

Een nieuw convergentietheorema voor markteconomieën?

P.W. Moerland*

Het welbekende convergentietheorema, dat veronderstelt dat centraal geleide economieën en markteconomieën naar elkaar toegroeien, heeft na de ineenstorting van voormalige communistische economieën aan praktische betekenis ingeboet. Daarvoor in de plaats kwam er een groeiende belangstelling voor de vergelijkende analyse van markteconomische stelsels. Hier lijkt zich een nieuwe convergentietendens voor te doen.

Ondernemerschap en marktucht

Ondernemingen worden voortgedreven door de 'carrot' en de 'stick', dat wil zeggen door de uitoefening van ondernemerschap aan de ene kant en door de tucht van de marktwerking aan de andere kant. De ondernemer zoekt op onontgonnen terrein naar nieuwe produktie- en afzetmogelijkheden en zal deze trachten te exploiteren. Veel ondernemingen zien kans om een eenmaal ingenomen winst- en marktpositie voor langere tijd veilig te stellen door het ontwikkelen van macht op de markt, het opbouwen van een goede reputatie, het kweken van merktrouw en dergelijke. In een markteconomie zullen evenwel steeds pogingen worden ondernomen om dergelijke posities aan te tasten. Dat dwingt de ondernemer om weer een nieuwe voorsprong op te bouwen. Concurrentie en ondernemerschap zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden.

De teloorgang van het centraal geleide stelsel als economisch ordeningsprincipe in voormalige communistische economieën berust in feite op de afwezigheid van prikkels en tucht die kenmerkend zijn voor een markteconomisch stelsel. De golf van privatisering van staatsondernemingen die zich op dit moment over vrijwel de gehele wereld voordoet, kan eveneens worden beschouwd als blijk van een toenemend geloof in de heilzame werking van markteconomische concurrentieprocessen¹. Deze processen werken echter niet overal identiek. Er hebben zich in de afgelopen paar honderd jaar in de toonaangevende landen van de wereld aanmerkelijke verschillen in de configuratie en werkwijze van het markteconomische stelsel ontwikkeld. Die verschillen hebben betrekking op de eigendomsstructuur van ondernemingen, de rol en positie van werknemers, de structuur en werkwijze van financiële markten en financiële instellingen, de opstelling en inmenging van overheden, en dergelijke.

In dit artikel zal dieper op deze verschillen worden ingegaan. Hierbij richt de aandacht zich met

name op het segment van de beursvennootschap, de open corporatieve ondernemingsvorm, waarvan de aandelen aan een officiële effectenbeurs zijn genoteerd. Wat de geografische gebieden betreft beperken we ons tot de Verenigde Staten, Japan, en een aantal landen van de Europese Unie.

Agency-problemen en disciplinerend

Bij de genoemde categorie van ondernemingen heeft zich in het algemeen een scheiding van leiding, eigendom en uitvoering voltrokken, hetgeen pregnante agency-problemen (belangenconflicten onder condities van informatie-asymmetrie) kan stellen, met name tussen vermogensverschaffers en managers. Het management van een onderneming laat zich mogelijkwijze niet alleen leiden door de belangen van de aandeelhouders (en andere vermogensverschaffers), maar ook door andere belangen (waaronder het eigen belang). In de moderne financieel-economische theorie geldt als algemeen aanvaard uitgangspunt dat ondernemingen streven naar maximalisatie van de marktwaarde ten behoeve van de bestaande aandeelhouders, en daarmee bijdragen tot een zo hoog mogelijke maatschappelijke welvaart. Gelet op bovengenoemde agency-problemen dient er echter rekening mee te worden gehouden dat het management tot op zekere hoogte eigen belangen laat prevaleren en daardoor kan afwijken van het pad dat leidt naar het waardemaximum van het vermogen.

* De auteur is hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Katholieke Universiteit Brabant.

1. Voor een verhandeling over economische theorievorming omtrent de onderneming als alternatief coördinatiemechanisme voor de markt zij verwezen naar: P.W. Moerland, Economische theorievorming omtrent de onderneming, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsvorming*, 1992, blz. 57-65 (deel I) en blz. 116-125 (deel II).

