



Aandeelhouders en andere belanghebbenden

Auteur(s):

Moerland, P.W.

*Hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Katholieke Universiteit Brabant.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4155, pagina 460, 5 juni 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

Het begrip aandeelhouderswaarde behoeft nuancering. Aandeelhouderswaarde kan niet worden verabsoluteerd.

Het begrip aandeelhouderswaarde lijkt in ons land vleugels te hebben gekregen. Steeds meer ondernemingsbestuurders belijden publiekelijk dat voor hun onderneming het scheppen van waarde ten behoeve van de aandeelhouders de ultieme doelstelling en rechtvaardiging van hun handelen is. Er waait bij wijze van spreken een stevige westenwind, die koele lucht aanvoert over de oceaan en het Kanaal naar het Europese vasteland. Sommigen ervaren deze zeebries als een aangename verfrissing, anderen als een gure verkillung. Deze laatsten vragen zich af waar de overige belanghebbenden blijven en wat de gevolgen zullen zijn voor het beproefde Rijnlandse model. Of meer fundamenteel: waartoe de onderneming eigenlijk op aarde is. Om de aandeelhouders te behagen? De bedoeling van dit artikel is om het primaat van het aandeelhouders-adagium van enige nuancering te voorzien.

Van 'black box' naar knooppunt van contracten

Ondernemingen zijn samenwerkingsverbanden van uiteenlopende participanten, zoals directie, vermogensverschaffers, werknemers, en dergelijke. Deze zienswijze op de onderneming reikt verder dan de abstractie van een onderneming als een 'productiefunctie' met duidelijk omschreven verbanden tussen input en output, maar waarbij de onderneming zelf verder een 'black box' blijft. De zienswijze van een onderneming als samenwerkingsverband van diverse belanghebbenden ontsluit de 'black box'. In plaats daarvan ontstaat het beeld van de onderneming als een 'knooppunt van contracten' waar ieder van de belanghebbenden gedreven wordt door eigen belangen, die onderling kunnen en zullen conflicteren. Zo verlangen de afnemers een gunstige kwaliteit-prijsverhouding van de aangeboden producten, de werknemers aantrekkelijke arbeidsvoorwaarden en baanzekerheid, de kredietverschaffers stipte betaling van rente en aflossingen, de aandeelhouders maximaal rendement mede gelet op het risico, enzovoort. De combinatie van belangenverschillen en informatieverschillen bezorgt allerlei spanningen, die een zo goed mogelijke oplossing behoeven.

Maatschappelijke efficiëntie

Volgens de economische theorie leidt een ondernemingsdoelstelling die is georiënteerd op maximalisatie van aandeelhouderswaarde tot een maatschappelijk optimum. Schaarse middelen worden via de werking van de vermogensmarkt naar de meest rendabele toepassingsrichtingen gemobiliseerd. Een belangrijke voorwaarde is onder meer het bestaan van een perfect werkende vermogensmarkt. Die veronderstelling wordt in de realiteit veelal geweld aangedaan door imperfecte informatie, informatie-asymmetrie, aanpassingskosten, belastingfactoren, e.d.

Ondanks deze problemen in de vermogensmarkt hebben ondernemingen een richtsnoer nodig dat hen behulpzaam kan zijn in hun concurrentiestrijd. In een markteconomisch proces komt dat richtsnoer veelal overeen met de winst, of, in een tijdruimtelijke context, de marktwaarde van de onderneming. Ondernemingen die er niet in slagen om op duurzame basis de in de vermogensmarkt minimaal geëiste rendementsvoet te realiseren zullen niet op eigen kracht kunnen overleven, aangezien ze ofwel zullen worden overgenomen, ofwel uit de markt (producten) worden geprijsd, ofwel geen toegang meer hebben tot additioneel extern vermogen.

In deze optiek is aandeelhouderswaarde als richtsnoer voor het ondernemingshandelen van grote betekenis, niet zozeer omdat het aandeelhoudersbelang van een hogere orde zou zijn dan het belang van andere belanghebbenden, noch omdat de aandeelhouders als de economische eigenaren van de onderneming kunnen worden beschouwd, maar omdat er in een marktsysteem behoefte is aan een restgrootheid, die zodanige prikkels in zich herbergt dat het vermogen daarheen vloeit waar het de meest productieve aanwending geniet. De keuze voor de vermogensmarkt als primair allocatie-instrument berust, als ik het goed zie, op een combinatie van de volgende factoren:

- » vermogen vertegenwoordigt ongedifferentieerde koopkracht en is universeel hanteerbaar;
- » het leent zich voor eigendomsoverdracht;
- » het is relatief fluïde, hetgeen tot een goede verhandelbaarheid en waardebepaling leidt.

