Onderneming en financiële markt

Preadvies van prof. dr. A.W.A. Boot en dr. A Schmeits [1]

1. Inleiding

Financiële markten lijken aan een ongekende opmars bezig te zijn. In een eerder preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde besprak de eerstgenoemde auteur de belangrijkste uitdagingen voor het functioneren en de verdere groei van financiële markten (Boot, 1997). Uit dat preadvies bleek dat een verdere krachtenbundeling in de financiële sector en een voortschrijdende groei van financiële markten onontkoombaar zijn. Het onderhavige preadvies heeft als primaire invalshoek de invloed van financiële markten op ondernemingen die voor hun financiering een beroep doen op deze markten. Met name gaan wij in op de gevolgen van de proliferatie van financiële markten voor de interne organisatie van ondernemingen, en de structuur van *corporate governance*.

Voor wat betreft de interne organisatie zullen wij aangeven dat ondernemingen steeds meer gedwongen zullen worden zich transparanter en minder hiërarchisch te organiseren. Alleen op deze manier kan voldaan worden aan de eisen die de markt stelt aan de *accountability* en flexibiliteit van de onderneming. Op het punt van *corporate governance* komen wij tot het inzicht dat door de proliferatie van de financiële markten, maar ook door veranderingen in de aard van de ondernemingsactiviteiten, niet te ontkomen valt aan een veel meer door (afstandelijke) aandeelhouders gedicteerde *corporate governance*. Het meer paternalistische, op relaties gebaseerde Continentaal-Europese model zal terrein moeten prijsgeven.

Voordat wij de implicaties van het toegenomen belang van financiële markten onder de loep nemen, zullen wij eerst analyseren in hoeverre een verdere proliferatie van

financiële markten is te verwachten. Hiervoor is het van belang om de rol van financiele markten bij de financiering van ondernemingen te vergelijken met die van bancaire financiering (met name bancaire leningen). De eerste vraag die dan ook centraal staat in dit preadvies is wat financiering uit de financiële markt en bancaire financiering van elkaar onderscheidt. Waar ligt de toegevoegde waarde van beide financieringsbronnen, en is het inderdaad te verklaren dat financiering uit de financiële markt aan belang wint? Wij zullen beargumenteren dat de grotere concurrentie in de financiele sector en de toegenomen transparantie en toegankelijkheid van informatie de bancaire—relatie-georiënteerde—financiering onder druk zetten. Aan een verdere proliferatie van financiële markten valt ons inziens dan ook niet te ontkomen.

Maar is dit zaligmakend? Wij zullen concluderen dat enige bescherming tegen een te grote afhankelijkheid van de financiële markt wenselijk kan zijn. Financiële markten zijn zeker niet frictieloos toegankelijk, en lijken niet ongevoelig te zijn voor modeverschijnselen. Om een onderneming hier tegen te wapenen kan men bijvoorbeeld denken aan het bewerkstelligen van een interne kapitaalmarkt middels het in een onderneming opnemen van een qua financieringsbehoeftes gediversifieerde combinatie van activiteiten. Dit betreft de *scope* van de ondernemingsactiviteit. De wenselijkheid van het creëren van interne kapitaalmarkten is de tweede vraag die centraal staat in dit preadvies. Wij zullen concluderen dat ondanks het feit dat de algemene ervaringen met conglomeraatvorming niet echt bemoedigend zijn, er wel degelijk een plaats kan zijn voor interne kapitaalmarkten.

Wel is het daarbij cruciaal om transparantie en *accountability* naar de financiële markten te waarborgen, zodat de disciplinerende en toetsende rol van de markt niet verloren gaat. De disciplinerende rol van financiële markten mag niet worden onderschat. De continue prijsvorming die daar plaatsvindt en de informatie-uitwisseling (*disclosure*) die hierdoor wordt afgedwongen zijn van grote betekenis. De waardering van ondernemingen in de financiële markt is in toenemende mate een meetlat geworden voor het beoordelen van de prestaties van een onderneming. Hiermee hangt samen dat in het besluitvormingsproces van de onderneming de mogelijke repercussies van beslissingen voor de waardering van de onderneming een grote rol spelen. De financiële markt heeft hiermee een belangrijke toetsende rol gekregen.

Naast deze mogelijk wat passieve toetsende en disciplinerende rol speelt de financiële markt ook een meer actieve disciplinerende rol, in het bijzonder voor wat betreft de *market for corporate control*. Deze actieve rol manifesteert zich met name in de Verenigde Staten in de vorm van vijandige overnames. Hoewel vijandige overnames in de Continentaal-Europese context zelden voorkomen, is er ook hier veelvuldig sprake van fusie- en overnameactiviteit, en worden ondernemingen vaak actief benaderd met een overnamevoorstel. Ondernemingen met een lage waardering voelen zich kwetsbaar. Er is dus wel degelijk een dreiging van ingrijpen vanuit de financiële markt.

De prominente rol van financiële markten stelt eisen aan de interne organisatie van de

onderneming en aan de *corporate governance*. De derde vraag die in dit preadvies centraal staat is dan ook: wat is de invloed van de proliferatie van financiële markten op de interne organisatie en de structuur van *corporate governance* binnen ondernemingen? Zoals hierboven reeds verwoord is deze invloed verre van gering.

Dit preadvies is gestructureerd rond de hierboven geformuleerde vragen. Voor de duidelijkheid zetten we deze nog even onder elkaar:

(a) Wat onderscheidt financiering uit de financiële markt van bancaire financiering? En wat betekent dit voor het belang van beide financieringsbronnen in de toekomst?
(b) Is het gewenst dat ondernemingen—via een interne kapitaalmarkt—de afhankelijkheid van externe financiering (in casu de financiële markt) verminderen? Wat zegt dit over de wenselijkheid van conglomeraatvorming?
(c) Welke zijn de repercussies van de proliferatie van de financiële markten voor de interne organisatie van de onderneming en de structuur van *corporate governance*?

We beginnen echter in paragraaf 2 met een overzicht van het historische belang van financiële markten. Ook gaan wij in op het feitelijke belang van financiële markten voor de financiering van de onderneming. Dit is het onderwerp van paragraaf 3. In paragraaf 4 bespreken we vervolgens de comparatieve voordelen van banken vis-à-vis financiële markten voor de financiering van ondernemingen. In paragraaf 5 verschuift het perspectief naar de interne financieringsbronnen van ondernemingen, en analyseren we onder welke omstandigheden het wenselijk is om met deze interne kapitaalmarkten de afhankelijkheid van financiële markten te verminderen. In paragraaf 6 analyseren we de invloed van het toegenomen belang van financiële markten op de interne organisatie van ondernemingen, en bespreken tevens de consequenties voor *corporate governance*. Paragraaf 7 sluit het preadvies af.

2. Het belang van financiële markten in historisch perspectief

In deze paragraaf plaatsen wij de ontwikkeling van financiële markten in een historisch perspectief. Wij zullen laten zien dat de omvang van financiële markten over de laatste eeuw sterk heeft gefluctueerd, en dat financiële markten pas sinds het begin van de jaren negentig een belang hebben verworven dat zich onderscheidt van eerdere periodes.

De dominantie van financiële markten wordt vaak gezien als een recent fenomeen. Dit is niet verrassend gezien de alsmaar toenemende aandacht voor financiële markten in de media. Toch is het interessant (en ontnuchterend) om terug te gaan in de tijd. Het blijkt dat financiële markten door cycli zijn gegaan, en op verschillende momenten in het verleden al een belangrijke rol vervulden. Een typerend voorbeeld is de Amster-

damse aandelenmarkt. De actieve handel in aandelen in Nederland dateert uit de zeventiende eeuw. De Amsterdamse effectenbeurs werd geopend in 1611 en was de eerste, en gedurende vele jaren de belangrijkste georganiseerde markt voor de handel in zowel aandelen als obligaties, voordat haar plaats werd ingenomen door Londen, en later door New York. Ter vergelijking: de Londense beurs opende pas in 1802, en de New York Stock and Exchange Board (de voorloper van de New York Stock Exchange) werd opgericht in 1817.[2] De georganiseerde handel in effecten resulteerde in verfijnde handelsmechanismen en tal van financiële innovaties. Al snel na de oprichting van de Amsterdamse effectenbeurs werd er behalve in aandelen en obligaties ook in opties en futures gehandeld (De la Vega, 1688).

In het begin van de achttiende eeuw werden de Europese aandelenmarkten ontwricht door uitbraken van speculatie. Dit resulteerde in wetgeving die gedurende deze eeuw sterke beperkingen oplegde aan nieuwe aandelenemissies. In deze periode domineerde de handel in staatsobligaties. In de negentiende eeuw werd—mede vanwege de grote investeringen benodigd voor de aanleg van spoorwegen—de wetgeving versoepeld, en werden zowel aandelen als obligaties weer belangrijk. In de tweede helft van de negentiende eeuw groeide het belang van de beurs in New York, met name ten gevolge van de burgeroorlog en de aanleg van spoorwegen. Gedurende de Eerste Wereldoorlog verving New York Londen definitief als de belangrijkste financiële markt (Allen en Gale, 1994).

Hoewel deze historische episodes interessant zijn, is het wellicht instructiever om ons te beperken tot de laatste eeuw. De financiële markten laten over deze periode een opmerkelijk beeld zien. Tabel 1 illustreert dat de ontwikkeling van de financiële sector in het algemeen en het belang van financiële markten in het bijzonder gedurende de periode 1913-1999 geen monotoon beeld laten zien. Wereldwijd daalden de indicatoren van financiële ontwikkeling sterk na 1929, en bereikten pas een omslagpunt rond 1980. Gemeten aan de hand van de marktkapitalisatie van de aandelenmarkt als percentage van het Bruto Binnenlands Product blijkt dat aandelenmarkten in 1913 groter en beter ontwikkeld waren dan in 1980, en pas rond 1990 weer een zelfde niveau van ontwikkeling bereikten als in 1913. Een dergelijk beeld volgt ook indien wordt gekeken naar andere indicatoren, zoals het bedrag aan uitstaande deposito's als percentage van het Bruto Binnenlands Product (als maatstaf voor het belang van de bancaire sector), het aantal beursgenoteerde binnenlandse ondernemingen per hoofd van de bevolking, en het bedrag aan aandelenemissies als percentage van de totale financieringsbehoefte voor investeringen.

Ook zijn er grote internationale verschillen in het relatieve belang van financiële markten in de tijd te onderscheiden. Uit Tabel 2 blijkt dat het belang van aandelenmarkten in de belangrijkste landen in Continentaal-Europa en het Verenigd Koninkrijk in 1913 groter was dan in de Verenigde Staten. De marktkapitalisatie van de aandelenmarkten in Duitsland, Frankrijk en Nederland (ten opzichte van het Bruto Binnenlands Product) bedroeg in dat jaar 0,44, 0,78 respectievelijk 0,56. Deze ratio's zijn

aanzienlijk hoger dan die voor de marktkapitalisatie in de Verenigde Staten (0,39), maar lager dan die in het Verenigd Koninkrijk (1,09). Dit beeld veranderde sterk aan het einde van de afgelopen eeuw, met een belangrijkere rol voor de Angelsaksische landen vis-à-vis Continentaal-Europa. Maar overal waar we kijken hebben financiële markten in het laatste decennium een belangrijke plaats verworven. De marktkapitalisatie heeft in bijna alle landen niveaus bereikt die in de afgelopen eeuw niet eerder zijn waargenomen. Voor wat betreft aandelenemissies (zie Tabel 1) is het beeld minder duidelijk. Zelfs in het zeer actieve beursjaar 1999 was de emissie-activiteit niet groter dan aan het begin van de twintigste eeuw. Deze laatste observatie roept vragen op met betrekking tot het belang van de aandelenmarkt voor de financiering van ondernemingen. Deze komen in de volgende paragraaf aan de orde.

