

Vervlechting en ontvlechting van concerns

DR. J. KUYPER – MR. DRS. G.J. RUIZENDAAL*

In de jaren zestig en zeventig heerste er in grote delen van het bedrijfsleven een sterke fusie- en concentratietendens. De laatste jaren kan men juist een tegenovergestelde beweging waarnemen en gaan veel ondernemingen tot organisatorische en financiële ontvlechting over. Wat zijn de economische motieven die aan deze vervlechtingen en ontvlechtingen ten grondslag liggen? In dit artikel bespreken de auteurs de voor- en nadelen van concernvorming die in de economische literatuur worden genoemd. Zij beschrijven het bepalen van de optimale concernomvang als een micro-economisch vraagstuk waarbij de kosten van allocatie via de markt tegen de kosten van hiërarchische besluitvorming worden afgewogen. Het gaat bij deze afweging met name om transactie- en informatiekosten. Veranderingen in deze kosten kunnen volgens de auteurs een verklaring bieden voor de regelmatig optredende vervlechtigings- en ontvlechtigingsgolven.

Inleiding

Een van de interessante en aandachttrekkende ontwikkelingen in het bedrijfsleven gedurende de laatste jaren is de ontvlechting van concerns. Hoewel er uitzonderingen zijn (de verzekerings- en oliewereld), ziet men dat veel concerns zijn overgegaan tot organisatorische en tot financiële ontvlechting. Men spreekt ook wel van interne en externe ontvlechting of van intern ondernemerschap en specialisatie.

Zowel ontvlechting als de tegenpool vervlechting van concerns, die in de jaren zestig en zeventig veel aandacht trok, zijn verschijnselen die niet vanuit één tak van de maatschappijwetenschappen zijn te verklaren. Moerland 1) heeft recent opgemerkt dat onze kennis omtrent het concern nog maar vrij bescheiden is en dat verdere studie met name vruchtbaar is als men gebruik maakt van de verworvenheden van organisatie-theorie, industriële organisatie, financieringstheorie en „agency”-theorie. In dit artikel 2) baseren wij ons op de stromingen in de micro-economische theorie die zich bezighouden met het functioneren van ondoorzichtige markten, d.w.z. markten waar informatie niet kosteloos is 3).

Centraal in ons betoog staat de keuze tussen markt en hiërarchie als allocatiemechanismen. Na een algemene bespreking van dit vraagstuk gaan wij in op de redenen om markten uit te schakelen (vervlechting) en op de omstandigheden waaronder het alternatief, de hiërarchie, goed functioneert. Het zal hierbij voornamelijk gaan om een afweging tussen de kosten die allocatie van producten via de markt met zich meebrengt, en kosten die de allocatie van producten via de hiërarchie met zich meebrengt.

De strekking van ons betoog is als volgt samen te vatten:

- in een wereld met transactie- en informatiekosten zijn zowel de hiërarchie als de markt efficiënte allocatiemechanismen;
- een concern is een hybride organisatievorm op de grens van hiërarchie en markt. Tussen de tot het concernverband behorende ondernemingen worden markten slechts uitgeschakeld voor die goederen en diensten, waarvoor een hiërarchie een goedkoper allocatiemechanisme is dan een markt;
- deze hybride organisatievormen zijn relatief gevoelig voor

veranderingen in transactie- en informatiekosten. Deze veranderingen leiden tot fusiegolven (meer ondernemingen in het concernverband, vergroting van het aantal hiërarchierelaties tussen de concernondernemingen) en de-fusiegolven (minder ondernemingen in het concernverband, vergroting van het aantal marktrelaties tussen de concernondernemingen);

- de ontvlechtingstendens van de afgelopen jaren is een economisch rationeel gevolg van de toegenomen onzekerheid met betrekking tot de economische ontwikkeling.

* Tijdens de voorbereidingen voor dit artikel waren J. Kuiper en G.J. Ruizendaal verbonden aan de Vakgroep Financiering en Belegging van de Economische Faculteit van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Het onderzoek maakt deel uit van het onderzoeksprogramma „De onderneming en haar markten”.

1) P.W. Moerland, Enkele beschouwingen over de vorming en ontvlechting van concerns, in: W.M. van den Bergh, J. van der Meulen, G.J. Ruizendaal en P.H.A.M. Verhaegen (red.), *Financiering en belegging. Stand van zaken anno 1984*.

2) Meer uitgebreide beschouwingen worden gevonden in: L.A. Ankum, Zeggenschapsproblemen bij holdingsstructuren, in: Van den Bergh e.a., op. cit.; H. Bentvelzen, P. Goeyenbier en J. Kuiper, Ontvlechting van concerns, rapport 8321/F, Centrum voor Bedrijfseconomisch Onderzoek, Erasmus Universiteit Rotterdam; J. Kuiper en G.J. Ruizendaal, Economische motieven voor het aanpassen van de concernstructuur, *Congresbundel Ontvlechting van Concerns*, Bedrijfseconomisch Instituut, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1983.

