

Het begrip corporate governance kan in engere of ruimere zin worden opgevat. In hun recente overzichtsartikel stellen Shleifer en Vishny (1997, p. 737) dat corporate governance 'deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.' Zij betrekken dat begrip dus op de

verhouding tussen vermogensverschaffers en ondernemingsleiding. Monks en Minow (1995, p. 1) hanteren een ruimere omschrijving: 'What is corporate governance? It is the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are (1) the shareholders, (2) the management (led by the chief executive officer), and (3) the board of directors (...) Other participants include the employees, customers, suppliers, creditors, and the community.' In dezelfde geest formuleren Cochran en Wartick (1994, p. 9) het begrip als volgt: (...) 'corporate governance is an umbrella term that includes specific issues arising from interactions among senior management, shareholders, boards of directors, and other corporate stakeholders.' In het Nederlandse taalgebied treffen we onder andere de volgende omschrijvingen aan. Tijdens het Risk-congres⁴ van 1996 omschreef Bouma corporate governance als 'het geheel van wettelijke, culturele en institutionele regelingen en conventies die bepalend zijn voor het bestuur van vennootschappen.' Boot (1996, p. 280) bezigt de volgende omschrijving: 'Corporate governance betreft de beheersbaarheid van het besluitvormingsproces in ondernemingen, en in het bijzonder de wijze waarop, en de mate waarin, alle bij een onderneming betrokken participanten hierop invloed kunnen uitoefenen. Volgens Van Hulle (1996, p. 82) wordt de 'visie op wat corporate governance is (...) grotendeels bepaald door het antwoord op de vraag: wat is een bedrijf?' Zij voegt daaraan toe dat op dit ogenblik door 'economisten meestal (wordt) aangenomen dat een bedrijf een knooppunt van contracten is tussen productiefactoren (= 'stakeholders').' Hier wordt dus een koppeling gelegd met de inzichten binnen de moderne economische theorie van de onderneming.⁵ De Commissie-Peters, ten slotte, stelt in haar rapport het volgende (p. 9): 'Governance gaat over besturen en beheersen, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht.'

Al deze beschrijvingen gaan over corporate governance, maar laten tegelijkertijd een rijke onderlinge schakering zien aan belichting van bepaalde aspecten. De fundamentele vraag van Van Hulle 'wat is een bedrijf' gaat ook naar mijn idee inderdaad vooraf aan de vraag wat kan worden verstaan onder ondernemingsbesturing (of 'ondernemingsregeerkunde', zoals ik onlangs in

Vlaanderen opving). Waar komen ondernemingen vandaan? Wat is hun *raison d'être*? Waartoe is de onderneming eigenlijk op aarde? Coase (1937) beschouwt het fenomeen onderneming als een alternatief coördinatiemechanisme voor de markt. Schumpeter (1939) en anderen zien de onderneming als instrument voor beoefening van het ondernemerschap. De ondernemer is een innovator, die voortdurend bezig is met het zoeken naar nieuwe producten en markten, en het doorvoeren van vernieuwingen in productie- en distributiemethoden: *Durchsetzung neuer Kombinationen*. In zijn visie helpt de ondernemer de wereld vooruit door steeds weer nieuwe mogelijkheden tot welvaartsverhoging te ontwikkelen in een doorgaand proces van 'scheppende vernietiging'. De ondernemersfunctie is in deze optiek dus bij uitstek dynamisch van aard.

Ik zou de *onderneming* - in de context van vraagstukken inzake corporate governance - willen opvatten als:

- een economisch instituut
- met een bepaalde juridische vorm
- ten behoeve van een in beginsel duurzame beoefening van het ondernemerschap in een markteconomie
- gericht op het scheppen van welvaart
- door middel van een samenstel interacties
- tussen uiteenlopende categorieën stakeholders
- waarbij sprake is van de uitoefening van residuele rechten ten aanzien van:
- de allocatie van productiemiddelen (zeggen-schap) en
- de verdeling van het behaalde resultaat (*risico*).

