



De rol van de overheid in discussie

Auteur(s):

Koeman, J.

De auteur is werkzaam bij de directie Algemene Economische Politiek van het Ministerie van Economische Zaken. Hij dankt Wim Helmink, Tjerk Kroes en Hans Vijlbrief voor commentaar op een eerdere versie.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4304, pagina 332, 13 april 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

corporate, governance

De economische theorie geeft redenen waarom marktwerking tot efficiënte zeggenschapsverhoudingen leidt. Waarom grijpt de overheid dan toch in?

De zeggenschapsverhoudingen binnen grote beursgenoteerde ondernemingen staan opnieuw volop in de belangstelling. Aanleiding is de onvrede met het coöptatiesysteem, dat bepaalt dat de Raad van Commissarissen (RvC) zelf zijn leden benoemt. Belangrijke stakeholders, zoals aandeelhouders en werknemers, spelen daardoor geen rol bij het toezicht op het ondernemingsbestuur en hebben weinig zeggenschap over het ondernemingsbeleid. De afgelopen maanden zijn diverse voorstellen gedaan om de rol van deze belanghebbenden bij het toezicht te vergroten¹. Centrale punten in de discussie waren de voor- en nadelen van een werknemerscommissaris.

In dit artikel wordt deze problematiek vanuit een geheel andere invalshoek benaderd: waarom zou de overheid zich eigenlijk moeten bemoeien met de toezichts- en zeggenschapsverhoudingen binnen ondernemingen? De noodzaak daarvan is immers niet bij voorbaat evident. Waarom kan dat niet net als het bepalen van de optimale organisatiestructuur aan de markt worden overgelaten?

Belang van zeggenschap

De allocatie van zeggenschapsrechten - waaronder ook het recht om toezicht te houden - is mede belangrijk, omdat het de bereidheid van stakeholders kan vergroten om productiviteitsverhogende relatiespecifieke investeringen te doen. Omdat de mate waarin partijen dergelijke specifieke investeringen doen uiteenloopt, is zeggenschap in de handen van de ene partij 'productiever' dan in de handen van een andere partij. Een efficiënte toewijzing van zeggenschap kan dan bijdragen aan het verhogen van de productiviteit van de onderneming². Het is evident dat alle stakeholders gezamenlijk belang hebben bij een zeggenschapstructuur die de totale stakeholderswaarde maximaliseert. De vraag is echter of deze efficiënte zeggenschapstructuur ook daadwerkelijk gekozen wordt als alle stakeholders handelen vanuit welbegrepen eigenbelang.

Toewijzing zeggenschap

Men zou in de geest van Coase kunnen redeneren dat onderhandelingen tussen de betrokken stakeholders over de toewijzing van zeggenschap - als wordt geabstraheerd van transactiekosten - ongeacht de initiële situatie inderdaad tot een optimale allocatie zullen leiden³. Immers, indien de optimale allocatie verschilt van de initiële, kunnen de betrokken partijen de zeggenschap alsnog optimaal toewijzen. De meeropbrengst die dat oplevert, kunnen ze vervolgens zo verdelen dat alle partijen er op vooruit gaan. Een voorwaarde is wel dat de mogelijkheid bestaat om compenserende transacties ('side payments') te doen, zodat de partij die in de optimale situatie de zeggenschap toegewezen zou moeten krijgen de andere partijen kan 'omkopen' om de zeggenschap uit handen te geven.

Voorbeeld

Een voorbeeld kan dit illustreren: stel dat alle zeggenschapsrechten oorspronkelijk bij werknemers liggen, maar dat het efficiënter is om de zeggenschap aan aandeelhouders toe te wijzen. Op het eerste gezicht hebben werknemers geen prikkel om de zeggenschap uit handen te geven. Dat verzwakt hun positie bij de onderhandelingen over de verdeling van de stakeholderswaarde: zeggenschap betekent immers macht. Congruentie van belangen kan echter worden bereikt door werknemers te compenseren voor het verwachte verlies dat zij lijden als gevolg van de verzwakte onderhandelingspositie, bijvoorbeeld door contractueel een hoger loon af te spreken. Deze compenserende transacties kunnen ook betrekking hebben op niet-contracteerbare aspecten. Omdat werknemers vaak lang aan een bedrijf zijn verbonden, kunnen bedrijven de reputatie van een goede werkgever opbouwen. Dat kan bijvoorbeeld door het bieden van een grotere baan zekerheid of betere arbeidsomstandigheden dan elders op de arbeidsmarkt. Werknemers zullen dan vanuit het welbegrepen eigenbelang akkoord gaan met het toewijzen van zeggenschap aan aandeelhouders. Andersom hebben kapitaalverschaffers, indien het efficiënt zou zijn om werknemers meer of zelfs alle zeggenschap te geven, er zelf belang bij om werknemers deze rechten toe te kennen of te verkopen⁴.

