Vennootschappelijke systemen en disciplineringsmechanismen in internationaal perspectief

Prof. Dr. P.W. Moerland

1 Inleiding

De vader van de economische wetenschap, Adam Smith, zinspeelde reeds in 1776 op het veronderstelde belangenconflict tussen de verschaffer van vermogen aan de ene kant en de aanwender van vermogen aan de andere kant, getuige het volgende citaat (p. 741): '(T)he directors of such companies, however, being the managers rather of other peoples money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. ... negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.'

Die belangentegenstelling heeft de opkomst en bloei van de openbare vennootschappelijke rechtsvorm (beursvennootschap), vooral sedert de tweede helft van de vorige eeuw, kennelijk niet in de weg gestaan. Het grootscheepse industrialisatieproces dat zich vanaf die tijd in verscheidene Westerse economieën heeft voltrokken ware ondenkbaar zonder verbreiding van deze juridisch-institutionele ondernemingsvorm. Aldus konden immers de voordelen van professioneel management en van vermogensverwerving uit onbeperkte kring duurzaam worden gecombineerd ten behoeve van de expansieve ontwikkeling van tal van bedrijven. Bovendien konden op deze wijze de ondernemingsrisico's worden gespreid over een groot aantal kleinere vermogensverschaffers. De aansprakelijkheid van aandeelhouders werd beperkt tot maximaal de hoogte van hun inbreng.

De keerzijde van deze medaille bestaat uit bovengenoemd belangenconflict uit hoofde van de scheiding van leiding en financiering ('separation of ownership and control'). Berle en Means (1932) maten de gevaren die de 'management controlled firm' zouden bedreigen breed uit in hun invloedrijke boek 'The modern corporation and private property'. Het management verkrijgt de feitelijke bestuurlijke macht over de onderneming en zal die voor een deel te eigen nutte aanwenden, zonder dat daarbij sprake kan zijn van een effectieve controle door de aandeelhouders. Door hun eigen belangen na te streven ten koste van die van de aandeelhouders, zouden managers zich kunnen begeven in 'corporate plundering'.

Er zijn evenwel verschillende disciplineringsmechanismen die kunnen bewerkstelligen dat het management niet ongebreideld en straffeloos bezijden de belangen van de aandeelhouders kan handelen.[1]

Behalve een belangenconflict tussen management en aandeelhouders bestaat er eveneens een potentieel belangenconflict tussen uiteenlopende categorieën van vermogensverschaffers: de aandeelhouders versus de verschaffers van vreemd vermogen. Dit conflict kan zich manifesteren in een welvaartsverschuiving van de schuldeisers in de richting van de aandeelhouders. Ook voor de beheersing van dit conflict bestaan disciplineringsmechanismen. De twee onderscheiden soorten van belangenconflicten met hun disciplineringsmechanismen kunnen niet geheel los van elkaar worden gezien. Zo beschouwt Jensen (1986) schuldvermogen als zodanig reeds als een

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

disciplineringsinstrument voor het belangenconflict tussen management en aandeelhouders. Daarnaast zijn verschillen in institutionele structuren van groot belang voor de mate van interactie tussen beide typen belangenconflicten. Die verschillen betreffen bijvoorbeeld de mate van concentratie van het aandelenbezit en het al dan niet simultaan optreden in de rol van aandeelhouder en schuldeiser.

In dit artikel wordt de werking van alternatieve disciplineringsmechanismen beschouwd tegen de achtergrond van uiteenlopende institutionele structuren voor wat betreft de vennootschappelijke verhoudingen tussen management, aandeelhouders en schuldeisers. De vennootschappelijke systemen op het continent van Europa en in Japan zijn niet zonder meer vergelijkbaar met die in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Zij verschillen in omvang, historische achtergrond, agency-configuratie, disciplineringskenmerken, en zo meer. In de volgende paragraaf wordt gepoogd om terzake van deze materie een bondige karakteristiek te geven van enkele markante verschillen in de drie economische zwaartepunten van de wereld: de Verenigde Staten, Europa en Japan. Na een onderlinge vergelijking blijken de verschillende systemen te kunnen worden ondergebracht in een tweeledige classificatie: een markt-georiënteerd systeem aan de ene kant en een netwerk-georiënteerd systeem aan de andere kant.[2] Vervolgens zullen in paragraaf 3 alternatieve disciplineringsmechanismen worden beschreven en beoordeeld tegen de achtergrond van vorengenoemd onderscheid in beide vennootschappelijke systemen. De slotparagraaf bevat een analyse van de voor- en nadelen van de systemen en hun disciplineringsmechanismen, uitmondend in de vraag: ligt een mogelijke convergentie van de beide systemen in het verschiet?

2 Markt-georiënteerde versus netwerk-georiënteerde vennootschappelijke systemen

Begonnen wordt met een karakterisering van de vennootschappelijke configuraties in de Verenigde Staten, Europa en Japan. Het gaat hierbij uiteraard om globale duidingen, waarbij talloos denkbare nuanceringen worden vermeden teneinde de essentialia zo scherp mogelijk naar voren te laten komen.

Verenigde Staten

In dit land zijn de financiële markten (aandelenbeurzen en obligatiemarkten) van oudsher vergaand ontwikkeld. De open vennootschapsvorm heeft er een grote vlucht genomen. In de Verenigde Staten beschikt 99 procent van de top 400 ondernemingen over beursnotering.[3] In de Amerikaanse bedrijvensector neemt de open, beursgenoteerde vennootschap een zeer vooraanstaande positie in. In de Verenigde Staten is het aandelenbezit traditioneel betrekkelijk wijdverspreid. In 1984 bevond bijna 60 procent van de aandelen van Amerikaanse beursvennootschappen zich in handen van particuliere beleggers, terwijl ruim 25 procent van de aandelen werd gehouden door verzekeringsmaatschappijen en andere institutionele beleggers. Ruim 10 procent van de aandelen was toen in bezit van andere ondernemingen (buiten de financiële sector).[4] In de Verenigde Staten plegen ondernemingsbestuurders substantiële pakketten aandelen in de eigen onderneming aan te houden. Deze belangen kunnen, zelfs voor vennootschappen van de Fortune 500 lijst, oplopen tot enkele tientallen procenten.[5] Gedurende de afgelopen jaren nemen institutionele beleggers echter een steeds belangrijker deel van het Amerikaanse aandelenbezit voor hun rekening, vooral ten koste van de kleine particuliere beleggers.