In deze definitie komen de kenmerkende aspecten van het ondernemen - besturen, innoveren, coördineren, superviseren, dragen van ondernemingsrisico - tot uitdrukking.

Bij de beursvennootschap, waarop corporate governance veelal betrekking heeft, is de uitoefening van de ondernemersfunctie - door enigerlei scheiding van leiding en eigendom - over meerdere participanten gespreid. De residuele bevoegdheden en verantwoordelijkheden zijn dan niet aan één type *stakeholder* voorbehouden, maar gedistribueerd over uiteenlopende *stakeholders*, zoals de ondernemingsleiding, de aandeelhouders, commissarissen, en anderen.

In het verlengde van de hierboven geformuleerde definitie van de onderneming, en mede geïnspireerd door de door andere auteurs gegeven omschrijvingen, kom ik tot de volgende definitie van *corporate governance*:

Corporate governance is het geheel van structuren, regelingen en conventies dat bepalend is voor de wijze waarop en de effectiviteit waarmee een vennootschap - door middel van een door prikkels en tucht geregeerde interactie tussen stakeholders - wordt bestuurd en gecontroleerd.

Deze definitie bevat een aantal elementen, die wellicht enige duiding behoeven:

structuren: inrichting van de financiële sector, rechtssysteem

regelingen: wet- en regelgeving

conventies: culturele traditie, ongeschreven mores

prikkels: op geldelijke of intrinsieke merites gebaseerde drijfveren

tucht: disciplineringsmechanismen

interactie: proces gericht op totstandkoming van effectieve evenwichten tussen tegengestelde belangen

stakeholders: bij dat proces van interactie betrokken belanghebbenden, zoals de ondernemingsleiding, kapitaalverschaffers, werknemers, leveranciers, afnemers

besturen: initiëren en implementeren van (strategische) ondernemingsbeslissingen, afleggen van verantwoording

controleren: ratificeren van belangrijke ondernemingsbeslissingen en uitoefenen van toezicht op de gang van zaken bij de onderneming

Hieronder worden enkele van deze elementen aan een nadere beschouwing onderworpen.

4 Enkele definitie-elementen nader beschouwd

Structuren, regelingen en conventies

Corporate governance-systemen vertonen in geografisch opzicht markante verschillpunten, die veelal zijn terug te voeren op historisch gewortelde, culturele, politieke, en institutionele eigenheden.⁶ Voor een goed begrip van deze materie is historisch besef en gevoel voor culturele en politieke achtergronden dan ook van groot belang. Ter illustratie

van deze dimensie enkele treffende citaten over Japan, Frankrijk, respectievelijk de Verenigde Staten. Charkham (1994, p. 70) begint zijn verhandeling over Japan als volgt: 'The three main general features that affect Japanese attitudes towards corporate governance are their concepts of 'obligation', 'family', and 'consensus', and all are linked.' Over Frankrijk merkt Charkham (p. 120) onder andere het volgende op: 'The principle that power should be concentrated at the centre and that it should be strong seems to be pivotal in French assumptions about the organization of society and is reflected both in the constitution, in the authority of the President, and in corporate governance, in the authority of the PDG (président directeur-général). Such a system is at the other end of the spectrum from a pluralist or collective approach or one based upon checks and balances.'

Omtrent de Verenigde Staten wordt door Bhidé (1993, p. 31) opgemerkt: 'The US has exceptionally many actively-traded firms with widely-diffused stockholding because public policy has favored stock market liquidity over active investing. And, the benefits of stock market liquidity must be weighed against the costs of impaired corporate governance.' En verder (p. 40): 'Until the 1960s, 80% or more of equities were directly owned by individual stockholders (...)' In dezelfde geest stelt Roe (1993, p. 1932): 'How a nation organizes its financial institutions deeply determines its large firm corporate ownership structure (...). Corporate ownership structure is highly sensitive to the organization of financial intermediaries, which in turn is highly sensitive to popular attitudes toward financial concentration and political fights.'