3) Deze stromingen worden in de literatuur aangeduid met „transaction cost economics”, „property rights economics”, „generalized neoclassical economics”, „agency theory” en „signaling theory”. Enige recente besprekingen van de benadering zijn te vinden in: L. De Alessi, Property rights, transaction costs and X-efficiency, an essay in economic theory, *American Economic Review*, 1983; Agencytheorie, *Bedrijfskunde special*, nr. 1, 1983, W.M. van den Bergh, G.J. Ruizendaal en R.E. Wessels, De prijs van risico, *ESB*, 9 mei 1984, blz. 420.

Het markt-hiërarchiecontinuüm

In de micro-economie wordt uitgegaan van *ondernemingen* die op *markten* opereren. De markt is het allocatiemechanisme voor goederen en diensten; de onderneming laat zich bij haar beslissingen leiden door de prijzen die op de markt tot stand komen. Coase 4) en later Williamson 5) hebben er echter op gewezen dat het verhaal daarmee niet af is. Een groot aantal allocatiebeslissingen komt niet tot stand op basis van prijsvorming op de markt, maar op basis van besluitvorming binnen de hiërarchische structuur van de onderneming. In een „markt“-economie bestaan twee allocatiemechanismen naast elkaar: het marktmechanisme en het hiërarchischemechanisme. Kenmerkend voor het marktmechanisme is dat veel partijen, vaak in concurrentie met elkaar, over elke transactie onderhandelen en een prijs vaststellen, terwijl bij het hiërarchische mechanisme de betrokken partijen een algemeen basiscontract sluiten, waarna een van de partijen (bij voorbeeld de ondernemingsleiding) over de concrete transacties beslist zonder verdere onderhandelingen.

In deze benadering is het begrip „onderneming“ de aanduiding voor een verzameling contracten tussen individuen, die besloten hebben een deel van hun activiteiten door middel van een hiërarchie te coördineren en die, naar buiten handelend als één individu, hun gezamenlijke produktie op de markt aanbieden. Door deze handelwijze besparen de betrokkenen transactiekosten. Een van de betrokkenen wordt aangesteld als ondernemer, d.w.z. hij coördineert de activiteiten, hij meet de prestaties van de anderen en besluit over de verdeling van de opbrengst 6). Hij gebruikt de bespaarde transactiekosten om de anderen aan te moedigen en om zich zelf te betalen 7). Om het begrip „onderneming“ af te grenzen van het begrip „concern“ veronderstellen wij dat binnen een onderneming op geen enkele wijze allocatie op basis van het marktmechanisme plaatsvindt.

Tegen de achtergrond van het markt-hiërarchiecontinuüm definiëren wij het concern als een verzameling min of meer zelfstandige ondernemingen (dochters) die in een bepaalde mate worden beheerst en gecoördineerd door een andere onderneming (moeder), die de bevoegdheid daartoe heeft krachtens aandelenbezit of krachtens overeenkomst. Kenmerkend is dat de dochters een aantal beslissingen nemen op basis van signalen uit de markten waarop zij opereren (marktmechanisme) en een aantal beslissingen nemen op basis van instructies van de moeder (hiërarchie-mechanisme). De moeder zal zich praktisch altijd de allocatie van risicokapitaal en de formulering van het strategisch beleid voorbehouden. Het is deze dualiteit 8), van enerzijds min of meer zelfstandige ondernemingen en anderzijds beheersing en coördinatie, die het concern voor de onderzoeker maakt tot een kameleon die er steeds weer anders uitziet 9).

Het begrip concern is als volgt af te grenzen van andere organisatievormen:

- zolang er geen sprake is van min of meer zelfstandige ondernemingen blijven we van één onderneming spreken ook al is er sprake van verscheidene produkten, verscheidene markten of van verscheidene vestigingen (in verschillende landen);
- juridische zelfstandigheid van onderdelen van de organisatie is geen voldoende voorwaarde. Zelfs de eenmanszaak op de hoek van de straat bestaat vanwege juridische en fiscale redenen tegenwoordig vaak al uit meer BV's;
- indien er geen sprake is van afstemming van beleid, spreken wij niet over concerns, maar over bij voorbeeld participatie- en beleggingsmaatschappijen;
- indien er sprake is van afstemming van beleid zonder een orgaan dat het beleid kan bepalen en opleggen, spreken wij niet van een concern, maar van bij voorbeeld een kartel, een franchise-organisatie of een inkoop- of verkoopcombinatie.

In aansluiting op de hierboven gegeven definitie van een concern definiëren wij vervlechting resp. ontvlechting van concerns als het vervangen door de moeder van marktrelaties tussen verbonden ondernemingen door hiërarchierelaties resp. van hiërarchierelaties tussen verbonden ondernemingen door marktrelaties. Fusie/overneming – d.w.z. het aanbrenge van een financiële band die zeggenschap mogelijk maakt – is het begin van vervlechting; de-fusie/afstoting – het verbreken van die financiële band – is het einde van ontvlechting.