Tabel 1 Evolutie van verschillende indicatoren van financiële ontwikkeling

Jaar	Deposito's/BBP		Marktkapitalisatie Aandelenmarkt/BBP		Aantal ondernemingen per capita (mln)		Aandelenemissies/ nieuw vermogen	
	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N
1913	0,38	22	0,57	22	28,68	22	0,12	12
1929	0,49	21	0,57	11	33,80	14	0,35	15
1938	0,45	21	0,64	12	30,78	13	0,13	12
1950	0,33	22	0,31	14	38,63	16	0,06	11
1960	0,31	22	0,48	18	31,85	19	0,07	16
1970	0,31	22	0,51	19	23,66	19	0,06	16
1980	0,34	22	0,26	22	26,70	21	0,03	18
1990	0,41	21	0,57	21	22,18	22	0,05	20
1999	0,46	21	1,02	23	26,30	22	0,13	20

Deze tabel rapporteert de ontwikkeling van vier indicatoren van financiële ontwikkeling gedurende de afgelopen eeuw wereldwijd voor alle landen (N in aantal) waarvoor data beschikbaar zijn. Deposito's/BBP reflecteert het gemiddelde bedrag aan uitstaande deposito's als percentage van het Bruto Binnenlands Product (BBP) voor de verschillende landen. Marktkapitalisatie Aandelenmarkt/BBP representeert de gemiddelde marktkapitalisatie van de aandelenmarkten als percentage van het BBP. Aantal ondernemingen per capita reflecteert het gemiddelde aantal binnenlandse ondernemingen die eigen vermogen hebben uitstaan aan de binnenlandse effectenbeurs per miljoen inwoners voor de verschillende landen. Aandelenemissies/nieuw vermogen geeft het gemiddelde bedrag aan nieuwe aandelenemissies weer als percentage van de totale investeringen in een bepaald land.

Bron: Rajan en Zingales (2001a)

3. De financiering van ondernemingen

Externe financiering, hetzij bancaire financiering hetzij financiering verkregen uit de financiële markt, speelt een minder belangrijke rol dan veelal wordt aangenomen. In-

terne financiering is in alle landen de belangrijkste financieringsbron voor niet-financiële ondernemingen. Uit onderzoek van Mayer (1988) en Boot *et al.* (1997) blijkt dat interne financiering ongeveer 65% van de totale financieringsbehoefte dekt van niet-financiële ondernemingen in de Verenigde Staten en ongeveer 60% van de financieringsbehoefte van ondernemingen in Continentaal-Europa.

Tabel 2 Ontwikkeling marktkapitalisatie aandelenmarkten als percentage BBP

Land	**Jaar**								
	1913	**1929**	**1938**	**1950**	**1960**	**1970**	**1980**	**1990**	**1999**
Argentinië	0,17	-	-	-	0,05	0,03	0,11	-	0,15
Australië	0,39	0,50	0,91	0,75	0,94	0,76	0,38	0,37	1,13
België	0,99	1,31			0,32	0,23	0,09	0,31	0,82
Brazilië	0,25	-	-	-	-	-	0,05	0,08	0,45
Canada	0,74	-	1,00	0,57	1,59	1,75	0,46	1,22	1,22
Chili	0,17	-	-	-	0,12	0,00	0,34	0,50	1,05
Cuba	2,19	-	-	-	-	-	-	-	-
Denemarken	0,36	0,17	0,25	0,10	0,14	0,17	0,09	0,67	0,67
Egypte	1,09	-	-	-	0,16	-	0,01	0,06	0,29
Frankrijk	0,78	-	0,19	0,08	0,28	0,16	0,09	0,24	1,17
Duitsland	0,44	0,35	0,18	0,15	0,35	0,16	0,09	0,20	0,67
India	0,02	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,05	0,16	0,46
Italië	0,17	0,23	0,26	0,07	0,42	0,14	0,07	0,13	0,68
Japan	0,49	1,20	1,81	0,05	0,36	0,23	0,33	1,64	0,95
Nederland	0,56	-	0,74	0,25	0,67	0,42	0,19	0,50	2,03
Noorwegen	0,16	0,22	0,18	0,21	0,26	0,23	0,54	0,23	0,70
Rusland	0,18	-	-	-	-	-	-	-	0,11
Oostenrijk	0,76	-	-	-	-	0,09	0,03	0,17	0,17
Spanje	-	-	-	-	-	-	0,17	0,41	0,69
Verenigd Koninkrijk	1,09	1,03	1,92	0,86	1,15	1,99	0,38	0,81	2,25
Verenigde Staten	0,39	0,75	0,56	0,33	0,61	0,66	0,46	0,54	1,52
Zuid-Afrika	-	-	-	0,68	0,91	1,97	1,23	1,33	1,20
Zweden	0,47	0,41	0,30	0,18	0,24	0,14	0,11	0,39	1,77
Zwitserland	0,58	-	-	-	-	0,50	0,44	1,93	3,23

Deze tabel representeert de marktkapitalisatie van de aandelenmarkten als percentage van het Bruto Binnenlands Product (BBP) gedurende de afgelopen eeuw voor alle landen waarvoor data beschikbaar zijn. Marktkapitalisatie is gedefinieerd als de geaggregeerde marktwaarde van het eigen vermogen uitgegeven door binnenlandse ondernemingen op de binnenlandse effectenbeurs in een bepaald land.

Bron: Rajan en Zingales (2001a)

Het beroep op de openbare kapitaalmarkten voor nieuwe financiering is relatief beperkt. Bancaire en (tot voor kort in Nederland) onderhandse financiering zijn de be-

langrijkste externe financieringsbronnen voor ondernemingen. In Nederland bedraagt het belang van bancaire financiering (inclusief gesyndiceerde leningen) ongeveer 70% van de externe financieringsbehoefte van niet-financiële ondernemingen. In de Verenigde Staten is het belang van bancaire financiering lager. Aangezien precieze geaggregeerde data met betrekking tot de financiering van bedrijven niet voorhanden zijn, kan van het relatieve belang van de verschillende financieringsbronnen alleen een schatting worden gegeven. Tabel 3 geeft deze schatting voor het jaar 2001. Voor wat betreft het beroep op de aandelenmarkt is het belangrijk om het totale bedrag aan aandelenemissies te onderscheiden van het netto beroep op de aandelenmarkt. Met name in de Verenigde Staten is door grote aandeelinkoopprogramma's het *netto* beroep over het afgelopen decennium ongeveer nul geweest, terwijl er toch sprake was van een aanzienlijke emissie-activiteit. In Tabel 3 wordt uitgegaan van het totale (dus bruto) beroep van ondernemingen op de aandelenmarkt.

*Tabel 3 De financiering van niet-financiële ondernemingen **

	Verenigde Staten	**Continentaal-Europa**
Interne financiering	0,65	0,60
Aandelen-emissies	0,08	0,04
Obligatie-emissies	0,15	0,08
Bancaire financiering	0,12	0,28

* Gemiddeld beroep op de verschillende vermogensbronnen als percentage van de totale financieringsbehoefte (schatting voor 2001).

Bron: schattingen gebaseerd op data in Davies en Smith (2001) en Saunders en Schmeits (2001).

De schattingen met betrekking tot het percentage van externe financiering aangetrokken uit de financiële markt (aandelen- en obligatie-emissies) voor 2001 lijken conservatief vergeleken met (de niet-gerapporteerde) cijfers voor 1999 en 2000. Met name in 1999 was er een relatief groot beroep op de financiële markten, voornamelijk in de telecom, internet en andere technologie-sectoren. Toch wijzen de cijfers voor 2001 ten opzichte van vorige decennia op een toenemend belang van financiële markten, en een teruglopend belang van bancaire financiering. In Continentaal-Europa blijft het belang van bancaire financiering vooralsnog hoog (Saunders en Schmeits, 2001). Te verwachten is echter dat dit met de proliferatie van een pan-Europese obligatiemarkt zal afnemen en dat financiering met obligaties aan belang zal winnen.

Hoe de aandelenmarkt zich zal ontwikkelen blijft een open vraag. Aandelenemissies in de financiële markt zijn gemeten ten opzichte van de totale vermogensbehoefte van

alle ondernemingen tezamen geen belangrijke financieringsbron. Toch verwachten wij een groter belang hiervan in de toekomst. Hoewel de technologie-luchtbel van 1999-2000 een nogal negatief imago heeft gegeven aan de aandelenmarkten die zich richten op startende ondernemingen (in Europa: Nmax, Neue Markt, etc.; in de Verenigde Staten: Nasdaq), zien wij op termijn zeker perspectief. Ook verwachten wij dat er een grotere dynamiek zal komen in de eigendomsverhoudingen van ondernemingen, waarbij beursgang en *going private* transacties (het van de beurs halen van ondernemingen) elkaar over de tijd zouden kunnen afwisselen.[3] Tevens verwachten wij een grotere dynamiek in de grenzen en samenstelling van ondernemingen (zie ook paragraaf 6). Al met al kan dit tot een structureel hogere emissie-activiteit leiden.

4. Comparatieve voordelen van banken en financiële markten in de financiering en 'governance' van ondernemingen

Het voorgaande laat de conclusie toe dat financiële markten aan belang winnen, en dat zeker in de Continentaal-Europese context een afnemende directe rol van banken bij de financiering van ondernemingen is te verwachten. Om de consequenties van deze verschuiving beter te begrijpen is het wenselijk om eerst de voor- en nadelen van bancaire financiering en financiering uit de financiële markt nader te beschouwen.

Het is allereerst belangrijk om op te merken dat de relevantie van de (vermeende) voor- en nadelen van bancaire financiering en financiering uit de financiële markt haar voorsprong vindt in het bestaan van marktimperfecties. In perfecte, dat wil zeggen frictieloze markten is geen plaats voor een dergelijk onderscheid. Een Walrasiaanse veilingmeester verschaft in perfecte markten per definitie de Pareto-optimale allocatie van middelen in de economie. In een dergelijke wereld is ook geen plaats voor belangentegenstellingen of andere besturings- en toezichtproblemen op ondernemingsniveau. Een onderneming is per definitie waardemaximaliserend, en zowel de onderneming als de markt kunnen conform de Neoklassieke analyse geanalyseerd worden als een *black box*.

In dit preadvies staat de aanwezigheid van imperfecties—met name op ondernemingsniveau—centraal. Deze imperfecties betreffen mogelijke belangentegenstellingen en de aanwezigheid van asymmetrische informatie tussen onderneming en financiers. Met name dit laatste zorgt ervoor dat er mogelijk een besturings- en toezichtsprobleem ontstaat tussen onderneming en financiers. Zowel de kwaliteit van de onderneming als haar beslissingen zijn niet (altijd) observeerbaar, en het optimale ondernemingsbeleid kan veelal niet (of niet volledig) contractueel worden vastgelegd.[4] Dit vormt de achtergrond van de financiële-intermediatieliteratuur, die de comparatieve voordelen van banken en financiële markten probeert bloot te leggen bij het bestaan van informatie-asymmetrie. Wij zullen laten zien dat banken en financiële markten elk een verschillende rol hebben in het omgaan met informatieproblemen tussen onderneming en financiers. Beide financieringsbronnen hebben daardoor compa-

ratieve voordelen in het financieren van bepaalde soorten ondernemingen en/of activiteiten. In het vervolg van deze paragraaf worden de voor- en nadelen van bancaire financiering en financiële markt financiering uiteengezet. Tabel I en II in de Appendix bevatten een samenvatting van de belangrijkste inzichten.