De stringente regelgeving, die in de Verenigde Staten tijdens de jaren dertig ten aanzien van financiële instellingen in het leven is geroepen, heeft verijdeld dat commerciële banken zich hebben kunnen ontwikkelen tot belangrijke aandeelhouders van niet-financiële ondernemingen.[6] Hier ligt een wezenlijk institutioneel verschil met landen als Duitsland en Japan. Wijdverspreid aandelenbezit in combinatie met grootaandeelhouderschap van ondernemingsbestuurders impliceren veelal een moeilijk beheersbaar belangenconflict tussen ondernemingsbestuurders en externe aandeelhouders, hetgeen tot een uitbarsting kan komen via ingrijpende transacties op de overnamemarkt. Men kan vaststellen dat de 'market for corporate control' in de Verenigde Staten gedurende de jaren tachtig uitzonderlijk actief is geweest. Daar hebben zich honderden openlijke vijandige taferelen ('hostile takeovers', 'proxy fights', 'shark repellents', 'poison pills') afgespeeld tegenover hooguit enkele tientallen in het niet-Angelsaksische deel van de wereld.

Resumerend: de Verenigde Staten beschikken van oudsher over vergaand ontwikkelde aandelenbeurzen, een relatief omvangrijke vennootschappelijke sector, betrekkelijk wijdverspreid aandelenbezit, en een actieve (liberale) overnamemarkt.

Europa

Het is niet goed mogelijk om de Europese landen in het onderhavige verband als een homogene groep te beschouwen. Enerzijds loopt er een markeringslijn tussen het Verenigd Koninkrijk en het continent van Europa, anderzijds kan het continent nader worden opgesplitst in een categorie van Germaanse landen en een categorie van Latijnse landen. Uiteraard bevat een dergelijke onderverdeling arbitraire elementen, maar uit onderstaande toelichting moge duidelijk worden dat zij niettemin zinvol en verdedigbaar mag worden geacht.[7]

Het Verenigd Koninkrijk is qua vennootschappelijke structuur sterk verwant aan de Verenigde Staten (zie hiervoor). In het Verenigd Koninkrijk is 67 procent van de top 100 ondernemingen beursgenoteerd, het hoogste percentage van alle landen binnen de Europese Unie.[8] Binnen de Europese Unie kennen (1993) in totaal ongeveer 6500 vennootschappen officiële beursnotering; daarvan neemt het Verenigd Koninkrijk met ongeveer 2400 vennootschappen zo'n 37 procent voor zijn rekening.[9] In het Verenigd Koninkrijk is, evenals in de Verenigde Staten, sprake van een tamelijk wijdverspreid aandelenbezit, zij het dat de rol van institutionele beleggers al langere tijd van beduidende betekenis is. Ook in dit deel van de Angelsaksische wereld is sprake van een liberale overnamemarkt, alwaar vijandige overnames veelvuldig zijn voorgekomen.

De categorie van Germaanse landen omvat Duitsland, Nederland en ook niet EU-landen als Oostenrijk en Zwitserland. Hier zijn aanzienlijk minder beursgenoteerde vennootschappen dan in de Angelsaksische landen.[10] In Duitsland is sprake van een tamelijk geconcentreerd aandelenbezit. Van de 171 grootste (industriële en commerciële) beursvennootschappen kent 85% ten minste één grootaandeelhouder met een belang van ten minste een kwart, kent 57% een grootaandeelhouder met een meerderheidsbelang, en kent 22% een grootaandeelhouder met een belang groter dan driekwart.[11] Als grootaandeelhouders met ten minste een 25% belang treden op (in volgorde van belangrijkheid): andere (niet-financiële) ondernemingen, families, institutionele beleggers en banken. Alhoewel de aandelenpakketten in handen van banken in het algemeen bescheiden proporties aannemen spelen ze van oudsher een essentiële rol in de financiering van de expansie van ondernemingen. De opkomst van grote industriebanken ('Universalbanken') is van primordiaal belang geweest voor de ontwikkeling van de industrie. Grote banken als Deutsche Bank, Dresdner Bank en Commerzbank hebben een meervoudige betrokkenheid bij Duitse beursvennootschappen via schuldfinanciering, aandelenfinanciering, uitoefening van stemrecht in aandeelhoudersvergaderingen namens hun cliënten ('Depotstimmrecht') en vertegenwoordiging in de toezichthoudende organen. Zo beschikt de Deutsche Bank over ruim een kwart van het aandelenvermogen en over ruim 40 procent van de stemmen (direct belang plus volmachten) van Daimler-Benz en levert zij de voorzitter van de 'Aufsichtsrat'. Bij veel ondernemingen geldt een vetorecht verbonden aan minimaal 25 procent van de stemmen. Dit biedt banken de mogelijkheid om door hen niet gewenste ondernemingsbesluiten tegen te houden ('Sperrminorität').

In Nederland nemen de commerciële banken als regel geen deel in het aandelenvermogen van beursvennootschappen.[12] Niettemin zijn ze in een groot aantal gevallen vertegenwoordigd in toezichthoudende organen. Door geconcentreerd aandelenbezit is er veelal sprake van een langdurige en indringende relatie tussen partijen, die overigens mede kan uitwerken als een structurele barrière in de overnamemarkt. Daarnaast zijn er in de Germaanse landen – met name in Nederland en Zwitserland, maar ook in Duitsland – relatief veel technische overnamebarrières, zoals beschermingsconstructies, en dergelijke. Geslaagde vijandige overnames van ondernemingen zijn binnen de Germaanse landen dan ook uiterst zeldzaam.