Tot slot van deze paragraaf een opmerking over het verschil tussen centralisatie/decentralisatie en vervlechting/ontvlechting. Centralisatie/decentralisatie heeft betrekking op de delegatie van bevoegdheden binnen een hiërarchie. Een zekere mate van delegatie is in elke grotere organisatie noodzakelijk. Delegatie impliceert echter meestal niet dat partijen op de verschillende niveaus van de hiërarchie met elkaar mogen onderhandelen alsof zij niet onder een gemeenschappelijk gezag staan. Bij ontvlechting is dit wel het geval. Centralisatie/decentralisatie speelt zich binnen de hiërarchie af, vervlechting/ontvlechting heeft daarentegen betrekking op het bouwen en afbreken van hiërarchieën.

Voordelen van concernvorming

De argumenten die in de literatuur 10) zijn aangevoerd om vervlechting te verklaren, zijn te verdelen in vier categorieën:

- a. persoonlijke belangen van het management;
- b. ondeelbaarheid/onverhandelbaarheid van goederen;
- c. transactiekosten;
- d. financieringsargumenten.

In deze paragraaf bespreken wij beknopt deze argumenten. Het is daarbij interessant om na te gaan of een zelfde argument zowel vervlechting als ontvlechting kan verklaren.

Persoonlijke belangen van het management

Een aantal schrijvers, beginnend met Berle en Means 11) in 1932, menen dat het ontstaan van concerns niet met efficiency-argumenten kan worden verklaard. Zij zijn daarentegen van mening dat concerns 12) waarschijnlijk een inefficiënte organisatievorm zijn. Zij stellen dat het de managers zijn die o.a. op grond van statusargumenten liever een groot concern dan een kleine onderneming leiden. Bovendien zouden de salarissen van managers meer samenhangen met de omvang van de omzet dan met de

4) R.H. Coase, The nature of the firm, *Economica*, 1937.

5) O.E. Williamson, *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, The Free Press, New York, 1975; en idem, The modern corporation: origin, evolution, attributes, *Journal of Economic Literature*, 1981.

6) Deze definitie is gebaseerd op de definities in: M. Jensen en W. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 1976; en A.A. Alchian en H. Demsetz, Production, information costs and economic organisation, *American Economic Review*, 1972.

7) Aangezien de transactiekosten bespaard zijn door een gezamenlijk handelen, zijn er op basis van economische argumenten (nog) geen verdeelsleutels geformuleerd. Hoewel een economische theorie over deze verdeling essentieel is voor een economische theorie over de organisatie (inhoud contracten) binnen de onderneming, is zij niet nodig om het hiërarchie-mechanisme te verklaren. De besparingen op zich zijn een voldoende reden, als zij ten minste de kosten van het opzetten van een onderneming overtreffen. Wij nemen aan dat een gedeelte van de besparing wordt toegeëigend door degenen wiens prestaties moeilijk zijn te meten.

8) Ook hier is in werkelijkheid sprake van een continuüm. In het ene concern speelt het hiërarchie-mechanisme een grotere rol dan in het andere.

9) Mr. drs. H.P.J. Ophof benaderde in zijn bijdrage aan FinBeldag VII (30 mei 1984, Erasmus Universiteit Rotterdam) deze dualiteit uit het rechtstelsel. Hij liet zien dat in sommige wetten het concern als eenheid wordt gezien, maar dat in de meeste wetten elk concernonderdeel als volkomen zelfstandig wordt gezien.

10) Wij bespreken deze theorieën vanuit de transactie- en informatiekosten-optiek. Zie voor algemene besprekingen: T.E. Copeland en J.F. Weston, *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley, 1983, hoofdstukken 17 en 18; H. Daems, De onderneming ten overstaan van het concentratiefenomeen, in: *Strategische ondernemingsplanning in een evoluerende omgeving*, 13de Vlaams Wetenschappelijk Congres, Kluwer, 1977.

11) A.A. Berle en G.C. Means, *The modern corporation and private property*; zie ook het speciale nummer van *The Journal of Law and Economics* van juni 1983, dat geheel aan het boek van Berle en Means is gewijd.

12) Berle en Means maken geen duidelijk onderscheid tussen ondernemingen en concerns. Een groot aantal van hun grote ondernemingen zouden wij echter concerns noemen.

rentabiliteit, waardoor omzetvergroting voor een manager interessanter is dan rentabiliteitverhoging.

Hoewel het kunnen bestaan van tegenstellingen tussen het eigen belang van het management en het belang van de onderneming (hier opgevat als maximalisatie van de waarde van de onderneming) niet kan worden ontkend, zijn er een aantal zwaarwegende argumenten tegen deze verklaring in te brengen:

- er is geen overtuigende empirische ondersteuning voor de veronderstelling dat de omzet van de onderneming voor de salariëring belangrijker is dan de rentabiliteit 13);
- ontvlechting van concerns is met het persoonlijk belang van managers niet te verklaren;
- het persoonlijk belang van het management speelt niet alleen bij de managers/niet-eigenaren van concerns, maar ook bij de managers/niet-eigenaren van ondernemingen. Het valt moeilijk in te zien dat het „instituut” van de manager/niet-eigenaar wijde verspreiding zou hebben gevonden als het tot inefficiënties zou leiden;
- uitvloeisel van de verklaring is dat er steeds minder, maar grotere concerns zouden komen, totdat er een wereldomvattend concern is. Ook hiervoor bestaat geen empirische ondersteuning 14).

