

B O E K E N B E K E K E N

CDV besteedt wederom aandacht aan 'corporate governance'. Lees voor meer informatie over hierover ook het interview met Ewald Engelen over democratisering in ondernemingen, in CDV 5/2000, pg. 3 e.v., en het artikel 'Gelijkwaardigheid, arbeid en kapitaal' van prof. dr. Henk de Haan, in CDV 6/2000, pg. 36 e.v. Zie ook het hierop volgende artikel in dit nummer van Frank van den Heuvel over de SER-adviezen inzake corporate governance en corporate citizenship.

Recensie van Mary O'Sullivan, *Contests for corporate control. Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, Oxford, ISBN 0-19-829346-1

Na lange tijd van de politieke agenda te zijn verdwenen, is het aloude eigendomsvraagstuk opnieuw actueel. Ook in Nederland is dat het geval. Overgewaaid uit de Verenigde Staten kan ook hier te lande een krachtig pleidooi worden gehoord voor transparantie en grotere zeggenschap voor aandeelhouders. Het zijn met name de 'Commissie-Peters' - een particulier initiatief van de 'Amsterdam Exchange NV' en de 'Vereniging van beursgenoteerde ondernemingen' - en de 'Vereniging van Effect-uitgevende Ondernemingen (VEUO) - een belangenvertegenwoordiger van de 'kleine' aandeelhouder - die dat geluid verwoorden. Daartegenover staat een rechtspraktijk waarin de continuïteit van de onderneming als autonome juridische entiteit centraal staat. Dit leerstuk heeft in Nederland zijn beslag gekregen in het zogenaamde 'structuurregime' dat de toezichhoudende Raad van Commissarissen de plicht oplegt om de continuïteit van de onderneming te bewaken, tegen de kortzichtigheid van zowel

managers, aandeelhouders als werknemers in. Om die reden benoemen deze commissarissen zichzelf (coöptatie) en hebben aandeelhouders en werknemers slechts formele instemming- en voordrachtsrechten. Het kabinet heeft de 'Sociaal-Economische Raad' (SER) om advies gevraagd over een eventuele bijstelling van het 'structuurregime'. Dat advies is vorig najaar uitgelekt en in januari 2000 gepresenteerd.

In het voetspoor hiervan is ook in Nederland het debat tussen aanhangers van het aandeelhoudersmodel (*shareholders*) en aanhangers van het deelnemersmodel (*stakeholders*) losgebarsten. Het aandeelhoudersmodel schrijft het eigendom van de onderneming in laatste instantie aan de aandeelhouder toe. De claims op het ondernemingsresultaat van de overige betrokkenen - toeleveranciers, afnemers, werknemers, banken - zijn afgedekt via contracten die stipuleren welke tegenprestatie staat tegenover welke prestatie. De enige partij waar dat niet voor geldt is de aandeelhouder. Zij is de zogenaamde *residual owner*, oftewel de 'resteigenaar', en is om die reden met huid en haar overgeleverd aan het management dat de facto als haar zaakwaarnemer fungeert. Volgens de voorstanders van het aandeelhoudersmodel volgen uit beide elementen van de relatie tussen aandeelhouder en management - het 'open' karakter van haar 'beloning' en haar afhankelijkheid van het management - eisen ten aanzien van vorm en inhoud van de nationale instituties van *corporate governance*. Concreet betekent het grotere openbaarheid, met name over de beloningen van het management, minder beschermingsconstructies en vooral meer zeggenschap voor de aandeelhoudersvergadering. Het Amerikaanse regime van *corporate governance* fungeert daarbij als wenkend voorbeeld.

B O E K E N B E K E K E N

Het deelnemersmodel kent vele varianten en is daardoor moeilijker vast te pinnen. Wat alle varianten echter gemeen hebben is het uitgangspunt dat de aandeelhouders maar één van de deelnemers aan de ondernemingswijze productie zijn en dat hun belangen dus niet doorslaggevend zijn maar moeten worden afgewogen tegen die van werknemers, consumenten, toeleveranciers, de gemeenschap en tegen het zelfstandige belang van continuïteit van de onderneming zelf. De aanhangers van de verschillende varianten van het deelnemersmodel verschillen van elkaar voor wat betreft de criteria die zij hanteren om de relevante 'deelnemers' te bepalen.

