

# Eigendoms- en beheersstructuur van de beursvennootschap

*Prof. Dr. P.W. Moerland*

## 1 Inleiding

Het verschijnsel beursvennootschap is ongeveer vier eeuwen oud. In 1602 werd een bekende Compagnie (VOC) opgericht, die 'steunde op een kapitaal, bijeengebracht door aandeelhouders, wier verplichtingen beperkt waren tot het storten van de door hen toegezegde bedragen. Deelnemers die aan deze plicht voldaan hadden, hielden alleen rechten over. Hun lidmaatschap loste zich op in 'actie ende gerechtigheit', welke daarna voor overdracht vatbaar waren. Voor hetgeen in naam van de Compagnie was verricht, kon alleen op haar vermogen verhaal gezocht worden. Noch actie-houders, noch bestuurders waren persoonlijk daarvoor aansprakelijk. Het karakter van kapitaals-associatie trad reeds sterk naar voren. De personen der aandeelhouders hadden weinig betekenis in de vennootschappelijke verhouding. De Verenigde Oost-Indische Compagnie was bij haar ontstaan de meest ontwikkelde NV van die tijd.'<sup>1</sup>

De oprichting van de Amsterdamse Effectenbeurs dateert van 1613. Via deze openbare markt werden reeds spoedig 'actien' Verenigde Oost-Indische Compagnie en West-Indische Compagnie verhandeld.<sup>2</sup> Sedert het begin van deze eeuw is het aantal ter beurse genoteerde vennootschappen fors toegenomen. In 1993 waren aan de Amsterdamse Effectenbeurs 482 vennootschappen genoteerd, waarvan 239 binnenlandse ondernemingen en 243 buitenlandse ondernemingen waren. De gezamenlijke beurswaarde van alle aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde vennootschappen beliep einde 1993 ruim 350 miljard gulden.<sup>3</sup> Het aantal beursgenoteerde vennootschappen is uiterst bescheiden te noemen tegen de achtergrond van het gegeven dat ons land zo'n half miljoen bedrijven kent. De relatieve betekenis van beursven-

nootschappen zoals Koninklijke Olie, Unilever, Akzo Nobel en Philips voor onze economie is evenwel zeer aanzienlijk. De marktkapitalisatie van de gezamenlijke binnenlandse beursvennootschappen, uitgedrukt ten opzichte van de waarde van het Bruto Binnenlands Produkt, bedroeg in 1988: 46%.<sup>4</sup>

De beursvennootschap geniet een wisselende mate van populariteit in verschillende gebieden van de economisch ontwikkelde wereld. In de Angelsaksische landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, komen verhoudingsgewijze meer beursvennootschappen voor dan op het Continent van Europa en in Japan. De Verenigde Staten tellen meer dan 5.000 binnenlandse beursvennootschappen, het Verenigd Koninkrijk ongeveer 2.000, Japan ten naaste bij 1.800, Duitsland een kleine 700, Frankrijk ruim 700, en Italië zo'n 250.<sup>5</sup> Door fusies, overnames, faillissementen, en dergelijke neemt het aantal noteringen gedurig af. Aan de andere kant doen zich steeds weer beursintroducties voor, gedeeltelijk als gevolg van privatiseringsprogramma's.<sup>6</sup> In Amsterdam verdwenen in 1993 24 binnenlandse vennootschappen van de beurs, terwijl er 25 nieuwe binnenlandse noteringen bijkwamen (beide exclusief beleggingsfondsen). De New York Stock Exchange (2.600 genoteerde vennootschappen, waarvan 200 buitenlandse) is onlangs een wervingscampagne begonnen in Latijns-Amerikaanse landen en Europa voor een tweede notering van vennootschappen, die in hun thuisland reeds over een notering beschikken.<sup>7</sup> De Europese schermen-

---

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

beurs voor snel groeiende bedrijven, Easdaq, denkt de komende vijf jaar 500 bedrijven in notering te kunnen nemen. Deze nieuwe beurs gaat zich vooral richten op Europese groeiondernemingen, die zich kenmerken door een relatief hoog risicoprofiel.<sup>8</sup>

Uit deze gegevens kan bepaald niet worden afgeleid, dat het fenomeen beursvennootschap ten dode zou zijn opgeschreven, zoals Jensen (1989) ons enige tijd geleden wilde doen geloven. Hij schetste een perspectief, waarin (althans de Amerikaanse) beursvennootschap zou 'eclipsen' als gevolg van onbeheersbare agency-problemen tussen managers en aandeelhouders. De steen, die door Jensen in de vijver werd geworpen heeft de discussie over de voor- en nadelen van de beursvennootschap opnieuw aangewakkerd.<sup>9</sup> Opnieuw, nadat Berle en Means (1932) ruim een halve eeuw daarvoor hadden gewezen op de gevaren van een 'corporate revolution' als gevolg van het ontkoppelingsproces van de managementfunctie en de financieringsfunctie ('separation of ownership and control'). Deze ontwikkeling bracht in de visie van Berle en Means met zich mee dat de wettelijke eigenaren van het ondernemingsvermogen niet meer bij machte waren om dergelijke grote corporaties te leiden en de bestuurlijke macht over het bedrijfsgebeuren uit handen gaven aan professionele managers. Aldus ontstond de 'management-controlled firm' waarin de managers het voor het zeggen hebben, hun eigen belangen kunnen nastreven ten koste van de aandeelhouders, en zich daarmee begeven in 'corporate plundering'. Dit alles roept de vraag op welke de economische 'rationale' is voor het verschijnsel beursvennootschap. Deze vraag wordt behandeld in de volgende paragraaf. Paragraaf 3 is gewijd aan een beknopte verhandeling over het vraagstuk van de beheersstructuur van de beursvennootschap. Daarbij zal vooral op het onderscheid tussen het lidmaatschapsrecht en het vermogensrecht van gewone aandelen worden ingegaan. In paragraaf 4 worden de geografische verschillen in eigendoms- en beheersstructuren geïllustreerd aan de hand van een karakteristieke analyse van het Britse model en het Duitse model. De slotparagraaf gaat in op de vraag welke toekomst het verschijnsel beursvennootschap staat te wachten. Wij zijn op dit punt meer optimistisch gestemd dan Jensen, die enkele jaren geleden voorspelde dat de Amerikaanse beursvennootschap zijn langste tijd zou hebben gehad.