Uit dit laatste citaat komt duidelijk het belang van de *eigendomsstructuur*⁷ van een onderneming naar voren. Is er sprake van een meerderheidsaandeelhouder, van enkele kernaandeelhouders, of van wijdverspreid aandelenbezit? Bij een gespreid aandelenbezit zijn de beïnvloedingsmogelijkheden van de kant van de aandeelhouders in het algemeen geringer dan bij een geconcentreerd aandelenbezit.

Het Nederlandse systeem van corporate governance - voorzover daar in algemene termen over kan worden gesproken - kan slechts goed worden begrepen en in internationaal perspectief worden geplaatst, indien men zich bewust is van onze sterke traditie als handelsnatie (handelsbanken), van de met de openheid van onze economie samenhangende angst voor *Ueberfremdung*

(beschermingsconstructies), en van het na-oorlogse geloof in de heilzame werking van het harmoniemodel (PBO, SER, structuurregime).

De effectiviteit waarmede

Dit element heeft betrekking op het prestatievermogen en de feitelijke uitkomsten van het ondernemingshandelen, dus op de relatie tussen *corporate governance* en *corporate performance*. Daarbij doet zich uiteraard de vraag voor welke prestatie-maatstaf of -maatstaven geschikt zijn als beoordelingscriterium. Dit hangt samen met de vraag welke de doelstelling is van de onderneming. Hierboven is voor de omschrijving 'gericht op het scheppen van welvaart' gekozen. Maar ook dit is een tamelijke 'wijde zak'; gaat het daarbij om welvaart ten behoeve van de bestaande aandeelhouders, het realiseren van klantwaarde, het tot stand brengen van maatschappelijke welvaart?

Het empirisch onderzoek op dit terrein is relatief beperkt en fragmentarisch van aard. Het strekt zich zowel uit tot het niveau van (steekproeven van) individuele ondernemingen als tot het niveau van vennootschappelijke systemen. Met name dit laatste type onderzoek is in dit stadium voornamelijk comparatief-beschrijvend van aard. Op het niveau van (steekproeven van) individuele ondernemingen is enig empirisch onderzoek verricht inzake de relatie tussen de identiteit van grootaandeelhouders en beurskoersresultaten, de effecten van uiteenlopende concentratiegraden van aandelenbezit, en de effecten van differentiatie in zeggenschapsrechten (*dual class shares*).

Een vennootschap

De definitie is bewust toegespitst op de vennootschappelijke rechtsvorm van de onderneming - de *corporate firm* - zoals de term corporate governance immers suggereert. Veelal wordt bij verhandelingen over corporate governance de vennootschappelijke rechtsvorm nader verbijzonderd tot de categorie van de vennootschappen die over een beursnotering beschikken: de *beursvennootschappen*. Dit neemt overigens niet weg dat het vraagstuk van corporate governance ook relevant is voor andersoortige ondernemingen, zoals coöperatief georganiseerde ondernemingen, met liberalisering geconfronteerde nutsbedrijven, te privatiseren overheidsbedrijven, en particuliere ondernemingen die een beursgang overwegen.

Het ondernemingshandelen is - blijkens de definitie van de onderneming hierboven - 'gericht op het scheppen van welvaart door middel van de beoefening van het ondernemerschap in een markteconomie.' Zoiets komt niet vanzelf tot stand. Dat vraagt doelgericht, onderling afgestemde actie van uiteenlopende contribuanten, temidden van een omgeving die voornamelijk bestaat uit concurrentiële markten: afzetmarkt, vermogensmarkt, arbeidsmarkt, *market for corporate control*, enzovoort. In dit proces van interactie speelt elk - leiding, werknemer, vermogensverschaffer - zijn rol, echter niet vrijblijvend. In een vrije-markteconomie is overleving slechts mogelijk indien prestaties van ondernemingen en de daarin acterende *stakeholders* minimaal aan de maat zijn. Een slecht presterende werknemer hangt ontslag boven het hoofd, een slecht product vindt geen blijvend onthaal in de afzetmarkt, en een slecht renderende onderneming kan niet op een duurzame belangstelling van vermogensverschaffers rekenen. Het handelen van individuele economische subjecten en van ondernemingen wordt gemotiveerd door prikkels (carrièreverbetering, markuitbreiding, technologische vernieuwing, prestatiebeloning, superrendementen) en door tucht (afstraffing door de concurrentie, overnamedreiging, baanonzekerheid). Men laat zich leiden door de *carrot* en de *stick*, door de worst in de keuken en de stok achter de deur. Het onderwerp van de beheersstructuur* heeft betrekking op dit geheel van krachten en factoren. Hoe kunnen de economische activiteiten van de interacterende *stakeholders* - gegeven de onderlinge informatie- en belangenverschillen - worden gestuurd en beheerst in de richting van een optimale welvaartscreatie? Hiertoe is een arsenaal aan interne en externe beheersingsmechanismen beschikbaar, variërend van een prestatie-georiënteerd beloningssysteem (intern mechanisme) tot aan *cut throat*-concurrentie op de afzetmarkt (extern mechanisme).