In een uitmuntende, zowel theoretische als empirisch goed geïnformeerde studie, zet de Ierse, maar aan Amerikaanse *Business Schools* (Harvard) getrainde en opgeleide (en daarop ook afgeknapte) Mary O'Sullivan kritisch de beide contestantanten in dit belangrijke debat uiteen. Het aandeelhoudersmodel verraadt de premissen van de dominante neoklassieke economie en doet alsof investeringen op ieder moment herroepbaar (*reversible*) zijn, ondernemen vooral een individuele bezigheid is (*individual*) en het mogelijk is gemakkelijk de optimale aanwending van middelen te bepalen (*optimal*). Volgens O'Sullivan heeft dat te maken met het feit dat de neoklassieke economie vooral een theorie van marktruil en prijsvorming is en uiteindelijk weinig te zeggen heeft over hoe goederen en diensten worden geproduceerd.

Verrassend is dat zij dit vervolgens bijna even hard de aanhangers van het deelnemersmodel verwijt. Terecht stelt ze dat de 'theorie' van het deelnemersmodel onderontwikkeld is en vooral een resultaat is van politiek gemotiveerde reflectie op continentale (lees:

Duitse) praktijken. De enige uitzondering die O'Sullivan in dit veld onderscheidt is Margaret Blair's *Ownership and control* uit 1995 waarin een verdeling van het ondernemingsresultaat wordt beargumenteerd op basis van de mate waarin bedrijfsspecifieke investeringen worden gedaan (*asset specificity*). Volgens Blair volgen daaruit vooral voorstellen voor de versterking van medezeggenschapsrechten van werknemers die immers investeren in hun competenties en vaardigheden (*human capital*). Hoe sympathiek de uitkomst ook, O'Sullivan verwerpt Blair's argumentatie, omdat het nog altijd is gebaseerd op een tekortschietend perspectief op de wijze waarop middelen worden geproduceerd binnen ondernemingen. Met het principe van bedrijfsspecifieke investeringen laat Blair weliswaar de neoklassieke premisse van *reversibele* investeringen vallen, dat geldt niet voor het individualisme en de optimaliteit die in de neoklassieke economie centraal staan.

Het alternatief dat O'Sullivan vervolgens ontwikkelt, noemt ze de theorie van *organizational control*, die ze afzet tegen de theorie van *market control*. In deze theorie gaat het om de organisatorische en bestuursmatige eisen die voortvloeien uit het gegeven dat de distributie van middelen door de onderneming ten dienste moet staan van het vermogen van ondernemingen om ofwel betere goederen en diensten te kunnen aanbieden ofwel goedkopere goederen en diensten. Met andere woorden, in een adequaat perspectief op het welvaartsgenererende proces van ondernemen staat niet, zoals binnen de neoklassieke economie, de efficiënte aanwending van schaarse middelen bij gegeven voorkeuren en gegeven productietechnieken centraal, maar juist het vermogen van ondernemingen om het gegevene te transcenderen,

B O E K E N B E K E K E N

oftewel innovatie.

In navolging van de recente literatuur over innovatie schrijft O'Sullivan innovatie niet toe aan het plotselinge inzicht van de geniale enkeling, noch aan het wetenschappelijke geknutsel van het *high tech* laboratorium, maar juist aan een leerproces dat tegelijk cumulatief (*developmental*), collectief (*organizational*) en onzeker (*strategic*) is. Innovativiteit wordt daarmee een kwestie van organisatie, niet van geld of genialiteit. De organisatorische eisen, die daaruit volgen, verschillen weliswaar per sector, per land en per periode, maar laten zich desalniettemin in een drietal vuistregels vastleggen. Ten eerste is 'geduldig kapitaal' nodig of financiële *commitments*. Ten tweede moet sprake zijn van een hoge mate van organisatorische integratie. O'Sullivan bedoelt daarmee dat een zo groot mogelijk aantal actoren met zo verschillend mogelijke functionele capaciteiten bij het collectieve leerproces moeten worden betrokken. En ten derde, dat de controle over de middelen van de onderneming moeten toevallen aan de *insiders*, en dat zijn volgens O'Sullivan zeker niet de aandeelhouders.