In de Latijnse landen van Europa, zoals Italië, Spanje, Frankrijk en België wordt de eigendomsstructuur van beursvennootschappen vooral bepaald door familiebezit, financiële holdings en kruislingse participaties, en staatseigendom. In Italië beschikken belangrijke families (zoals Agnelli) en multinationale industriële groepen over de zeggenschap van vrijwel alle genoteerde vennootschappen. Vennootschappen met een

enigszins gespreid aandelenbezit kunnen op de vingers van een hand worden geteld. De Milanese aandelenbeurs is relatief onderontwikkeld, zodat eigendom en beheer van beursvennootschappen aldaar een tamelijk gesloten karakter dragen. In Spanje spelen kruisparticipaties en bankparticipaties een belangrijke rol. Voorts moet rekening worden gehouden met beïnvloeding door de staat in de vennootschappelijke sector. Frankrijk kent rivaliserende financiële houdstermaatschappijen (groepsvorming met kruisparticipaties en 'interlocking directorships'), bankparticipaties ('banques d'affaires') en staatseigendom. In 1981 is de gehele Franse banksector genationaliseerd, waardoor de staat een belangrijke aandeelhouder werd in veel grote ondernemingen. Sinds het eind van de jaren tachtig vindt een gedeeltelijke denationalisatie plaats, waardoor financiële holdingstructuren en bankparticipaties (Banque de Suez en Banque Paribas) thans overwegen. De Franse overheid is niet wars van inmenging in vennootschappelijke aangelegenheden, zoals bij door haar ongewenst geachte (vijandige) overnamepogingen. Desondanks komen in Frankrijk vijandige overnames in beperkte mate voor, weliswaar lang niet vergelijkbaar met de Angelsaksische landen, maar duidelijk meer dan in de Germaanse landen. In België overheersen houdstermaatschappijen en familiebezit. De Generale Maatschappij controleert een groot aantal van de Belgische topondernemingen, en daarmee belangrijke delen van de industriële sector van dat land.

Resumerend: Europa laat zich in drie groepen opdelen. Het Verenigd Koninkrijk heeft qua vennootschappelijke structuur en werkwijze veel gemeen met de Verenigde Staten. In de Germaanse landen is sprake van geconcentreerd aandelenbezit. Banken zijn in financieel en bestuurlijk opzicht nauw verweven met het industriële bedrijfsleven. Hierdoor en door een veelheid van beschermingsconstructies komen vijandige overnames niet of nauwelijks voor. De Latijnse landen kennen vennootschappelijke sectoren met een sterk geconcentreerd aandelenbezit, in handen van families, financiële en industriële groepen, en nationale staten. Kruislingse participaties en bijbehorende bestuurlijke 'interlockings' zijn gezichtsbepalend. Deze constellatie impliceert de aanwezigheid van ferme structurele overnamebarrières, waardoor vijandige overnames weliswaar niet zijn uitgesloten, maar over het geheel genomen weinig frequent voorkomen.

Japan

De Japanse vennootschappelijke sector wordt in belangrijke mate gekenmerkt door de aanwezigheid van omvangrijke industriële groepen, de 'keiretsu'. Sommige van deze groepen stammen van de vooroorlogse 'zaibatsu', door families gecontroleerde houdstermaatschappijen, die door de Amerikaanse overheid vlak na de Tweede Wereldoorlog werden ontmanteld, maar gedurende de jaren vijftig in een andere vorm opnieuw tot leven kwamen. In die jaren ontstonden ook nieuwe, door banken geïnstigeerde industriële groepen. Dergelijke groepen omvatten veelal honderden ondernemingen, die via kruislingse participaties met elkaar zijn verbonden. Per groep fungeert een enkele bank ('city bank') als primaire financiële bron, met name als verschaffer van schuldvermogen. Deze bank is ook bestuurlijk actief bij de groep betrokken, als adviseur, toezichthouder en als leverancier van managers in het kader van doorstroming dan wel van reddingsoperaties. De industriële groepen zijn gecentreerd rondom een hoofdbank (en andere financiële instellingen, zoals verzekeringsmaatschappijen) of ook wel een producent (Hitachi, Nissan, Matsushita), waarbij de onderlinge relaties berusten op een 'commitment' voor de lange termijn.[13] De ondernemingen binnen de groep zijn onderling verbonden door wederkerige participaties, waardoor een hecht netwerk van onderling gerelateerde groepsleden met uitwisseling van toezichthouders is ontstaan. De meeste groepen zijn zowel gediversifieerd als verticaal geïntegreerd. De zes grootste groepen (Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Fuyo, Dai-ichi Kangyo en Sanwa) omvatten bijna de helft van de 200 topondernemingen en vertegenwoordigen 40-55 procent van de omzet in sectoren als natuurlijke hulpbronnen, chemie, machinebouw, enzovoort.[14] Ongeveer 70 procent van het aantal aan de Beurs van Tokio genoteerde vennootschappen maakt deel uit van 'keiretsu'. In 1984 bevond ruim een kwart van de aandelen van alle Japanse beursvennootschappen zich in handen van particuliere beleggers, terwijl tweederde van de aandelen in bezit was van andere (financiële en niet-financiële) ondernemingen. De commerciële banken hielden toen meer dan 20 procent van alle aandelen. Binnen de Japanse ondernemingen wordt aan de werknemers een belangrijk gewicht toegekend. Er wordt wel eens beweerd dat het personeel een hogere prioriteit geniet dan de

externe aandeelhouders bij de afweging van belangrijke, strategische ondernemingsbeslissingen. Het begrip vijandige overname wordt in deze omgeving opgevat als een vloek. Enige tijd geleden heeft de flamboyante Texaanse 'raider' T. Boone Pickens geprobeerd om een Japans bedrijf, Koito – een fabrikant van koplampen, deel uitmakend van een industriële groep onder leiding van Toyota – op vijandige wijze over te nemen. Zonder succes, dergelijke Angelsaksische praktijken passen niet in de structuur en de cultuur van de Japanse vennootschappelijke sector.