Nu zijn er evenwel verschillende disciplineringsmechanismen die kunnen bewerkstelligen dat het management niet ongebreideld en straffeloos bezijden de belangen van de aandeelhouders kan handelen. Ten eerste is er het externe disciplineringsmechanisme van de voor de onderneming relevante inkoop- en afzetmarkten voor goederen en diensten. Het bijbenen of voortblijven van de concurrentie vergt immers een voortdurende kostenbeheersing en kwaliteitsverbetering. Deze aansporing kan evenwel te kort schieten als op die markten onvoldoende concurrentie heerst.

Ten tweede is er de disciplinerende werking door de vermogensmarkt, door de verschaffers van eigen en vreemd vermogen, in de vorm van een (te) lage waardering van het aandeel ter beurze of door dreiging met faillissement. Een te lage waardering vertaalt zich in te hoge vermogenskosten en in ongunstige emissievoorwaarden. Dit werkt rechtstreeks door in de relatieve concurrentiepositie van de onderneming.

Ten derde kan er een disciplinerende werking uitgaan van de interne en externe arbeidsmarkt voor managers. Op die markten komt immers hun eigen marktwaarde tot stand, die een functie zal zijn van de mate waarin de ondernemingsdoelstelling wordt bereikt. De werking van deze markten is echter veelal onvolkomen vanwege moeilijk overbrugbare informatieverschillen in combinatie met 'moral hazard'. Het management is, zo wordt verondersteld, geneigd om zijn informatievoorsprong zodanig te benutten dat gunstige resultaten op het eigen conto zullen worden bijgeschreven en ongunstige op dat van anderen of van de omgeving (bij voorbeeld 'valutaire tegenwind'; ooit van valutaire 'rugwind' gehoord?). Het is overigens duidelijk dat allerlei vormen van berichtgeving en controle deze metings- en beoordelingsproblematiek aanzienlijk kunnen verlichten.

Ten vierde is er het toezichthoudend orgaan dat meer directe supervisie kan uitoefenen op het beleid en de resultaten van de onderneming, en zonodig corrigerend kan optreden.

Ten slotte is er het disciplineringsmechanisme van de overnamemarkt ('market for corporate control') als sluitstuk om aberrant gedrag van managers te corrigeren dan wel uit te bannen. In de visie van Jensen en Ruback zijn het niet zozeer de aandeelhouders, maar concurrerende managementteams die als de primaire actoren op de overnamemarkt moeten worden gezien². Als zo'n concurrerend team om welke reden dan ook meer vermogenswaarde uit een onderneming denkt te kunnen halen dan het zittende management ligt een overnametransactie in de rede. Aldus zouden niet alleen de belangen van de aandeelhouders worden gediend, maar vindt ook een zodanige reallocatie van schaarse middelen plaats als maatschappelijk gezien het meest wenselijk is.

Deze set van disciplineringsmechanismen wordt in de praktijk op onderscheiden wijze benut in verschillende regio's van de wereld. Hierop zal later afzonderlijk worden ingegaan. Eerst volgt een typering van de rol en positie van het fenomeen beursvennootschap in verschillende economieën. Daarna volgt een uiteenzetting over de aldaar vigerende financierings-

en eigendomsstructuren en van de zeggechapsrechten ten aanzien van beursvennootschappen.

Beursvennootschappen

In de Angelsaksische wereld heeft de open vennootschapsvorm van oudsher een grote vlucht genomen. In de Verenigde Staten beschikt 99% van de top 400-ondernemingen over beursnotering³. In 1993 bedroeg het aantal binnenlandse noteringen aan de NYSE 1788, aan de Beurs van Chicago 2940 en aan de Nasdaq 4310⁴. Ook het Verenigd Koninkrijk kent een lange traditie op dit punt. Aldaar beschikt 67% van de top 100-ondernemingen over beursnotering, hetgeen beduidend meer is dan elders in Europa⁵. In 1993 telde de LSE 1927 binnenlandse noteringen, te vergelijken met 664 binnenlandse beursvennootschappen in Duitsland (meerdere beurzen), 726 in Parijs en 239 in Amsterdam⁶. De beurskapitalisatie in Londen (binnenlandse beursvennootschappen exclusief beleggingsfondsen) bedroeg einde 1993 \$ 1.200 miljard, in Duitsland \$ 460 miljard, in Parijs \$ 455 miljard, en in Amsterdam \$ 182 miljard. Deze cijfers laten zien dat de beursvennootschap in Engeland een meer voorkomend fenomeen is dan elders in Europa.