4.1 Voor- en nadelen van bancaire financiering

Als financiële intermediairs doen banken aan een ex ante beoordeling en ex post toezicht van ondernemingen waaraan ze leningen verstrekken (Diamond, 1984; Ramakrishnan en Thakor, 1984). Banken kunnen hierin een comparatief voordeel hebben ten opzichte van de veelal gefragmenteerde individuele financiers in de financiële markt, die onderhevig zijn aan coördinatie- en *free rider*-problemen. Naast kostenvoordelen zijn er mogelijk andere voordelen. Bij de interacties met ondernemingen verkrijgen banken vaak exclusieve en ondernemingsspecifieke informatie met betrekking tot de investeringsmogelijkheden en vooruitzichten van die ondernemingen. Ondernemingen zijn in het algemeen eerder bereid ondernemingsspecifieke informatie bloot te geven aan een bank dan aan financiers in de financiële markt, met name wanneer er sprake is van strategische en concurrentiegevoelige informatie (Bhattacharya en Chiesa, 1995; Yosha, 1995).

Een belangrijk gevolg van de informatierol van banken is dat deze kan leiden tot de vorming van langdurige relaties tussen bank en onderneming. Juist in het geval van meer langdurige relaties is het voor banken aantrekkelijk om informatie te produceren; de informatie kan dan namelijk hergebruikt worden, hetgeen kan leiden tot additionele kostenbesparingen. Ook kunnen meer-perioden relaties de bereidheid bij een bank creëren om aanloopverliezen te nemen als deze later gecompenseerd kunnen worden. Dat wil zeggen, banken kunnen ondernemingen in de beginfase van de relatie subsidiëren met gunstige leningvoorwaarden, mits deze subsidies later kunnen worden terugverdiend (Petersen en Rajan, 1995). Een dergelijke intertemporele dimensie kan het voor banken mogelijk maken ondernemingen te financieren die in hoge mate onderhevig zijn aan informatieproblemen, en die vanuit een puur kortetermijnperspectief mogelijk geen attractieve klanten zijn.[5]

Ook is de relatie tussen banken en ondernemingen in het algemeen minder rigide dan die in de financiële markt, omdat de contractvoorwaarden van bankleningen gemakkelijker heronderhandeld kunnen worden. Deze flexibiliteit maakt het voor banken mogelijk om enerzijds meer invloed te hebben op de debiteur en anderzijds beter in te kunnen spelen op gewijzigde omstandigheden. De vertrouwensrelatie tussen bank en onderneming kan de uitwisseling van zachte informatie vergemakkelijken, waardoor impliciete langetermijnafspraken (impliciete contracten) mogelijk worden.[6] Een ander contractueel voordeel dat voortvloeit uit de heronderhandelbaarheid van contractvoorwaarden is dat deze kan leiden tot een effectiever expliciet gebruik van covenanten in bankleningen (Berlin en Mester, 1992). Hiermee wordt bedoeld dat bancaire financiering het mogelijk maakt voor banken om meer stringente covenanten op te

leggen aan ondernemingen, die derhalve extra disciplinerend werken, maar heronderhandeld kunnen worden zodra dat in het wederzijds belang van bank en onderneming is. In het verlengde hiervan ligt ook de mogelijkheid om juist bij bancaire financiering zekerheden te vragen, waarbij er toezicht moet zijn op het beheer (en het niet verdwijnen …) van deze zekerheden. Contractuele voorwaarden (covenanten) en zekerheden kunnen er voor zorgen dat financiering mogelijk wordt in omstandigheden waarin anders geen middelen hadden kunnen worden verkregen. Een bank heeft hierbij een voordeel ten opzichte van financiële markten vanwege enerzijds de nabijheid van partijen en anderzijds de relatieve concentratie van vermogensverstrekking die bancaire financiering karakteriseert. Dit laatste geeft de bank een duidelijke prikkel om daadwerkelijk een onderneming actief in de gaten te houden. De effectiviteit van banken in het heronderhandelen van contractvoorwaarden wordt ook beïnvloed door de prioriteit die banken hebben ten opzichte van andere crediteuren. Veelal heeft een bank een prioriteitsclaim, hetgeen haar een sterkere positie geeft in deze onderhandelingen.[7]

Er zijn echter tenminste twee nadelen verbonden aan relaties tussen banken en ondernemingen. In de eerste plaats kan het geconcentreerde karakter van bancaire financiering (en de hieruit voortvloeiende heronderhandelbaarheid van bankleningen) banken ertoe aanzetten niet strict genoeg op te treden bij het opleggen van leningvoorwaarden en/of het verstrekken van additionele financiering. De kernvraag is of de bank op een geloofwaardige manier kan ingrijpen als er zich financiële moeilijkheden voordoen bij de onderneming. Zo kan de bank huiverig zijn om de kredietkraan dicht te draaien. Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn als zij zelf baat heeft bij het verschaffen van additionele financiering, bijvoorbeeld omdat het verstrekken van een additionele lening de kans op terugbetaling van een eerder verstrekte lening vergroot. Dit wordt ook wel aangeduid als het *soft budget constraint* probleem (Dewatripont en Maskin, 1995). Hoewel achteraf mogelijk optimaal, kan dit vooraf leiden tot ongewenst gedrag van ondernemingen omdat zij, hierop anticiperend, mogelijk minder inspanningen zullen doen om financiële problemen te voorkomen.[8]

Een tweede nadeel is dat de uitwisseling van informatie tussen onderneming en bank kan resulteren in een informatie-monopolie voor de bank (Sharpe, 1990). Dit maakt het voor de bank mogelijk de onderneming te exploiteren door het opleggen van ongunstige (niet-concurrerende) leningvoorwaarden (Rajan, 1992). Ook dit *hold up* probleem kan leiden tot welvaartsverliezen, omdat ondernemingen die hierop anticiperen ofwel afzien van het aantrekken van bancaire financiering, waardoor goede investeringen mogelijk geen doorgang vinden, ofwel minder inspanningen doen om goede investeringsmogelijkheden te creëren.

4.2 Voor- en nadelen van financiering uit de financiële markt

In de financiële markten vindt een continue evaluatie plaats van het ondernemingsbeleid door een groot aantal beleggers. Ten gevolge hiervan reflecteert de beurskoers van een onderneming op elk moment de geaggregeerde informatie en opinies van be-

leggers met betrekking tot de vooruitzichten van de onderneming en de verwachtingen over het ondernemingsbeleid. Voor zover deze informatie niet volledig bekend is bij het management heeft de beurskoers derhalve een belangrijke *feedback* rol die de beslissingen van het management aan een toets onderwerpt. Hiermee worden ook prijssignalen afgegeven die de allocatie van vermogen in de economie kunnen verbeteren (Allen, 1993).[9] Dergelijke prijssignalen zijn met name van belang voor ondernemingen in bedrijfstakken waarin nieuwe informatie doorlopend beschikbaar komt maar snel veroudert, bijvoorbeeld ondernemingen die actief zijn in sterk concurrerende bedrijfstakken met snel veranderende marktcondities, of ondernemingen die opereren in bedrijfstakken met nieuwe en snel veranderende technologieën. De zichtbare waardering in de markt onderwerpt ondernemingen aan een vorm van marktdiscipline. Een onderneming ziet op elk moment hoe haar prestaties en toekomstperspectief door de markt worden getaxeerd. De zichtbare waardering maakt het ook mogelijk het gedrag van managers te sturen met aan marktprijzen gerelateerde beloningscontracten (Holmström en Tirole, 1993). Een geheel ander punt is dat met financiering in goed ontwikkelde financiële markten een betere risico-spreiding en liquiditeit wordt bewerkstelligd.[10]

Aan het toegenomen belang van financiële markten worden echter ook nadelen toegedicht. Vaak wordt gewezen op een mogelijke bijziendheid van beleggers, die voornamelijk uit zouden zijn op kortetermijnresultaten op hun beleggingen; bijvoorbeeld omdat ze de waarde van hun belegging te veel relateren aan de kortetermijnwinst van de onderneming, en minder oog (en geduld) hebben voor de langetermijnrentabiliteit van de onderneming. Dit kan managers ertoe aanzetten goede investeringen achterwege te laten teneinde de kortetermijnwinstgevendheid van de onderneming te verhogen (Stein, 1989).[11] Ook wordt wel geopperd dat financiële markten niet ongevoelig zijn voor modeverschijnselen. Dit zou kuddegedrag in de hand kunnen werken. Dat wil zeggen, iedereen volgt dezelfde trend, en wordt min or meer hiertoe gedwongen omdat de markt daar (te) hoge waarderingen aan toekent. Dit kan aanleiding geven tot inefficiënties in het ondernemingsbeleid, omdat de prijs waartegen financiering voorhanden is sterk kan fluctueren.

4.3 Evaluatie

In het voorgaande is nogal sterk de nadruk gelegd op bancaire financiering en financiering uit de financiële markt als substituten. Toch zijn er ook argumenten om deze bronnen van financiering als complementair te zien. Bancaire financiering kan ook een rol spelen als een vorm van certificering, wat vervolgens financiering op de financiële markt mogelijk maakt.[12] In het moderne bankieren spelen banken steeds nadrukkelijker een certificerende rol, meestal echter zonder zelf financiering te verstrekken. Banken verstrekken bijvoorbeeld *back-up* faciliteiten en liquiditeitsgaranties voor ondernemingen die *commercial paper* in de markt willen plaatsen. Ook door middel van securitisatie verminderen banken hun rol in het verschaffen van financiering, maar wederom behouden zij veelal een niet onaanzienlijk deel van het risico. Het is dus te

simplistisch om banken en financiële markten louter als alternatieven naast elkaar te plaatsen.

Toch zijn er ontwikkelingen die het comparatieve voordeel van banken bij de financiering van ondernemingen aantasten. De twee belangrijkste ontwikkelingen zijn enerzijds de toegenomen concurrentie die het moeilijker maakt voor banken om zich te profileren als relatie-georiënteerde financiers, en anderzijds de toegenomen transparantie en beschikbaarheid van informatie die het voor banken moeilijker maakt om te profiteren van hun informatie-monopolie. De toegenomen concurrentie maakt het lastiger voor banken om in relaties met ondernemingen te investeren. Ondernemingen zullen vaker geneigd zijn om van financier te veranderen. Dit ondermijnt relaties, en hierop anticiperend kan het zo zijn dat een bank minder geneigd is om in een relatie te investeren. Als een *selfulfilling prophecy* vermindert dan het belang van relatie-georiënteerd bankieren.