Resumerend: industriële groepsvorming rondom een primaire bank of producent typeert het Japanse beeld. De onderlinge relaties binnen dergelijk 'keiretsu' zijn hecht, veelzijdig en duurzaam. De groepen zijn machtige, zelfregulerende systemen, die vrijwel onaantastbaar zijn voor buitenstaanders. Vijandige overnames zijn dan ook, voor wat betreft ondernemingen behorend tot deze groepen, uitgesloten.

Uit het voorgaande blijkt dat de vennootschappelijke systemen in de belangrijkste economische centra van de wereld overeenkomsten en verschillen vertonen. In de Angelsaksische landen is sprake van een relatief grote mate van spreiding in het aandelenbezit, zijn van oudsher goed ontwikkelde financiële markten, en kent men een actieve, somtijds agressieve, overnamemarkt. In de continentaal Europese landen en Japan treft men pregnante overeenkomsten aan. De Japanse structuur vertoont gelijkenis met de Germaanse inzoverre het de positie van de industriebanken (en ook van de werknemers) betreft, en met de Latijnse inzoverre het de groepsvorming van ondernemingen betreft. In deze landen is het aandelenbezit tamelijk geconcentreerd bij families, banken, groepen of nationale overheden. Structurele en technische overnamebarrières staan disciplinerende correcties via een actieve overnamemarkt in de weg. Ruwweg kan men dus twee hoofdvarianten van vennootschappelijke systemen onderscheiden, namelijk een markt-georiënteerd systeem en een netwerk-georiënteerd systeem. Markt-georiënteerde systemen kenmerken zich door: goed ontwikkelde financiële markten, beduidende aantallen ter beurze genoteerde vennootschappen, wijdverspreid aandelenbezit, actieve overnamemarkten. De Angelsaksische vennootschappelijke sectoren vallen te rubriceren onder het markt-georiënteerde systeem. Netwerk-georiënteerde systemen kenmerken zich door: geconcentreerd aandelenbezit, groepsverbondenheid van vennootschappen, substantiële meervoudige betrokkenheid van banken bij industriële en handelsondernemingen, inactieve 'market for corporate control'. De continentaal Europese en Japanse vennootschappelijke sectoren vallen onder het netwerk-georiënteerde systeem.

Het aldus aangebrachte onderscheid tussen markt-georiënteerde en netwerk-georiënteerde systemen kan behulpzaam zijn bij het beschrijven en verklaren van mondiale verschillen in ondernemingsgedrag, met name voor wat betreft de analyse van onderscheiden agency-problemen en disciplineringsmechanismen.

3 Alternatieve disciplineringsmechanismen

In de vorige paragraaf zijn enkele karakteristieke elementen van vennootschappelijke financierings- en besturingsstructuren voor een aantal geografische gebieden van de wereld belicht. Daarbij kwamen duidelijke verschillen en overeenkomsten naar voren. In Duitsland en Japan nemen de 'Universalbanken' respectievelijk de 'city banks' een vooraanstaande positie in bij de financiering, advisering en besturing van de grote niet-financiële ondernemingen. In Japan en Frankrijk speelt industriële groepsvorming met kruislingse participaties en 'interlocking directorships' tussen groepsleden een belangrijke rol. In de Angelsaksische landen is veelal sprake van wijdverspreid aandelenbezit en is de invloed van banken minder duurzaam en minder indringend dan elders. Zijn deze feiten nu ook van invloed op aard en intensiteit van de disciplineringsmechanismen in de onderscheiden systemen? Hieronder beperken we ons tot drie vormen van disciplinering: de overnamemarkt, een toezichthoudend orgaan, en de arbeidsmarkt voor managers.

Overnamemarkt

Hiervoor is reeds aangegeven dat het instrument van de vijandige overname als disciplineringsmechanisme voor managers die hun eigenbelang te zeer nastreven of die incompetent zijn in de Angelsaksische wereld frequent wordt gehanteerd. In andere delen van de wereld komt dit fenomeen nauwelijks of in het geheel niet voor. In de Angelsaksische literatuur wordt in dit verband

gesproken over de disciplinerende werking van de 'market for corporate control'. De argumentatie terzake voert terug naar Marris (1963) en Manne (1965). Een belangrijke voorwaarde voor een vrije werking van de 'market for corporate control' is gelegen in een ruime beschikbaarheid van aandelen waarvan de houders onafhankelijk zijn van het ondernemingsbestuur. Bovendien dient aan de aandelen gewoon stemrecht te zijn verbonden. Aan deze voorwaarden is in de Angelsaksische wereld in relatief belangrijke mate voldaan, zij het dat het instrument van de vijandige overname sinds het tumult van de 'roaring eighties' aan betekenis lijkt in te boeten. Steeds meer Amerikaanse beursvennootschappen hebben zich inmiddels van beschermingsmaatregelen voorzien. Dat wil overigens niet zeggen dat de 'market for corporate control' niet langer zou functioneren. Naast de 'hostile takeover' kan immers het instrument van de 'proxy fight' of dat van 'tactische persuasie' worden toegepast. Recente signalen duiden erop, dat sommige aandeelhouders dan wel organisaties van aandeelhouders bereid en geneigd zijn om op korte afstand van de ondernemingsbestuurders campagne te voeren. Het betreft hier met name institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en beleggingsinstellingen, die zich in de loop van de tijd tot een substantiële aandeelhouderscategorie hebben ontwikkeld en die bijgevolg een belangrijk emancipatieproces doormaken. Zij zijn weliswaar (nog) geen grootaandeelhouders met een formeel stemmenoverwicht, maar wel herkenbare aandeelhouders die hun stem verheffen en aldus invloed kunnen uitoefenen. Dit uit zich in allerlei vormen van protest, persuasie en diplomatie. Een van de voortrekkers van deze beïnvloedingspolitiek is Calpers (California Public Employees Retirement System), het grootste openbare fonds in de Verenigde Staten, dat onlangs een lijst van twaalf slecht presterende ondernemingen uit haar portefeuille heeft samengesteld, met de bedoeling om met de betrokken bestuurders in discussie te treden over mogelijkheden tot verbetering. Aanvankelijk geschiedt zulks achter gesloten deuren (stille diplomatie) en bij contentering blijft het daarbij. Ontmoet Calpers onvoldoende gehoor dan vormt zulks kennelijk een reden voor haar om vervolgens te dreigen met een volmachtenstrijd bij de eerstvolgende (her-)benoeming van ondernemingsbestuurders (open confrontatie). Vergelijkbaar is de door Colorado's Employee Pension Fund uitgevoerde actie om tegenstemmers te mobiliseren met betrekking tot beoogde benoemingen bij American Express en Westinghouse Electric. Eveneens spraakmakend is de United Shareholders Association, die in 1991 een lijst heeft opgesteld van vijftig beursvennootschappen, die in haar ogen onvoldoende recht deden aan de belangen van de aandeelhouders. Deze belangenvereniging heeft het met name voorzien op beloningen van topbestuurders.[15]