Ondeelbaarheid/onverhandelbaarheid van goederen en diensten

Een tweede categorie verklaringen voor vervlechting ligt in het verlengde van de optimale-schaalgroottheorieën voor de grootte van ondernemingen. Volgens deze zienswijze zijn er een aantal productiefactoren, zoals topmanagement, research, marketing, specialisatie stafdiensten, die een zodanige schaal vereisen dat zij eigenlijk alleen optimaal kunnen worden gebruikt door een aantal ondernemingen te zamen. Concerns zouden hun bestaansrecht vinden in het optimaal gebruik maken van deze productiefactoren. Het voornaamste argument tegen deze theorie is o.i. dat zij niet aangeeft waarom het gebruik van deze productiefactoren een centrale leiding vereist. Waarom zouden afzonderlijke ondernemingen deze productiefactoren niet in een samenwerkingsverband exploiteren? Hierbij denken wij aan franchiseconstructies (b.v. in de detailhandel en hotel- en restaurantwezen), samenwerkingsverbanden (b.v. accountantsorganisaties), inkoop- en verkoopcombinaties (b.v. detailhandel en landbouw) en aan door een bedrijfstak gefinancierde instituten zoals reclame-instituten en instituten voor kwaliteitscontrole (b.v. Stichting Spuurwerk betreffende het boek, het Zuivelbureau en de Stichting Wolmerk).

Een verklaring zou kunnen zijn dat de kosten en opbrengsten van deze productiefactoren, die in wezen kennis en ervaring behelzen, niet toe te rekenen zijn aan de afzonderlijke ondernemingen. Door het creëren van een moedermaatschappij, die de aandelen van alle betrokken ondernemingen houdt, en derhalve recht heeft op alle winsten, is deze toerekening niet nodig. Consequentie hiervan is tevens dat vanwege de onmogelijkheid van toerekening en derhalve van allocatie op basis van kosten en opbrengsten, de moedermaatschappij moet beslissen over de allocatie van de betrokken productiefactoren. Hiermede is de noodzaak van centrale leiding geïntroduceerd.

Als deze verklaring juist is, zullen wij samenwerkingsverbanden zien waar geen toerekeningsproblemen zijn en concerns waar wel toerekeningsproblemen zijn. De hiervoor gegeven voorbeelden van samenwerkingsverbanden lijken hiermee globaal in overeenstemming te zijn.

Transactiekosten

In navolging van Coase en Williamson wordt vaak gesteld dat het concern door het uitschakelen van markten transactiekosten bespaart. Een concern zou bij voorbeeld goedkoper financieringsmiddelen kunnen aantrekken dan een (kleinere) onderneming. Als wij ons tot goederenmarkten beperken (financiële markten komen onder aan de orde) ligt het voor de hand dat de vanzelfsprekende belangentegenstelling tussen koper en verkoper tot transactiekosten leidt: de onderhandelingen, de kwaliteitscontrole (vooral bij specifieke producten) en het risico van wanprestatie. Vooral bij situaties die gelijkenis vertonen met een wederzijds monopolie, waarbij de verdeling van de winst onbe-

paald is, bestaan onderhandelingsproblemen omdat er eigenlijk geen markt is waarop prijsvorming plaatsvindt. Indien boven de onderhandelende ondernemingen een moedermaatschappij staat die een kader schept voor de onderhandelingen en die uiteindelijk alle winst incasseert, verdwijnen de belangentegenstellingen en dientengevolge een groot gedeelte van de transactiekosten.

Financieringsargumenten

Tussen eigen-vermogensverschaffers, vreemd-vermogensverschaffers en management bestaan belangentegenstellingen omdat hun beloning niet op dezelfde wijze afhangt van de ondernemingsresultaten en de gelopen of te lopen risico's. Bovendien hebben niet alle partijen dezelfde informatie over de resultaten en risico's. Als deze problemen niet kosteloos zijn op te lossen, leidt dit tot hogere financieringskosten, een weigering om te financieren of een suboptimale projectenkeuze. Deze kosten zouden kunnen worden voorkomen door tussen de financiële markten voor ondernemend en niet-ondernemend vermogen en het management een gespecialiseerde controle-instantie te voegen. Deze instantie beoordeelt dan namens de grote verzameling van vermogensverschaffers de investeringsprojecten van de betrokken ondernemingen. In deze benadering ligt de verklaring voor concernvorming in de mogelijkheden van concerns om gebruik te maken van de imperfecties op de (internationale) kapitaalmarkten.

Naast informatie-imperfecties worden transactiekostenimperfecties genoemd (in het groot lenen is goedkoper) en een bijzondere vorm van een transactiekostenimperfectie, de faillissementskostenimperfectie (concerns zouden vanwege de aan hun aard inherente diversificatie een geringer faillissementsrisico lopen). Ten slotte wordt gesteld dat (internationaal) opererende concerns kunnen profiteren van de toegang tot verscheidene lokale kapitaalmarkten en de internationale kapitaalmarkt.