Hoewel het maar de vraag is of dit een optimale response is van banken,[13] is de toegenomen transparantie en beschikbaarheid van informatie wel een directe inbreuk op de concurrentiepositie van bancaire financiering. Bancaire financiering ontleent haar bestaansrecht immers aan informatiefricties tussen onderneming en markt. Zodra deze fricties minder worden kunnen banken minder waarde toevoegen.[14] Dit geldt met name ook voor het hergebruik van informatie over de tijd, en dus voor de waarde van het aanknopen van relaties. Zodra informatie sneller publiekelijk beschikbaar komt ontlenen banken minder waarde aan het hergebruik van informatie, met een dienovereenkomstig negatief effect op de bereidheid informatie te produceren.[15] De paradoxale situatie die zich voor kan doen is dat er door de grotere transparantie en toegankelijkheid van informatie minder informatie wordt geproduceerd en minder wordt geïnvesteerd in relaties, waardoor informatie-fricties juist toenemen en de financiering van bedrijven wordt bemoeilijkt. Deze variant op de Grossman/Stiglitz-paradox (Grossman en Stiglitz, 1980) is verre van denkbeeldig. Met name middelgrote en kleinere ondernemingen klagen in toenemende mate over de afnemende relatie-oriëntatie van banken.

De algemene conclusie is dat financiële markten aan belang winnen. De grotere concurrentie in de financiële sector is zeker niet alleen nadelig. Zoals ook volgt uit paragraaf 4.1 en Tabel I (Appendix) kan een gebrek aan concurrentie tussen banken leiden tot allerlei inefficiënties. Een ander mogelijk nadelig effect van een te sterke positie van banken is recentelijk naar voren gebracht door Rajan en Zingales (2001b). Zij laten zien dat banken zich voornamelijk richten op *incumbents*, en deze bestaande ondernemingen bevoordelen boven potentiële nieuwe toetreders. Dit kan helpen te verklaren waarom traditioneel bank-georiënteerde systemen minder open staan voor vernieuwing. Hierop komen wij terug in paragraaf 6 waar wij onder meer de invloed van financiële markten op *corporate governance* bespreken. Allereerst echter analyseren wij de wenselijkheid van interne kapitaalmarkten die gericht zijn op het vermijden van een te grote afhankelijkheid van de financiële markt.

5. Interne kapitaalmarkten

Uit paragraaf 2 is gebleken dat interne financiering een belangrijke financieringsbron is voor ondernemingen. In deze paragraaf bespreken we de voor- en nadelen verbonden aan interne financiering, met name in het licht van de al dan niet gewenste afhankelijkheid van de financiële markt. Deze problematiek is ten zeerste verbonden aan de problematiek van conglomeraatvorming. Tabel III (Appendix) bevat een samenvatting van de belangrijkste inzichten.

5.1 Voor- en nadelen van interne kapitaalmarkten

Het verminderen van de afhankelijkheid van financiële markten heeft voor- en nadelen. Allereerst bespreken we de voordelen van interne kapitaalmarkten. Interne kapitaalmarkten schermen ondernemingen af van de informatieproblemen die verbonden zijn aan externe financiering (Alchian, 1969; Williamson, 1975). Projecten die vanwege informatieproblemen niet extern gefinancierd zouden kunnen worden, kunnen daardoor wel worden uitgevoerd. Problemen van onderinvestering en kredietrantsoenering kunnen aldus worden tegengegaan (Stiglitz en Weiss, 1981; Myers en Majluf, 1984). Interne kapitaalmarkten kunnen ook van nut zijn voor ondernemingen die vooralsnog weinig geloofwaardigheid hebben in de financiële markt. Deze ondernemingen kunnen moeilijk financiering aantrekken voor langeretermijnprojecten, en zouden door financiële markten min of meer gedwongen worden een kortetermijnbeleid te voeren. De beschikbaarheid van interne financiering kan in dat geval waarde hebben.

Voor ondernemingen die bestaan uit meer divisies worden de voordelen van interne kapitaalmarkten voornamelijk toegeschreven aan het kunnen samenvoegen, c.q. afstemmen van financiële reserves en behoeftes, en een mogelijk efficiëntere (her-) allocatie van vermogen tussen de divisies. Als de activiteiten van de divisies niet perfect positief gecorreleerd zijn resulteert de creatie van een interne kapitaalmarkt in diversificatievoordelen en dus in een lager faillissementsrisico. Ondernemingen kunnen dientengevolge meer vreemd vermogen aantrekken en profiteren mogelijk van extra belastingvoordelen voortvloeiend uit de aftrekbaarheid van rentelasten (Flannery *et al.*, 1993; Li en Li, 1996).[16] Ook is het mogelijk dat een onderneming met beperkt investeringsbudget door het samenvoegen van de kasstromen uit de verschillende divisies kan bewerkstelligen dat meer fondsen kunnen toestromen naar die activiteiten die binnen de onderneming de meeste waarde creëren (Stein, 1997).

Het is belangrijk om te constateren dat de tot dusverre genoemde argumenten gebaseerd zijn op het bestaan van fricties tussen onderneming en financiële markt. Een volstrekt frictieloze toegang tot extern vermogen zou het belang van interne kapitaalmarkten minimaliseren.

Naast de hierboven beschreven informatie- en diversificatievoordelen kennen interne

kapitaalmarkten echter ook nadelen. In het bijzonder kunnen ze leiden tot verstoringen in *incentives* op zowel het niveau van het topmanagement (de Raad van Bestuur) als het management van individuele divisies. De creatie van een interne kapitaalmarkt door de accumulatie van intern gegenereerde kasstromen vergroot de hoeveelheid vermogen onder het beheer van de onderneming. Dit kan de discipline op investeringsuitgaven verminderen en tot overinvesteringen (prestige-projecten) aanzetten (Jensen, 1986; Matsusaka en Nanda, 1997).[17] Op divisie-niveau kunnen interne kapitaalmarkten resulteren in *free-riding* gedrag, omdat individuele divisies vanwege impliciete interne kruislingse subsidies slechts gedeeltelijk profiteren van hun eigen inspanningen, en ook slechts gedeeltelijk de consequenties dragen van het nemen van risico's (Rajan *et al.*, 2000; Boot en Schmeits, 2000). Dit is in tegenstelling tot een divisie als zelfstandig bedrijf, die zelf de volledige consequenties van haar beslissingen moet dragen. In een conglomeraat is min of meer automatisch sprake van een soort *smoothing* van resultaten.

De mogelijkheid tot interne herallocatie van vermogen kan verder aanleiding geven tot lobby-activiteiten en daaruit voortvloeiende beïnvloedingskosten (Meyer *et al.*, 1992; Scharfstein en Stein, 2000). Met name managers van divisies met minder rendabele investeringsmogelijkheden zullen—bijvoorbeeld uit prestige overwegingen—trachten de allocatie van vermogen ten gunste van hun divisie te beïnvloeden. Dit politiek gedrag leidt tot welvaartsverliezen, niet alleen vanwege de misallocatie van middelen, maar ook omdat de hieraan bestede tijd productiever kan worden aangewend. Dit probleem is groter naarmate de investeringsmogelijkheden en beschikbare middelen van de individuele divisies of activiteiten meer van elkaar verschillen (Rajan *et al.*, 2000).

Samenvattend kunnen we zeggen dat de waarschijnlijkheid dat het samenvoegen van activiteiten (conglomeraatvorming) leidt tot waardecreatie groter is naarmate de activiteiten van de verschillende divisies binnen een onderneming minder heterogeen zijn en de omvang van de onderneming niet te groot is. In dit geval is het voor het management gemakkelijker de relatieve winstgevendheid van de projecten in de divisies te schatten, en is de alternatieve inzetbaarheid van activa binnen de onderneming het grootst (Stein, 1997; Rajan *et al.*, 2000).

5.2 Empirische bevindingen

Empirisch onderzoek naar de voor- en nadelen van interne kapitaalmarkten wijst consistent op het bestaan van een diversificatiekorting. Dat wil zeggen, de marktwaarde van een gediversifieerde onderneming is gemiddeld 13-15% lager dan de marktwaarde van een identieke (gelijk gewogen) portefeuille van afzonderlijke (zelfstandige) activiteiten of divisies (Berger en Ofek, 1995). Ook lijkt er een verband te bestaan tussen de grootte van de diversificatiekorting en de misallocatie van vermogen in ondernemingen met interne kapitaalmarkten. Dat wil zeggen, de korting is groter naarmate er door een onderneming meer geïnvesteerd wordt in divisies met minder goede

investeringsmogelijkheden (gemeten aan de hand van Tobins *q*), en naarmate de activiteiten van de divisies meer heterogeen zijn. Dergelijke indicaties voor inefficiënte kruislingse subsidies worden ook gevonden indien de gevoeligheid van het investeringsniveau in een bepaalde divisie voor haar eigen kasstromen en voor de kasstromen van andere divisies binnen de onderneming wordt geanalyseerd (Lamont, 1997; Shin en Stulz, 1998). In het bijzonder blijkt dat het investeringsniveau in divisies van gediversifieerde ondernemingen minder gevoelig is voor hun eigen kasstromen (vergeleken met zelfstandige divisies), maar tegelijkertijd wel gevoelig voor de kasstromen van andere divisies binnen het conglomeraat. Bovendien blijkt het investeringsniveau minder afhankelijk te zijn van de kwaliteit van de investeringsmogelijkheden.[18]

De empirisch waargenomen positieve koersreactie op de aankondiging van afstotingen zoals *spin-offs* en *equity carve-outs* is dan ook niet verrassend (zie onder meer Schipper en Smith, 1986; Daley *et al.*, 1997).[19] Bij de afwezigheid van synergieën zijn *spin-offs* en *equity carve-outs* optimaal indien de negatieve *incentive*-effecten die zijn verbonden aan conglomeraatvorming de voordelen van diversificatie domineren. Het afstoten van individuele activiteiten of divisies reduceert in dit geval *free-riding* problemen terwijl de effectiviteit van marktdisciplinering wordt vergroot (Boot en Schmeits, 2000). De positieve reactie van de aandelenkoers op aankondigingen van *spin-offs* is groter naarmate de activiteiten van een afgestoten divisie minder gerelateerd zijn aan die in de rest van de onderneming. Dit is consistent met de hierboven genoemde theoretische argumenten tegen het samenvoegen van heterogene activiteiten. *Equity carve-outs* combineren de voordelen van marktdiscipline en interne kapitaalmarkten. De onderneming verkoopt in dit geval slechts een minderheidsbelang van de divisie aan derden, waardoor de voordelen van diversificatie en *co-insurance* behouden blijven, en de divisie tegelijkertijd wordt onderworpen aan meer marktdiscipline.

Toch impliceren deze observaties niet dat interne kapitaalmarkten noodzakelijkerwijze inefficiënt zijn. Uit onderzoek van Rajan *et al.* (2000) blijkt dat, ofschoon er gemiddeld genomen sprake is van een diversificatiekorting, 39% van de gediversifieerde ondernemingen een marktwaarde heeft die groter is dan de marktwaarde van een identieke portefeuille van zelfstandige activiteiten.

5.3 Evaluatie

Uit het voorgaande kan worden geconcludeerd dat diversificatievoordelen op zichzelf geen rechtvaardiging zijn voor conglomeraatvorming, en daarmee de creatie van interne kapitaalmarkten. Beleggers kunnen deze diversificatievoordelen immers veelal zelf repliceren in de financiële markt. Bij het bestaan van fricties in de toegang tot vermogen kan diversificatie echter resulteren in financiële synergieën, zoals een vergroting van de leencapaciteit van de geconsolideerde onderneming. Onder deze omstandigheden kan waarde worden gecreëerd door de aanwezigheid van een interne kapitaalmarkt. Een illustratie van de gewenste aanwezigheid van interne financiële speelruimte is te vinden in onderstaande Box.