Binnen de netwerk-georiënteerde systemen kennen veel beursvennootschappen een relatief geconcentreerde aandeelhoudersstructuur met families, banken en andere bedrijven als invloedrijke grootaandeelhouders. Het functioneren van de overnamemarkt als disciplineringsmechanisme wordt vergaand belemmerd door enerzijds structurele barrières (geconcentreerd aandelenbezit), en technische barrières (beschermingsconstructies) anderzijds. De in voorbereiding zijnde regelgeving van de Europese Commissie met betrekking tot openbare biedingen (13e richtlijn) ademt evenwel een Angelsaksische, liberale geest. Dit houdt vermoedelijk in dat op enige termijn de technische barrières zullen moeten worden verminderd. De structurele barrières worden hierdoor uiteraard niet geraakt.

Toezichthoudend orgaan

De instelling van een toezichthoudend orgaan kan worden beschouwd als een vorm van directe disciplinering, terwijl de overnamemarkt kan worden gezien als een vorm van indirecte disciplinering. De internationale verschillen met betrekking tot het toezichthoudende orgaan kunnen worden aangeduid aan de hand van een tweetal aspecten: de juridische vormgeving en het socio-economische concept van de onderneming. In de Angelsaksische landen wordt de 'corporate enterprise' – althans in beginsel – opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. De door de aandeelhouders benoemde leden van de 'Board of Directors' behoren erop toe te zien dat het management zich in de uitoefening van haar taak laat leiden door de ultieme maatstaf van de vermogenswaarde. Daar staat tegenover een meer institutionele opvatting van de vennootschap in de Germaanse landen. In dit beeld wordt de vennootschap veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen ven-

nootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de diverse deelbelangen van de participanten, zoals daar zijn de directie, het personeel, de vermogensverschaffers, de leveranciers, de afnemers, enzovoort. Voor grote Nederlandse vennootschappen ligt dit institutionele beeld expliciet verankerd in het juridische structuurregime, hetwelk stoelt op het uitgangspunt dat directie en commissarissen geacht worden te handelen in het belang van de onderneming en dus niet uitsluitend in het belang van de vermogensverschaffers of van de werknemers, of in het belang van henzelf. Dit houdt in dat door de Nederlandse wetgeving geen primaat wordt gegeven aan de behartiging van de belangen der aandeelhouders.[16] In Duitsland beschikken de werknemers over pregnante formele rechten ten aanzien van de samenstelling van het toezichthoudende orgaan ('Aufsichtsrat') op basis van 'Mitbestimmung': de helft van de zetels kan door hen worden ingevuld, de andere helft door de aandeelhouders.

In de Latijnse landen speelt de soevereiniteit van de aandeelhouders in beginsel een belangrijke rol, met name de nauw bij de vennootschap betrokken (groot-)aandeelhouders. In de Japanse situatie lijkt de rol en positie van werknemers van grote betekenis te zijn naast die van de aandeelhouders.

Voor wat betreft de vorm van het toezichthoudende orgaan kan worden onderscheiden tussen het gemengde stelsel ('one-tier system') en het gescheiden stelsel ('two-tier system'). De Angelsaksische landen kennen het gemengde systeem, waarin behalve externe commissarissen tevens directieleden in de 'Board of Directors' zijn opgenomen. Niet zelden is de 'Chief Executive Officer' van een vennootschap tevens voorzitter van de 'Board'. In deze constellatie, waarin degenen waarover toezicht wordt uitgeoefend, zelf actief bij de vervulling van die taak zijn betrokken, is een onafhankelijke en effectieve disciplinering twijfelachtig. Jensen (1993) stelt (p. 866):

'It is common in US corporations for the CEO to also hold the position of chairman of the board. The function of the chairman is to run board meetings and oversee the process of hiring, firing, evaluating, and compensating the CEO. Clearly, the CEO cannot perform this function apart from his or her personal interest. Without the direction of an independent leader, it is much more difficult for the board to perform its critical function. Therefore, for the board to be effective, it is important to separate the CEO and chairman positions.'

De Germaanse landen kennen het gescheiden systeem, waarbij een onafhankelijke Raad van Commissarissen fungeert, die is samengesteld uit personen, die geen deel uitmaken van het management van de vennootschap. Frankrijk kent een optioneel systeem, waarbij in de praktijk zowel het gescheiden als het gemengde stelsel voorkomen. In Japan is sprake van een tamelijk complexe structuur, waarbij drie verschillende organen figureren.[17] De facto is er enige gelijkenis met het Angelsaksische model. Uit deze classificatie komt naar voren dat zij niet correspondeert met de indeling in markt-georiënteerde systemen aan de ene kant en netwerk-georiënteerde systemen aan de andere kant. Men kan evenwel stellen dat de intensieve relaties binnen financiële en industriële groepen in Japan en de Latijnse landen een zodanig netwerk van toezichthouders creëren, dat stroomlijning van groepsbelangen sterk zal worden bevorderd. Ook de invloedrijke posities van bankiers in de Germaanse landen staan borg voor een beduidende disciplinerende kracht.