Het onderwerp beheersstructuur is dus ruim van aard en behelst in feite het geheel van structuren, regelingen en conventies dat bepalend is voor het functioneren van de onderneming (en de bij haar betrokkenen), haar concurrentiekracht en haar prestaties. De term disciplineren, die in dit verband wordt gebezigd, kan dan ook in tweeërlei zin worden opgevat, enerzijds *stimulerend*, op kansen richtend (het gaat immers om de uitoefening van ondernemer-

schap), anderzijds *corrigerend*, oog hebbend voor bedreigingen en ondermaats presteren.

Interactie tussen stakeholders

Een *stakeholder* is een belanghebbende bij de onderneming op grond van door hem verrichte relatie-specifieke investeringen, waarvan het waardebeloop mede afhankelijk is van het gedrag van andere ondernemingsparticipanten.

Dit type gebondenheid van specifieke investeringen vormt nu een *holdup*-vraagstuk, waarbij de ene ruilpartner als een soort gijzelaar van de andere kan fungeren. Vergelijk een werknemer die in speciale vaardigheden ten behoeve van zijn werkgever investeert of een toeleverancier die specifieke apparatuur aanschaft ten behoeve van een afnemer van speciale onderdelen. De aanwezigheid van dit *holdup*-vraagstuk zal een rationele beslisser ervan weerhouden om duurzame relatie-specifieke investeringen te plegen, tenzij hij erop kan vertrouwen dat hij door middel van een *credible commitment* tegen opportunistisch gedrag wordt beschermd. Een extreme vorm hiervan is het integreren van de eigendom, bijvoorbeeld via overname van een afnemer of leverancier (maar hierdoor wordt in feite de ruilverhouding geïnternaliseerd, dat wil zeggen onder gemeenschappelijke zeggenschap gebracht). Vermindering van het *holdup*-vraagstuk kan ook geschieden door het scheppen van een wederzijdse afhankelijkheid, door te profiteren van een gevestigde goede reputatie van de ruilpartner, of door het eisen van een schadevergoeding ter compensatie van het waardeverlies op niet langer aan te wenden relatie-specifiek kapitaal (denk bijvoorbeeld aan het fenomeen van *golden parachutes*). In algemene zin gesproken zal ieder economisch subject, wiens investeringen een relatie-specifiek karakter dragen een of andere vorm van beheersing van het daaraan verbonden *holdup*-vraagstuk wensen na te streven.

Het vraagstuk van informatie-asymmetrie, relatie-specifieke investeringen en *holdup* vormt, in zijn onderlinge samenhang, een kernprobleem binnen corporate governance.

Besturen en controleren

Besturing en controle zijn twee zijden van eenzelfde medaille, als noodzaak van een evenwichtig systeem van *checks and balances*. Fama

(1980) beschouwt leiding geven en risico dragen als afzonderlijke productiefactoren, waarvoor disciplinerende markten bestaan. Managers worden in zijn visie, behalve door de koersvorming op de vermogensmarkt, vooral in hun functioneren uitgedaagd door de werking van de arbeidsmarkt voor managers. Deze markt bestaat uit een interne en externe component. Binnen de onderneming is sprake van een promotieladder, die competitie uitlokt. Op de externe arbeidsmarkt ontwikkelt zich een marktwaarde voor managers, welke een functie zal zijn van de mate waarin zij erin slagen om de onderneming te doen floreren.