Maar conglomeraatvorming leidt wel tot een verminderde transparantie van de ondernemingsactiviteiten. Om diversificatie—en daarmee de interne kapitaalmarkt—waarde te kunnen laten genereren moeten de gecombineerde divisies bij voorkeur niet te heterogeen zijn in termen van activiteiten. Dit maakt het voor het management gemakkelijker de vermogensallocatie te overzien, en verkleint de kans op beïnvloedingskosten voortvloeiend uit politiek gedrag.

Daarnaast is het van groot belang dat de in een conglomeraat gecombineerde activiteiten zoveel mogelijk worden onderworpen aan marktdiscipline. Als hiervan onvoldoende sprake is dan is het te verwachten dat de nadelen van conglomeraatvorming, in het bijzonder *free-riding* en andere verstoringen die leiden tot een misallocatie van middelen, de mogelijke voordelen verre overtreffen.

Box: Strategische speelruimte vereist voldoende eigen financiële middelen …

Wat doe je als ondernemer als de beurskoers van jouw bedrijf alleen maar de weg omlaag lijkt te kennen? Dit is de bittere realiteit voor een aantal ondernemingen dat in een soort draaikolk terecht is gekomen. Achterblijvende beurskoersen en negatieve publiciteit dwingen deze ondernemingen in de verdediging, beleggers zien hun pessimisme in de lagere koersen bevestigd, wat de beurskoers nog verder onder druk zet.

Op zich valt dit allemaal wel te overleven, tenzij er een grote schuldenlast is. In dat laatste geval is er weinig ademruimte en wordt het vertrouwen van crediteuren maar ook werknemers, toeleveringsbedrijven en afnemers zwaar op de proef gesteld. De beurskoersontwikkeling tezamen met de schuldenlast gaat dan het functioneren van het bedrijf negatief beïnvloeden. De beurskoers is niet meer louter een afspiegeling van wat er in het bedrijf gebeurt, maar beïnvloedt zelf de gang van zaken in het bedrijf. Een neerwaartse spiraal dreigt.

Het is achteraf makkelijk om te zeggen dat vele bedrijven zich te zwaar in de schulden hebben gestoken. Inderdaad, door de euforie van de beurs, met name Nasdaq, hebben vele bedrijven teveel risico's genomen, en de excessieve schuldenlast is daarvan een manifestatie. Toch zijn er meer fundamentele lessen te trekken voor de financiering van de onderneming. Er wordt onvoldoende onderkend dat in het huidige snel veranderende ondernemingslandschap financiering met vreemd vermogen (schulden, dus: obligaties, bankleningen, e.d.) grote nadelen kent. Ondernemen vereist risico-dragend vermogen, dus aandelen. Maar eerst, wat zouden de ondernemingen moeten doen die klem zitten met een fenomenale schuldenlast?

Een strategie die verschillende ondernemingen lijken te volgen, is het 'proberen uit te zingen'. De markt zal toch wel eens tot inkeer komen? Al dit onrecht moet toch eens ophouden? Het probleem is dat u en ik wel kunnen zeggen dat een aandeel nu echt te goedkoop is, maar dat wij toch niet bereid zijn aandelen op te gaan kopen, zonder dat we de overtuiging hebben dat 'de markt' spoedig zal volgen. Het heeft pas zin om goedkope aandelen op te kopen, en daarmee een aanzet te geven tot koersherstel, als we er voldoende van overtuigd zijn dat anderen dit ook zullen gaan doen waardoor koersherstel daadwerkelijk is te verwachten.

Kortom het gaat er niet om wat u er zelf van denkt, maar juist over hoe u denkt dat anderen er over denken… En als iedereen zich op deze manier gedraagt, dan kan het wel eens heel lang gaan duren. Het

succes van deze strategie is dus verre van zeker.

Een andere mogelijkheid is om goed te gaan communiceren naar de markt en de aandeelhouders om daarmee een serieuze invulling te gaan geven aan uw 'corporate governance'. Maar hiermee bent u rijkelijk laat. Communiceren naar de markt onder de huidige moeilijke omstandigheden is alleen mogelijk als u eerder reeds een geweldige relatie met die markt had opgebouwd. Geloofwaardigheid bij aandeelhouders bouw je op juist op die momenten dat je ze niet echt nodig hebt. Het is een beetje zoals met pijn in je rug: je moet iets aan je rug doen (rek-oefeningen?) als je er geen last van hebt; zodra de pijn toeslaat kun je je rugoefeningen wel vergeten.

Maar goed, enige kansen zijn hier wel. Een versterking van het management met personen die een uitstekende reputatie hebben in de financiële markten kan wonderen doen. Dus koop die reputatie in de financiële markt.

Nog andere oplossingen? Ik weet het niet. Maar er zijn wel belangrijke lessen om herhaling te vermijden. Een belangrijke, maar niet voldoende onderkende les is dat ondernemingen te allen tijde voldoende vrijheid moeten behouden ten opzichte van financiers die vreemd vermogen (obligaties, bankleningen e.d.) verstrekken. Voor ondernemingen die nu met zo'n zware schuldenlast zitten is dit evident, maar het belang hiervan rijkt veel verder.

Om de een of andere reden is het een soort volkswijsheid geworden dat eigen vermogen (aandelen) duur is, en dat financieren met vreemd vermogen voordelig is. Men roept: geen aandelen uitgeven, dat leidt tot verwatering. U moet beter weten. Het uitgeven van aandelen tegen een juiste prijs leidt niet tot verwatering. Als het geld dat u ophaalt bij aandeelhouders goed wordt besteed—anders zou u überhaupt dit geld niet moeten uitgeven—dan is er sprake van waardecreatie, en dus zeker geen verwatering.

Het belangrijkste is dat het ondernemingslandschap meer dan ooit in beweging is. Ondernemingen moeten snel kunnen handelen: inspelen op veranderende marktomstandigheden, grote investeringen kunnen doen als er zich mogelijkheden voordoen, en mogelijk mee kunnen doen aan het spel van acquisities en kwartetten met bedrijven en bedrijfsonderdelen. Met veel vreemd vermogen heb je deze bewegingsvrijheid niet. Een bank wil zekerheden…

Om 'fair' te zijn, er zijn zeker ondernemingen die terecht klagen over een te lage beurskoers. Er is een heel leger aan kleinere fondsen dat niet voldoende boven het maaiveld uitkomt, en dus genegeerd wordt met dito lage aandelenkoersen. Maar de conclusie voor deze fondsen is hetzelfde. Maak je attractief voor de markt met een goede 'corporate governance' en een duidelijk en 'gefocused' business plan, maar steek je niet diep in de schulden. Zorg dus voor veel eigen vermogen, alleen dan behoud je je strategische speelruimte.

Bron: aangepaste versie van een column van A. Boot voor *het Financieele Dagblad*, 11 september 2001.

6. Implicaties voor de interne organisatie van ondernemingen en 'corporate governance'

Het ondernemingslandschap is aan grote veranderingen onderhevig. Gedurende de afgelopen decennia heeft wereldwijd een ongekende mate van herstructurering en consolidatie plaatsgevonden in zowel de financiële als de niet-financiële sector. Omvangrijke industriële conglomeraten werden gevormd, en soms later weer ontbonden.

Afstotingen van bedrijfsonderdelen en acquisities van nieuwe activiteiten zijn aan de orde van de dag. Kwartetten met bedrijfsonderdelen mag zich in een toenemende populariteit verheugen. In de financiële sector is een vergelijkbare activiteit waar te nemen. De laatste jaren zijn steeds grotere en internationalere combinaties van banken en verzekeringsinstellingen ontstaan, en ook aandelenbeurzen doen aan grensoverschrijdende krachtenbundeling.

Ondernemingsgrenzen veranderen niet alleen, maar vervagen ook. Lossere samenwerkingsverbanden, zoals *joint ventures* en andere strategische allianties winnen aan belang. Netwerkachtige schakelingen van ondernemingen komen meer en meer in zwang. Ook binnen de grenzen van ondernemingen vinden drastische veranderingen plaats. Ondernemingen worden minder hiërarchisch. Ondernemerschap en flexibiliteit worden belangrijker. De grotere flexibiliteit vertaalt zich ook in een ander type aansturing van organisaties. Rigide vormen van budgettering maken plaats voor een meer op waardecreatie gerichte allocatie van middelen, en ook prestatiegerichte vormen van beloning nemen in belang toe.

Deze ontwikkelingen hangen nauw samen met de proliferatie van financiële markten.[20] Ondernemingen en hun management worden in toenemende mate onderworpen aan de discipline van de financiële markt. Dit manifesteert zich op tenminste twee manieren. Op de eerste plaats worden ondernemingen gedwongen zich transparant(er) te organiseren, met een heldere verantwoording in de interne aansturing. De hiërarchie staat onder druk en flexibiliteit is steeds meer vereist. Dit betreft dus de interne organisatie. Op de tweede plaats dwingt de dominantie van financiële markten een veel helderder *corporate governance* af, met een nadrukkelijk primaire rol voor aandeelhouders. Dit is een direct gevolg van de grotere marktoriëntatie die zich moeilijk verstaat met het traditionele, op relaties gebaseerde Continentaal-Europese *corporate governance* model.

In de komende subparagrafen wordt nader ingegaan op de invloed van financiële markten op zowel de interne organisatie als de *corporate governance* van ondernemingen.

6.1 Invloed financiële markten op de interne organisatie

De waardering van ondernemingen in de markt is een belangrijke meetlat geworden voor het beoordelen van de prestaties van een onderneming. Hiermee samenhangend is een groeiende bewustwording dat kapitaal efficiënt moet worden gebruikt. Beleggers, geconfronteerd met een steeds groter wordend scala aan investeringsalternatieven, zijn slechts bereid vermogen aan een onderneming ter beschikking te stellen indien dit naar verwachting een adequaat rendement oplevert gegeven het door hen gelopen risico. Alleen investeringen waarop het verwachte rendement groter is dan het door aandeelhouders geëiste rendement kunnen bijdragen tot de creatie van aandeelhouderswaarde.

De in de praktijk steeds meer gangbare prestatiemaatstaven zoals Stern Stewarts Economic Value Added (EVA) en McKinsey & Company's Economic Profit brengen de *opportunity cost of capital* expliciet in rekening.[21] Hiermee kan worden beoordeeld of delen van ondernemingen daadwerkelijk een rendement realiseren dat een voldoende compensatie biedt voor het daarin opgesloten kapitaalbeslag. Hoewel kritiek mogelijk is op de concrete uitwerking, is de notie van *opportunity cost* van fundamenteel belang.[22] Een optimale allocatie van schaarse middelen vereist namelijk dat de misgelopen revenuen bij alternatieve aanwending expliciet in beschouwing worden genomen. Het verwerken van de kosten van het eigen vermogen in EVA of Economic Profit is hiervan een manifestatie.

Door EVA of Economic Profit binnen organisaties te gebruiken kan dus worden gekomen tot een betere allocatie van vermogen binnen de onderneming. Daarnaast worden deze concepten gebruikt als prestatiemaatstaven waaraan de remuneratie van het management kan worden gekoppeld.