Inefficiënte allocatie

Maar wat als de stakeholders er desondanks niet in slagen om een efficiënte zeggenschapsstructuur te implementeren? Dit geeft een onderneming een concurrentienadeel op de productmarkt ten opzichte van ondernemingen met een efficiënte zeggenschapsstructuur en vermindert de overlevingskans, tenzij de aandeelhouders of de werknemers bereid zijn om genoeg te nemen met een relatief laag dividend respectievelijk loon. Dat laatste maakt het voor de huidige en toekomstige stakeholders echter aantrekkelijker om zich aan te sluiten bij andere, efficiëntere ondernemingen.

De markt prikkelt de gezamenlijke stakeholders dus langs verschillende wegen om een efficiënte zeggenschapstructuur te kiezen, net zoals de markt ondernemingen prikkelt tot het kiezen van een efficiënte inzet van productiemiddelen of een optimale organisatiestructuur ⁵. Vanuit deze optiek is er in beginsel geen reden voor overheidsinterventie ten aanzien van de zeggenschaps- en toezichtsverhoudingen binnen ondernemingen. Toch kan overheidsinterventie om twee redenen gewenst zijn. Ten eerste kunnen transactiekosten een efficiënte uitkomst in de weg staan. Ten tweede kan de stakeholderswaarde onevenwichtig verdeeld zijn.

Transactiekosten

Transactiekosten kunnen om drie redenen een efficiënte uitkomst in de weg staan. Ten eerste brengen onderhandelingen zelf kosten met zich mee. Ondernemingen bestaan uit veel verschillende stakeholders, waardoor onderhandelingen al snel een complexe zaak zijn. Een efficiënte uitkomst is niet gegarandeerd en het risico op mislukking is aanwezig. De overheid kan deze situatie verbeteren door één van de partijen een doorslaggevende stem te geven bij het bepalen van de zeggenschapsverhoudingen.

Ten tweede hebben individuele stakeholders niet altijd de prikkel om te streven naar de maximale stakeholderswaarde vanwege 'free rider'-gedrag. Deze problematiek ontstaat doordat het uitoefenen van zeggenschapsrechten voor een partij kosten met zich meebrengt, terwijl de baten ook aan andere stakeholders toevallen. De overheid kan deze problematiek niet wegnemen, maar wel mitigeren door geen barrières op de werpen die de kosten van besluitvorming verhogen, bijvoorbeeld door het toestaan van stemmen bij volmacht ('proxy voting').

Ten derde creëren transactiekosten inefficiënties in het besluitvormingsproces, waardoor bepaalde stakeholders de mogelijkheid hebben om zich opportunistisch te gedragen tegenover andere stakeholders. Zo kunnen grootaandeelhouders met een meerderheid van stemmen het management aanzetten tot beslissingen die hen zelf ten goede komen, maar de belangen van minderheidsaandeelhouders schaden. Minderheidsaandeelhouders zullen daarom huiverig zijn om in een onderneming te investeren. De overheid kan de mogelijkheid van opportunistisch gedrag verkleinen door minderheidsaandeelhouders met wettelijke regels te beschermen.

De overheid kan eventuele transactiekosten dus op verschillende manieren verminderen, maar in geen geval valt in te zien waarom zij daartoe dwingende regels omtrent de samenstelling van het toezicht zou moeten geven.