## 2 Theorie van de beursvennootschap

De economische theorie benadrukt dat de beursvennootschap met beperkte aansprakelijkheid voor de vermogensverschaffers bijzonder geschikt is om bedrijfsuitoefening op grote schaal te kunnen realiseren, omdat twee positieve elementen daarin worden samengebracht: enerzijds de aanwezigheid van vele externe aandeelhouders, die het risico over hun beleggingen kunnen spreiden door diversificatie, en anderzijds de mogelijkheid om de meest gekwalificeerde bestuurskracht te selecteren, los van een eventuele vermogensinbreng. Er zijn verscheidene stadia in de levenscyclus van een onderneming, waarin een beursgang valt te overwegen. Tijdens de groeifase is het denkbaar dat aantrekkelijke investeringsprojecten onuitvoerbaar zijn vanwege beperkte financiële middelen, die bestaan uit de persoonlijke rijkdom van de ondernemer (of zijn familie). Om in de benodigde financiële middelen te voorzien, zal allereerst een beroep worden gedaan op handels- en bankkrediet. Voorts kan worden getracht eigen vermogen te verwerven door middel van een onderhandse plaatsing van aandelen. Indien deze bronnen evenwel ontoereikend zijn voor de financiering van zeer forse groei kan een beursintroduktie worden overwogen. Ook komt het voor dat in een later stadium van de levenscyclus aan een beursgang wordt gedacht, zoals bijvoorbeeld bij het verpakkingsconcern Van Leer en bij Vendex. De geplande beursgang van Van Leer beoogt onder andere ruimte te creëren voor overnames.<sup>10</sup> Bij Vendex speelt mede een rol de bij vele van de bestaande familie-aandeelhouders levende wens om hun bezit te verzilveren. Het is van belang om bij beursintrodukties te onderscheiden tussen het aantrekken van nieuw vermogen en het herplaatsen van bestaande vermogenstitels. In het laatste geval spelen vooral overwegingen van risicospreiding en liquiditeit en rol van betekenis. In algemene zin zou men kunnen stellen dat een beursgang valt te overwegen, indien de bezwaren van de klassieke onderneming, waarbij de functies van leiding en eigendom zijn verenigd in (of rondom) de persoon van de ondernemer, te zeer gaan knellen. Deze mogelijke bezwaren zijn<sup>11</sup>:

- 1 Aantrekkelijke investeringsprojecten zijn onuitvoerbaar vanwege tekort schietende financiële middelen.
- 2 Derving van de voordelen van risicospreiding via belegging in de marktportefeuille. De

klassieke ondernemer investeert immers zijn vermogen in het unieke risico van zijn onderneming. Bovendien investeert hij zijn menselijk kapitaal in de onderneming, zodat hij in dubbel opzicht specifiek risico loopt.

- 3 Vervreemding van het vermogen is niet goed mogelijk zonder de zeggenschap over zijn onderneming prijs te geven. Het vermogen is illiquide, hetgeen een opoffering inhoudt in termen van mogelijke alternatieve bestemmingen (bijvoorbeeld consumptie).

Deze drie bezwaren kunnen worden herleid tot 'opportunity losses' van, respectievelijk, niet bereikbare investeringen, risicospreiding en liquiditeit. Indien deze 'opportunity losses' als te hoog worden ervaren, kan de mogelijkheid van een beursgang worden overwogen. Als nadeel hiervan kan worden genoemd, dat zich daarmee een scheiding van leiding en eigendom zal voltrekken, hetgeen aanleiding geeft tot agency-conflicten met bijbehorende agency-kosten. De beursvennootschap als economisch fenomeen kan nu worden opgevat als een endogene resultante van een optimaliseringsproces, waarin bovengenoemde 'opportunity losses' (van de klassieke onderneming) in evenwicht worden gebracht met de agency-kosten verbonden aan de scheiding van leiding en eigendom. Door deze scheiding komen voordelen van schaal, diversificatie, professioneel management en verhandelbaarheid van vermogenstitels binnen bereik.

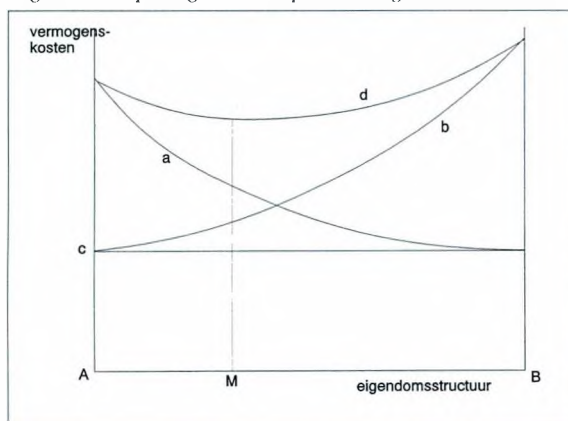
In figuur 1 wordt dit optimaliseringsvraagstuk grafisch geïllustreerd.<sup>12</sup>