Arbeidsmarkt voor managers

Fama (1980) heeft gewezen op het belang van de 'managerial labor market' als disciplineringsmechanisme. Transacties op deze markt kunnen het gevolg zijn van andere disciplineringsmechanismen, zoals de overnamemarkt of een maatregel van een toezichthoudend orgaan. Martin en McConnell (1991) rapporteren over de uitkomsten van empirisch onderzoek omtrent de disciplinerende rol van de overnamemarkt met betrekking tot topmanagers in de Verenigde Staten. Het verloop onder topposities blijkt aanzienlijk toe te nemen na een overname, vooral wanneer er sprake is van teleurstellende resultaten daaraan voorafgaand. Franks en Mayer (1992) stellen vast dat ontslag van topmanagers aanzienlijk frequenter voorkomt in het Verenigd Koninkrijk dan in continentaal Europa. In Japan is sprake van een hoge graad van interne mobiliteit binnen een 'keiretsu'. Falend management wordt veelal gecorrigeerd via interne overplaatsing. De interne arbeidsmarkt voor managers en overige werknemers is binnen Japanse industriële groepen bijzonder goed ontwikkeld.

Een ander aspect van de arbeidsmarkt voor managers betreft de vormgeving van het beloningscontract. Variabele beloningsstelsels op basis van optieplannen en dergelijke komen in markt-georiënteerde vennootschappelijke systemen in sterkere mate voor dan in netwerk-georiënteerde systemen. Volgens Kester (1986) zijn winstafhankelijke beloningen zeldzaam in Japan, anders dan in de Verenigde Staten.

Al met al kan worden gesteld dat disciplinering via de externe arbeidsmarkt voor managers van relatief groot belang is in de Angelsaksische landen, evenals resultaatafhankelijke beloningsstelsels.

Wanneer we de drie typen van disciplinering overzien, kunnen we stellen dat:

1 de 'market for corporate control' een belangrijke rol speelt in markt-georiënteerde systemen, maar niet in netwerk-georiënteerde systemen.
2 het toezichthoudend orgaan een grotere disciplineringskracht heeft in netwerk-georiënteerde systemen dan in markt-georiënteerde systemen.
3 de arbeidsmarkt voor managers een gemengd beeld vertoont; de externe arbeidsmarkt en resultaatafhankelijke beloningsstelsels spelen een tamelijk belangrijke rol in markt-georiënteerde systemen, terwijl de interne mobiliteit van managers meer karakteristiek lijkt te zijn voor netwerk-georiënteerde systemen.

4 Merites van de beide systemen

Geconstateerd kan worden dat markt-georiënteerde en netwerk-georiënteerde vennootschappelijke systemen al geruime tijd naast elkaar voortbestaan. Men kan zich afvragen of het ene systeem superieur is aan het andere, en of hun wording berust op toevallige historische omstandigheden dan wel op een endogeen proces van economische optimalisatie. Scoort het ene systeem beter dan het andere in termen van bepaalde prestatiemaatstaven? Zijn de alternatieve disciplineringsmechanismen tot op zekere hoogte onderling uitwisselbaar? Het zou te ver voeren om elk van deze vragen, hoe interessant ook, in dit bestek systematisch uit te werken.[18] Hier zal worden volstaan met het indiceren van enkele voor- en nadelen die aan de alternatieve systemen zijn te onderkennen.

Markt-georiënteerd systeem

Het belangrijkste voordeel van dit systeem is dat er een voortdurende externe druk op het management ligt om te worden vervangen ingeval van al te manifeste deviaties van waardemaximaliserend gedrag. Disciplinering via de 'market for corporate control' kan er aldus toe bijdragen dat schaarse middelen worden aangewend op een wijze die het belang van de aandeelhouders en daarmee van de economie als geheel het beste dient.

Als nadelen van dit systeem kunnen worden genoemd: gevaar voor 'shorttermism', verweerkosten, en imperium-gedrag. Vanwege de voortdurende dreiging om op prestaties te worden afgerekend bestaat het gevaar dat managers zich meer op de korte termijn dan op de lange termijn richten, waardoor strategische investeringen achterwege kunnen blijven. Daarnaast zullen managers in mindere mate bereid zijn om voor zichzelf te investeren in ondernemingsspecifieke capaciteiten vanwege de latente dreiging dat door een abrupte disciplineringsmaatregel het effect van deze investering teniet kan worden gedaan. Shleifer en Summers (1988) spreken in dit verband van 'breach of trust'. De verweerkosten houden verband met de inspanningen en kosten die gepaard gaan met overnamegevechten. Het tumult daar omheen leidt het management veelal af van de eigenlijke taak, namelijk het leiden van de onderneming.

Bij (vijandige) overnames zijn uiteraard niet alleen doelwitondernemingen betrokken, maar ook bieders. Het is de vraag of het management van biedende ondernemingen zich steeds laat leiden door het criterium van welvaartsverhoging voor haar eigen aandeelhouders. Ook aan deze zijde van de markt bestaat in beginsel een agency-probleem. Hoe wordt dat probleem van gepaste disciplinering voorzien? Er zijn empirische aanwijzingen voor de stelling dat het management van biedende vennootschappen zich op haar beurt niet zelden laat leiden door eigenbelang, zich uitend in imperium-gedrag en groeizucht.[19]

Netwerk-georiënteerd systeem

In dit systeem zijn er strakke beheersingsmechanismen via de betrokkenheid van strategische partijen die vaak meerdere functies in zich verenigen: verstrekker van aandelenvermogen, verstrekker van schuldvermogen, toezichthouder en andere functies. Daardoor zijn veelal indringende en langdurige relaties ontstaan, die gestoeld zijn op

vertrouwen en loyaliteit. Zij treden min of meer op als 'quasi-insiders' en beschikken over superieure informatie in vergelijking met externe marktpartijen. Daardoor zullen voor wat betreft deze 'insiders' kleinere informatie-inefficienties optreden dan in het markt-georiënteerde systeem. De intensieve interne disciplinering maakt het alternatief van de externe disciplinering via de werking van de overnamemarkt minder dringend noodzakelijk, aangezien strategische partijen zelf corrigerend kunnen optreden. Falend management kan worden vervangen zonder overdracht van de eigendom.