De Beurs van Tokio kende in 1993 1667 binnenlandse noteringen met een marktkapitalisatie (binnenlandse beursvennootschappen exclusief beleggingsfondsen) per jaaruilto van \$ 2.906 miljard. De beurskapitalisatie van alle beurzen ter wereld (exclusief beleggingsfondsen) bedroeg einde 1993 \$ 13.704 miljard. Daarin bedroeg het aandeel van Noord-Amerika (Verenigde Staten en Canada) \$ 5.449 miljard, dit is ruwweg 40%.

Uit deze gegevens komt naar voren dat de beursvennootschap in het Angelsaksische deel van de wereld relatief sterk vertegenwoordigd is. In het aldaar vigerende concept wordt de onderneming ('corporate enterprise') opgevat als een verlengstuk van de aandeelhouders. Elders, met name in de Germaanse landen en in Japan, geldt een meer institutionele opvatting, waarbij de vennootschap veeleer wordt gezien als een zelfstandige, op continuïteit gerichte entiteit met een eigen vennootschappelijk belang, als overkoepeling en integratie van de deelbelangen van de participanten, zoals de managers, het personeel, de vermogensverschaffers, de leveranciers, afnemers, enz. De aan deze geografische verschillen ten grondslag liggende culturele en institutionele factoren wer-

2. Zie M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control, the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 1983, blz. 5-50. Zij beschouwen de overnamemarkt als een component van de arbeidsmarkt voor managers.

3. Booz-Allen Acquisition Services, 1989. Peiljaar: 1987.

4. Cijfers ontleend aan: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), Statistiques, 1993. De cijfers betreffende Chicago bevatten dubbelstellingen van vennootschappen die ook in New York zijn genoteerd.

5. Volgens Booz-Allen Acquisition Services, 1989. Peiljaar: 1987. Vergelijkbare cijfers voor Duitsland: 45 ondernemingen, Frankrijk: 55.

6. Bron: FIBV, Statistiques, 1993. Voor Amsterdam geldt het aantal genoteerde aandelen (anders dan vennootschappen).

ken door in het functioneren van deze ondernemingen, op de wijze waarop ze worden gemotiveerd en gedisciplineerd, en uiteindelijk ook op hun prestaties⁷. Een belangrijk aspect van de institutionele structuur betreft de eigendomsconfiguratie van beursvennootschappen en de zeggenschapsverhoudingen.

Eigendomsstructuur en zeggenschap

Voor een typering van de financierings- en eigendomsstructuur van beursvennootschappen is het van belang om kennis te hebben van de mate van concentratie van het aandelenbezit, de identiteit van de grootaandeelhouders, de aard van de relatie tussen financiers en onderneming en eventuele beperkingen van de zeggenschapsrechten. Merkwaardig genoeg bestaan er geen systematische en volledige overzichten van de eigendomsstructuur van beursvennootschappen voor diverse geografische gebieden. Hier en daar kunnen daarover slechts flarden informatie worden aangetroffen, zodat hooguit een fragmentarisch beeld kan worden verkregen. Aan Charkham ontlene we onderstaande tabel, die betrekking heeft op de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en Japan⁸. De cijfers geven de percentages weer van het uitstaande aandelenvermogen, die worden gehouden door de onderscheiden categorieën van vermogensverschaffers.

Opvallend is de belangrijke rol van banken als aandeelhouders van Duitse en Japanse ondernemingen, dit in tegenstelling tot het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Het is aan commerciële banken in de Verenigde Staten op grond van de Glass-Steagall Act van 1933 verboden om rechtstreekse belangen te nemen in het aandelenvermogen van ondernemingen. De belangrijkste categorie aandeelhouders in de Verenigde Staten wordt van oudsher gevormd door particuliere beleggers.

In het Verenigd Koninkrijk spelen institutionele beleggers (verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen) een prominente rol. In Frankrijk, Duitsland en Japan treden niet-financiële ondernemingen veelvuldig als kernaandeelhouders op bij andere ondernemingen. Daarbij komen zowel holding-structuren als wederzijdse aandelenparticipaties voor.