In deze figuur correspondeert punt A met de situatie, waarin geen gebruik wordt gemaakt van extern aandelenvermogen (de klassieke onderneming), terwijl punt B overeenstemt met de situatie

waarin uitsluitend gebruik wordt gemaakt van extern aandelenvermogen. Wanneer wordt opgeschoven langs de horizontale as van punt A naar punt B, neemt de proportie van het interne aandelenvermogen ('managerial ownership') geleidelijk af van honderd procent tot nul. De 'opportunity losses' en de agency-kosten (zie hierboven) worden geacht te zijn opgesloten in de vermogenskostenvoet. De kromme a representeert het deel van de vermogenskostenvoet dat voortvloeit uit de 'opportunity losses', en vertoont, uiteraard, een negatief verloop.<sup>13</sup> De kromme b vertegenwoordigt het deel van de vermogenskostenvoet dat voortvloeit uit het agency-conflict betreffende het aandelenvermogen, en vertoont, uiteraard, een positief verloop. Het intercept c komt overeen met de in de vermogensmarkt bepaalde vergoeding voor de tijdswaarde van het geld en van het systematisch risico. Door deze drie componenten van de vermogenskostenvoet te aggregeren, resulteert de U-vormige kromme d, die zijn minimum bereikt in punt M. Aldaar wordt de optimale eigendomsstructuur van de onderneming verkregen, waarbij dus sprake is van een combinatie van zowel intern als extern aandelenvermogen.

Het spreekt vanzelf dat deze grafische illustratie een vergaande simplificatie is van het complexe optimaliseringsvraagstuk aangaande de eigendoms- en beheersstructuur van de onderneming. De horizontale as representeert slechts de verdeling tussen intern en extern aandeelhouderschap. Geen rekening wordt gehouden met de samenstelling van de verzameling externe aandeelhouders, de verdeling van de zeggenschapsrechten, disciplineringsmechanismen ter beheersing van het agency-probleem, enzovoorts. Een belangrijk aspect bij de analyse van de eigendoms- en beheersstructuur ('governance structure') van ondernemingen betreft de uiteenrafeling van de aan vermogenstitels verbonden rechten. Aandeelhouders houden aandelen, welke in beginsel een lidmaatschapsrecht en een vermogensrecht kennen. Het lidmaatschapsrecht verschaft de aandeelhouder stemrecht in het Algemeen Vergadering van Aandeelhouders. Het vermogensrecht verschaft de aandeelhouder het recht op uitkeringen uit de winst en, indien van toepassing, op een evenredig deel van het liquidatiesaldo. In de praktijk ontmoeten we allerlei arrangementen, waarbij gebroken wordt met het beginsel dat aan het aandeel zowel een lidmaatschapsrecht als een vermogensrecht zijn verbonden. Hier volgen

Figuur 1: Bepaling van de optimale eigendomsstructuur



enkele voorbeelden. Het lidmaatschapsrecht wordt niet zelden door allerlei statutaire clausules en buitenstatutaire constructies uitgehold (beschermingsconstructies). Het gebruik van holding companies, zoals dat in de Latijnse landen van Europa zo veelvuldig voorkomt, beoogt het verwerven van extern aandelenvermogen te combineren met behoud van de effectieve zeggenschap. In de Verenigde Staten, Zweden, en andere landen werkt een aantal ondernemingen met 'dual class shares', twee soorten aandelen: aandelen A met stemrecht, veelal in landen van 'insiders', en aandelen B zonder stemrecht (en soms met verhoogd vermogensrecht), veelal bedoeld voor externe aandeelhouders. Duitse universele banken kunnen stemrecht uitoefenen op grond van hun eigen aandelenbezit, maar tevens uit hoofde van hun bewaarfunctie ten behoeve van particuliere cliënten ('Depotstimmrecht'). Uit al deze voorbeelden komt naar voren dat de verdeling van het (effectieve) stemrecht en de verdeling van het vermogensrecht in de praktijk niet steeds samen vallen. Daarom dient onze aandacht niet alleen uit te gaan naar de eigendomsstructuur van ondernemingen maar vooral ook naar hun beheersstructuur. Hieraan is de volgende paragraaf gewijd.

### 3 Beheersstructuur

De beheersstructuur van beursvennootschappen behelst een aantal disciplineringsmechanismen, die erop zijn gericht om het agency-probleem tussen managers en vermogensverschaffers, zoals aandeelhouders, te beheersen. Deze mechanismen kunnen volgens verschillende criteria worden gekarakteriseerd<sup>14</sup>:

- 1 Zij kunnen het management *aanmoedigen* om overeenkomstig de belangen van (externe) aandeelhouders te handelen (bijvoorbeeld beloningssysteem), dan wel het management *ontmoedigen* om niet in overeenstemming met de belangen van aandeelhouders te handelen (bijvoorbeeld overnamemarkt).
- 2 Er zijn *directe* disciplineringsmechanismen (bijvoorbeeld toezichthoudend orgaan) en er zijn *indirecte* mechanismen (bijvoorbeeld aandelenbeurs).
- 3 Zij grijpen aan bij het *lidmaatschapsrecht*, het *vermogensrecht*, of bij beide. Op grond van dit onderscheid zijn we in staat om enkele bekende disciplineringsmechanismen nader te classificeren:

- a Resultaatafhankelijke beloningssystemen kunnen bijdragen tot alignering van belangen via koppeling van de beloning aan aandelenprijzen, bijvoorbeeld door (gedeeltelijke) beloning in aandelen of aandelenopties. Dit mechanisme berust op hantering van het *vermogensrecht*.
- b Een toezichthoudend orgaan kan directe supervisie uitoefenen en eventueel disciplinerende maatregelen jegens het management treffen. Indien de aandeelhouders de leden van het toezichthoudend orgaan mogen benoemen kunnen zij hun stem uitbrengen op kandidaten, van wie mag worden verwacht dat zij zullen toezien op nakoming van de belangen van aandeelhouders. Dit mechanisme berust dus op hantering van het *lidmaatschapsrecht*.
- c De aandelenbeurs oefent een disciplinerende werking uit via de koersvorming van het aandeel. Wanneer aandeelhouders hun aandelen verkopen, omdat ze ontevreden zijn over de prestaties van het management, zal dat leiden tot een neerwaartse druk op de prijs van het aandeel, en een opwaartse druk op de vermogenskostenvoet. In feite doen de aandeelhouders in het kader van dit disciplineringsmechanisme afstand van hun vermogensrechten, los van de vraag of er al dan niet sprake is van een lidmaatschapsrecht. Dit 'stemmen met de voeten' berust dus op hantering van het *vermogensrecht*.
- d De overnamemarkt ('market for corporate control') bewerkstelligt disciplineringskracht via de overdracht van zeggenschap. Ingeval van een volmachtenstrijd ('proxy fight') is het uitdrukkelijk om het stemrecht te doen, terwijl ingeval van een vijandige overnamepoging stemrecht en vermogensrecht hand in hand gaan. Disciplinerend van het management kan tot uitdrukking komen in schorsing of ontslag. Bij dit mechanisme gaat het om hantering van het *lidmaatschapsrecht*.<sup>15</sup>

Wanneer we nu de onderscheidende kenmerken 'direct-indirect' aan de ene kant en 'vermogensrecht - lidmaatschapsrecht' aan de andere kant combineren, kan het volgende schema, als weergegeven in tabel 1, inhoudende een rubricering van alternatieve disciplineringsmechanismen, worden samengesteld.

In aanvulling op de hier weergegeven discipli-



**Tabel 1: Classificatie van disciplineringsmechanismen**

|                 | <i>Vermogensrecht</i>   | <i>Lidmaatschapsrecht</i>     |
|-----------------|-------------------------|-------------------------------|
| <i>Direct</i>   | Beloningssysteem<br>(a) | Toezichthoudend orgaan<br>(c) |
| <i>Indirect</i> | Aandelenmarkt<br>(b)    | Overnamemarkt<br>(d)          |

neringsmechanismen kunnen voorts nog worden genoemd: de arbeidsmarkt voor managers (Fama, 1980) en de afzetmarkt (Hart, 1983).

De diverse disciplineringsmechanismen worden in de praktijk als substituten voor elkaar dan wel complementair aan elkaar gebezigd. Volgens Fama (1980) bestaat er een 'panoply of internal and external monitoring devices', die alternatief of cumulatief, grenzen stellen aan de discretionaire ruimte van het management. In Moerland (1995 a,b) wordt nader ingegaan op belangrijke geografische verschillen ten aanzien van het gebruik van de diverse disciplineringsmechanismen. Daarbij wordt onderscheiden naar markt-georiënteerde vennootschappelijke systemen aan de ene kant en netwerk-georiënteerde vennootschappelijke systemen aan de andere kant. Markt-georiënteerde systemen kenmerken zich door: goed ontwikkelde financiële markten, beduidende aantallen ter beurze genoteerde vennootschappen, wijdverspreid aandelenbezit, actieve overnamemarkten. Angelsaksische vennootschappelijke sectoren, zoals in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, 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, en een inactieve 'market for corporate control'. De Continentaal Europese en Japanse vennootschappelijke sectoren vallen onder het netwerk-georiënteerde systeem. Over de relatieve betekenis van de diverse disciplineringsmechanismen kan worden gesteld dat:

- 1 De aandelenmarkt een belangrijke rol speelt in markt-georiënteerde systemen, maar een minder belangrijke in netwerk-georiënteerde systemen.
- 2 De 'market for corporate control' een belangrijke rol speelt in markt-georiënteerde systemen, maar niet in netwerk-georiënteerde systemen.

- 3 Het toezichthoudend orgaan een grotere disciplineringskracht heeft in netwerk-georiënteerde systemen dan in markt-georiënteerde systemen.
- 4 De arbeidsmarkt voor managers een gemengd beeld vertoont; de externe arbeidsmarkt en resultaatafhankelijke beloningsstelsels spelen en tamelijk belangrijke rol in markt-georiënteerde systemen, terwijl de interne mobiliteit van managers meer karakteristiek lijkt te zijn voor netwerk-georiënteerde systemen.

Welke van de vennootschappelijke systemen is nu superieur in termen van bedrijfsrentabiliteit, concurrentiekracht, innovatief vermogen, en dergelijke? Bestaat er een aantoonbare relatie tussen het eigendoms- en beheerssysteem van een onderneming en zijn prestatievermogen? In de volgende paragraaf wordt getracht om enkele aspecten van deze vraagstelling te belichten. Daarbij wordt een vergelijking getroffen tussen een typisch Angelsaksische beursvennootschap (Engeland) en een typisch Continentaal Europese beursvennootschap (Duitsland).