Het voorgaande overziende komen wij tot de volgende tussensconclusie. Markten waar kennis, investeringsprojecten en complexe goederen worden verhandeld, functioneren vanwege belangentegenstellingen, informatiekosten, wederzijdse monopolies en winsttoerekeningsproblemen slechts tegen hoge kosten. De kosten kunnen worden gereduceerd door de betrokken ondernemingen in de hiërarchie van de moedermaatschappij onder te brengen. De moeder heeft twee functies: ten eerste zijn belangentegenstellingen en winsttoerekeningsproblemen niet meer relevant omdat alle winst bij de moeder komt (passieve functie); ten tweede neemt de moeder de allocatiebeslissingen in situaties waar geen goede marktprijzen beschikbaar zijn (actieve functie). Het voordeel van vervlechting is derhalve dat de gereguleerde markten tussen concernondernemingen goedkoper functioneren dan de ongereguleerde markten buiten het concern. Tegenover de voordelen van vervlechting staan de nadelen. Markten functioneren niet kosteloos, maar hiërarchieën ook niet. De kosten van hiërarchieën inventariseren wij in de volgende paragraaf.

Nadelen van concernvorming

In de vorige paragraaf is beargumenteerd dat de opbrengsten van concernvorming zijn gelegen in het elimineren van belangentegenstellingen en informatiekosten tussen concernondernemingen. De vraag is opengebleven welke factoren hiertegenover staan. Anders gezegd, wat zijn de nadelen van concernvorming?

Ons inziens liggen de nadelen van concernvorming in de horizontale dwarsverbanden, in de relaties tussen moeder en dochters en in de relatie tussen moeder en financiële markt. Wij onderscheiden vier soorten kosten:

- a. de directe besturingskosten;
- b. de kosten van ondoorzichtigheid van het concern voor de vermogensverschaffers;

13) Zie G.J. Stigler en C. Friedland, *The literature of economics: the Case of Berle and Means*, *The Journal of Law and Economics*, 1983.

14) Zie de artikelen van L.W. Weiss en J.G. McGee in het meermalen genoemde nummer van *The Journal of Law and Economics*.

- c. de kosten van ondoorzichtigheid van de dochtermaatschappijen voor het concernmanagement;
- d. de kosten van de beoordeling van de concertop.

Deze kosten zijn, in tegenstelling tot die besproken in de vorige paragraaf, zeer verschillend van aard. De daar besproken kosten hebben in het algemeen een rechtstreeks effect op de kasstroom van de betrokken ondernemingen. Bij de nu te bespreken kosten is dat maar ten dele het geval. Alleen de directe besturingskosten hebben een rechtstreeks kaseffect. De kosten van ondoorzichtigheid van het concern voor de vermogensverschaffers beïnvloeden de marktwaarde van het concern gegeven de kasstroom. Het nadeel ligt dus bij de vermogensverschaffers en in het bijzonder bij de aandeelhouders. De onder c. en d. genoemde kosten kan men het best karakteriseren als impliciete kosten. Het zijn geen direct aanwijsbare kasuitgaven, zoals de directe besturingskosten, maar gemiste inkomsten door een niet optimale besturing. Al deze kosten beïnvloeden echter de marktwaarde van het concern, de uiteindelijke maatstaf van de efficiency en effectiviteit van de allocatie van middelen door het concern.

De directe besturingskosten

Het spreekt vanzelf dat het creëren van coördinerende niveaus boven de dochteronderneming overhead-kosten veroorzaakt. Deze kosten moeten echter niet overschat worden. Vaak zullen de coördinerende niveaus een gedeelte van de taken van de leiding en staf van de dochterondernemingen overnemen, waardoor op dat niveau kosten worden bespaard. Een voorbeeld hiervan is de vervanging bij de dochter van management met ondernemerscapaciteiten door management met financieel administratieve capaciteiten.

Ondoorzichtigheid van het concern voor de vermogensverschaffers

Bij een gewone onderneming is het vaak al moeilijk om tot een goede beoordeling van de gang van zaken te komen door middel van jaarverslagen en andere (pers)publicaties, bij een concern zal dit veelal onmogelijk zijn. De oorzaak hiervan ligt in de asymmetrische informatie: het management kan bepaalde, meestal hun niet welgezinde informatie binnen zekere grenzen uit de openbaarheid houden, opdat deze niet bekend wordt aan de markt. Zolang het concern nog goed lijkt te gaan, zal de markt de eenzijdige informatie vertrouwen en een te gunstig beeld van het concern hebben. Naarmate het concern meer gediversificeerd is en een geografisch uitgestrektere markt voorziet, zal de kans op asymmetrie in de informatie en dus de beoordelingsproblematiek voor de markt groter zijn.

Een onderneming met één produkt is veel minder in staat om ondoorzichtigheid over haar functioneren te creëren. Haar resultaten zijn immers maar van één activiteit afhankelijk, wat beoordeling door de markt, onder meer door middel van vergelijking van de resultaten met die van andere ondernemingen in de bedrijfstak, relatief eenvoudig maakt. Bovendien heeft zo'n onderneming niet de mogelijkheid verliezen op de ene activiteit te financieren met winsten op een andere activiteit. Een concern daarentegen kan vanwege de mogelijke ondoorzichtigheid van de dwarsverbanden de werkelijke resultaten van de individuele activiteiten versluieren, hetgeen het oordeel van de markt bemoeilijkt.

Men kan zich afvragen of deze kosten van meer dan marginale betekenis zijn. Er zijn immers geen gegevens over de kosten die individuele beleggers en financiële analisten maken om zich een oordeel te vormen over de afzonderlijke concernactiviteiten. Deze kosten verhogen echter de rendementseis van de vermogensverschaffers, wat via de stijgende vermogenskosten voor het concern leidt tot een vermindering van de investeringen.

Ook het tegengestelde is gezegd 15). Bij fusies tussen conglomeraten zouden de beleggers in eerste instantie geneigd zijn aan de fusie waarde toe te kennen, omdat zij de reële economische effecten overschatten door de gebruikte financierings- en boekhoudtechnieken. Na verloop van tijd verdwijnen deze illusies en

kan zo'n fusie onverstandig blijken. Gedurende deze illusieperiode vindt echter een niet optimale allocatie van middelen plaats.

Ondoorzichtigheid van dochtermaatschappijen voor het concernmanagement 16)

Vervlechting vindt haar oorzaak in de hoge kosten van markten tussen sommige ondernemingen. Het toevoegen van een hiërarchie (de moedermaatschappij) lost een aantal toerekeningsvraagstukken op, maar creëert weer een ander vraagstuk: dat van de beoordeling van de prestatie („performance”) van het management van de dochterondernemingen. Het management van een zelfstandige onderneming wordt beoordeeld op basis van de winst van de onderneming.

Indien een zelfstandige onderneming gedurende enige perioden geen winst maakt, zullen de financiers en de werknemers meestal pleiten voor een vervanging van het management. Hoewel niet iedereen de stelling zal ondersteunen dat winstgevendheid een voldoende voorwaarde is om het management als „goed” te kwalificeren zal er o.i. meer ondersteuning zijn voor de stelling dat het ontbreken van winst een voldoende voorwaarde is om het management van de onderneming niet als „goed” te kwalificeren.

Een concern bestaat echter omdat het optimaliseren van de winst per verbonden onderneming vanwege de hoge marktkosten tot suboptimalisatie leidt. Door af te zien van een marktconform (en in dit geval dus zeer kostbare) winstoerekening en door centralisatie van een aantal allocatiebeslissingen bereikt men een concernoptimum. Gevolg hiervan is dat winst als maatstaf voor de kwaliteit van het management van de dochterondernemingen niet meer voldoet. Maar wat dan?

Binnen hiërarchieën vindt prestatiebeoordeling meestal plaats op basis van een vergelijking van vooraf overeengekomen taakstellingen (budgetten en plannen) met de realisatie van de taakstellingen. Deze methode werkt goed als aan de volgende voorwaarden is voldaan 17):

- het topmanagement de ontwikkelingen op de markten van alle dochterondernemingen even goed kan beoordelen als het management van de dochterondernemingen;
- de ontwikkelingen op die markten goed voorspelbaar zijn;
- de taakstellingen voor het management van de dochterondernemingen kwantitatief formuleerbaar zijn. Dit houdt o.i. al gauw in dat op het niveau van de dochterondernemingen niet te veel ondernemingschap nodig is.

Aan die voorwaarden is voldaan indien de omgeving van het concern stabiel is en ontwikkelingen zich volgens duidelijke trends voltrekken. Is de omgeving turbulent en zijn er geen trends te onderkennen, dan leidt het hiërarchiemechanisme tot „opportunity losses” vanwege onjuiste taakstellingen of de onmogelijkheid de prestatie van het management te beoordelen.

Een alternatief voor het vooraf formuleren van taakstellingen is het achteraf beoordelen van de winst van de dochterondernemingen als resultaat van het beleid van het management van de dochter, zonder taakstellingen vooraf. Men beoordeelt dan de dochter op dezelfde wijze als de financiële markten het doen. Men moet dan aanvaarden dat elke dochteronderneming zijn eigen winst gaat optimaliseren, waardoor de voordelen van vervlechting verdwijnen. Ook tussenoplossingen zijn mogelijk, zo-

15) Zie E.W. Neave en J.C. Wiginton, *Financial management*, Prentice Hall, 1981, paragraaf 15.5.

16) Het gaat ons hier niet om de kosten die ontstaan als het concernmanagement i.p.v. financiële markt een concernonderdeel beoordeelt. Het ligt voor de hand dat een gespecialiseerde controle-instantie geen slechtere beoordelaar is dan de financiële markt, ofschoon het de vraag is of de voordelen de directe besturingskosten overtreffen. Het gaat ons hier om de beoordelingsproblemen die ontstaan door het uitschakelen van markten tussen concernondernemingen.

17) Zie voor een uitwerking van deze problematiek op het gebied van de investeringsbesluitvorming: G.J. Ruizendaal en P.H.A.M. Verhaegen, Agencyproblemen en investeringsprocedures in gedecentraliseerde ondernemingen, in: A.C.C. Herst, J. van der Meulen en G.J. Ruizendaal (red.), *Financiering en belegging. Stand van zaken anno 1983*.

als de markten tussen de ondernemingen in stand laten, maar op die punten waar suboptimalisatie dreigt door middel van interne subsidies en heffingen de „vrije” markt te corrigeren.

De kosten van de beoordeling van de concerntop

In een concern dat in redelijke mate volgens het hiërarchiemechanisme werkt, verschuift een aantal kosten van de dochtermaatschappijen naar de moeder en ontstaan de zojuist besproken kosten. Tegenover deze kosten staan de opbrengsten van de concerntop. Vergelijking van deze kosten en opbrengsten is nodig voor een beoordeling van de concerntop. De beide typen kosten van ondoorzichtigheid kunnen niet worden gemeten en zullen daarom meestal op nul worden gesteld. Men zal daarom de kosten van de concerntop wellicht te laag stellen. De opbrengsten van de concerntop bestaan uit het verschil tussen de winst van de ondernemingen met en zonder concernverband. Deze opbrengst is echter nauwelijks te meten. Kortom, de prestaties van een concerntop zijn nauwelijks te meten.

In de praktijk worden de (meetbare) kosten van de concerntop meestal zonder meer aan de dochter toegerekend, waarna de kosten per dochter worden vergeleken met een normatieve winstbijdrage van de dochter. Deze methode is o.i. principieel onjuist, omdat een juiste toerekening van de kosten en opbrengsten alleen mogelijk is in die gevallen waar er juist geen enkele reden voor concernvorming is. Een praktisch probleem bij deze procedure is dat slechte prestaties van de concerntop automatisch op de dochter worden verhaald. Men loopt het risico dochters te gaan reorganiseren omdat de moeder slecht functioneert. Dat dit gevaar niet zo denkbeeldig is, blijkt uit de afwikkeling van de faillissementen van OGEM en Bruynzeel. In beide gevallen zijn de meeste dochters zelfstandig verder gegaan zonder veel verlies van werkgelegenheid. Kennelijk lagen de problemen niet zozeer bij de dochters, maar eerder bij het concernverband en de concerntop. Ook bij RSV is gebleken dat het concernverband en de concerntop de problemen eerder hebben vergroot dan verkleind.

De optimale concernstructuur

In de tweede paragraaf hebben wij de markt en de hiërarchie beschreven als de allocatiemechanismen in de economie. Daarbij is gesteld dat de keuze van een allocatiemechanisme een economische keuze is, gebaseerd op een afweging van kosten en opbrengsten. Vervolgens is deze keuzeproblematiek gekozen als uitgangspunt van onze analyse over de vervlechting en ontvlechting van concerns.

Als ondernemingen op basis van gelijkwaardigheid met elkaar onderhandelen, is er een belangentegenstelling omdat elke onderneming zijn eigen winst maximaliseert. Op perfecte markten is dit geen probleem, maar bij wederzijdse monopolies en bij producten, waarbij de contractkosten hoog zijn, leiden belangentegenstellingen tot een winstvermindering bij de betrokken ondernemingen. Indien de ondernemingen in een hiërarchisch verband worden gebracht, verdwijnt deze belangentegenstelling, maar ontstaat een andere tegenstelling, namelijk die tussen concernleiding en dochtermaatschappijmanagement. Betoogd is dat deze belangentegenstelling niet tot kosten behoeft te leiden, als beoordeling op basis van taakstelling mogelijk is. Door de kosten van zowel hiërarchie als markt te definiëren, hebben wij tevens de opbrengsten van beide allocatiemechanismen gedefinieerd, omdat de kosten van de een de opbrengsten van de ander zijn. In dit licht kan men de optimale concernstructuur definiëren als de verhouding tussen marktallocatie en hiërarchieallocatie in het concern waarbij de marginale opbrengsten van het uitschakelen van markten tussen de verbonden ondernemingen gelijk zijn aan de marginale kosten van besturing op basis van taakstelling (hiërarchie).

Men kan zich afvragen of concerns in de praktijk naar dit optimum streven. Met andere woorden, kan men met een eenvoudige micro-economische redenering zoiets complex als een concern verklaren? Naar onze mening blijkt uit, voornamelijk Amerikaans, empirisch onderzoek naar rendementen dat er enige ondersteuning is voor de hypothese van een optimale con-

cernstructuur. Uit deze onderzoeken komt enerzijds naar voren dat de rentabiliteit op het eigen vermogen noch het rendement op aandelen van concerns afwijkt van de rentabiliteit en rendement van ondernemingen, en anderzijds dat zowel fusies/overnames als splitsingen/afstotingen tot koersstijgingen leiden. Dit duidt erop dat de beurs enerzijds niet aanneemt dat concerns winstgeverder zijn dan ondernemingen, maar anderzijds vervlechting en ontvlechting als positief voor de winstgevendheid ziet. Een verklaring hiervoor is dat vervlechting en ontvlechting een gevolg zijn van een tijdelijk niet optimale concernstructuur, waarbij een lagere winstgevendheid dreigt.