De invloed van financiële markten op de interne organisatie gaat veel verder dan het in kaart brengen van de kosten van kapitaalbeslag via EVA of Economic Profit. De financiële markt eist transparantie en dwingt min of meer af dat verantwoording wordt afgelegd. Voor de interne organisatie betekent dit dat bedrijfsonderdelen (werkmaatschappijen of divisies) een duidelijk eigen aansturing en plaats moeten hebben, waarbij soms operationele synergieën met andere bedrijfsonderdelen noodgedwongen door gesneden moeten worden. Het nastreven van synergieën creëert immers dwarsverbanden, hetgeen transparantie vermindert en het eenduidig toewijzen van verantwoordelijkheid bemoeilijkt. Juist om dit laatste effect tegen te gaan zien we een toenemende dynamiek in organisatievormen waarbij bijvoorbeeld afgezonderde *joint ventures* op een transparante wijze bepaalde synergieën trachten te vangen.

De zelfde *joint ventures*, andere samenwerkingsvormen, maar ook afsplitsingen als *spin-offs* en *equity carve-outs* wijzen ook op een andere, mede door financiële markten geïnspireerde ontwikkeling. In toenemende mate is er namelijk flexibiliteit vereist. Kon een onderneming vroeger voor lange tijd een relatief constante verschijningsvorm hebben, vandaag de dag zien we een levende handel in delen van ondernemingen, waarmee ondernemingen op een actieve manier hun *business portfolio* over de tijd veranderen. De dynamiek is duidelijk toegenomen. De financiële markten spelen hierin een actieve rol.[23]

Het voorgaande betekent niet dat wij al die activiteit alleen maar positief waarderen. De ambities van ondernemingen zijn vaak veel te groot, en we spraken al eerder over de modeverschijnselen die financiële markten in hun greep kunnen hebben. Bovendien is het doen van transacties op het overnamefront vaak nogal verleidelijk voor het management. Een overname is zichtbaar en snel gerealiseerd. Het runnen van een bedrijf vereist een heel wat langere adem. Toch mag het positieve nieuws niet worden onderschat. Met de druk van financiële markten worden ondernemingen gedwongen

over vernieuwing na te denken. De onderneming als institutionele vorm wordt hiermee minder rigide.[24]

6.2 Consequenties voor 'corporate governance'

Goed ontwikkelde financiële markten faciliteren herstructureringen van ondernemingen. Voorbeelden hiervan zijn overnames van slecht presterende ondernemingen, of problemen die ondernemingen ondervinden als zij laag genoteerd staan op de beurs. Een typische illustratie van de invloed van financiële markten betreft de aggressieve, vaak zelfs vijandige overnames die vooral in de jaren tachtig opgeld deden in de Verenigde Staten. Een niet te verwaarlozen brandstof voor deze overnametransacties waren hoog-risicodragende obligaties (*junk bonds*), waarvoor toen pas een markt was ontstaan (Jensen, 1989).

De *corporate governance* problematiek is echter breder en ook de invloed van financiële markten gaat veel verder dan het faciliteren van vijandige overnames. De Angelsaksische praktijk laat zien dat met een dominante rol van financiële markten andere eisen worden gesteld aan *corporate governance*. Aandeelhouders eisen wezenlijke invloed. Beperking van zeggenschap via certificering van aandelen of andere beschermingsconstructies staat hiermee op gespannen voet. Ook moeten aandeelhouders ten opzichte van elkaar worden beschermd. De bescherming van minderheidsaandeelhouders is hiervan een belangrijk voorbeeld.[25] Daarnaast worden er veel grotere waarborgen gevraagd voor een eerlijke handel in aandelen. Transparantie, tijdige *disclosure* (publiek vrij geven van informatie) en een actief markttoezicht met duidelijke regelgeving (bijvoorbeeld op het punt van handel met voorwetenschap) worden als cruciaal ervaren.

Al deze zaken zijn verbonden aan een meer op marktoriëntatie gebaseerde *corporate governance*. Voor Nederland houdt dit grote veranderingen in. Op het punt van *disclosure*, transparantie en markttoezicht is al grote vooruitgang geboekt. Dit geldt in veel mindere mate voor de zeggenschapsbeperkingen van aandeelhouders. Op dit punt is er nog een lange weg te gaan. Enige vooruitgang is echter wel degelijk geboekt. Het is inmiddels de praktijk dat het management serieus verantwoording moet afleggen aan aandeelhouders. Dit is wel eens anders geweest. Wat nog geen algemene acceptatie heeft gevonden is dat aandeelhouders ook daadwerkelijk moeten kunnen ingrijpen als zij vinden dat hun belangen worden geschaad. Toch is dit een onmisbaar onderdeel van een meer op de financiële markt gericht *corporate governance* systeem.

Het laatste punt vergt inzicht in hoe *corporate governance* via de afstandelijke markt verloopt vergeleken met de meer nabije en relatie-georiënteerde *governance*, waarbij banken of een instituut als de Raad van Commissarissen met een breed mandaat een centrale rol spelen. Wat is het cruciale verschil?

Corporate governance vanuit de financiële markt vindt meer op afstand plaats, en is

veelal gebaseerd op ruwere informatie dan de informatie die beschikbaar is bij een meer relatie-georiënteerde *governance*. Dit verklaart ook de druk op transparantie en informatieverstrekking in marktsystemen. Gezien de excessieve kosten van toezicht (duplicatie) en de *free-rider* problemen verbonden aan gespreid aandeelhoudersbezit ten opzichte van het meer geconcentreerde relatie-*governance*, ligt een periodieke bemoeienis voor de hand (in plaats van een meer continue toezicht). Op zichzelf kan dit effectief zijn, mits op deze periodieke momenten ingegrepen kan worden indien dit echt nodig is. Zonder echte machtsmiddelen zouden aandeelhouders door middel van continue pressie en toezicht moeten trachten enige invloed af te dwingen, maar dat is gezien de duplicatie van de kosten van toezicht en *free-riding* in financiële markten bijna onmogelijk.[26]

Het bovenstaande is ons inziens de kern van de *corporate governance* problematiek. Een profilering van financiële markten leidt tot een meer afstandelijke *governance*, en dit op zichzelf is alleen effectief als er concrete mogelijkheden voor aandeelhouders zijn om in te grijpen.[27] Voor het management biedt dit overigens voordelen. Aandeelhouders die de mogelijkheid hebben om in te grijpen als het echt nodig is, zullen veel eerder bereid zijn een krachtig mandaat te geven aan het management, en veel minder geneigd zijn over de schouder van het management mee te regeren.

7. Slot

In dit preadvies is benadrukt dat een verdere proliferatie van financiële markten is te verwachten. In termen van de financiering van ondernemingen zal dit leiden tot een toenemende financiering uit de financiële markt, en ten koste gaan van het belang van bancaire financiering. Ongetwijfeld heeft dit consequenties voor de positionering van banken. Wij hebben echter aangegeven dat er een belangrijke complementaire rol blijft bestaan voor banken bij de financiering van ondernemingen.

Voor ondernemingen is de verschuiving van financiering naar de financiële markt van bescheiden betekenis. Van echt wezenlijke betekenis is de disciplinering die financiele markten afdwingen. De interne organisatie van ondernemingen en de structuur van *corporate governance* worden door de proliferatie van financiële markten fundamenteel beïnvloed.

In dit preadvies is ook stilgestaan bij de vraag of een (te) grote afhankelijkheid van de financiële markt wenselijk is. Wij hebben beargumenteerd dat ondernemingen strategische speelruimte moeten behouden. Een goede *corporate governance* waarbij vertrouwen wordt gekweekt bij de belangrijkste *stakeholders*, met name de aandeelhouders, is hiervoor ongetwijfeld van groot belang. Een bepaalde mate van onafhankelijkheid van de financiële markten door het faciliteren van een interne kapitaalmarkt kan echter ook nuttig zijn. Dit laatste houdt in dat binnen een onderneming bepaalde activiteiten worden gecombineerd die elkaar qua kasstromen en/of investeringsbe-

hoeftes ondersteunen.

Hier past wel een grote waarschuwing. Het nastreven van een dergelijke vorm van financiële synergie kent ook grote risico's. Conglomeraten zijn vaak inefficiënt en neigen naar het misalloceren van *resources*. Niet voor niets worden veel conglomeraten tegen een diversificatiekorting op de beurs verhandeld. Wij hebben laten zien dat de latente inefficiënties van een conglomeraat grote beperkingen opleggen aan de mate van heterogeniteit van de daarin gecombineerde activiteiten. Dit betekent in wezen dat een grote focus in activiteiten noodzakelijk is; het nastreven van financiële synergie wordt door deze focus begrensd. Bovenal echter mag een conglomeraat zich niet onttrekken aan marktdiscipline. Dit betekent dat er een interne organisatie moet zijn die transparantie faciliteert, en een aansturing waarbij het afleggen van verantwoording voorop staat.

Al met al is er een nogal delicate balans in de relatie tussen onderneming en financiële markt. De disciplinering van de markt en de transparantie die zij afdwingt zijn van grote waarde. Tegelijkertijd vereist succesvol ondernemerschap een voldoende mate van strategische speelruimte.

Noten

[1] De auteurs zijn veel dank verschuldigd aan Jeroen Ligterink voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit preadvies.

[2] Tot ver in de negentiende eeuw werden aandelen veelal onderhands verhandeld. In toenemende mate ontstonden er echter georganiseerde lokale financiële markten. In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld, werden tussen 1827 en 1914 maar liefst 22 lokale aandelenbeurzen opgericht (Kindleberger, 1993: 194).

[3] Ondernemingen die willen herstructureren willen dit mogelijk niet doen terwijl ze nog op de beurs genoteerd staan. Het kan voordelen hebben om de onderneming eerst van de beurs te halen via een *leveraged buy out* (LBO) of een *management buy out* (MBO). De structureel lage waardering van *smallcaps* en *midcaps* in Nederland kan ook een overweging voor ondernemingen zijn om een beursnotering te heroverwegen.

[4] Voor een overzicht van de gevolgen van informatie-asymmetrie voor de financiering van de onderneming, zie Boot en Verheyen (1997).

[5] Wij denken hier met name aan ondernemingen die door tegenvallende marktomstandigheden in een financieel krappe positie zijn geraakt, maar op termijn wel degelijk perspectief hebben. Voor nieuwe startende ondernemingen met een hoog risicoprofiel en een nog te bewijzen toekomstperspectief is veelal risicodragend vermogen (bijv. *venture capital*) een betere financieringswijze.

[6] Zie Boot *et al*. (1993) en Schmeits (2001).

[7] Zie Gertner *et al*. (1994), Diamond (1993), Berglöf en Von Thadden (1994), en Gorton en Kahn (2000).

[8] Dit probleem is groter naarmate de claim van de bank een lagere prioriteit heeft (Boot, 2000). Een bank met hogere prioriteit kan zich harder opstellen, en dit kan in het belang zijn van iedereen (onderneming én andere crediteuren). De extra onderhandelingskracht die banken in geval van prioriteit hebben kan als volgt worden toegelicht. Stel dat de bank onder dreiging met kredietopzegging tracht de debiteur te dwingen tot een andere strategie. Als de bank geen prioriteit heeft zal de debiteur dit dreigement niet echt geloofwaardig vinden, omdat de bank veel te verliezen heeft als de onderneming door het opzeggen van het krediet ten onder gaat (de *junior claim* van de bank is dan slechts ten dele gedekt). Als de bank prioriteit heeft is de positie van de bank veel zekerder, waardoor haar dreigement aan geloofwaardigheid wint.

[9] Deze *feedback* rol van de financiële markt kan niet worden gerepliceerd door bancaire financiering, omdat in dergelijke bilaterale relaties minder verschillende brokjes informatie worden gecreëerd. Bovendien vinden evaluaties van de kredietwaardigheid van een onderneming per definitie slechts periodiek plaats, zoals bijvoorbeeld bij het hernieuwen van een lening (Allen, 1993).