#### 4 Britse versus Duitse beursvennootschap

In een recent onderzoek heeft De Jong (1995) vastgesteld, dat de grote Britse beursvennootschappen een hogere rentabiliteit, maar een lagere toegevoegde waarde per werknemer laten zien dan de grote Duitse beursvennootschappen. Voorts vertonen de Britse ondernemingen een lagere groeivoet (van hun bedrijvigheid) dan hun Duitse tegenhangers. Volgens De Jong kan worden gesteld 'that the Anglo-Saxon firms are profit makers, in contrast to the Germanic corporations who have size'. Hij veronderstelt dat deze opmerkelijke verschillen in belangrijke mate zijn terug te voeren op verschillen in eigendoms- en beheersstructuren. Deze gedachte werken we hieronder nader uit. Wanneer we een vergelijking treffen tussen Britse en Duitse beursvennootschappen springen de volgende verschillen in het oog.

- 1 De gemiddelde graad van eigendomsconcentratie ligt beduidend lager bij Britse beursvennootschappen dan bij Duitse beursvennootschappen. Van de 171 grootste (industriële en commerciële) Duitse beursvennootschappen kent (in 1990) 85% ten minste één grootaandeelhouder met een belang van ten minste een kwart, kent 57% een grootaandeelhouder met

een meerderheidsbelang, en kent 21% een grootaandeelhouder met een belang groter dan driekwart. De overeenkomstige percentages voor een vergelijkbare steekproef van Britse beurs-vennootschappen zijn (in 1992): 13%, 6% en 1%.<sup>16</sup>

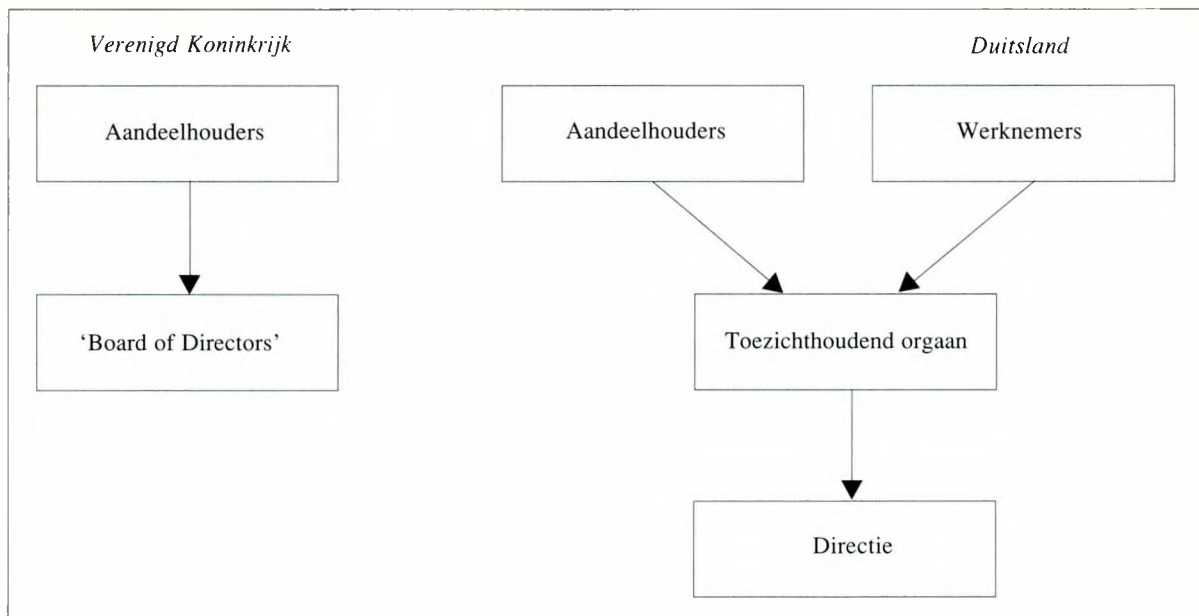
- 2 De identiteit van de Britse aandeelhouders verschilt aanzienlijk van die van de Duitse aandeelhouders. In het Verenigd Koninkrijk is (in 1989) 60% van het uitstaande aandelenvermogen in handen van instituten (zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, beleggingsfondsen), is 20% in handen van particulieren, 8% in handen van niet-financiële ondernemingen, en 12% in handen van de staat of buitenlandse partijen.<sup>17</sup> In Duitsland is (in 1988) 39% van het uitstaande aandelenvermogen in handen van niet-financiële ondernemingen, 8% van universele banken (zoals Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank), 19% van particulieren, en 33% van buitenlandse partijen, de staat en instituten. Hieruit komt naar voren, dat institutionele beleggers een zeer belangrijke categorie van aandeelhouders vormen in het Verenigd Koninkrijk, terwijl niet-financiële ondernemingen en banken een opvallende categorie van aandeelhouders vormen in Duitsland.
- 3 In het Verenigd Koninkrijk zijn verschaffers van eigen vermogen en van vreemd vermogen gescheiden partijen, terwijl de grote Duitse banken zowel eigen als vreemd vermogen plegen te verschaffen aan niet-financiële ondernemingen.
- 4 Zoals hiervoor reeds is gebleken zijn er aanzienlijke verschillen in beheersstructuur. De aandelenmarkt en de overnamemarkt zijn belangrijke disciplineringsmechanismen in het Verenigd Koninkrijk, en in veel mindere mate in Duitsland. Omgekeerd, disciplining via een toezichthoudend orgaan vervult een meer significante rol in de Duitse beursvennootschap dan in de Britse. De Britse 'Board of Directors' bestaat uit 'executives' en 'non-executives' (gemengd systeem), die door de aandeelhouders worden benoemd. Duitse beursvennootschappen kennen een toezichthoudend orgaan ('Aufsichtsrat'), dat losstaat van de directie ('Vorstand'). In dit (gescheiden)

systeem worden als leden van het toezichthoudende orgaan uitsluitend 'non-executives' benoemd, op voordracht van aandeelhouders en werknemers (ondernemingsraad en vakbonden), ieder de helft. De grote banken hebben gewoonlijk een meervoudige betrokkenheid bij Duitse beursvennootschappen via schuldfinanciering, aandelenfinanciering, uitoefening van stemrecht in aandeelhoudersvergaderingen, mede namens hun cliënten, en vertegenwoordiging in de toezichthoudende organen. In veel gevallen beschikken de banken in aandeelhoudersvergaderingen over de meerderheid van de stemmen. Zo beschikten (in 1986) de grote banken in de aandeelhoudersvergadering van Daimler-Benz over 62% van de stemmen, terwijl 81% van de stemmen in de vergadering was vertegenwoordigd.<sup>18</sup>