Dat dit niet louter academische kwesties zijn, laat O'Sullivan zien in het empirische deel van haar studie, dat is gewijd aan de geschiedenis van het kapitalisme in respectievelijk de Verenigde Staten (VS) en Duitsland; niet toevallig in het debat tussen 'aandeelhouders' en 'deelnemers' de 'zuiverste' vertegenwoordigers van respectievelijk het aandeelhouderskapitalisme en het deelnemerskapitalisme. Met name haar weergave van de geschiedenis van het Amerikaanse kapitalisme is instructief. Ten eerste omdat het grondig afrekenet met het idee dat Wall Street een belangrijke rol heeft gespeeld bij de mobilisatie en allocatie van kapitaal in de VS. Nog

immer wordt het merendeel van de productieve investeringen door Amerikaanse ondernemingen gefinancierd uit eigen middelen (*retained earnings*). Leningen en emissies besloegen over de periode 1982-1987 respectievelijk 3,2 en 3,1 procent van de totale bedrijfsinvesteringen. Voor een beursgang zijn ook in de VS eigenlijk maar drie goede redenen: (i) om de oprichters (of verschaffers van risicodragend kapitaal) uit te kopen (te *cashen*), (ii) om voldoende kapitaal te genereren voor overnames, en (iii) om aandelen- en optieplannen voor (delen van) het eigen personeel te kunnen financieren. De financiering van productieve investeringen hoort daar ook in de VS niet bij.

Ten tweede omdat O'Sullivan uitvoerig beschrijft hoe het ontstaan van het *managerial capitalism* in de VS gepaard gaat met een 'professionalisering' van het management - onder andere belichaamd in het technocratische *management by numbers* en de institutionalisering van de vele MBA's ('*Master of Business Administration*') -, een geleidelijke vergroting van de afstand tussen werkvloer en management en mede daardoor een verenging van het collectieve leerproces. Als gevolg daarvan moeten Amerikaanse ondernemingen vanaf de jaren zeventig in toenemende mate het antwoord schuldig blijven op de Japanse uitdaging van *Kan Ban*, *Quality Circles* en *Just-in-Time-Delivery*. Uitdagingen die in eerste instantie werden geduid als kosten-uitdagingen, maar bij nader inzien vooral organisatorische uitdagingen bleken. De Amerikaanse cultus van de 'universele manager' (hier te lande vertolkt door interim-managers als Jos Staatsen) heeft als pendant een arbeidsorganisatie die wordt gekenmerkt door simpele uitvoeringstaken en een complexe besturingsstructuur en die niet toevallig een Amerikaanse vinding is (Frederick

B O E K E N B E K E K E N

Winslow Taylor).

En ten derde, omdat O'Sullivan deze interne ontwikkelingen uitdrukkelijk in verband brengt met de structurele wijzigingen in kapitaalmarkten die vanaf de jaren tachtig een geleidelijke overgang afdwingen van het *managerial capitalism*, waarin de managers het voor het zeggen hebben, naar een vorm van *investor capitalism* waarin managers hun oren moeten laten hangen naar wispelturige aandeelhouders. De wijzigingen die zij op het oog heeft zijn deels van demografische en deels van juridische aard. De sterk gestegen pensioenvoorzieningen sinds de jaren veertig, in combinatie met geliberaliseerde kapitaalmarkten, hebben de behoefte aan liquiditeit, de rendementseisen en als gevolg daarvan de omvang van Wall Street enorm doen toenemen. Deze 'institutionele beleggers-revolutie' heeft de kortzichtigheid van Amerikaanse ondernemingen verder versterkt. Centraal in de strategie van Amerikaanse managers staat in toenemende mate de beursnotering (*shareholder values*), wat heeft geresulteerd in de redistributie van ondernemingsmiddelen aan aandeelhouders via de terugkoop van aandelen (*buybacks*), via afslanking (*downsizing*) en ontvlechting of zelfs via de manipulatie van boekhoudkundige categorieën. En daarvoor ontvangen managers vorstelijke beloningen doordat zij op aandringen van aandeelhouders en gelegitimeerd door de neoklassieke aandeelhouderstheorie hun lot via optieregelingen afhankelijk hebben gemaakt van beursnoteringen.