Om deze redenen speelt de markt voor ondernemingsvermogen een cruciale sturende rol in het maatschappelijk productieproces. Er is

evenwel een wisselwerking met andere markten, zoals met de afzetmarkt: slechte prestaties op deze markt werken door op de waardevermindering van het aandeel ter beurse. Omgekeerd, een slechte 'performance' op de vermogensmarkt heeft via kostprijsverhoging een negatief effect op de concurrentiepositie in de afzetmarkt. Daarom verdient een juiste koersvorming van het aandeel ter beurse gepaste aandacht van de ondernemingsleiding, niet alleen om de aandeelhouders te behagen, maar om de algehele ondernemingsprestatie te bevorderen. Niettemin verdient het aandeelhouderswaarde-postulaat enige relativisering, en wel op grond van relatie-specifieke investeringen door andere belanghebbenden.

Relatie-specifieke investeringen

Ondernemingen vervullen een wezenlijke rol in het proces van maatschappelijke voortbrenging. Zij dragen direct of indirect bij aan de productie en distributie van goederen en diensten met het oog op de bevrediging van behoeften ter verhoging van het consumentennut. De ultieme redengeving van ondernemingen is gelegen in de oriëntatie op het scheppen van 'customer value'; de ondernemer richt zich op het exploreren van nieuwe mogelijkheden om de behoeftenvoorziening op een hoger plan te brengen. Daartoe is de inzet van productiefactoren benodigd, en deze zijn slechts beschikbaar indien de belangen van de hiermee verbonden belanghebbenden (werknemers, vermogensverschaffers, e.d.) de toets van alternatieve aanwending kan doorstaan. Het handelen in een onderneming berust dus op het vinden van een dynamisch evenwicht tussen verscheidene deelbelangen. Het aandeelhoudersbelang is in deze optiek als zodanig niet van een andere orde dan het werknemersbelang of het leveranciersbelang, immers al deze participanten zijn nodig voor het duurzaam functioneren van de onderneming.

Een belangrijke vraag is of al deze participanten nu ook als belanghebbenden kunnen worden aangemerkt. Ter beantwoording hiervan dienen we het begrip belanghebbende eerst nader te definiëren. Een belanghebbende bij de onderneming verricht 'relatie-specifieke' investeringen, waarvan het waardebeloop mede afhankelijk is van het gedrag van andere ondernemingsparticipanten¹. Indien het niet doenlijk of te kostbaar is om alle zich mogelijkwerwijs voordoeende omstandigheden in een contract te vangen, zullen partijen moeten volstaan met het aangaan van een 'incomplete contract'. Een dergelijk contract laat ruimte voor opportunistisch gedrag door een van de partners. Dit kan bij transacties die worden gekenmerkt door investeringen in specifieke activa leiden tot een 'holdup'-vraagstuk. Williamson omschrijft het begrip 'asset-specificity' in termen van (blz. 59): 'the degree to which an asset can be redeployed to alternative uses and by alternative users without sacrifice of productive value'². De aard van de transactie brengt met zich dat specifieke investeringen dienen te worden gedaan, die bij alternatieve aanwending een geringere waarde opleveren. Dit impliceert dat degene die de investering pleegt (toeleverancier, manager, vermogensverschaffer, afnemer) na contractering afhankelijk is van het 'commitment' van de ruilpartner. Indien deze laatste zich opportunistisch zou gedragen kan hij het rendement over de specifieke investeringen van zijn ruilpartner bij heronderhandelingen afromen, aangezien deze investeringen zijn gebonden aan de onderhavige transactie en elders minder waard zijn.

'Holdup'-problemen

Dit type gebondenheid van specifieke investeringen kan leiden tot een 'holdup'-vraagstuk, omdat de ene ruilpartner het risico loopt dat hij een soort gijzelaar van de andere wordt. 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 (een onderinvesteringsprobleem), tenzij hij erop kan vertrouwen dat hij door middel van een geloofwaardig commitment tegen opportunistisch gedrag wordt beschermd. Een extreme vorm hiervan is het integreren van de eigendom, bijvoorbeeld via overname van een afnemer of leverancier. 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.

In het algemeen zal iedere belanghebbende een of andere vorm van beheersing van het 'holdup'-vraagstuk wensen na te streven. In dit verband is cruciaal met welke mate van specificiteit de relatie tussen belanghebbende en onderneming is omgeven, en daarmee samenhangend, welk waardeverlies bij vroegtijdige verbreking van de relatie zou optreden.

Nu terug naar de aard van het aandeelhoudersbelang vis à vis de belangen van andere participanten. Is het belang van een kortstondige aandeelhouder verheven boven dat van een werknemer die via investering in ondernemings-specifieke kennis een duurzame arbeidsrelatie nastreeft? De aandeelhouder loopt weliswaar een risico, maar hetzelfde geldt voor de werknemer, want hij loopt het risico dat zijn investering onvoldoende rendeert in geval van voortijdig ontslag. De alternatieve aanwendingsmogelijkheden voor de aandeelhouder zijn in het algemeen aanzienlijk ruimer dan voor de werknemer, en de transactiekosten aanzienlijk geringer. Is het in dit licht onbegrijpelijk dat de zeggenschaps-rechten van sommige categorieën aandeelhouders ('passanten') worden beperkt en dat andere belanghebbenden zoals werknemers en banken op enigerlei wijze in de besturing en controle van de onderneming wensen te worden betrokken?