Schematisch kunnen de beheersstructuren van grote Britse en Duitse beursvennootschappen worden voorgesteld als weergegeven in tabel 2.

De beursvennootschap is in de Britse verhoudingen te beschouwen als een instrument ten behoeve van de aandeelhouders. De institutionele beleggers streven naar een zo gunstig mogelijke verhouding van rendement en beleggingsrisico. Zij kunnen disciplinerend optreden door gebruikmaking van hun benoemingsrecht, dan wel door verkoop van de aandelen ter beurse, of in het kader van een overnametransactie. De Duitse beursvennootschap, daarentegen, dient veeleer te worden beschouwd als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de diverse deelbelangen van de participanten, zoals daar zijn de managers, het personeel, de banken, enzovoorts. De grote banken hebben belangen bij de beursvennootschap als schuldeiser en als aandeelhouder. Zij zijn in de gelegenheid om hun rechten uit hoofde van het aandeelhouderschap mede aan te wenden om hun belangen met betrekking tot schuldposities veilig te stellen. Zowel de banken als de werknemers huldigen een lange-termijnvisie op de onderneming. De cruciale 'stakeholders' in de grote Duitse beursvennootschap - universele banken, directie, en personeel - delen een gemeenschappelijke belang, dat eerder is gelegen in groei en continuïteit van de onderneming dan in het maximaliseren van de waarde ten behoeve van de aandeelhouders. Zulks biedt uitzicht op bescher-

**Tabel 2: Britse en Duitse beheersstructuur van beursvennootschap**



ming van arbeidsposities en op groei van het kredietbedrijf. De ondernemingsdoelstelling van de Duitse beursvennootschap heeft dus een ruimere strekking dan winst- of waardemaximalisatie. Het gebrek aan effectieve disciplinerende via de aandelenmarkt (relatief geringe 'free float') of de overnamemarkt (structurele en technische barrières) houdt de invloed van externe aandeelhouders in belangrijke mate buiten de deur. Uitoefening van directe supervisie door geïnvolveerde bankiers en werknemers houdt in dat het vizier op lange-termijngroei blijft gericht. Deze analyse ondersteunt in feite de hierboven genoemde bevindingen van De Jong (1995), dat Britse beursvennootschappen primair naar winstmaximalisatie streven, en Duitse beursvennootschappen naar groei, omvang, en toegevoegde waarde.<sup>19</sup>

## 5 Toekomst van de beursvennootschap

Welke toekomst staat de beursvennootschap te wachten?<sup>20</sup> Jensen (1989) voorspelde enkele jaren geleden de ondergang van deze juridisch-institutionele ondernemingsvorm in belangrijke sectoren van de Amerikaanse economie. Zijn provocerende bijdrage ving aan met de volgende volzin: 'The publicly held corporation, the main engine of economic progress in the United States for a century, has outlived its usefulness in many sectors of the economy and is being eclipsed'. Daarvoor in de plaats verrijzen andere juridisch-institutionele organisatievormen, namelijk ven-

nootschappen zonder beursnotering, waarvan de aandelen in handen zijn gekomen van een kleine kring betrokkenen, en die overigens hoofdzakelijk worden gefinancierd door middel van schuldvermogen. Als toonaangevende nieuwe vorm voorziet Jensen de zogenaamde 'leveraged buyout association'.

De ondergang van de open beursgenoteerde vennootschap met wijdverspreid aandelenbezit is volgens Jensen ten principale terug te voeren op het hardnekkige belangenconflict tussen ondernemingsbestuurders aan de ene kant en aandeelhouders aan de andere kant over de aanwending en verdeling van middelen. Dat conflict is uiteraard geen nieuw gegeven maar het is pas gedurende de jaren tachtig tot een hevige uitbarsting gekomen, getuige de vele, vaak vijandige overnames en management buy-outs die in de Verenigde Staten hebben plaatsgevonden. Veel van deze herschikkingen zijn volgens Jensen ingegeven door de economische noodzaak om falende en te zeer op hun eigenbelang beluste ondernemingsbestuurders te disciplineren, ten einde de weg vrij te maken voor een beter beheer over de door vermogensverschaffers aan de onderneming ter beschikking gestelde middelen. Vooral in bedrijfstakken met verzadigingsverschijnselen komt het belangenconflict geprononceerd naar voren. Ondernemingen hebben gedurende de rijpheidsfase veelal omvangrijke liquiditeitsreserves opgebouwd, terwijl de investeringsbehoefte geleidelijk aan begint terug te lopen. Hierdoor hopen zich overvloedige middelen

- 'free cash flows' - op, die in beginsel voor uitkering aan de aandeelhouders in aanmerking komen. Echter, aldus Jensen, veel managers laten dat na en behouden liever de beschikkingsmacht over deze middelen hetgeen hen strategische ruimte verschaft voor nieuwe initiatieven, ook al zijn deze niet in het belang van de aandeelhouders. Deze situatie was in de jaren tachtig actueel voor bedrijfstakken als olie, voedings- en genotmiddelen, luchtvaart, enzovoort. In deze en vergelijkbare bedrijfstakken heeft zich, aldus Jensen, een exodus voltrokken van open beursgenoteerde vennootschappen, via vijandige overnames en andere, veelal geforceerde, herschikkingen in de eigendoms- en beheersstructuren. De roerige jaren tachtig hebben aldus een radicale herstructurering van het bedrijfsleven laten zien, die de ondergang van de beursvennootschap inluiden, althans in bedrijfstakken die in hun verzadigingsfase terechtkwamen, zo stelt Jensen.