Fama en Jensen (1983 a, b) hebben deze zienswijze nader verfijnd door het beslissingsproces binnen de onderneming op te splitsen in een viertal elementen: initiëren (voorstellen ontwikkelen), ratificeren (selectie van initiatieven), implementeren (uitvoeren van geratificeerde beslissingen), en monitoren (meten van resultaat en vaststellen van beloning). Het initiëren en implementeren van beslissingen wordt samengebracht onder het begrip *decision management*, terwijl het ratificeren en monitoren van beslissingen samen de *decision control* vormen. Volgens Fama en Jensen kan het management worden gedisciplineerd door uitoefening van toezicht of door het toedelen van het ondernemingsrisico. Hiermee belanden we op het arsenaal van disciplineringsmechanismen waarmee de besturing van een onderneming is omgeven, en daarmee op het hiervoor gestelde onder 'prikkel en tucht'. De Commissie-Peters spreekt in haar rapport veelvuldig over het belang van het afleggen van verantwoording over het gevoerde beleid en het uitgeoefende toezicht.

5 Tot slot

Uit het voorgaande is duidelijk dat het begrip corporate governance een rijke schakering en een brede reikwijdte kent. Het onderwerp ontmoet belangstelling uit velerlei kring zowel in het wetenschappelijke als in het publieke debat. Het vraagstuk is niet alleen interessant voor (bedrijfs) economen, maar ook voor juristen, accountants, ethici en politici. Het speelt op het niveau van de individuele onderneming - variërend van beursvennootschap tot coöperatieve bedrijfsvormen - en op het niveau van economische systemen. Aan de orde is de wisselwerking tussen markten en onderneming, tussen interne organisatie en externe organisatie, tussen prikkel en tucht. Niet alleen vermo-

gensverschaffers en ondernemingsleiding, maar ook andere *stakeholders*, zoals werknemers, afnemers, leveranciers, en de maatschappij als geheel zijn in het geding. Het gaat over eigendoms- en beheersstructuren, over uiteenlopende vennootschappelijke systemen, en de effectiviteit van dat alles. Voorwaar, een omvangrijk thema, een *umbrella term*, dat zich moeilijk integraal laat benaderen.

In deze bijdrage is gepoogd om een aantal stukjes van de legpuzzel, die corporate governance heet, op de juiste plek te leggen. De puzzel is nog lang niet af. Het empirisch onderzoek inzake vitale facetten van corporate governance staat pas in de kinderschoenen. De discussie omtrent goede omgangsnormen en - regels in de praktijk is in volle gang. Corporate governance blijft ook in de toekomst - zoveel staat wel vast - op veler en velerlei agenda's prijken.

LITERATUUR

- Albert, M., (1991), *Capitalisme contre capitalisme*, Editions du Seuil, Parijs.
- Alchian, A.A. en H. Demsetz, (1972), Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, 62, pp. 777-795.
- Alchian, A.A. en S. Woodward, (1987), Reflections on the theory of the firm, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 143, pp. 110-136.
- Berle, A.A. en G.C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York.
- Bhide, A., (1993), The hidden costs of stock market liquidity, *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 31-51.
- Boot, A.W.A., (1995), Naar een dynamischer structuurregime, *De Naamlouze Vennootschap*, 73, pp. 280-284.
- Boot, A.W.A., (1996), Corporate governance: een breder perspectief: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 70, pp. 640-644.
- Bouma, J.L., (1966), *Ondernemingsdoel en winst: een confrontatie van enkele theorieën van het ondernemingsgedrag*, Stenfert Kroese, Leiden.
- Charkham, J., (1994), Keeping good company, a study of corporate governance in five countries, *Clarendon Press*, Oxford.
- Coase, R.H., (1937), The nature of the firm, *Economica*, 4, pp. 386-405.
- Cochran P.L. en S.L. Wartick, (1994), Corporate governance, a review of the literature, in: *International corporate governance; text, readings and cases* (ed. R.I. Tricker), Prentice Hall, New York, pp. 8-18.
- Duffhues, P.J.W., (1994, 1997), *Ondernemingsfinanciering en*

vermogensmarkten (delen I en II), Wolters-Noordhoff, Groningen.