O'Sullivan laat er geen misverstand over bestaan dat dit op de lange duur ten koste moet gaan van het innovatief vermogen van Amerikaanse ondernemingen. Zij wijst er op dat er in het 'investeerdskapitalisme' van de jaren negentig een groeiende kloof is ont-

staan tussen de financiële economie en de productieve economie. De sterk gestegen beurskoersen van het afgelopen decennium weerspiegelen niet zozeer gestegen productiviteit en innovativiteit, alswel veranderde vraag- en aanbodverhoudingen. De gestegen pensioenbesparingen en de toenemende vergrijzing van de werkende populatie dwingen institutionele beleggers tot hoog renderende investeringen in liquide beursfondsen. Dat zijn niet toevallig de grootste beursfondsen. Bovendien is sprake van een afnemend aanbod door (i) toenemende terugkoop van eigen aandelen, (ii) fusies en overnames, en (iii) buitenlandse acquisities.

Ook bij de innovativiteit van de ICT-sector plaatst O'Sullivan vraagtekens. Deze hebben vooral betrekking op het feit dat het merendeel van de fundamentele 'ontdekkingen' reeds in de jaren vijftig door bedrijven als 'IBM' en 'Hewlett & Packard' zijn gedaan; in opdracht van en gefinancierd door het Pentagon, dat wel. Wat Microsoft en anderen nu doen borduurt slechts voort op deze 'vondsten', maar voegt daar in fundamentele zin weinig aan toe. Gezien het korte termijndenken van de meeste ICT-bedrijven - het alfa en omega van deze bedrijven is cashen op de beurs, niet het bouwen aan een duurzame onderneming - is het twijfelachtig of de actuele voorsprong van Amerikaanse bedrijven op dit gebied kan worden behouden en of niet net als in de jaren zestig en zeventig met de Amerikaanse consumenten-electronica gebeurde - en recentelijk nog in de semiconductor-industrie - de bestaande productiefaciliteiten moeten worden gesloten of worden afgestoten aan buitenlandse concurrenten. Tot slot gaat de huidige distributie van ondernemingsmiddelen gepaard met een verregerende en op de lange duur onhoudbare inkomensongelijkheid. Ter illus-

BOEKEN BEKEN

tratie, bedroeg het salaris van het gemiddelde bestuurslid in 1965 nog 44 maal dat van de gemiddelde werknemer, in 1998 is dat gestegen tot 419 maal (!) het salaris van de gemiddelde werknemer. Terwijl de Amerikaanse samenleving als geheel in steeds grotere mate trekken van een 'Derde Wereld' land begint te vertonen, met name ten aanzien van de armoede van publieke diensten en de concentratie van sociale kwaden onder specifieke bevolkingsgroepen (latino's, zwarten) en in specifieke lokaties (de binnensteden).

In haar beschrijving van de geschiedenis van het Duitse kapitalisme betoont O'Sullivan zich eveneens een iconoclast. Het cliché wil dat in Duitsland banken de mobilisatie en allocatie van kapitaal ter hand hebben genomen. O'Sullivan laat overtuigend zien dat de historische rol van banken min of meer vergelijkbaar is geweest met die van *venture capitalists* in het hedendaagse Amerika. Zij voorzagen vooral startende ondernemingen van kapitaal. Hadden deze ondernemingen zich eenmaal gevestigd (*going concerns*) dan financierden zij vooral zichzelf en hielden de banken zich merendeels op de achtergrond, terwijl zij het aandelenkapitaal dat zij beheerden uitzetten bij betrouwbare cliënten. Cruciaal voor de ontwikkelingsrichting van het Duitse kapitalisme was vooral de rol van de overheid bij het opzetten van een hecht netwerk van hoogwaardige technische universiteiten die Duitse bedrijven in staat stelden aan de frontlijn van de technische ontwikkeling te opereren, vooral op het gebied van de chemie en de machinebouw. Karakteristiek voor de Duitse industrie was (en is) haar kwaliteitsoriëntatie, waardoor factorkosten - ondanks de retoriek van Duitse werkgevers in het zogenaamde 'Standort'-debat - een ondergeschikte rol speelden en de