Als alternatieve organisatievormen komen vennootschappen op zonder publieke notering en verhandeling van aandelen, maar met een gering aantal actieve grootaandeelhouders, die rechtstreeks controle uitoefenen over het ondernemingsbeleid en de aanwending van middelen. Dit kunnen managers zijn, die zelf participeren in het aandelenvermogen, of buitenstaanders die nauw betrokken wensen te blijven bij het reilen en zeilen van de vennootschap, zoals investeringsbanken of andere ondernemingen.

Bij deze nieuwe vormen speelt financiering met schuldvermogen een substantiële rol, aangezien hiervan een disciplinerende werking mag worden verwacht.<sup>21</sup> Thans kunnen we vaststellen dat de sombere voorspelling van Jensen niet lijkt te worden bewaarheid. De laatste jaren is het aantal beursvennootschappen in de Verenigde Staten per saldo niet afgenomen, maar toegenomen. In de periode 1985-1993 is het aantal binnenlandse fondsen aan de American Stock Exchange en de New York Stock Exchange gezamenlijk opgelopen van 2.224 tot 2.602.<sup>22</sup> Ook het aantal noteringen aan Nasdaq groeit gestaag. Vele van de LBO's uit de jaren tachtig zijn inmiddels weer naar een of andere beursvorm teruggedraaid. Sommige grote beursvennootschappen gaan ertoe over om divisies apart naar de beurs te brengen.<sup>23</sup> Over vrijwel de gehele wereld voltrekt zich een massieve vloedgolf van privatiseringen. Begonnen in het Verenigd Koninkrijk met staatsbedrijven als British Telecom en inmiddels

uitgewaaierd over het Continent van Europa telt de privatiseringsgolf inmiddels al vele tientallen realisaties of vergevorderde plannen. In Frankrijk worden 21 grote staatsondernemingen (ten dele) geprivatiseerd. In een aantal landen van het Continent staan de post-, telecom-, en nutsbedrijven op de nominatie voor privatisering (of heeft privatisering zich reeds voltrokken). In Oost-Europa is een transformatie gaande van een plan-economie naar een markteconomie, waarbij privatisering van ondernemingen een sleutelrol vervult. Ook in het Verre Oosten en Latijns-Amerika zijn privatiseringen aan de orde van de dag.

Wat de disciplinerende werking betreft is een kentering waarneembaar, waarbij aandeelhouders hun macht uitoefenen langs meer diplomatieke weg, via onderhandse of zonedig openbare discussies met ondernemingsbestuurders. Het betreft hier met name institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en beleggingsinstellingen, die een 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. Vanuit deze vraagkant mag een duurzame belangstelling worden verwacht voor beursgenoteerde fondsen. Institutionele beleggers stellen prijs op belegging in aandelen met dagelijkse prijsvorming en een ruime liquiditeitsgraad. Niet ter beurse verhandelbare participaties kunnen hierin nauwelijks voorzien. Het fenomeen beursvennootschap zal dan ook niet 'eclipsen'. Wel zal de eigendoms- en beheersstructuur zich steeds weer aanpassen aan allerlei ontwikkelingen in de omgeving, die overigens naar tijd en naar plaats zullen (blijven) verschillen, zij het wellicht in afnemende mate,<sup>24</sup> onder andere door de zich steeds verder mondialiserende concurrentie op tal van markten.

---

#### L I T E R A T U R

- Berle, A.A. en G.C. Means, (1932), *The modern corporation and private property*, McMillan, New York.
- Booz-Allen Acquisition Services, (1989), *Report Commission of the European Communities*, Brussel.
- Cantrijn, A.L.R., A.A. Jeunink en M.R. Kabir, (1993), *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam.



- Charkham, J., (1994), *Keeping good company, a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford.
- Demsetz, H., (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Fama, E.F., (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen, (1985), Organizational form and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, 17, 101-119.
- Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Statistiques, (1993), Parijs.
- Franks, J.R. en C. Mayer, (1990), European capital markets and corporate control, *Economic Policy*, 5, 191-231.
- Franks, J.R. en C. Mayer, (1993), The market for corporate control in Germany, *working paper*, London Business School and University of Warwick.
- Hart, O.D., (1983), The market mechanism as an incentive scheme, *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- Heijden, E.J.J. van der, (1976), *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, 9<sup>e</sup> druk bewerkt door W.C.L. van der Grinten, Tjeenk Willink, Zwolle, 1-2.
- Holten, F. van, (1974), *Lexicon voor de Effectenhandel*, Universitaire Pers, Rotterdam.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C., (1989), Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 61-74.
- Jensen, M.C., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *The Journal of Finance*, 48, 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, 1-18.
- Jong, H.W. de, (1995), *European capitalism: between freedom and social justice*, *Review of Industrial Organization*, forthcoming.
- Manne, H.G., (1965), Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- Marris, R., (1963), A model of the 'managerial' enterprise, *Quarterly Journal of Economics*, 77, 185-209.
- Moerland, P.W., (1992), De beursvennootschap: verloren of herboren?, *Economisch Statistische Berichten*, 77, 1163-1167.
- Moerland, P.W., (1994), Een nieuw convergentietheorema voor markteconomieën?, *Economisch Statistische Berichten*, 79, 1128-1133.
- Moerland, P.W., (1995a), Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26, 17-34.
- Moerland, P.W., (1995b), Vennootschappelijke systemen en disciplineringsmechanismen in internationaal perspectief, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 69, 242-252.
- Moerland, P.W., (1995c), Corporate ownership and control structures: an international comparison, *Review of Industrial Organization*, forthcoming.
- Mueller, D.C., (1972), A life cycle theory of the firm, *Journal of Industrial Economics*, 21, 199-219.
- Rappaport, A., (1990), The staying power of the public corporation, *Harvard Business Review*, 96-104.