De Japanse vennootschappelijke sector wordt in belangrijke mate gekenmerkt door de aanwezigheid

van industriële groepen, de 'keiretsu'. Dergelijke groepen omvatten veelal honderden ondernemingen, die via kruislingse participaties en 'interlocking directorships' met elkaar zijn verbonden. Per groep fungeert een enkele bank ('city bank') als primaire financiële bron, zowel als verschafter van eigen als van vreemd vermogen. In 1984 was 65% van de bij Japanse ondernemingen uitstaande leningen afkomstig van banken en 25% van verzekeringsmaatschappijen. Voor de Verenigde Staten bedroegen in datzelfde jaar de overeenkomstige percentages 45 en 18.

Japanse financiële instellingen spelen dus een dominante, meervoudige rol bij de financiering van de industriële groepen. De concentratie van het aandelenbezit is substantieel groter dan in de Verenigde Staten. Prowse heeft voor een steekproef van 734 Japanse niet-financiële ondernemingen bepaald welk percentage van de aandelen wordt gehouden door de vijf grootste aandeelhouders gezamenlijk⁹. Dat percentage schommelt tussen 11 en 85 met een gemiddelde voor de gehele steekproef van 33% en een mediaan van 30%. Hij heeft hetzelfde gedaan voor een steekproef van 457 Amerikaanse niet-financiële ondernemingen voor het jaar 1980. Voor die steekproef liep de range van 1 tot 87%, met een gemiddelde van 25% en een mediaan van 21%.

Van belang is ook de vraag of en hoeveel procent van de aandelen worden gehouden door insiders (managers). Uit diverse bronnen blijkt dat dit fenomeen vooral in de Verenigde Staten van belang is¹⁰. Het geaggregeerde bezit van de management teams bedraagt gemiddeld ongeveer 10% voor de Fortune 500 ondernemingen. Deze vorm van aandeelhouder-schap is in de Japanse verhoudingen zo goed als verwaarloosbaar.

In Duitsland is sprake van een tamelijk geconcentreerd aandelenbezit. Franks en Mayer hebben gegevens verzameld voor de 171 grootste Duitse ondernemingen buiten de financiële sector¹¹. Daarvan kent 85% ten minste een 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. Als grootaandeelhouders met ten minste een 25%-belang treden op (in volgorde van belangrijkheid): andere (niet-financiële) ondernemingen, families, institutionele beleggers en banken. De rechtstreekse belangen van banken in andere onder-

Houderschap van gewone aandelen (in % totale aantal uitstaande gewone aandelen)

	VS (1990)	VK (1989)	Frankrijk (1989)	Duitsland (1988)	Japan (1990)
Banken en andere fin. inst.	0,5	-	3,5	8,1	25,2
Levensverzekeringsmijnen	2,9				13,2
		1 20,0	1 2,6	1 2,7	
Andere verzekeringsmijnen	2,6				4,1
Pensioenfondsen	26,5	32,0		-	0,9
Waarborgfondsen	6,6	8,0	2,5	3,4	3,6
Huishoudens	54,4	20,0	23,9	19,4	23,1
Niet-financiële bedrijven	n.a.	8,0	50,5	39,3	25,2
Overheid	-	3,0	4,3	7,1	0,6
Buitenland	6,4	9,0	12,8	20,0	4,2
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

7. Voor een interessante analyse aangaande de relatie tussen ondernemingsgedrag en ondernemingsresultaat zij aanbevolen: H.W. de Jong, *European capitalism: between freedom and social justice*, working paper, Universiteit van Amsterdam, 1993.

8. J. Charkham, *Keeping good company, a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford, 1994, blz. 105.

9. S.D. Prowse, The structure of corporate ownership in Japan, *The Journal of Finance*, 1992, blz. 1121-1140.

10. Zie bij voorbeeld H. Demsetz en K. Lehn, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 1985, blz. 1155-1177.

11. J. Franks en C. Mayer, *The market for corporate control in Germany*, working paper, London Business School en University of Warwick, 1993.

nemingen zijn weliswaar bescheiden van omvang, maar via uitoefening van het 'Depotstimmrecht' (volmacht om namens depot-houdende cliënten te stemmen in aandeelhoudersvergaderingen) is hun invloed veelal aanzienlijk, te meer daar de 'Universalbanken', evenals de Japanse 'city banks' tevens optreden als belangrijke verstrekkers van schuldvermogen.