Verdere voordelen van het netwerk-georiënteerde systeem zijn gelegen in een beperking van de kosten ingeval van financiële moeilijkheden. Kosten van faillissement kunnen door vroegtijdige correctieve maatregelen soms worden vermeden. In Japan wordt een faillissement van een onderneming die deel uitmaakt van een 'keiretsu' opgevat als een blamage, hetgeen ertoe leidt dat zulks ook niet snel zal gebeuren (kruislingse garantie).

Tenslotte zal het agency-conflict betreffende aandeelhouders en schuldeisers minder groot kunnen zijn, aangezien door de combinatie van functies door banken en andere bedrijven sprake is van internalisatie van dit probleem. Het gevaar van onverwachte welvaartsoverheveling ('asset substitution effect') van schuldeisers naar aandeelhouders is daardoor geringer, hetgeen de agency-kosten van schuldvermogen drukt. [Hoshi et al. (1991)].

Als mogelijke nadelen van het netwerk-georiënteerde systeem kunnen worden genoemd het gevaar van een zich geleidelijk aan ontwikkelende 'stroperigheid' in de verhoudingen tussen managers en toezichthouders, die een alerte en doeltreffende disciplinering in de weg kan staan. Voorts is door het geconcentreerde aandelenbezit slechts een relatief kleine 'free float' van verhandelbare aandelen beschikbaar. Die omstandigheid kan de prijsvorming ter beurze negatief beïnvloeden. Datzelfde geldt voor het feit dat de externe aandeelhouders in het algemeen over inferieure informatie zullen beschikken ten opzichte van de grootaandeelhouders en op grond hiervan tot een lagere waardering zullen besluiten.

Convergentie?

Al met al blijken beide vennootschappelijke systemen zowel voor- en nadelen te kennen. Het is niet mogelijk om op theoretische gronden te stellen dat het ene systeem superieur is aan het andere. Voordelen van het ene systeem verschijnen in het algemeen als nadelen bij het andere, vice versa.

Hoe zullen deze systemen zich in de toekomst verder ontwikkelen? Gaan ze steeds verder onderling divergeren of juist niet? Er zijn aanwijzingen dat een zekere convergentie van de systemen waarschijnlijker is dan het omgekeerde. In de Verenigde Staten is de spreiding van het aandelenbezit aan het afnemen, terwijl in Duitsland en Japan de machtspositie van de universele banken ter discussie wordt gesteld. Het insider-fenomeen in Japan is recentelijk in diskrediet gebracht vanwege een reeks schandalen. Japanse ondernemingen lijken er meer en meer de voorkeur aan te geven de externe vermogensmarkten af te tappen om te voorzien in hun vermogensbehoefte. Hierboven is reeds gesproken van de zich wijzigende opstelling van aandeelhouders in de Verenigde Staten ten opzichte van het management van vennootschappen. In Europa zijn parallelle ontwikkelingen gaande voor wat betreft het optreden van de externe aandeelhouders. Deze eisen ook hier in toenemende mate zeggenschap voor zichzelf op, zoals Hagen bij Nedlloyd deed, en ze wensen dat hun belangen sterker meespelen bij belangrijke ondernemingsbeslissingen als fusie en overname. Vergelijk in dit verband de aandrang tot verhoging van het bod van VNU op Audet en NMBPG op Nationale Nederlanden. De Vereniging van Effectenbezitters prononceert zich in steeds sterkere mate op aandeelhoudersvergaderingen en ook institutionele beleggers houden zich niet meer zo afzijdig als in het verleden het geval was. Informele ontmoetingen met ondernemingsbestuurders en formele confrontaties via de organieke kanalen typeren in ons land, en voor zover valt na te gaan evenzeer in andere landen op het continent (vergelijk Continental AG, Accor SA), in toenemende mate de opstelling van de aandeelhouders. Dit geschiedt vooralsnog minder scherp dan bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk alwaar de invloed van aandeelhouders (met name instituten) veelal zeer aanmerkelijk is. Niettemin is een zekere opschuiving waarneembaar in de richting van het Angelsaksische model, waarbij de vennootschap primair wordt gezien als een instrument van en voor de aandeelhouders. Door verstrengeling van vennootschappen uit de beide systemen – bijvoorbeeld door middel van joint ventures tussen Amerikaanse en continentaal

Europese of Japanse ondernemingen of door aanstelling van managers afkomstig uit het andere systeem – vindt kruisbestuiving plaats die convergerend kan werken.

Ook op het terrein van wet- en regelgeving zijn convergentietendensen waarneembaar. De door de Europese Commissie (voorgenomen) regelgeving met betrekking tot mededinging en met betrekking tot de werking van de overnamemarkt lijkt in belangrijke mate te zijn geïnspireerd door het Angelsaksische model. De voortgaande Europese integratie zal ongetwijfeld tot een verdere egalisatie van 'level-playing fields' op deze en andere terreinen leiden. Ondanks alle botsingen die zich op weg daarheen nog zullen voordoen is voortgaande reciprocering waarschijnlijk. De tijd zal het leren.

LITERATUUR

Aoki, M., (1984a), Aspects of the Japanese firm, in: *The economic analysis of the Japanese firm* (ed. M. Aoki), North Holland, Amsterdam, pp. 3-43.

Aoki, M., (1984b), *The co-operative game theory of the firm*, Oxford University Press, Oxford.

Baker, G.P., M.C. Jensen and K.J. Murphy, (1988), Compensation and incentives: practice vs. theory, *The Journal of Finance*, 43, pp. 593-616.

Bergström, C. and K. Rydqvist, (1990), Ownership of equity in dual-class firms, *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 255-269.

Berle, A.A. and G.C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York.

Boot, A.W.A., (1994), *De financiering van het bedrijfsleven; tussen structuurregime en financiële sector*, Amsterdam University Press, Amsterdam.