Bescherming zwakke partij

De wens om de belangen van zwakke partijen te beschermen kan wel een reden zijn voor dwingende regels. De hierboven beschreven 'Coasiaanse onderhandeling' leidt weliswaar tot een efficiënte uitkomst, namelijk de maximale stakeholderswaarde, maar er bestaat geen garantie dat deze 'eerlijk' wordt verdeeld. De verdeling is onder meer afhankelijk van factoren die de onderhandelingspositie van de diverse stakeholders bepalen, zoals de initiële allocatie van zeggenschap en de situatie op de arbeids- en kapitaalmarkt. Indien de overheid de verdeling van de stakeholderswaarde maatschappelijk niet acceptabel vindt, kan ze een meer evenwichtige verdeling bewerkstelligen door werknemers wettelijke zeggenschapsrechten te geven of door zeggenschap aan onafhankelijke commissarissen toe te wijzen. De belangen van werknemers en andere stakeholders krijgen zo een zwaarder gewicht in de besluitvorming.

Verbetering positie

De verdeling van de stakeholderswaarde, zoals die in de markt tot stand komt, kan door de tijd heen verschuiven. Zo is de positie van werknemers de afgelopen jaren sterk verbeterd. Dat komt allereerst door de toenemende kennisintensiteit van de productie. Menselijk kapitaal - per definitie eigendom van werknemers zelf - is in veel bedrijven de belangrijkste productiefactor geworden ⁶. Ook andere factoren, zoals de opkomst van de commerciële dienstverlening en de toegenomen mobiliteit, hebben de positie van werknemers versterkt, omdat zij daardoor minder afhankelijk zijn van één of een klein aantal grote bedrijven. Verder is de positie van werknemers van overheidswege versterkt door de uitbreiding van de ontslagbescherming en het stelsel van sociale zekerheid. Eén en ander heeft ertoe geleid dat de verdeling van de stakeholderswaarde over aandeelhouders en werknemers thans evenwichtiger is dan vroeger.

Kosten overheidsingrijpen

De maatschappelijke baten van overheidsinterventie in de vorm van een meer egalitaire verdeling van de stakeholderswaarde moeten natuurlijk afgewogen worden tegen de kosten die overheidsingrijpen door middel van dwingende voorschriften met zich meebrengt. Ten eerste kan het leiden tot te weinig relatiespecifieke investeringen, doordat zeggenschap in handen komt van een partij die dergelijke investeringen niet of nauwelijks doet. Daardoor daalt de 'productiviteit' van zeggenschap. Ten tweede vergroot een wettelijk medezeggenschapsrecht de kosten van besluitvorming en vermindert het de doelgerichtheid en doelmatigheid van het toezicht ⁷. Deze kosten zijn hoger naarmate de belangen van de betrokken partijen meer heterogeen zijn ⁸. Ten derde kan de overheid de regelgeving niet naar omstandigheden differentiëren, terwijl de machtsverdeling over belanghebbenden sterk uiteen kan lopen. Zo kunnen werknemers in de ene situatie de zwakke partij zijn, terwijl ze in de andere situatie juist een sterke machtspositie hebben. Dat maakt regulering al snel tot een weinig doelgerichte vorm van bescherming.

Kostenverschuiving

Ook de kosten van overheidsinterventie kunnen door de tijd heen veranderen. Een belangrijke reden waarom deze de afgelopen jaren zijn toegenomen is de sterk gegroeide mobiliteit van kapitaal. Zeggenschapsbeperkingen verminderen het netto rendement voor de aandeelhouders en leiden in een kleine open economie - waar de rendementseis van de aandeelhouders wordt bepaald door de internationale kapitaalmarkt - tot kapitaalvlucht, waardoor ondernemers worden geconfronteerd met hogere kosten van kapitaal. Het

gevolg is dat ze minder investeren, waardoor de arbeidsproductiviteit en de lonen minder snel groeien.

Naarmate kapitaal mobieler wordt, is dit versturende effect groter en zal een groter deel van deze verstoring worden afgewenteld op werknemers. Het effect van zeggenschapsbeperkingen is in dit opzicht te vergelijken met het effect van een belasting op kapitaalinkomen, zoals de vennootschapsbelasting: de immobiele factor draagt uiteindelijk de last. In feite zijn de mogelijkheden om de stakeholderswaarde ten koste van de aandeelhouders te herverdelen door de toegenomen mobiliteit van kapitaal aanzienlijk beperkt. Verder is de heterogeniteit onder beursgenoteerde ondernemingen toegenomen. Thans treffen we naast 'traditionele' kapitaalsintensieve ondernemingen ook steeds meer kennisintensieve bedrijven aan. Beide vereisen een geheel andere toezichtstructuur. De kosten van één uniforme wettelijke zeggenschapstructuur nemen daarmee toe.