- Fama, E.F., (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-307.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1983a), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1983b), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 326-351.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen (1985), Organizational form and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 101-119.
- Franks, J.R. en C. Mayer, (1990), Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK, *Economic Policy*, 5, pp. 191-231.
- Gelauff, G.M.M. en C. den Broeder, (1996), *Governance of stakeholder relationships; the German and Dutch experience*, CPB, Den Haag.
- Hulle, C. van, (1996), Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management*, 41, pp. 81-129.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C., (1989), Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, pp. 61-74.
- Jensen, M.C., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *The Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.
- Jensen, M.C. en D.H. Chew, (1995), US corporate governance: lessons from the 1980s, in: *The portable MBA in investment* (ed. P.L. Bernstein), Wiley, New York, pp. 377-406.
- Luijk, H. van en A. Schilder, (1997), *Ethiek en corporate governance; patronen van verantwoordelijkheid*, Academic Service, Schoonhoven.
- Martin, K.J. en J.J. McConnell, (1991), Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, *The Journal of Finance*, 46, pp. 671-687.
- Moerland, P.W., (1992a), Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel I), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 66, pp. 57-65.
- Moerland, P.W., (1992b), Economische theorievorming omtrent de onderneming (deel II), *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 66, pp. 116-125.
- Moerland, P.W., (1995a), Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26, pp. 17-34.
- Moerland, P.W., (1995b), Vennootschappelijke systemen en disciplineringsmechanismen in internationaal perspectief, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 69, pp. 242-252.
- Moerland, P.W., (1995c), Eigendoms- en beheersstructuur van de beursvennootschap, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 69, pp. 545-554.
- Monks, R.A.G. en N. Minow, (1995), *Corporate governance*, Blackwell Business, Oxford.
- Morck, R., A. Shleifer en R.W. Vishny, (1989), Alternative mechanisms of corporate control, *American Economic Review*, 79, pp. 842-852.
- Raaijmakers, M.H.G.C. en W.J. de Ridder, (1996), *Corporate governance in Nederland, besluitvorming en verantwoording in beursondernemingen*, Stichting Maatschappij en Onderneming, Den Haag.
- Roe, M.J., (1993), Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States, *The Yale Law Journal*, 102, pp. 1927-2003.
- Schumpeter, J.A., (1939), *Business cycles* (two volumes), New York/London.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Tempelaar, F.M., (1987), *Vermogensmarkt en ondernemingsdoel in de financieringstheorie*, Academisch proefschrift RUG, Groningen.
- Wallage, Ph., (1995), Corporate governance en de rol en functie van de accountant, *De Naamloze Vennootschap*, 73, pp. 274-279.
- Weimer, J., (1995), *Corporate financial goals: a multiple constituency approach to a comparative study of Dutch, US, and German firms*, Academisch proefschrift Universiteit Twente, Enschede.
- Williamson, O.E., (1996), *The mechanisms of governance*, Oxford University Press, Oxford.

NOTEN

- 1 Vergelijk Jensen (1989).
- 2 Vergelijk Boot (1995).
- 3 Deze discussie is mede geïnitieerd door het veel genoemde werk van Albert (1991).
- 4 Risk-congres 'Corporate Governance: grenzen aan de macht van het bestuur', georganiseerd door de Vereniging voor Financiering, Belegging, Accounting en Accountancy aan de Rijksuniversiteit Groningen, gehouden op 13 februari 1996.
- 5 Voor een uitvoerige beschouwing omtrent ontwikkelingen in de economische theorievorming van de onderneming moge zijn verwezen naar Moerland (1992 a, b).
- 6 Vergelijk Moerland (1995 a, b).
- 7 Vergelijk Moerland (1995 c).
- 8 Vergelijk Moerland (1995 c).