## NOTEN

- 1 Ontleend aan: Van der Heijden (1976), p.1 - 2.
- 2 Van Holten (1974), p.83. De Londense Effectenbeurs was nog eerder actief.
- 3 Ontleend aan: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Statistiques 1993, Parijs. De gegeven cijfers zijn exclusief beleggingsfondsen.
- 4 Ontleend aan: Booz-Allen Acquisiton Services (1989).
- 5 Ontleend aan: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, Statistiques, 1993, Parijs. Het aantal beursvennootschappen in de Verenigde Staten is slechts bij benadering aan te geven, vanwege dubbeltellingen van noteringen aan meer dan een beurs.
- 6 In Frankrijk worden ruim 20 grote staatsondernemingen (Banque Nationale de Paris, Rhône - Poulenc, Elf Aquitaine, en andere) gedernationaliseerd. Voormalige communistische landen zoals Polen, Hongarije en China zijn in ras tempo bezig om effectenbeurzen tot ontwikkeling te brengen.
- 7 Volgens Het Financieele Dagblad dd. 17 maart 1995. Wereldwijd zijn door de NYSE 2.200 beurskandidaten geselecteerd die aan de strenge eisen van een notering op Wall Street kunnen voldoen. Van hen staan er 20 tot 30 in Nederland, aldus het FD.
- 8 Volgens Het Financieele Dagblad dd. 17 maart 1995.
- 9 Vergelijk: Rappaport (1990).
- 10 Volgens Het Financieele Dagblad dd. 25-27 maart 1995.
- 11 Vergelijk: Jensen en Meckling, (1976), Fama en Jensen (1985).
- 12 Hierbij wordt eenvoudshalve geabstraheerd van vreemd vermogen.
- 13 Dit geldt uiteraard voor ondernemingen die positieve

'opportunity losses' ervaren als gevolg van gemiste kansen. Ondernemingen die geen of nauwelijks 'opportunity losses' ervaren zullen in punt A blijven zitten.

14 Een meer uitvoerig exposé hieromtrent kan worden aangetroffen in: Moerland (1995c).

15 De overnamemarkt maakt deel uit van de vermogensmarkt (aandelenmarkt), met dien verstande dat transacties op de overnamemarkt met name de ruil van kritische proporties van stemrechten beogen te bewerkstelligen. De traditionele financieel-economische theorie houdt zich vooral bezig met de prijsvorming van de aan vermogenstitels verbonden vermogensrechten ('financial claims'), en niet zozeer met de aan vermogenstitels verbonden stemrechten. Of anders gezegd: de theorie van de vermogensmarkten richt zich op de prijsvorming van individuele vermogenstitels, mede in samenhang met het verschijnsel van diversificatie via portefeuillevorming. Bestudering van prijsvorming op de overnamemarkt behelst veeleer een collectiviteit van vermogenstitels van een specifieke onderneming met de daaraan verbonden zeggenschap ('value of control').

16 Ontleend aan: Franks en Mayer (1993).

17 Ontleend aan: Charkham (1994, p. 105).

18 Ontleend aan: Charkham (1994, p.39).

19 De Nederlandse beursvennootschappen vertonen sterke verwantschap met de Duitse, met dit verschil dat de grote banken zich in ons land veelal beperken tot financiering van het schuldvermogen. Ook in ons land is de aandeelhoudersstructuur tamelijk geconcentreerd. Cantrijn, Jeunink en Kabir (1993) hebben terzake concentratieberekeningen uitgevoerd.

In een steekproef van 177 Nederlandse beursvennootschappen blijkt dat de grootste aandeelhouder gemiddeld een belang heeft van 31%. Bij 39 van de 177 ondernemingen bezit de grootste aandeelhouder meer dan de helft van de aandelen. Meer dan de helft van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen bevindt zich in handen van grootaandeelhouders. Het aandeel van de drie grootste aandeelhouders is gemiddeld 45%.

20 Voor een meer uitvoerig exposé zij verwezen naar Moerland (1992).

21 Jensen (1989) stelt, p.67: 'Debt is in effect a substitute for dividends - a mechanism to force managers to disgorge cash rather than spend it on empire-building projects with low or negative returns, bloated staffs, indulgent perquisites, and organizational inefficiencies. By issuing debt in exchange for stock, companies bond their managers' promise to pay out future cash flows in a way that simple dividend increases do not'.

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

23 Zulks geldt overigens ook voor Europese ondernemingen, zoals het Zwitserse Sandoz (chemie, farmacie en levensmiddelen), dat overweegt om zijn chemiedivisie als zelfstandige onderneming naar de beurs te brengen, aldus Het Financieel Dagblad dd. 28 maart 1995.

24 Voor een beschouwing omtrent de tendens tot convergentie van vennootschappelijke systemen zij verwezen naar Moerland (1994).