In het Verenigd Koninkrijk is de concentratiegraad van de aandeelhoudersstructuur wezenlijk kleiner dan in Duitsland. Franks en Mayer hebben eveneens gegevens verzameld voor een vergelijkbare groep van 173 grote Engelse beursvennootschappen, waarvan slechts 13% een grootaandeelhouder blijkt te hebben met een belang groter dan een kwart, 6% met een belang groter dan een half en slechts één procent met een belang groter dan driekwart.

In Frankrijk spelen financiële houdstermaatschappijen (groepsvorming met kruisparticipaties en 'interlocking directorships'), 'banques d'affaires', familie- en staats eigendom een vooraanstaande rol. Sinds enige tijd is er een grootscheeps privatiseringsprogramma aan de gang, waarbij in het algemeen de staat of andere ondernemingen als kernaandeelhouders betrokken blijven, respectievelijk worden.

Sedert de inwerkingtreding van de Wet Melding Zeggenschap, begin 1992, is ook voor de Nederlandse situatie meer informatie voorhanden over de aandeelhoudersstructuur en -identiteit van ter beurze genoteerde ondernemingen. Cantrijn, Jeunink en Kabir hebben kort nadien onder andere concentratieberekeningen gedaan voor 177 Nederlandse beursvennootschappen¹². Daaruit komt naar voren dat de aandeelhoudersstructuur in ons land sterk geconcentreerd is. De grootste aandeelhouder heeft als steekproefgemiddelde een belang van bijna 31 procent. Bij 39 van de 177 ondernemingen bezit de grootste aandeelhouder meer dan de helft van de aandelen in de betreffende onderneming. Meer dan de helft van de aandelen van Nederlandse beursvennootschappen bevindt zich in handen van aandeelhouders met een belang groter dan 5%. Het aandeel van de drie grootste aandeelhouders gezamenlijk bedraagt gemiddeld 45%, en dat van de vijf grootste aandeelhouders gezamenlijk gemiddeld 51% (vergelijk met Japan 33% en de Verenigde Staten 25%).

In de Germaanse landen is de zeggenschap van externe aandeelhouders veelal drastisch beperkt door middel van statutaire en buiten-statutaire beschermingsconstructies. In Nederland kent ongeveer een kwart van de beursvennootschappen een cumulatie van drie of meer beschermingsconstructies, terwijl 90% van de ondernemingen over één of meer beschermingsconstructies beschikt¹³. In Duitsland komt beperking van het stemrecht veel voor, alsmede veto-recht voor aandeelhouders die over ten minste een kwart van de aandelen beschikken ('Sperrminorität').

Welke implicaties heeft deze geografische verscheidenheid van eigendomsconfiguraties voor de selectie en werking van disciplineringsmechanismen?

Disciplineringsmechanismen in de praktijk

In de Angelsaksische wereld wordt het instrument van de vijandige overname als disciplineringsmecha-

nisme voor managers die hun eigen belangen te zeer nastreven of die incompetent zijn, frequent gehanteerd. Elders in de wereld is het instrument van de vijandige overname eigenlijk nooit aangeslagen. In Japan beschouwt men deze praktijken als 'not done', en in continentaal Europa hebben zich op dit vlak weliswaar spraakmakende tafereelen voorgedaan (Kluwer-Elsevier, Generale Maatschappij van België-De Benedetti, Continental-Pirelli, alle drie pogingen overigens mislukt), maar de frequentie en intensiteit hiervan is bij lange na niet vergelijkbaar met die in de Angelsaksische landen. Technische barrières (beschermingsconstructies) en structurele barrières (geconcentreerd aandeelhouderschap) staan succesvolle vijandige overnames in de weg.

De arbeidsmarkt voor managers functioneert scherper in de Angelsaksische landen dan elders. De beoordeling op kwartaalbasis werkt een zekere myopie mogelijk in de hand. Daarbij komt dat de remuneratie van managers veelal sterk is gekoppeld aan de financiële prestaties van de onderneming. Binnen de industriële groepen van Japan en ook wel in continentaal Europa is de intra-groep arbeidsmarkt in het algemeen goed ontwikkeld. De beloningssystemen zijn in beduidend minder sterke mate gerelateerd aan de 'performance' van de onderneming.