[10] Ook vergroten financiële markten de *exit*-mogelijkheden voor verschaffers van *venture capital*, doordat ze beursintroducties vergemakkelijken (Black en Gilson, 1999). Dit kan leiden tot een grotere bereidheid van verschaffers van durfkapitaal om te investeren in startende ondernemingen.

[11] Een dergelijk myopisch gedrag kan worden versterkt door het rigide karakter van financiering uit de financiële markt. Zo kunnen ondernemingen die obligaties hebben uitgegeven mogelijk de voorkeur geven aan conservatieve investeringen die op korte termijn een veilig rendement laten zien boven risicovollere investeringen die op lange termijn beter zijn voor de onderneming, omdat obligatieleningen in geval van insolventie moeilijker heronderhandelbaar zijn (Dewatripont en Maskin, 1995). Dit is mogelijk een meer algemeen punt: een te grote afhankelijkheid van externe financiers kan belemmerend werken (zie ook de Box verderop in de tekst).

[12] Zie bijvoorbeeld Diamond (1991) en Hoshi *et al*. (1991).

[13] Boot en Thakor (2001) laten zien dat dit een averechtse strategie is van banken. Juist in een concurrerende omgeving zou een relatie-oriëntatie aan belang kunnen winnen om pure prijsconcurrentie te ontlopen.

[14] Een belangrijk vraagstuk is hoe wordt omgegaan met de steeds grotere omvang van publiekelijk beschikbare informatie. In de traditionele financieringstheorie wordt er van uitgegaan dat publiekelijk beschikbare informatie 'automatisch' wordt verwerkt en in marktprijzen tot uitdrukking komt. Het meer recente onderzoek laat dit automatisme los en onderkent dat dergelijke informatie verwerkt en geïnterpreteerd moet worden. In dit proces zouden banken als processors van informatie een belangrijke rol kunnen gaan spelen (Boot en Thakor, 2001).

[15] Het zal ook moeilijker voor banken zijn om ondernemingen met gunstige leningvoorwaarden te subsidiëren. Immers, met meer concurrentie en transparantie is het lastiger om subsidies later terug te verdienen. Partijen die eigen vermogen verstrekken kunnen dit in principe wel. Eigen vermogen deelt namelijk in de opbrengsten verbonden aan goede uitkomsten (dit in tegenstelling tot vreemd vermogen; bij deze financieringsvorm is de vergoeding begrensd). Dit kan betekenen dat financiers die zich orienteren op de verschaffing van eigen vermogen, bijvoorbeeld *private equity* firma's, aan belang zullen gaan winnen.

[16] Een ander belangrijk verschil tussen interne kapitaalmarkten en externe financiering (bijvoorbeeld bancaire financiering) is dat in het geval van interne kapitaalmarkten het financierende moederbedrijf alle eigendomsrechten heeft met betrekking tot het gefinancierde project. Dit geeft de moederonderneming in vergelijking met alternatieve externe vermogensverschaffers een gebalanceerder belang in het welslagen van de activiteit (Gertner *et al*., 1994). In het geval van bancaire financiering bijvoorbeeld, heeft de bank alleen zeggenschap over de activa van het gefinancierde project indien insolventie optreedt. Zelfs indien de bank over dezelfde kwaliteit informatie kan beschikken als de moederonderneming kan dit leiden tot een mindere betrokkenheid van de bank. Dit argument gaat er wel vanuit dat het management optimale prikkels heeft om het ondernemingsbelang te dienen.

[17] Overigens kan dit *free cash flow* probleem worden verminderd indien de financiële structuur van het conglomeraat wordt aangepast door meer met vreemd vermogen te financieren en de hoeveelheid eigen vermogen terug te brengen. De rentelasten op het vreemd vermogen zullen dan de *free cash flow* doen dalen (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Li en Li, 1996).

[18] In interessant recent onderzoek wijst Whited (2001) op meetfouten in de bepaling van Tobins *q* in bestaand empirisch onderzoek. Na correctie komt hij tot de conclusie dat niet is aangetoond dat een verstoorde interne allocatie van middelen (met dienovereenkomstige investeringsinefficiënties) de diversificatiekorting verklaart. Onze interpretatie hiervan is dat het buitengewoon ingewikkeld is om tot statistisch significante resultaten te komen gezien de gebrekkige beschikbaarheid van data over het interne ondernemingsgebeuren.

[19] In het geval van een *spin-off* worden de aandelen van de verzelfstandigde divisie geplaatst bij de bestaande aandeelhouders van de onderneming. In het geval van een *equity carve-out* worden de aandelen van de divisie rechtstreeks geplaatst in de markt (via een partiële publieke emissie) maar behoudt het moederbedrijf veelal een meerderheidsbelang.

[20] Uiteraard is de grote dynamiek in het ondernemingslandschap niet alleen terug te voeren tot de proliferatie van financiële markten. Ontwikkelingen in de informatietechnologie hebben bijvoorbeeld een grote invloed op de wijze waarop ondernemingen worden aangestuurd en hebben het ook mogelijk gemaakt om ondernemingen decentraler en flexibeler te organiseren. Deze zelfde informatietechnologie is overigens ook een van de drijvende krachten achter de proliferatie van financiële markten (zie paragraaf 4.3).

[21] Het toenemende belang van de financiële markt heeft het belang van accounting grootheden wat vervaagd ten gunste van de marktgerelateerde EVA en Economic Profit concepten. Het belangrijkste hierin is dat accounting grootheden het kapitaalbeslag van een onderneming niet in beschouwing nemen. De prestaties van een onderneming worden uitgedrukt in een winstcijfer dat los staat van de in de onderneming vastgelegde financiële middelen, althans voor wat het eigen vermogen betreft. EVA of Economic Profit corrigeren hiervoor door op het resultaat van de onderneming ook de 'opportunity cost' van het totale vermogensbeslag in mindering te brengen.

[22] EVA en Economic Profit benaderingen zijn bedoeld om op waardecreatie te sturen. Een theoretisch correcte manier om dat te doen is om over een bepaalde periode te bekijken wat de invloed van ondernemingsbeslissingen is geweest op de huidige kasstroom, maar ook op de te verwachten toekomstige kasstromen. Het totale effect meet, na discontering, de (extra) waarde die in die periode is gegenereerd. Deze aanpak is echter zeer complex. Het is met name heel moeilijk om toekomstige kasstromen (en dan nog wijzigingen in de verwachtingen hieromtrent) te schatten. De kaptalisatie van de onderneming op de beurs geeft hiervan een indicatie maar deze is nogal volatiel en geeft bovendien alleen een maatstaf voor de onderneming als geheel. Een desaggregatie naar de afzonderlijke *business units* is hiermee niet te maken. In de praktijk betekent dit dat de EVA en Economic Profit concepten nogal statisch wor-

den gebruikt en toekomstige periodes grotendeels negeren. Veelal wordt dus alleen gekeken naar de huidige (gerealiseerde) kasstromen. Wel wordt er in het ontwerp van managementcompensatiecontracten een link gelegd naar de toekomst door bijvoorbeeld een deel van de huidige compensatie niet uit te keren maar afhankelijk te maken van in de toekomst te realiseren kasstromen.

[23] De te verwachten grotere dynamiek in eigendomsverhoudingen zal zich ook manifesteren in een groter aantal ondernemingen dat voor een belangrijk deel in handen is van eigen werknemers. Dit hangt onder meer samen met het toegenomen belang van de factor *human capital*. Hoewel niet expliciet genoemd in dit preadvies, is deze ontwikkeling ook van een wezenlijk belang.

[24] Een interessant boek dat het contrast tussen het operationeel runnen van een bedrijf en vernieuwing via *business building and trading* bespreekt is Foster en Kaplan (2001).

[25] In de Europese context betreft dit het ontwerp van de Dertiende EG-Richtlijn die betrekking heeft op de bescherming van aandeelhouders tegen een aandeelhouder die een controlerend belang heeft verworven.

[26] Merk op dat wij eerder aangaven dat de continue prijsvorming in de financiele markten een permanente toetsing en passieve disciplinering faciliteert (zie paragraaf 4.2.). Hier gaat het om periodiek, actief en direct ingrijpen door de aandeelhouders.

[27] Een uitgebreide beoordeling van *corporate governance* in Nederland is opgenomen in Boot (1999). Boot en Macey (2000) betogen dat door veranderingen in de activastructuur van ondernemingen (activa zijn beter verhandelbaar geworden) een meer afstandelijke *governance*-structuur optimaal wordt, hetgeen parallel loopt met de waargenomen grotere dominantie van financiële markten.

Literatuur

Alchian, A. (1969) Corporate Management and Property Rights, in: Manne, H. (ed.) *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington, DC: American Enterprise Institute.

Allen, F. (1993) Stock Markets and Resource Allocation, in: Mayer, C. & X. Vives (eds.) *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge: Cambridge University Press.

Allen, F. & D. Gale (1994) *Financial Innovation and Risk Sharing*, Cambridge, MA: MIT Press.

Berger, P. & E. Ofek (1995) Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.

Berglöf, E. & E. Von Thadden (1994) Short-Term versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors, *Quarterly Journal of Economics* 109, 1055-1084.

Berlin, M. & L. Mester (1992) Debt Covenants and Renegotiation, *Journal of Financial Intermediation* 2, 95-133.

Bhattacharya, S. & G. Chiesa (1995) Proprietary Informaton, Financial Intermediation, and Research Incentives, *Journal of Financial Intermediation* 4, 328-357.

Black, B. & R. Gilson (1999) Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 36-48.

Boot, A. (1997) Financiële Markten en Concurrentie, in: Jager, H. (red.) *De EMU in breed perspectief, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 1997*, Utrecht: Lemma, 131-169.

Boot, A. (1999) Corporate Governance: hoe nu verder?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 533-544.
Boot, A. (2000) Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.
Boot, A., S. Greenbaum & A. Thakor (1993) Reputation and Discretion in Financial Contracting, *American Economic Review* 83, 1165-1183.
Boot, A., J. Ligterink & A. Schmeits (1997) *De kosten van vreemd vermogen in internationaal perspectief*, Onderzoeksrapport voor het Ministerie van Financiën, Universiteit van Amsterdam.
Boot, A. & J. Macey (2000) Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance, *Working Paper*, Universiteit van Amsterdam.
Boot, A. & A. Schmeits (2000) Market Discipline and Incentive Problems in Conglomerate Firms with Applications to Banking, *Journal of Financial Intermediation* 9, 240-273.
Boot, A. & A. Thakor (1997) Financial System Architecture, *Review of Financial Studies* 10, 693-733.
Boot, A. & A. Thakor (2000) Can Relationship Banking Survive Competition?, *Journal of Finance* 55, 679-713.
Boot, A. & A. Thakor (2001) The Many Faces of Information Disclosure, *Review of Financial Studies* 14, 1021-1057.
Boot, A. & P. Verheyen (1997) *Financiering en macht: van financiële structuur tot beheersstructuur*, Deventer: Kluwer Bedrijfsinformatie.
Daley, L., V. Mehrotra & R. Sivakumar (1997) Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spinoffs, *Journal of Financial Economics* 45, 257-281.
Davies, S. & D. Smith (2001) Trends in External Corporate Financing, *Working Paper*, Federal Reserve Board, Washington DC.
De la Vega (1688) *Confusion de Confusiones*, translated by H. Kallenbenz, Kress Library of Business and Economics, Harvard University, Cambridge, MA.
Dewatripont, M. & E. Maskin (1995) Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies, *Review of Economic Studies* 62, 541-555.
Diamond, D. (1984) Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
Diamond, D. (1991) Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy* 99, 689-721.
Diamond, D. (1993) Seniority and Maturity of Debt Contracts, *Journal of Financial Economics* 33, 341-368.
Flannery, M., J. Houston & S. Venkataraman (1993) Financing Multiple Investment Projects, *Financial Management* 22, 161-172.
Foster, R. & S. Kaplan (2001) *Creative Destruction*, New York: Doubleday Publishers.
Gertner, R., D. Scharfstein & J. Stein, (1991) A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization, *Journal of Finance* 46, 1189-1222.
Gertner, R., D. Scharfstein & J. Stein (1994) Internal versus External Capital Markets, *Quarterly Journal of Economics* 109, 1211-1230.
Gorton, G. & J. Kahn (2000) The Design of Bank Loan Contracts, *Review of Financial Studies* 13, 331-364.
Grossman, S. & J. Stiglitz (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 70, 393-408.
Holmström, B. & J. Tirole (1993) Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economics* 101, 678-709.
Hoshi, Kashyap & D. Scharfstein (1991) Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japans Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-389.
Jensen, M. (1989), The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* September-

October, 61-74.
Kindleberger, C. (1993) *A Financial History of Western Europe* 2nd edition, Oxford: Oxford University Press.
Lamont, O. (1997) Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets, *Journal of Finance* 52, 83-109.
Lamont, O. & C. Polk (2001) The Diversification Discount: Cash Flows versus Returns, *Journal of Finance* 56, 1693-1721.
Li, D. & S. Li (1996) A Theory of Corporate Scope and Financial Structure, *Journal of Finance* 51, 691-709.
Matsusaka, J. & V. Nanda (1997) Internal Capital Markets and Corporate Refocusing, *Working Paper*, University of Michigan.
Mayer, C. (1988) New Issues in Corporate Finance, *European Economic Review* 32, 1167-1189.
Meyer, M., P. Milgrom & J. Roberts (1992) Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, *Journal of Economics and Management Strategy* 1, 9-35.
Myers S. & N. Majluf (1984) Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors don't have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
Petersen, M. & R. Rajan (1995) The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships, *Quarterly Journal of Economics* 110, 407-443.
Rajan, R. (1992) Insiders and Outsiders; The Choice between Informed and Arm's Length Debt, *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
Rajan, R., H. Servaes & L. Zingales (2000) The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance* 55, 35-80.
Rajan, R. & L. Zingales (2001a) The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, *Working Paper*, Graduate School of Business, University of Chicago.
Rajan, R. & L. Zingales (2001b) Capital, Labor, Finance, and the New Corporation, *Working Paper*, Graduate School of Business, University of Chicago.
Ramakrishnan, R. & A. Thakor (1984) Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation, *Review of Economic Studies* 51, 415-432.
Saunders, A. & A. Schmeits (2001) The Role of Bank Funding for the Corporate Sector in the Netherlands, with Some International Comparisons, *Research Report*, Amsterdam Center for Corporate Finance.
Scharfstein, D. & J. Stein (2000) The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
Schipper, K. & A. Smith (1986) A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring, *Journal of Financial Economics* 15, 153-186.
Schmeits, A. (2001) Discretion in Bank Contracts and Bank-Firm Relationships, *Working Paper*, Washington University in St. Louis.
Sharpe, S. (1990) Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships, *Journal of Finance* 45, 1069-1087.
Shin, H. & R. Stulz (1998) Are Internal Capital Markets Efficient?, *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552.
Stiglitz, J. & A. Weiss (1981) Credit Rationing in Markets with Perfect Information, *American Economic Review* 71, 393-410.
Stulz, R. (1990) Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
Stein, J. (1989) Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics* 104, 655-669.
Stein, J. (1997) Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, *Journal of Finance* 52, 111-133.
Whited, T. (2001) Is it Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount?, *Journal of Finance* 56, 1667-1691.

Williamson, O. (1975) *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-Trust Implications*, New York: Collier Macmillan Publishers.
Yosha, O. (1995) Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Sources, *Journal of Financial Intermediation* 4, 3-20.

Appendix Tabel I
Voor- en nadelen van bancaire financiering; samenvatting inzichten

Voordelen bancaire financiering		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
Ex ante *screening* en ex post *monitoring*	Financiële intermediairs kunnen effectiever en tegen lagere kosten informatie produceren (en hergebruiken), en vertrouwelijkheid garanderen van *proprietary* (ondernemingsspecifieke) informatie	Voordelig voor ondernemingen met een lage kredietwaardigheid, nieuwe ondernemingen, ondernemingen met strategische en concurrentie-gevoelige informatie, en ondernemingen onderhevig aan *incentive* problemen
Intertemporal smoothing	Banken kunnen in het geval van meer-perioden relaties met ondernemingen bereid zijn deze in de beginfase te subsidiëren (en aanloopverliezen te lijden), indien ze deze subsidies later kunnen terugverdienen	Voordelig voor ondernemingen met goede vooruitzichten die (tijdelijk) in financiële moeilijkheden verkeren. Kan eventueel ook voordelig zijn voor nieuwe ondernemingen die in hoge mate onderhevig zijn aan informatieproblemen (hoewel hiervoor *venture capital* meer geschikt lijkt)
Flexibiliteit	Relaties tussen banken en ondernemingen zijn minder rigide, waardoor leningvoorwaarden beter kunnen worden afgestemd op 'harde' informatie (middels covenanten) en 'zachte' informatie	Voordelig voor ondernemingen met een lage kredietwaardigheid die onderhevig zijn aan *incentive* problemen en belangenconflicten
Concentratie van financiering	De concentratie van bancaire financiering kan tijdige interventie en efficiënte heronderhandelingen faciliteren in geval van financiële problemen	Algemeen voordeel
Nadelen bancaire financiering		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
Soft budget constraint probleem	Het geconcentreerde karakter van bancaire financiering kan leiden tot inefficiënte herfinanciering in geval van financiële moeilijkheden, en tot verstoringen van ex ante *incentives*	Minder nadelig voor ondernemingen met verhandelbare activa (waardoor liquidatie minder kostbaar is). Met name nadelig bij onomkeerbare investeringen
Hold up probleem	De productie van *proprietary* informatie door banken kan leiden tot een informatie-monopolie en exploitatie van de onderneming door een bank, en kan dientengevolge leiden tot ex ante *incentive* problemen	Meest nadelig voor ondernemingen waar informatie-problemen groot worden (blijven) over de tijd

Appendix Tabel II
Voor- en nadelen van financiering uit de financiële markt; samenvatting inzichten

Voordelen financiële markt financiering		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
Marktdiscipline	Financiële markten onderwerpen ondernemingen aan marktdiscipline en dwingen communicatie af naar beleggers (*investor relations*)	Algemeen voordeel
Monitoring performance management	Financiële markten vergemakkelijken overnames van slecht presterende ondernemingen, en maken koppeling van remuneratie managers aan de aandelenkoers mogelijk	Algemeen voordeel
Informatie-aggregatie en *feedback* rol	Beurskoersen reflecteren de geaggregeerde opinie van beleggers over het optimale ondernemingsbeleid en geven preciezere prijssignalen aan managers	Voordelig voor ondernemingen in concurrerende bedrijfstakken met snel veranderende marktcondities en nieuwe en snel veranderende technologieën
Gedecentraliseerde financiering	Het gespreide karakter van financiële markt financiering voorkomt *soft budget constraint* problemen	Moeilijke heronderhandelbaarheid belangrijk waar ex ante discipline vereist is: ondernemingen die in sterke mate onderhevig zijn aan *moral hazard* problemen en waarvoor onverwachte heronderhandelingen ex post niet vaak nodig zijn.
Risico-deling en liquiditeit	Financiële markten maken een efficiëntere risico-deling mogelijk en verschaffen liquiditeit	Algemeen voordeel
Nadelen financiële markt financiering		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
'Myopisch' gedrag (korte termijn gedrag)	Managers kunnen te grote nadruk geven aan korte-termijn winstgevendheid van investeringen	Met name accuut probleem voor ondernemingen zonder reputatie in de financiële markt
Coördinatie- en *free-rider*-problemen	Gespreid aandelenbezit leidt tot minder *monitoring;* gespreid obligatiebezit maakt heronderhandelingen in geval van financiële problemen moeilijker	Minder nadelig voor gevestigde ondernemingen met een goede kredietwaardigheid en goede (winst)vooruitzichten
Hypes	*Hot* en *cold issue markets* leiden tot grote fluctuaties in aandelenkoersen	Strek schommelende kosten van eigen vermogen, met name voor groei-georienteerde ondernemingen

Appendix Tabel III
Voor- en nadelen interne kapitaalmarkten; samenvatting inzichten

Voordelen interne kapitaalmarkten		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
Internal slack	De opbouw van financiële reserves maakt ondernemingen minder afhankelijk van de financiële markt (en externe financiering in het algemeen) en staat ondernemingen toe zich te richten op een lange termijn beleid	Voorkomt onderinvesteringen en kredietrantsoenering in het geval van het bestaan van informatie- en *incentive*-problemen tussen ondernemingen en externe financiers
Co-insurance en diversificatievoordelen	*Pooling* van financiële *resources* verlaagt het faillissementsrisico van de onderneming	Voordelig indien de rendementen (kasstromen) van de activiteiten in een onderneming niet perfect gecorreleerd zijn
Control-rechten en eigendomsstructuur	Hoofdkantoor heeft eigendomsrechten over divisies waardoor *monitoring* verbetert en activa gemakkelijker kunnen worden geheralloceerd	Voordelig indien de activa van een divisie niet te specifiek zijn en binnen de onderneming voor andere doeleinden kunnen worden ingezet
Efficiëntere allocatie van vermogen over divisies	Interne kapitaalmarkten maken het mogelijk een beperkt investeringsbudget optimaal te (her)alloceren aan de meest waarde-creërende activiteiten	Voordelig indien de activiteiten in de onderneming aan elkaar gerelateerd zijn, niet te divers zijn in termen van *corporate resources*, en de omvang van de onderneming niet te groot is
Nadelen interne kapitaalmarkten		
Argument	***Omschrijving***	***Implicaties***
Free cash flow probleem en gebrek aan marktdiscipline	Interne kapitaalmarkten vergroten de hoeveelheid financiële *resources* onder het beheer van een CEO en kunnen leiden leiden tot overinvesteringen	Nadelig voor ondernemingen met een grote hoeveelheid *free cash flows* en weinig goede investeringsmogelijkheden
Verstoringen in *incentives* en *influence costs*	Op divisie-niveau kunnen interne kapitaalmarkten aanleiding geven tot *free-riding* en andere verstoringen in ex ante *incentives*, en lobby-activiteiten	Nadelig indien de gecombineerde activiteiten in de onderneming minder aan elkaar gerelateerd zijn, en naarmate investeringsmogelijkheden van activiteiten meer uiteenlopen
Inefficiëntie allocatie van vermogen over divisies en *cross-subsidies*	Interne kapitaalmarkten kunnen resulteren in inefficiënte *cross-subsidies* van winstgevende naar minder winstgevende activiteiten (*corporate socialism*)	Nadelig indien de investeringsmogelijkheden van de gecombineerde activiteiten meer van elkaar verschillen