Booz-Allen Acquisition Services, (1989), *Report Commission of the European Communities*, Brussels.

Brickley, J.A. and C.M. James, (1987), The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking, *Journal of Law and Economics*, 30, pp. 161-180.

Demsetz, H., (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390.

Fama, E.F., (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-307.

Fama, E.F. and M.C. Jensen, (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-326.

Franks, J.R. and C. Mayer, (1990), Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK, *Economic Policy*, 5, pp. 191-231.

Franks, J.R. and C. Mayer, (1993), *The market for corporate control in Germany*, unpublished paper.

Gerlach, M., (1987), *Alliances and the social organization of business*, working paper, University of California, Berkeley, CA.

Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, (1990), The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 67-88.

Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, (1991), Corporate structure, liquity, and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 33-60.

Jensen, M.C. and 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., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *The Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.

Jong, H.W. de, (1991), The takeover market in Europe: control structures and the performance of large companies compared, *Review of Industrial Organization*, 6, pp. 1-18.

Jong, H.W. de, (1993), *European capitalism: between freedom and social justice*, unpublished paper, Universiteit van Amsterdam.

Kester, W.C., (1986), Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations, *Financial Management*, 15, pp. 5-16.

Manne, H.G., (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.

Marris, R., (1963), A model of the 'managerial' enterprise, *Quarterly Journal of Economics*, 77, pp. 185-209.

Martin, K.J. and J.J. McConnell, (1991), Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, *The Journal of Finance*, 46, pp. 671-687.

Moerland, P.W., (1989), De overnemingsmarkt: theorie, empirie en regelgeving, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 63, pp. 143-161.

Moerland, P.W., (1990), Efficacy and freedom of mergers and acquisitions, in: *Competition in Europe*, essays in honour of Henk W. de Jong (ed. P. de Wolf), Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.

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., (1995), Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, nog te verschijnen.
Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny, (1989), Alternative mechanisms of corporate control, *American Economic Review*, 79, pp. 842-852.
Mueller, D.C., (1972), A life cycle theory of the firm, *Journal of Industrial Economics*, 21, pp. 199-219.
Nakatani, I., (1984), The economic role of financial corporate grouping, in: *The economic analysis of the Japanese firm* (ed. M. Aoki), North-Holland, Amsterdam, pp. 227-258.
Prowse, S.D., (1992), The structure of corporate ownership in Japan, *The Journal of Finance*, 47, pp. 1121-1140.
Shleifer, A. and L.H. Summers, (1988), Breach of trust in hostile takeovers, in: *Corporate takeovers: causes and consequences* (ed. A.J. Auerbach), Chicago, National Bureau of Economic Research.
Scott, J., (1985), *Corporations, classes and capitalism*, Hutchinson, London.
Smith, A., (1976), *The wealth of nations*, Glasgow (ed. 1976).
Stein, J.C., (1988), Takeover threats and managerial myopia, *Journal of Political Economy*, 96, pp. 61-80.

NOTEN

1 Voor een uitvoerige verhandeling over ontwikkelingen in de economische theorievorming omtrent de onderneming, inclusief agency-vraagstukken, zij verwezen naar Moerland (1992, a,b).

2 In de internationale literatuur treft men wel het onderscheid tussen 'market-oriented' en 'bank-oriented' aan. Wij geven er de voorkeur aan om te spreken over 'network-oriented', aangezien naast 'inside bank'-relaties ook groepsstructuren van belang zijn. Zie verder: Moerland (1995).

3 Volgens Booz-Allen Acquisition Services (1989).

4 Cijfers afkomstig uit Prowse (1992).

5 Vergelijk Demsetz (1983).

6 Glass-Steagall Act van 1933.

7 Een vergelijkbaar onderscheid kan ook worden aangetroffen in Scott (1985) en De Jong (1991). Omtrent de Scandinavische landen is slechts weinig informatie beschikbaar. Voor Zweden geldt, dat geconcentreerd aandelenbezit eerder regel dan uitzondering is. Enige overeenkomst lijkt daar te bestaan met continentaal Europese landen, zoals Frankrijk en België. Vergelijk Bergström en Rydqvist (1990).

8 Volgens Booz-Allen Acquisition Services (1989).

9 Ontleend aan: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Statistiques 1993, Parijs.

10 In Amsterdam: 482 beursgenoteerde ondernemingen, waarvan 239 binnenlandse, en aan de gezamenlijke Duitse beurzen 1297 ondernemingen, waarvan 664 binnenlandse. Bron: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Statistiques 1993, Parijs.

11 Ontleend aan Franks en Mayer (1993). Ter vergelijking: in een vergelijkbare steekproef van de 173 grootste beursvennootschappen in het Verenigd Koninkrijk (1992) had slechts 13 procent van de ondernemingen een aandeelhouder met een belang groter dan een kwart.

12 Soms vloeien aandelenparticipaties voort uit een herkapitalisatie van ondernemingen, die in financiële moeilijkheden zijn komen te geraken, zoals bijvoorbeeld Daf Trucks.

13 Vergelijk Aoki (1984 a).

14 Vergelijk Gerlach (1987).

15 Rand Araskog, topman van ITT, werd aangesproken op zijn hoge vergoeding over 1990 in de orde van $ 11 miljoen. Na vijf onverkwikkelijke maanden van door de Association geëntameerde publiciteit over dit onderwerp ging ITT door de bocht en stelde een herijking van de beloningsstructuur in het vooruitzicht, die meer in overeenstemming was met de door de aanklager gestelde criteria.

16 Zie verder Moerland (1989), alsook Boot (1994).

17 Vergelijk Aoki (1984 b).

18 Voor wat betreft een schets van de historische achtergronden van de diverse vennootschappelijke structuren kan worden verwezen naar Scott (1985). Voor een interessante studie omtrent de relatie tussen geografisch uiteenlopende ondernemingsdoelstellingen en prestatie-indicatoren, zie De Jong (1993).

19 Voor een meer uitvoerige verhandeling over dit aspect, zie Moerland (1995).