De uitoefening van direct toezicht geschiedt in de Angelsaksische landen door een 'Board of Directors' die die zowel uit managers als buitenstaanders bestaat. De voorzitter van de Directie is niet zelden tevens voorzitter van het toezichthoudend orgaan. Een dergelijke constellatie zorgt ervoor dat de onafhankelijkheid en de effectiviteit niet eenvoudig zijn te waarborgen. In de Germaanse landen zijn bestuur en toezicht bij afzonderlijke organen belegd, hetgeen de onafhankelijkheid in beginsel bevordert. Daar staat tegenover dat bij de uitoefening van dat toezicht niet primair de belangen van de aandeelhouders in het oog dienen te worden gehouden (zoals wel het geval is in de Angelsaksische landen), maar een ruimer belang, namelijk dat van de vennootschap en de ermee verbonden onderneming. Met name de belangen van werknemers dienen mede in aanmerking te worden genomen. In Japan is sprake van een tamelijk complexe structuur, waarbij drie verschillende organen figureren. De facto is er enige gelijkenis met het Angelsaksische model. Men kan evenwel stellen dat de intensieve relaties binnen financiële en industriële groepen in Japan (en ook in continentaal Europa) een zodanig netwerk van toezichthouders creëren, dat stroomlijning van groepsbelangen sterk zal worden bevordert. Ook de invloedrijke posities van bankiers in de Germaanse landen staan borg voor een beduidende disciplinerende kracht¹⁴.

12. A.L.R. Cantrijn, A.A. Jeunink, en M.R. Kabir, 1993, *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam.

13. A.L.R. Cantrijn e.a., op. cit.

14. De drie Duitse grootbanken Deutsche Bank, Dresdner Bank en Commerzbank zijn bij de meeste beursvennootschappen die zij financieren vertegenwoordigd in de 'Aufsichtsrat', in een aantal gevallen zelfs als voorzitter.

Resumerend kunnen de belangrijkste markteconomische vennootschappelijke systemen als volgt worden getypeerd. De *Angelsaksische landen* kennen van oudsher goed ontwikkelde financiële markten. Aldaar is het fenomeen van de beursvennootschap op ruime schaal aanwezig. In de Verenigde Staten is het aandelenbezit wijdverspreid onder de bevolking, in het Verenigd Koninkrijk onder instituten. Disciplinerend van het management vindt voor een belangrijk deel op indirecte wijze plaats, dat wil zeggen via de tucht van markten, zoals aandelenbeurs, de 'market for corporate control', en de arbeidsmarkt voor managers.

Daartegenover staan de niet-Angelsaksische vennootschappelijke systemen van *continentaal Europa en Japan*. Deze systemen zijn in mindere mate marktgeoriënteerd, en men zou kunnen zeggen veel meer groeps- of netwerk-georiënteerd. Zowel in Duitsland, Frankrijk, als Japan is sprake van een sterke vervlechting tussen financiële instellingen en industriële en handelsondernemingen via holding-structuren, bankparticipaties, wederzijdse aandelenparticipaties, 'interlocking directorships', enzovoort. Het aandeelhouderchap is sterker geconcentreerd dan in de Angelsaksische landen en gericht op lange-termijn 'commitment'. Disciplinerend van het management vindt voor een belangrijk deel op directe wijze plaats, dat wil zeggen via het formele kanaal van een toezichthoudend orgaan of bemoeienis van grootaandeelhouders, dan wel via het informele kanaal van onderling afgestemde gedragingen.

Deze vergelijkende typering van markteconomische systemen kan hier uiteraard niet anders dan met een grove penseel geschieden. Zullen de onderlinge verschillen in de toekomst kleiner of juist groter worden?

Convergentietendensen

Welke van de varianten van het markteconomisch systeem is per saldo verkieslijk¹⁵? Welke variant zal uiteindelijk overleven? Elders hebben we uiteengezet dat de verschillende varianten zowel voor- als nadelen hebben, en dat het niet goed mogelijk is om op theoretische gronden vast te stellen welke variant superieur is (bij voorbeeld in termen van financiële prestatie of economische groei)¹⁶. Wel kunnen we constateren dat de verschillende varianten reeds zeer lang naast elkaar voortbestaan. De varianten kennen evenwel hun eigen dynamiek en maken elk voor zich een bepaalde evolutie door. Een cruciale vraag is uiteraard of de hierboven geïndiceerde varianten van het markteconomische systeem dichter naar elkaar toe zullen groeien dan wel verder uiteen zullen komen te liggen: convergentie versus divergentie? Hieronder wordt een poging ondernomen enig licht op deze vraagstelling te werpen. We doen dat aan de hand van een vijftal observaties.