Met dit type vraagstelling belanden we op het terrein van de uiteenlopende vennootschappelijke systemen, waarin de rol en positie van uiteenlopende categorieën belanghebbenden op onderscheiden wijze wordt vormgegeven. In de Angelsaksische traditie wordt de 'corporate enterprise' strikt genomen opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Daar staat tegenover een meer institutionele opvatting van de vennootschap in verschillende landen van continentaal Europa, waaronder Duitsland en Nederland. In dit beeld wordt de vennootschap veeleer gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de diverse deelbelangen van de participanten. Deze verschillen in het vigerende ondernemingsconcept berusten op een historisch bepaalde padafhankelijkheid, waarbij uiteenlopende culturele, politieke en juridisch-institutionele factoren en omstandigheden een rol van doorslaggevend-betekenis plegen te spelen. In dit verband is mede van belang de tijdshorizon die bij het ondernemingshandelen gewoonlijk in acht wordt genomen. Zo wordt het Angelsaksische systeem nogal eens in verband gebracht met 'shorttermism', terwijl in de Japanse en continentaal Europese context een lange termijn horizon zou prevaleren. Vergelijk de 'terreur' van de kwartaalcijfers in Amerikaanse ondernemingen versus het kopen van duurzaam marktaandeel ten koste van korte termijn winstgevendheid destijds door Japanse automobiel- en electronicafabrikanten in Europa en Noord-Amerika. Vergelijk voorts de conventie van 'lifetime-employment' in grote delen van het Japanse bedrijfsleven met het 'hire and fire'-systeem in de Amerikaanse traditie, waarbij overigens bijpassende instrumenten zijn ontwikkeld die tegemoetkomen aan de bezwaren van abrupt waardeverlies bij ontslag: 'golden parachutes' als compensatie voor gederfd rendement over relatie-specifieke investeringen door managers en andere werknemers. De spanning tussen het aandeelhoudersbelang en het werknemersbelang kan zich met name doen gevoelen bij

reorganisatie, herstructurering, fusie en overname. Dergelijke processen worden in de Angelsaksische wereld, onder verwijzing naar marktwerking en aandeelhoudersbelang, nogal rücksichtslos doorgevoerd, zeker in vergelijking met de continentaal Europese landen. Dit gaat gepaard met een rijke cultuur van schadeclaims en afkoopsommen, die hun weerga niet kennen in het niet-Angelsaksische deel van de wereld. Hieruit blijkt dat er een compensatie gegeven wordt voor relatie-specifieke investeringen. De prijs hiervan is vaak bijzonder hoog. De keerzijde van deze benaderingswijze - het afkopen - doet zich voor in landen als Duitsland en Japan waar het rekening houden met diverse belanghebbenden zich uit in stroperigheid en ontijdig dan wel onvoldoende bijsturen. Zowel dat Duitse als het Japanse model lijkt daar thans de wrange vruchten van te plukken. Het vraagt stuurmanskunst om op dit vlak het goede dynamische evenwicht te vinden.

Tot slot

Uit dit alles vloeit voort dat de ondernemingsdoelstelling en aandeelhouderswaarde in een markteconomisch systeem nauw met elkaar zijn verbonden. Hantering van de maatstaf van aandeelhouderswaarde dient evenwel te worden gezien tegen de achtergrond van geloofwaardige 'commitments' aan belanghebbenden - werknemers, afnemers, leveranciers - op grond van relatie-specifieke investeringen, om door gezamenlijke interactie tot een zo productief mogelijke inspanning te komen. Of, om het negatief te formuleren: aandeelhouderswaarde bewerkstelligen via welvaartsoverheveling ten koste van andere belanghebbenden zal geen lang leven beschoren zijn; dit bezorgt de onderneming een slechte reputatie die haar uiteindelijk ten gronde zal richten. De oriëntatie op aandeelhouderswaarde is in deze optiek in een markteconomisch systeem onvermijdelijk, maar veronderstelt een genuanceerde benadering van de overige belanghebbenden. In ons land zijn de belangen van aandeelhouders gedurende de afgelopen decennia, algemeen gesproken, enigszins onderbelicht. Het rapport van de commissie-Peters vraagt hiervoor aandacht en bevat een aantal aanbevelingen ter verbetering van deze situatie³. Het zou evenwel onjuist zijn om nu te veronderstellen dat het belang van de aandeelhouders kan worden verabsoluteerd.

¹ Zie G.M.M. Gelauff en C. den Broeder, *Governance of stakeholder relationships; the German and Dutch experience*, CPB, Den Haag, 1996, blz. 5.

² O.E. Williamson, *The mechanisms of governance*, Oxford University Press, Oxford, 1996.

³ In juni 1997 heeft de Commissie Corporate Governance (commissie-Peters) haar rapport *Corporate Governance in Nederland* uitgebracht, waarin een veertigtal aanbevelingen voor goed bestuur, adequaat toezicht en het afleggen van verantwoording zijn opgenomen.