Een voorbeeld hiervan is het door gezonde concernverzelfstandigen en naar de beurs brengen van gezonde dochters. Dit is in de VS en in Engeland al een aantal keren gebeurd. Recent is in Nederland bekend gemaakt dat er plannen bestaan om Van Nelle (dochter van Nabisco Brands) en GTI (dochter van SHV) op deze wijze te verzelfstandigen. Dit is alleen een winstgevende transactie als de beurs een lagere rendementseis heeft dan de moeder en de vermogensverschaffers van de moeder. En dat betekent dat de kosten van het concernverband voor deze dochters de opbrengsten overtreffen.

Een andere toets voor onze verklaring van vervlechting en ontvlechting is de vraag of zij een antwoord kan geven voor de vervlechtigings- en ontvlechtigingsgolven. De oorzaak van zo'n golf dient te worden gevonden in een factor die tegelijkertijd de optimale concernstructuur van een groot aantal concerns beïnvloedt. Deze factor vinden wij in de voorwaarden waaronder besturing op basis van taakstelling kan worden toegepast. Besturing op basis van taakstelling vereist, zoals in de vorige paragraaf is gesteld, dat doelen kwantitatief worden geformuleerd en voor langere tijd hun geldigheid behouden. Aan deze voorwaarden wordt in het algemeen voldaan als het concern in een stabiele omgeving opereert, dat wil zeggen een omgeving met duidelijke macro-economische trends, met zich stabiel ontwikkelende markten en geen snelle technologische veranderingen. In een turbulente omgeving daarentegen, waarbij geen duidelijke trends te onderkennen zijn en zowel markten als technologieën snel veranderen, is het onmogelijk toetsbare kwantitatieve doelen te formuleren die voor langere tijd gelden. Flexibiliteit is dan het toverwoord.

Dat de uit de toegenomen turbulentie voortvloeiende ondoorzichtigheid een grote rol speelt, blijkt uit de populariteit van de zogenaamde „management buy-outs”, waarbij het management van de dochter zich tot de nek in de schulden steekt om, met additionele financiering van de banken, de dochter over te nemen. Indien de financiering van de banken aanzienlijke vormen aanneemt wordt ook wel van „leveraged buy-outs” gesproken. Dergelijke constructies komen zowel voor na het faillissement van een concern (RSV, Van Gelder) als bij slechtlopende concerns (Bos Kalis) en goedlopende concerns (Elsevier-NDU, SHV). Indien de bij de transactie betrokken partijen rationeel handelen, moet men aannemen dat de betrokken ondernemingen de hoogste winstgevendheid en waarde hebben als de managers zelf de risico's lopen en niet worden gehinderd door concernverbanden. De hoge waarde komt tot stand omdat door het samengaan van eigendom en management de kosten van ondoorzichtigheid worden geëlimineerd. De bank vermindert haar kosten van ondoorzichtigheid door te eisen dat het management persoonlijk grote risico's neemt, waardoor de belangen van de bank en het management parallel gaan lopen. In het algemeen blijkt dat toenemende turbulentie leidt tot (gedeeltelijke) afbraak van het hiërarchiemechanisme.

Besluit

In een wereld met transactie- en informatiekosten kunnen zowel het markt- als het hiërarchiemechanisme efficiënte allocatiemechanismen zijn. Wij hebben gepoogd de kosten en opbrengsten van concernvorming te identificeren. Het concern is in wezen een hybride allocatiemechanisme, dat op de grens van hiërarchie en markt ligt. Veranderingen in transactie- en informatiekosten zullen daarom duidelijk invloed hebben op de organisatie van concerns.

De (veranderingen in de) transactie- en informatiekosten zijn

gedeeltelijk algemeen (turbulentie in de omgeving) en gedeeltelijk specifiek voor het concern (afhankelijk van technologie en markt). De eerste factor biedt o.i. een verklaring voor de regelmatig optredende vervlechtings- en ontvlechtingsgolven. De tweede factor maakt in samenhang met het feit dat het concern op de grens van markt en hiërarchie ligt, het concern tot een „instabiele” organisatie. Veranderingen in transactie- en informatiekosten veroorzaken voortdurend veranderingen in zowel het aantal en de aard van de activiteiten als in de nadruk op hiërarchie of markt.

Het is in dit licht begrijpelijk dat de strategieën en organisatiestructuren van concerns voortdurend veranderen. Horizontale en verticale integratie wordt afgewisseld met „business units” en interne verzelfstandiging, diversificatie met „terug naar de core business” en de „diepe” organisatie met de „platte” orga-

nisatie (veel versus weinig hiërarchische niveaus). Men zou deze trends 18) kunnen zien als modeverschijnselen binnen de organisatieleer, waarbij men zijn twijfels kan hebben aan de wetenschappelijke onderbouwing van de vigerende trend. Ons alternatief is deze trends te beschouwen als economisch rationele reacties op de veranderingen in transactie- en informatiekosten.

J. Kuyper
G.J. Ruizendaal

18) Zie bij voorbeeld R. Kuik, Managers hollen vol enthousiasme van trend naar trend, *Nationale Personeelsgids*, 15 december 1984.