De rol van banken

De toonaangevende rol van banken in Japan en Duitsland lijkt aan erosie onderhevig te zijn. De ingezette liberalisering van financiële markten in Japan stimuleert de ontwikkeling van obligatiemarkten, het-

geen ten koste gaat van bankfinanciering. De mogelijkheden voor Japanse banken om in het aandelenvermogen van andere ondernemingen te participeren zijn onlangs beperkt. Financiële schandalen rondom de exploitatie van voorkennis en verstrengeling van belangen zetten aan tot ontmenging van rollen en posities. In Duitsland is politieke discussie ontstaan over de vermeende macht van de grootbanken binnen het geheel van de economie. Banken zouden door hun invloedrijke posities in het bedrijfsleven op indirecte wijze industriepolitiek voeren, bij voorbeeld door bepaalde fusies of overnames te doen plaatsvinden dan wel te verijdelen. Daarentegen gaan in de Verenigde Staten juist stemmen op om na 60 jaren Glass-Steagall Act de mogelijkheden voor het bankwezen op verschillende punten te verruimen.

Institutionalisering van het aandelenbezit

Overal ter wereld vindt een aanbod-gedreven institutionalisering plaats van het aandelenbezit. Pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, en beleggingsinstellingen beschikken over steeds grotere vermogens, die hun weg zoeken naar goed gespreide, internationale portefeuilles. Sinds 1984 is het rechtstreekse particuliere aandelenbezit in de Verenigde Staten aanzienlijk teruggelopen ten faveure van de institutionele beleggers¹⁷. De 'performance' van deze instituten wordt op zo goed als uniforme wijze gemeten en onderling vergeleken, hetgeen uiteindelijk doorwerkt op de financiële oriëntatie van grote ondernemingen waar ook ter wereld. Deze zullen zich steeds meer moeten richten op universele financiële doelstellingen en parameters, waarop ze wereldwijd worden afgerekend. De oriëntatie op koersontwikkelingen ter beurze neemt ook in niet-Angelsaksische landen in betekenis toe. Vergelijk in dit verband de aandrang door het Beursbestuur tot vermindering van beschermingsconstructies hetgeen de koersvorming ten goede zou komen.

Opstelling van aandeelhouders

De scherpe kantjes van het 'cowboy-kapitalisme' zoals dat in de 'roaring eighties' in de Angelsaksische wereld op de overnamemarkt in zwang was zijn onder druk van de publieke opinie en ook van binnen uit het bedrijfsleven zelf weggeslepen. De 'corporate raiders' hebben intussen plaatsgemaakt voor instituten, zoals Calpers (California Public Employers Retirement System) en USA (United Shareholders Association) die langs de weg van protest, persuasie en diplomatie trachten hun belangen over het voetlicht

15. Bij de afweging hiervan spelen uiteraard ook andere factoren dan de in deze bijdrage behandelde een rol, zoals arbeidsvoorwaarden, overheidsuitgaven, belastingen en sociale zekerheid, monetair beleid, enzovoort. De overwegingen in het onderhavige kader hebben daarom noodzakelijkerwijze een partieel karakter.

16. P.W. Moerland, Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, binnenkort te verschijnen.

17. Het percentage van de aandelen dat in bezit was van particulieren bedroeg in 1984 zestig en in 1990 54. Sindsdien heeft zich de omzetting naar beleggingsfondsen in versneld tempo doorgezet.

te brengen bij ondernemingsbestuurders. Men bedient zich daarbij van een 'target list' (een soort zwarte lijst), waarmee men de openbaarheid ingaat ten einde ondernemingen op door hen gewenste punten, zoals ten aanzien van het beloningssysteem of de benoeming van 'directors', concessies af te dwingen. Deze handelwijze past in een ontwikkelingsproces, waarin trendsettende aandeelhouders een positie lijken na te streven die inligt tussen de passiviteit van de jaren zestig/zeventig enerzijds en de turbulente transactiepraktijk van de jaren tachtig anderzijds.