Duitse welvaart sterk en snel kon stijgen, wat, zo laat O'Sullivan niet na te benadrukken, eerder een indicatie is van economisch succes dan een belemmering ervan. Evenals het Amerikaanse kapitalisme ziet ook het Duitse kapitalisme zich gesteld voor een combinatie van financiële en competitieve uitdagingen. Was het voornaamste probleem van Amerikaanse ondernemingen vis-à-vis de Japanse uitdaging de hiërarchische segregatie van het management, in het Duitsland van vandaag is dat het probleem van scherp afgebakende competenties op de werkvloer waardoor het superieure Japanse productieconcept van zelfsturende en zelfcorrigerende teams geen ingang kan vinden. De financiële uitdaging waar het Duitse kapitalisme zich voor ziet gesteld, heeft te maken met de eigenaardigheden van het Duitse pensioenstelsel. Zoals in Nederland de WAO is gebruikt (of misbruikt) om op een humane manier overtoollige arbeid te lozen, zo is in Duitsland op grote schaal gebruik gemaakt van vervroegde pensionering. Omdat het Duitse pensioenstelsel voornamelijk bestaat uit een staatspensioen dat, net als Nederland, wordt betaald volgens het zogenaamde omslagstelsel (*pay-as-you-go*, op zijn Angelsaksisch) en deze bedragen door werkgevers en werknemers moeten worden opgebracht, zijn de indirecte arbeidskosten sterker gestegen dan zij volgens demografische prognoses toch al zouden doen. Momenteel is de regering-Schröder dan ook druk in de weer om het aandeel van het staatspensioen terug te brengen ten faveure van een fondsgewijs opgebouwd en beheerd bedrijfspensioen. Naar de mate waarin de regering-Schröder er in slaagt het Duitse pensioenstelsel naar Amerikaanse leest te schoeien, kan worden verwacht dat ook in Duitsland de behoefte aan liquiditeit voor pensioenbetalingen zal

B O E K E N B E K E K E N

toenemen, de rendementseisen voor beursfondsen navenant zullen stijgen en de 'omvang' van de beurs in Frankfurt groter zal worden. Naar de mate waarin dat gebeurt, zal de kans om het productieve probleem het hoofd te bieden afnemen. Voornamelijk omdat het laatste 'geduldig kapitaal' vereist, terwijl het eerste juist 'ongeduldig kapitaal' creëert.

Voor de Nederlandse discussie over *corporate governance* laten zich uit O'Sullivan's studie een tweetal belangrijke lessen afleiden. Deze discussie vertoont tot nog toe namelijk belangrijke omissies. Ten eerste wordt voorbijgegaan aan de effecten die het systeem van *corporate governance* heeft op de economische prestatie van de onderneming, afgemeten aan haar vermogen producten goedkoper of verbeterd af te leveren. Volgen wij O'Sullivan's weergave van de sociale en organisatorische condities van innovatie dan moeten claims van aandeelhouders op grotere medezeggenschap ten stelligste van de hand worden gezien. Uiteindelijk is de functie van de aandeelhouder slechts het liquide houden van een markt in eigendomstitels voor andere aandeelhouders, niets meer en niets minder.

Ten tweede, dat de kwestie van ondernemingsbestuur veel verder reikt dan de benoemingsprocedure van commissarissen of de bevoegdheden van ondernemingsraden. Wie inziet dat systemen van *corporate governance* mede het economische prestatievermogen van ondernemingen bepalen, zal bij de voorgenomen hervorming van het systeem de effecten ervan op het vermogen van de onderneming om aan de productieve en financiële uitdagingen tegemoet te komen, moeten meenemen. Voor de Nederlandse situatie impliceert dat de noodzaak om de afschaffing van de investeringsbeperkingen

van de Nederlandse pensioenfondsen - die tot de grootste ter wereld behoren - te heroverwegen. Bovendien moeten de instituties die de Nederlandse arbeidsmarkt flankeren - de instituties van scholing en training, de functieschalen en taakafbakening binnen collectieve akkoorden - tegen het licht worden gehouden van de functionele integratie die benodigd is om innovatief te zijn in een globaliserende wereld. Beide onderwerpen ontbreken in de Nederlandse discussie die dan ook niet voor niets wordt gekenmerkt door politieke handjeklap en wordt gedomineerd door juristen en accountants, en dat zijn - met alle respect - niet de meest verziende lieden.

dr. E. Engelen is onderzoeker bij de Universiteit van Amsterdam