Implicaties

De focus op de kosten en baten van overheidsinterventie levert twee nieuwe gezichtspunten op die in een discussie over de voor- en nadelen van werknemerstoezicht onderbelicht blijven. Ten eerste is de relatieve efficiëntie van een bepaalde vorm van toezicht nog geen reden waarom de overheid deze wettelijk zou moeten voorschrijven. Marktpartijen hebben er immers zelf alle belang bij om een efficiënte toezichtstructuur te implementeren, ook als dat betekent dat werknemers een rol zouden moeten krijgen. Het feit dat werknemers bij afwezigheid van wettelijke dwang vrijwel nergens ter wereld een rol spelen bij het toezicht op beursgenoteerde ondernemingen, wijst er echter op dat dit een relatief inefficiënte vorm van toezicht is ⁹.

Ten tweede spelen bij de discussie over de samenstelling van het toezicht maatschappelijke waardeoordelen een rol. Dit verklaart waarom deze discussie niet snel tot eenduidige beleidsaanbevelingen leidt. Maar net als bij andere verdelingskwesties hangt aan een meer egalitaire verdeling een prijskaartje. Het opleggen van een verplichte toezichtstructuur brengt immers kosten met zich mee, die de totale stakeholderswaarde verkleinen.

Keuzes Nederlandse overheid

Hoe is de Nederlandse overheid met dit dilemma omgegaan? Bij de invoering van het structuurregime in 1971 was de wens om de belangen van werknemers te beschermen zó sterk, dat de rechten van aandeelhouders drastisch zijn beperkt. Nu gaat men er veelal van uit dat er een zeker evenwicht moet zijn tussen de belangen van aandeelhouders en werknemers. Onlangs heeft het kabinet daarom, op advies van de SER, enkele voorstellen gedaan om de invloed van aandeelhouders op het toezicht te vergroten. Tegelijkertijd krijgen ook werknemers invloed op het toezicht. De prijs die daarmee samenhangt, namelijk dat betrokkenheid van meerdere partijen met strijdige belangen de doelmatigheid en doelgerichtheid van het toezicht doorgaans vermindert, wordt daarbij voor lief genomen.

Het is zeer wel denkbaar dat deze afweging in de toekomst opnieuw zal veranderen. Door de groeiende kennisintensiteit van de productie zal de noodzaak om de belangen van werknemers te beschermen door middel van zeggenschapsbeperkingen voor aandeelhouders wellicht verder afnemen, terwijl de kosten daarvan juist zullen toenemen. Kapitaal stroomt immers steeds gemakkelijker over de dijken van de Nederlandse polder heen. De kans dat de discussie over het structuurregime over enige tijd opnieuw zal oplaaien, lijkt daarom groot

¹ Zie zowel P.W. Moerland als A.J. Schimmel en B.A.W. Snels in *ESB*, 19 mei 2000, en SER, [Advies over het functioneren en de toekomst van de structuurregeling](#), Den Haag, 2001.

² Zie O. Hart, *Firms, contract and financial structure*, Clarendon Press, Oxford, 1995.

³ Zie R.H. Coase, The problem of social costs, *The Journal of Law and Economics*, nr. 3, oktober 1960, blz. 1-44.

⁴ J. Roberts en E. van der Steen, *Shareholder interests, human capital investment and corporate governance*, Stanford GBS research paper, nr. 1631, 2000.

⁵ M.E. Jensen, *Foundations of organisational strategy*, Harvard University Press, Cambridge, 1998.

⁶ Zie R. Rajan en L. Zingales, *The governance of the new enterprise*, NBER working paper, nr. 7958, oktober 2000.

⁷ J. Tirole, Corporate governance, *Econometrica*, januari 2001, blz. 1-36.

⁸ Zie H. Hansmann, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, 1996.

⁹ Zie Hansmann, *op.cit.*, noot 7.