Ook in Europa zijn parallelle ontwikkelingen waarneembaar voor wat betreft het optreden van de 'outside' aandeelhouders. Deze eisen ook hier in toenemende mate zeggenschap voor zichzelf (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 Audet en 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 bij voorbeeld in Engeland alwaar de invloed van aandeelhouders veelal zeer aanmerkelijk is. Niettemin is een zekere opschuiving waarneembaar in de richting van, wat ik zou willen noemen, het Angelsaksische model, waarbij de vennootschap primair wordt gezien als een instrument van en voor de aandeelhouders. Ook de in voorbereiding zijnde regelgeving van de Europese Commissie met betrekking tot openbare biedingen (13e richtlijn) ademt zonder meer een Angelsaksische, liberale geest.

Aanscherping ondernemingsdoelstellingen

In continentaal Europa gaan steeds meer ondernemingen over op het uitgangspunt en de methodiek van strategisch waardemanagement, dit is het richten van de strategische besluitvorming op het creëren van aandeelhouderwaarde ('shareholder value'). Een en ander mede onder invloed van Angelsaksische consultants en 'investment banks' die hier een behoorlijke reputatie hebben opgebouwd. Ook in ander verband is de aanscherping van ondernemingsdoelstellingen aan de orde, namelijk bij de in gang gezette discussie over de merites van het in ons land van toepassing zijnde structuurregime voor grote vennootschappen. Het coöptatiesysteem betreffende benoemingen in de Raad van Commissarissen wordt ter discussie gesteld aangezien niet helder is door wie de commissarissen op hun beurt worden gecontroleerd. Benoeming vanwege de aandeelhouders zou op dit punt de oriëntatie en verantwoordelijkheden van commissarissen kunnen aanscherpen. Het ondernemingsconcept schuift daarmee op in Angelsaksische richting.

Tegelijkertijd zien we in de Verenigde Staten een tendens om de rol van 'executives', met name de CEO, in 'Board of Directors' terug te dringen, waardoor men enigszins opschuift in continentaal Europese richting.

Convergentie via mondiale markten

Uiteindelijk ontmoeten internationaal opererende ondernemingen elkaar op steeds mondialer wordende output-markten. Denk aan de markt voor automobielen, computers en elektronica. Van deze markten gaat een universele disciplinerende werking uit, die ondernemingen die achterop raken dwingt om succesvolle elementen uit andere markteconomische systemen over te nemen (vergelijk General Motors en andere Westerse autofabrikanten die overschakelen op Japanse productie- en organisatiemethoden).

Een wederzijdse beïnvloeding van bedrijfscultuur en -structuur vindt voorts plaats via het gezamenlijk opzetten van joint ventures, het vestigen van dochterbedrijven in elkaars geografische regio's, door overname van bedrijven in andere dan de eigen regio, en door notering aan effectenbeurzen in meerdere regio's¹⁸. De wereld is in zekere zin een groot dorp aan het worden en dat draagt bij tot het leren kennen en benutten van elkaars sterke punten.

Besluit

In deze bijdrage zijn de vennootschappelijke structuren in de Verenigde Staten, Japan en enkele landen van de Europese Unie met elkaar vergeleken. Gewezen is op markante verschillen in eigendomsstructuren van beursvennootschappen, zeggenschapsaspecten, en disciplineringsmechanismen. De onderscheiden varianten van het markteconomische systeem kennen hun eigen dynamiek. Op grond van een vijftal observaties is onze verwachting dat een nieuw convergentietheorema, thans in het kader van een comparatieve analyse aangaande varianten van het markteconomische ordeningssysteem, aan de (economische) orde is. Daarbij geldt dat de evolutie van een systeem van economische ordening in feite evenzeer de resultante van een complex concurrentieproces is. Het systeem met de lekkerste 'carrots' en de stevigste 'sticks' zal uiteindelijk zegevieren.

P.W. Moerland

18. Op dit moment beschikken 1.700 Amerikaanse bedrijven over vestigingen in Nederland, goed voor 123.000 banen. Groot-Brittannië is verantwoordelijk voor 55.000 Nederlandse arbeidsplaatsen, terwijl Duitse bedrijven 48.000 Nederlanders aan werk helpen. Bijna de helft van het vermogen van de grotere Nederlandse ondernemingen is uit het buitenland afkomstig. Vier jaar geleden was dat nog maar 35%. Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek.