

# **Corporate Governance: een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie**

door C. VAN HULLE\*

## **I. INLEIDING**

Corporate governance of het ontwikkelen van optimale beslissingsstructuren waarbinnen het topmanagement van een bedrijf kan functioneren is aan de orde van de dag. Dit is vermoedelijk geen toeval: de felle concurrentie en de drastische technologische en economische veranderingen geven aanleiding tot het in vraag stellen van bestaande beslissingsstructuren. Zo wordt in België vaak het Angelsaksische model van corporate governance als nastreefbaar voorbeeld genomen. In de Angelsaksische wereld vinden bedrijven niet alleen gemakkelijker de weg naar de beurs, maar zijn ook de verhoudingen tussen aandeelhouders, topmanagement en raad van bestuur in beursgenoteerde ondernemingen vaak anders dan bij ons. In het bijzonder is daar bij vele beursgenoteerde ondernemingen het aandeelhouderschap verspreid en wordt het bedrijf geleid door een relatief onafhankelijk management. De raad van bestuur die op het management toezicht houdt bestaat dikwijls voor een groot deel uit onafhankelijke bestuurders, d.w.z. bestuurders die niet tot het management behoren, geen groot-aandeelhouders vertegenwoordigen en buiten hun bestuursmandaat geen enkele belangenrelatie met het bedrijf hebben. Dit staat in scherp contrast met de Belgische situatie. Ondernemingen vinden zelden de weg naar de publieke kapitaalmarkt. Ook in beursgenoteerde bedrijven is het aandeelhouderschap geconcen-

---

\* Departement Toegepaste Economische Wetenschappen, K.U.Leuven, Leuven.

treerd en de referentieaandeelhouder (of blok van referentieaandeelhouders) controleert het management en tekent mede de strategische opties uit. Daarenboven wordt de raad van bestuur vaak samengesteld proportioneel met de eigendomsposities van de belangrijkste eigenaars en zijn onafhankelijke bestuurders tot nu toe bijna onbestaande. De huidige vergelijkingen met het Angelsaksische systeem geven dan ook aanleiding tot het in vraag stellen van de rol van de referentieaandeelhouder en van de thans gangbare relaties tussen management, raad van bestuur en aandeelhouders.

Het evalueren en eventueel aanpassen van de corporate governance regels is echter geen sinecure. Heel wat belangen dienen in evenwicht te worden gehouden. Bovendien interageren de meeste elementen veelvuldig met elkaar, zowel in positieve als negatieve zin, en de effecten van deze interactie kunnen op korte termijn verschillend zijn van die op lange termijn. Het hoeft dan ook geen verwondering te wekken dat er in het debat over wat de ideale governance regels zouden zijn geen eensgezindheid bestaat. Men zou zich zelfs de vraag kunnen stellen of er in een wereld van grote diversiteit en voortdurende verandering wel optimale regels zijn.

Dit artikel geeft een overzicht van de bestaande 'finance'-literatuur omtrent corporate governance en poogt de voor- en nadelen van het Belgische corporate governance systeem te vergelijken met die van het Angelsaksische. Daartoe wordt in de tweede paragraaf het concept van corporate governance nauwkeuriger gedefinieerd. Hier blijkt dat het systeem van corporate governance wordt bepaald door de wijze waarop zogenaamde managementdisciplineringsmechanismen worden ingeschakeld. Deze mechanismen worden dan ook gedefinieerd en geëvalueerd in de derde paragraaf. Daarna komen de verschillen in gebruik tussen de Angelsaksische wereld en Continentaal Europa aan bod. De vijfde paragraaf behandelt de bestaande empirische evidentie omtrent de effectiviteit van deze mechanismen. In de laatste paragraaf tenslotte volgen de besluiten voor België.

## II. WAT IS CORPORATE GOVERNANCE?

De visie op wat corporate governance is wordt grotendeels bepaald door het antwoord op de vraag: wat is een bedrijf? Op dit ogenblik wordt door economen meestal aangenomen dat een bedrijf een knooppunt van contracten is tussen productiefactoren (= "stakeholders")<sup>1</sup>. In deze visie wordt een onderneming gezien als een team

waarbij de leden ageren uit eigenbelang maar tegelijkertijd beseffen dat hun individuele toekomst gedeeltelijk afhangt van het overleven van het team in de competitiestrijd met andere teams. De teamleden bestaan uit het management dat zorgt voor coördinatie en beslissingen, het personeel dat de beslissingen ten uitvoer brengt en de kapitaalverschaffers die het risico dragen van het verschil tussen input en output van middelen. Corporate governance heeft dan tot doel een structuur te creëren waarbinnen de individuele belangen van de "stakeholders" optimaal in evenwicht worden gebracht zodanig dat in een competitieve omgeving het team overleeft. Het is duidelijk dat het opzetten van dergelijke structuur een zeer complex probleem is. Vandaar dat in de economische (en erg Angelsaksisch gerichte) financieeringsliteratuur typisch een gereduceerd corporate governance probleem wordt beschouwd, met name het probleem van het disciplineren van het management. Dit betekent in het bijzonder dat er wordt voor gezorgd dat het topmanagement niet zijn eigenbelang nastreeft maar de maximalisatie van de waarde van de aandelen. Deze literatuur veronderstelt meestal een beursgenoteerd bedrijf met een wijd verspreid aandeelhoudersschap zodanig dat een scheiding ontstaat tussen de kapitaalverschaffers-aandeelhouders (risico dragers) enerzijds en de leiding (het management) anderzijds. Deze veronderstelling gaat meestal niet op in Continentaal Europa waar de beurscultuur minder aanwezig is en bovendien het aandeelhoudersschap in beursgenoteerde ondernemingen een sterke concentratie vertoont. Deze concentratie doet het probleem van het eigengereide gedrag van het topmanagement vervagen maar stelt het belangenconflict tussen grote en kleine aandeelhouders in de plaats. Vandaar dat, rekening houdend met de Continentaal-Europese situatie, dit artikel 'corporate governance' voornamelijk beschouwt als het probleem van de verdeling van bevoegdheden tussen management en aandeelhouders en de structuren die hiertoe worden opgezet (b.v. raad van bestuur) zodanig dat het management zoveel mogelijk in het belang werkt van alle aandeelhouders. De belangen van andere groepen worden in deze micro-economische visie behandeld als beperkingen waarbinnen het aandeelhoudersbelang kan worden nagestreefd<sup>2</sup>. Gezien de wereld voortdurend in beweging is, valt het aandeelhoudersbelang dan ook meestal samen met het opzetten van bestuursstructuren die toelaten dat de onderneming op een optimale wijze op technologische en commerciële veranderingen alsook op toenemende concurrentie kan inspelen, en daarbij maximaal rijkdom creëert. Meteen blijken macro-

economische visie en micro-economisch belang dicht bij elkaar aan te sluiten.

### III. DISCIPLINERINGSMECHANISMEN EN TOPMANAGEMENT

Zowel in de Angelsaksische wereld als in Continentaal-Europa zijn er juridische en economische disciplineringsmechanismen voorhanden die het topmanagements ongereide nastreven van eigenbelang aan banden legt. Wegens juridische obstakels of wegens inherente economische beperkingen functioneren deze mechanismen echter niet alle even efficiënt. Deze paragraaf behandelt de voornaamste in de academische literatuur beschouwde mechanismen en vergelijkt hun werking in de Angelsaksische wereld met die in Continentaal-Europa.

#### *A. Concurrentie in de productmarkt*

Wanneer het management haar taak niet goed vervult kan, wegens de concurrentie in de productmarkt, het voortbestaan van de onderneming in het gedrang komen. Het einde van het bedrijf betekent dan ook het einde van de beslissingsmacht van dit management. Indien alle productmarkten perfect competitief zouden zijn zou er zelfs geen corporate governance probleem bestaan: de concurrentie zou ervoor zorgen dat, nadat alle productiefactoren hun door de markten bepaalde concurrentiële vergoeding zouden hebben ontvangen, er geen surplussen zouden overblijven waarover het management enige discretie zou kunnen uitoefenen. In de praktijk zijn markten echter niet perfect competitief: door de stijgende productdifferentiatie ontstaan er vaak (weliswaar tijdelijke) situaties waarin het bedrijf de concurrentie de pas kan afsnijden. Bovendien kan het voor grote bedrijven met initieel veel middelen een hele tijd duren voor dit mechanisme zijn werk doet. Zo is bekend dat b.v. I.B.M., Philips, Westinghouse, Chrysler, Kodak,... jarenlang minder efficiënt werden gerund voor overleving een acuut probleem werd. Ondertussen werden echter heel wat middelen verspild. Ook de verslagen van de in vele landen bestaande commissies ter vroegtijdige opsporing van bedrijven in moeilijkheden wijzen op het economische verlies dat gedurende de laatste jaren voorafgaand aan het faillissement optreedt. Wil een economie goed functioneren zijn andere en meer efficiënte mechanismen nodig.

## B. Concurrentie in de kapitaalmarkt

Bedrijven die willen expanderen hebben bijkomend kapitaal nodig. Wanneer een onderneming niet goed presteert zullen kapitaalverschaffers echter weigerachtig zijn vers geld ter beschikking te stellen: niet onder de vorm van een lening omdat op termijn een slechte rentabiliteit de terugbetalingscapaciteit op de helling plaatst en niet onder de vorm van eigen middelen omdat de eigenaars te weinig vergoeding voor hun inbreng mogen verwachten. Bovendien heeft de verplichting van rentebetalingen op zich een disciplinerend effect<sup>3</sup>. Zelfs wanneer het management geen eigenaar wordt van het bedrijf kan de druk van schulden een heilzame werking hebben. Zo is daar het klassiek geworden voorbeeld van Sealed Air (The Economist (1991)). Midden de jaren tachtig was deze onderneming een echte 'cash cow' geworden en de alertheid van het management nam zienderogen af. Tot Dermot Dunphy, een grote aandeelhouder, in 1989 besliste dat het bedrijf een eenmalig dividend van 40 US \$ zou uitbetalen, en dit op een ogenblik dat de beursprijs van het aandeel 45 US \$ bedroeg. Het geld voor de dividendbetaling werd voor 94 % gefinancierd door leningen. Dit creëerde een gecontroleerde crisis binnen Sealed Air welke binnen de kortste keren resulteerde in een rentabiliteitsverbetering van meer dan 50 %. De tactiek van zware schuldfinanciering werd in de Angelsaksische landen in de late jaren tachtig trouwens regelmatig toegepast. Soms lukte het echter niet: de verhoopde efficiëntieverbeteringen realiseerden zich niet, of niet snel genoeg met acute financiële problemen tot gevolg (b.v. RJR Nabisco). Ook zijn niet alle bedrijven geschikt om met een hoge schuldfinanciering te worden opgezadeld: ondernemingen met snelle groei hebben veel cash nodig en de vaste schuldverplichtingen kunnen het bedrijf verstikken; hetzelfde geldt voor ondernemingen met cyclische cash flows. Het is bovendien klaar dat voor een bedrijf met voldoende financiële reserves de disciplinerende werking van de kapitaalmarkt, net zoals de concurrentie in de productmarkt, enkel op termijn echt voelbaar wordt. Door bijvoorbeeld de groei af te remmen kunnen bedrijven zich jarenlang aan het oordeel van de financiële markten onttrekken. Dus ook dit mechanisme dient in zijn werking aangevuld te worden.

### *C. Compensatiecontracten*

Een voornamelijk in de Angelsaksische wereld ingeburgerde manier om de belangen van het topmanagement in overeenstemming te brengen met die van de aandeelhouders is het vaste salaris van dit management aan te vullen met aandelenopties. Dit mechanisme werkt het meest effectief indien het bedrijf een beursnotering heeft. In tegenstelling tot de boekhoudkundige winst of cash flow reflecteert de prijs van het aandeel niet alleen de huidige rentabiliteit maar ook de toekomstige cash flows en geeft alzo een betere maatstaf voor het succes van investeringen dan enkel de huidige winstcijfers. Van het motiverende karakter van dergelijke opties zijn vele voorbeelden bekend. Een van de meest flagrante is de redding van de Chrysler automobielfabriek tijdens de jaren tachtig. Niemand geloofde meer in de overlevingskansen van dit bedrijf tot Lee Iacocca, een succesvolle manager bij Ford, aanvaardde de leiding over Chrysler op zich te nemen tegen een jaarwedde van slechts één dollar. Lee Iacocca ontving echter ook honderdduizenden aandelenopties die hem vele miljoenen dollars opleverden nadat zijn inspanningen de prijs van het aandeel hadden opgedreven. Ook voor personeelsleden die minder invloed uitoefenen op het bedrijfsbeleid kunnen aandelenopties aantrekkelijk zijn. In een opstartend bedrijf of in een onderneming in moeilijkheden kunnen ontslagen vermeden worden als het personeel aandelenopties accepteert. Als het bedrijf succesvol is of er weer bovenop komt compenseert de waarde van de opties het vroegere verlies in salaris. Het succesverhaal en voorbeeld bij uitstek is Apple: de meeste personeelsleden (kaderleden, bedienden, arbeiders) die in de beginjaren bij het bedrijf werkzaam waren, zijn op basis van hun aandelenopties miljonair geworden. Compensatiecontracten gebaseerd op opties kunnen dus aanleiding geven tot zeer hoge jaarweddes. Vandaar ook dat de topmanager in een groter Amerikaans bedrijf in 1992 gemiddeld 4 miljoen dollar verdiende terwijl de jaarwedde van de 20 meest betaalde bedrijfsleiders tussen 127 en 11 miljoen dollar schommelde (*Business Week*, 26 april (1993)). Dergelijke weddes doen echter ook dikwijls de vraag rijzen of de topmanager dergelijke vergoedingen wel waard is. Vanuit economisch standpunt is het antwoord ja indien deze persoon de winstgevendheid van het bedrijf in overeenkomstige mate doet toenemen. In deze visie vormen dergelijke compensaties een logisch onderdeel van wat men een "synthetisch entrepreneursschap" zou kunnen noemen. Immers, door het verspreide

aandeelhouderschap van de meeste grote Angelsaksische beursgenoteerde bedrijven heeft het topmanagement zeer veel macht en beslist het niet alleen over het dagelijks beleid maar ook over de te volgen strategische opties. Deze beslissingsmacht gelijkt de facto erg goed op die van een entrepreneur. Met hogestaande vergoedingen verkrijgt het topmanagement dan ook de compensaties van een succesvolle ondernemer. Wanneer de bedrijfsleiding echter miljoenenvergoedingen op zak steekt op het ogenblik dat het bedrijf het minder goed doet is het duidelijk dat er iets mis gaat met het beloningssysteem. Dit is zeker bedenkelijk wanneer de topmanager zijn/haar vergoeding mee bepaalt. De laatste jaren komen Angelsaksische bedrijven dan ook onder druk om een compensatiecomité op te richten dat onafhankelijk van het topmanagement beloningspakketten zou samenstellen<sup>4</sup>. Volgens de beschikbare gegevens zijn in Europa en Japan de vergoedingen van de bedrijfsleiding merklijk lager en ook het gebruik van opties is beperkter<sup>5</sup>. Volgens Business Week (3 juli (1995)) zouden in Continentaal-Europa Amerikaans geïnspireerde vergoedingspakketten echter langzaam aan hun intrede doen om uitwijking van managementtalent naar de V.S. te voorkomen. Uit het voorgaande mogen we dus besluiten dat, alhoewel een passend vergoedingsstelsel de belangen van het management in lijn helpt te brengen met dat van de aandeelhouders, er minstens nood is aan een bijkomend mechanisme dat erop toeziet dat het passende beloningssysteem ook effectief geïmplementeerd wordt.

#### *D. De arbeidsmarkt voor management*

Althans in het Angelsaksische systeem zou volgens E. Fama (1980) de arbeidsmarkt voor managers het sterkste disciplineringsmechanisme zijn. Fama schetst het beeld van een competitieve arbeidsmarkt voor leidinggevend talent die ondernemingen onder druk zet om managers volgens kunnen te bevorderen en volgens verdienste te vergoeden: door een bedrijf ondergewaardeerde managers zouden immers onmiddellijk hun diensten aanbieden aan een andere onderneming en de concurrentie tussen de bedrijven zou het loon opdrijven tot het correcte en competitieve niveau. Voorts zou een bedrijf dat in zijn beloningssysteem niet voldoende performantie laat doorwegen, managers verliezen waarbij de besten de eersten zijn om te vertrekken. Volgens Fama zou bovendien binnen het bedrijf de kracht van wederzijdse supervisie zeer belangrijk zijn. Immers, iedere manager weet dat de performantie van het bedrijf van het ganse team afhangt

en dat de buitenwereld kwaliteit afmeet aan de bedrijfsprestaties. De zo gevormde reputaties bepalen de mogelijkheden van iedere individuele manager om naar alternatieve en mogelijk betere jobopportunities uit te kijken. Vandaar dat de bekommernis een degelijke reputatie op te bouwen, managers ertoe drijft hun eigen team op kwaliteit te beoordelen en bij onderperformantie, hetzij prestatieverbetterende acties te ondernemen, hetzij de onderneming te verlaten. Op deze wijze zouden alle managers op een plaats terecht komen die hun kwaliteit reflecteert, zouden zij de bedrijfsprestaties optimaliseren en bovendien zouden de compensaties correct de bijdrage van de individuele managers reflecteren. In de praktijk echter werkt de arbeidsmarkt voor managers niet zo perfect. Een deel van het menselijk kapitaal van een manager kan bedrijfsspecifiek zijn zodanig dat de overstap naar een andere onderneming niet altijd eenvoudig is. Bovendien verloopt de doorstroming van informatie omtrent de exacte managementkwaliteiten van het bedrijf naar de buitenwereld niet steeds vlekkeloos en krijgen goede krachten soms geen evenwaardige alternatieve positie aangeboden in de arbeidsmarkt. Verder geven heel wat bedrijven voor promotie in topposities de voorkeur aan interne mensen boven buitenstaanders<sup>6</sup>. In tegenstelling tot de competitieve wereld van Fama maken dergelijke beperkingen het uiteraard moeilijk voor lagergeplaatste managers hun oversten tot de orde te roepen indien deze niet voldoende hun best zouden doen. Soms maken bepaalde regels uit de sociale wetgeving het moeilijk om van een bedrijf naar een ander over te stappen (b.v. wanneer dergelijke overstap een vermindering van bepaalde sociale voordelen met zich zou brengen zoals pensioenverlies). In de praktijk kan men echter vaststellen dat, zeker bij jongere kaderleden, een gebrek aan de nodige doorgroeikansen dikwijls aanleiding geeft tot het veranderen van werkgever. Ook is in de Angelsaksische wereld het regelmatig veranderen van werkgever een onderdeel van het normale carrièreprofiel. In Centraal Europa is de arbeidsmarkt voor managers echter minder flexibel. Alhoewel een analyse van de redenen hiertoe buiten het bestek van dit artikel valt, dient toch te worden opgemerkt dat eigendomsstructuur en flexibiliteit van de arbeidsmarkt voor topkaderleden elkaar wederzijds beïnvloeden. Immers, in de praktijk gaat de referentieaandeelhouder (b.v. een familie) dikwijls het topmanagement recruterend uit eigen rangen en dit komt natuurlijk niet ten goede aan de werking van de markt voor leidinggevend talent. Al bij al kan men alsoo aannemen dat Fama's beeld van competitieve managementmarkt



meer aangepast is aan de Angelsaksische omgeving en dat zelfs in laatstgenoemde landen de concurrentie in de arbeidsmarkt voor managers niet sterk genoeg is om het topmanagement voldoende te disciplineren.

### *E. Aandeelhouders*

In principe zou vanuit de aandeelhouders - eigenaars van het bedrijf - de sterkste disciplinerende moeten uitgaan. Het management neemt immers beslissingen met hun geld. De praktijk is dikwijls anders. Veel hangt hierbij af van de structuur van het aandeelhouderschap. Bovendien bestaat er in een normale bedrijfsstructuur enkel een indirect verband tussen aandeelhouders en managers: het is het prerogatief van de raad van bestuur het management aan te stellen en er toezicht op uit te oefenen. De aandeelhouders hebben enkel het recht op de algemene vergadering al dan niet décharge te verlenen aan de raad van bestuur en de leden ervan aan te duiden<sup>7</sup>. De raad van bestuur wordt dus de toezichthouder van het management; de aandeelhouders, via hun stemrecht op de algemene vergadering, worden toezichthouders op de raad van bestuur. Wanneer het aandeelhouderschap perfect homogeen is (b.v. omdat er eigenlijk enkel 1 aandeelhouder is of omdat er een nauwe samenwerking tussen de aandeelhouders bestaat), stelt de controle van de aandeelhouder(s) op het management geen problemen. Raad van bestuur en eigendom vallen dan de facto samen en vaak geldt hetzelfde voor management en aandeelhouderschap. Zodra er echter een scheiding ontstaat tussen management en eigendom (b.v. een oudere eigenaar zonder geschikte opvolgers laat de leiding over aan een extern aangetrokken kracht) zal het management na verloop van tijd veelal een eigen machtspositie verwerven wegens het informatievoordeel: de leiding weet meer over het bedrijf dan de eigenaar en de taak van deze laatste kan zich soms versmallen tot het goedkeuren of afkeuren van de voorstellen van het management. Ondanks dit mag men verwachten dat de aandeelhouder veel macht zal behouden, temeer daar deze laatste - wegens de grootte van zijn/haar inbreng en het feit dat hij/zij weet dat niemand anders toezicht zal houden - gemotiveerd is zich in te spannen en informatie te verzamelen. De echte problemen van corporate governance ontstaan echter wanneer het aandeelhouderschap niet meer homogeen is, hetzij omdat minderheidsaandeelhouders aanwezig zijn wier belangen kunnen afwijken van die van de meerderheids-

aandeelhouder (b.v. een institutioneel stapt in het kapitaal van een familiebedrijf), hetzij omdat de eigendom verdeeld is over meerdere grote blokken van minderheidsbelangen (b.v. een familiebedrijf in de tweede of derde generatie), hetzij omdat het bedrijf op de beurs genoteerd is. Dan zou in principe de raad van bestuur de plaats moeten zijn waar de belangen van de verschillende groepen in evenwicht worden gebracht. In de praktijk is het resultaat dat de afstand tussen leiding en (sommige) aandeelhouders groter wordt. Bij een wijd verspreid aandeelhouderschap zoals dat vaak bij grote beursgenoteerde Angelsaksische bedrijven voorkomt, kan deze afstand zeer groot worden, zodanig zelfs dat in plaats van de aandeelhouders de facto het management de samenstelling van de raad van bestuur bepaalt. Het spreekt voor zich dat in dergelijke gevallen het toezicht op het management niet altijd zal verlopen zoals het hoort. Vandaar ook dat een aanpassing van het systeem van corporate governance in de Angelsaksische beursgenoteerde bedrijven reeds gedurende de laatste vijftien jaar een belangrijk discussiepunt vormt. Ook in Continentaal Europa is de discussie volop losgekomen. Hier stelt zich de vraag naar de rol van de grote aandeelhouders. Immers, grote aandeelhouders hebben in tegenstelling tot kleine veel meer belang toezicht te houden op het management. Het gevolg hiervan is dat deze eigenaars veelal de raad van bestuur gaan domineren. Dit vormt geen probleem zolang er zich geen belangentegenstellingen voordoen. Over het bestaan van dergelijke tegenstellingen bij beursgenoteerde ondernemingen wordt de laatste jaren echter regelmatig geklaagd. In het bijzonder het feit dat grote (referentie-) aandeelhouders cash flows zouden/kunnen verschuiven van één onderneming naar de andere wordt als een acuut probleem beschouwd; ook over het feit dat investeringsbeslissingen zouden worden genomen vanuit de belangen van deze aandeelhouders heerst ontevredenheid<sup>8</sup>. Vandaar dan ook de vraag naar meer autonomie van de raad van bestuur en/of het management ten opzichte van de aandeelhouders bij beursgenoteerde bedrijven. In overeenstemming met het Angelsaksisch systeem gaat het denken dan regelmatig naar het opleggen van een 'arm's length relationship' tussen aandeelhouders en management (d.w.z. bij handelstransacties met andere bedrijven van de grote aandeelhouders mogen enkel normale marktprijzen en - verhoudingen in rekening worden gebracht) en het aanstellen van onafhankelijke bestuurders.

## F. Raad van bestuur

In principe dient de raad van bestuur toezicht te houden op het management ten behoeve van alle aandeelhouders. De raad van bestuur is een nuttig instrument om meerdere redenen. Vooreerst creëert hij de gelegenheid via overleg belangen in evenwicht te brengen. Bovendien kan hij - in principe - wegens zijn grote residuele bevoegdheden, de taak van hoogste toezichtsorgaan binnen de onderneming op de meest flexibele en efficiënte wijze uitvoeren. In de praktijk blijven er echter problemen, voornamelijk bij beursgenoteerde ondernemingen: zoals reeds aangehaald dreigt in het Angelsaksische systeem het overwicht van het topmanagement; bij het geconcentreerd aandeelhouderschap in Continentaal-Europa kunnen de belangen van de grote aandeelhouders de werking van de raad van bestuur domineren. Echter, wegens de potentiële mogelijkheden van dit instrument is het niet verwonderlijk dat de laatste jaren de discussie over corporate governance zich voornamelijk concentreert op de werking en bevoegdheden van deze raad.

In de Angelsaksische wereld wordt dikwijls aangedrongen op een scheiding tussen het voorzitterschap van het directiecomité en dat van de raad van bestuur. Wat echter ook als zeer belangrijk wordt beschouwd is de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders die voor een inperking van de macht van het topmanagement zouden moeten zorgen<sup>9</sup>. Hiermee verschuift het probleem van het functioneren van het toezicht in feite nog een keer: de externe bestuurders dienen er door hun onafhankelijkheid voor te zorgen dat de raad van bestuur naar behoren zijn taak vervult. En dit leidt dan tot de vraag: wie houdt er toezicht op dat de externen hun opdracht correct vervullen? In de V.S. en het Verenigd Koninkrijk is in het verleden soms gebleken dat het topmanagement de keuze van externe bestuurders bepaalde. Het spreekt voor zich dat in dergelijk geval de aanstelling van externen niet veel oplost (zie b.v. R. Monks (1995a), (1995b)) voor kritische beschouwingen over het functioneren van externe bestuurders). Het is dus zeer belangrijk de aanstelling van onafhankelijken 'onafhankelijk' te laten gebeuren. Daartoe wordt in de Angelsaksische wereld de laatste jaren dikwijls gepleit voor de oprichting van aparte comités van onafhankelijke bestuurders die totaal vrij van het management voorstellen kunnen doen voor de aanstelling van externe bestuurders. Ook wordt er veel hoop gevestigd op het heilzame effect van 'onafhankelijke' grote aandeelhouders, met name de institutionelen, en in het

bijzonder de pensioenfondsen. Voornamelijk deze laatsten zijn lange termijnbeleggers die over enorme kapitalen beschikken. Zo bezitten institutionelen naar schatting tussen de 50 en de 60 % van de beursgenoteerde aandelen in de V.S. (Monks (1995a)); voor het Verenigd Koninkrijk gelden gelijkaardige cijfers (Federation of Stock Exchanges in the European Community (1993)). In beide landen vormen de pensioenfondsen de belangrijkste klasse van institutionelen. Deze zouden bij uitstek geschikt zijn om onafhankelijke bestuurders te leveren of, zoals thans gangbaar is, houden zij via regelmatige contacten met het management toezicht op het functioneren van het bedrijf. Deze fondsen zijn echter ook in hoge mate gediversifieerd; men mag dus niet verwachten dat dit toezicht voor alle bedrijven even grondig zal verlopen. Bovendien wordt het management van bedrijfspensioenfondsen aangesteld door het betreffende bedrijfsmanagement, wat dus potentieel aanleiding geeft tot belangenconflicten.

Gezien de relatief beperktere aanwezigheid van institutionelen in Continentaal-Europa zijn er minder mogelijkheden vanuit die rangen toezicht te organiseren. Het spreekt voor zich dat wanneer hier ook voor een (opgelegde) veralgemening van onafhankelijken in de raad van bestuur wordt geopteerd, het zeer belangrijk is het systeem van aanstelling, ontslag en vergoeding zodanig op te zetten dat deze bestuurders er belang bij hebben zich daadwerkelijk onafhankelijk op te stellen. Wegens de potentiële mogelijkheden van de raad van bestuur is het zeker de moeite waard systemen te ontwikkelen die het goed functioneren ervan bevorderen. De huidige Europese systemen die erop gericht zijn evenwicht te houden binnen de raad van bestuur en de dominantie van grote aandeelhouders af te zwakken blijken in de praktijk niet altijd de gewenste resultaten te geven of staan op dit ogenblik minstens onder kritiek. Zo zijn er in Nederland bepaalde rechtsvormen waar de raad van bestuur zichzelf coöpteert. Dergelijke raad wordt na verloop van tijd wel onafhankelijk van de dominantie van grote aandeelhouders maar wordt zelf nog met moeite gedisciplineerd. In Duitsland is gekozen voor een twee trapsstructuur: de raad van bestuur (Aufsichtsrat) houdt toezicht op een tweede raad (Vorstand) die het dagelijks bestuur waarneemt. De Aufsichtsrat is paritair samengesteld uit afgevaardigden van de aandeelhouders en afgevaardigden van de werknemers. In de Vorstand domineren de aandeelhouders. Ook op dit systeem is de laatste tijd veel kritiek. Zo zouden soms beslissingen weggehouden worden uit de Aufsichtsrat en gekanaliseerd naar de Vorstand en met het huidige 'Depotstimm-

recht' (zie verder) zouden de banken teveel zeggingsmacht verkrijgen<sup>10</sup>.

### *G. Proxygevechten*

Door het ronselen van de stemrechten (= proxies) die aan aandelen verbonden zijn is het in principe mogelijk op de algemene vergadering de voorstellen van het zittende management en raad van bestuur te blokkeren. Vooral in Duitsland en de Angelsaksische landen bestaat er een uitgebouwd juridisch systeem voor proxy-verzameling. Op het ogenblik staat dit systeem net in deze landen onder kritiek. Pound ((1988), (1991)) komt tot de conclusie dat onder de huidige reglementering in de V.S. een proxygevecht een zeer inefficiënt disciplineringsmechanisme is. Een eerste reden voor het slecht functioneren ervan is dat de regels zodanig zijn opgesteld dat het zittende management start met een mijlenverre voorsprong ten opzichte van dissidente voorstellen. Een bepaalde voorsprong is natuurlijk redelijk: het zou niet nuttig zijn toe te laten dat het management tijd en energie moet verspillen aan het eerste beste excentrieke tegenvoorstel. Echter het feit dat ook de aandeelhouders beseffen dat een dissident voorstel niet noodzakelijk van goede kwaliteit is, kan de proxy-sollicitant voor een geloofwaardigheidsprobleem stellen. Bovendien moet deze laatste dan ook zijn/haar voorstel bij acceptatie geïmplementeerd krijgen. Ook het feit dat, alleszins tot in het recente verleden, institutionelen doorgaans de 'Wall Street rule' toepasten (d.w.z. stem met het zittende management of verkoop) maakte het winnen van een proxygevecht er niet gemakkelijker op. Met het groeiende onafhankelijke gedrag van institutionelen wordt de dreiging van een proxygevecht dus ook een stuk reëler. Wat hiermee echter niet wordt opgelost is het geloofwaardigheids- en implementatieprobleem waarmee de efficiëntie van het proxy-gevecht als disciplineringsmechanisme ook in de toekomst gehypotekeerd zal blijven.

In Duitsland plaatsen de meeste individuele beleggers hun aandelen in depot bij een bank; via het goed ingeburgerde 'Depotstimmrecht' verwerft deze laatste dan volmacht over het stemrecht van die aandelen. Het belang van deze volmachten wordt o.a. geïllustreerd in de studie van Perlitz en Seger (1994). In 11 van 57 grote Duitse ondernemingen behaalden de banken meer dan 75 % van de uitgebrachte stemmen enkel en alleen via volmachten; in 6 ondernemingen bezorgden de volmachten hen 'enkel' een meerderheid en in 9 een blok-

keringsminderheid. Naast de belangrijke participaties die Duitse banken rechtstreeks en onrechtstreeks aanhouden, helpen deze volmachten dus in belangrijke mate mee het bankwezen een grote macht te bezorgen in het bedrijfsleven. De grote kritiek op dit systeem is dat banken hun machtspositie zouden kunnen gebruiken in functie van hun belangen als schuldeiser en toeleverancier van financiële diensten.

In België zijn proxygevechten zeldzaam, alhoewel ze de laatste jaren enigszins frequenter voorkomen. Deze gevechten nemen typisch de vorm aan van een minderheid die probeert een blokkeringspakket van 25 % van de stemmen bijeen te brengen en via een gespecialiseerd huis gecoördineerde acties tegen de meerderheid onderneemt.

#### H. *Vijandige overname*

Een vijandige overname wordt in de literatuur dikwijls beschouwd als het ultieme afstraffingswapen tegen een slecht performerend management van een beursgenoteerd bedrijf. Dit is echter een Angelsaksische en theoretische visie. Een vijandige overname heeft immers alleen kans op succes indien de bidder zich niet geplaagd ziet tegen een meerderheidsblok dat het huidige management van de doelwitvennootschap steunt. Het geconcentreerde aandeelhoudersschap in Continentaal-Europa zorgt er dan ook voor dat in zeer vele gevallen een vijandige bieding a priori uitgesloten is. Zelfs bij een versnipperd aandeelhoudersschap waar een vijandig bod het meeste kans op slagen heeft, heeft het vijandige overnamebod als disciplineringsmechanisme belangrijke nadelen. Zo is het een zeer duur mechanisme. Premies van gemiddeld 30 tot 60 % boven de beursprijs van voor het bod zijn normaal. Dit betekent dat het management een redelijk grote marge heeft waarbinnen het zich kan bewegen voor de dreiging van een vijandige overname reëel wordt. Bovendien zijn het niet noodzakelijk de slechtst performerende bedrijven die worden overgenomen. Zo duidt het empirisch onderzoek van Franks en Mayer (1992a) aan dat doelwitten van een vijandige overname in een periode van 2 tot 3 jaar voor het bod het niet zo veel slechter deden dan een gemiddeld beursgenoteerd bedrijf<sup>11</sup>; de bedrijven in de klasse van de 10 % slechtste performeerders zouden zelden worden overgenomen. Alhoewel Franks en Mayer enkel vaststellen dat de slechtste performeerders zelden worden overgenomen is dergelijk resultaat vanuit het standpunt van de overnemers goed te begrijpen. Een buitenstaander heeft min-

der informatie dan het zittende management. Bij een vijandige overname hoeft de bidder niet op coöperatie van dit management te rekenen om informatie door te spelen. Men mag dan ook verwachten dat een overnemer zijn/haar kans zal wagen wanneer de doelwitvennootschap een fundamenteel gezond bedrijf is of een bedrijf met sterke troeven (b.v. goede produkten) waarvan de leiding de potentialiteit niet ten volle benut. Echt zieke bedrijven zijn moeilijk te redden en hun overname wordt dan ook een zeer risicodragende investering. Dus, niet alle bedrijven zijn geschikt om door middel van een vijandige overname te worden geherstructureerd.

Met de opgang van de met rommelobligaties gefinancierde vijandige overnames in de jaren 80 is in de Angelsaksische wereld de kritiek op het vijandige overnamebod overhand toegenomen. De techniek van de rommelobligaties (ontwikkeld in de vroege jaren 80) liet immers toe dat een klein bedrijf een veel grotere onderneming kon 'raiden'. Daardoor kon voldoende omvang - zoals voorheen het geval was geweest - geen verzekering meer bieden tegen een vijandig bod. Na de overname volgde dan vaak een duchtige herstructurering die achteraf meestal heel wat kritiek losweekte. Tegenstanders van het vijandige bod (dikwijls managers) stellen dat de herstructureringen uit deze periode netto een negatieve economische impact hebben gehad; voorstanders (meestal academici) denken dat deze herstructureringen netto waarde hebben gecreëerd. Vooral in de V.S. zijn tijdens het begin van de jaren 90 heel wat nieuwe afweertechieken op punt gesteld terwijl in gerechtszaken het management van doelwitvennootschappen steeds vaker het gelijk kreeg van de bidder. Hierdoor en misschien ook door gebrek aan passende overnamekandidaten -en/of passende economische omstandigheden, zijn in de jaren 90 in de Angelsaksische landen vijandige overnames als disciplineringsmechanisme duidelijk over hun hoogtepunt heen. De toenemende maatschappelijke druk op de institutionelen om een rol als actieve disciplinerende aandeelhouder op te nemen is dan ook niet verwonderlijk: alles wijst erop dat men in de Angelsaksische wereld heeft geopteerd het vijandige bod zoveel mogelijk te vervangen door institutioneel activisme<sup>12</sup>.

## *I. Juridische aansprakelijkheid*

Een laatste disciplineringsmechanisme is de aansprakelijkheid van het management en de bestuurders. Deze hebben een vertrouwensplicht ('fiduciary duty') ten opzichte van alle aandeelhouders. Het is evident dat kleine aandeelhouders zelden of nooit een rechtsvordering op eigen initiatief zullen instellen: wegens het zwartrijden probleem (= Waarom zou ik, kleine aandeelhouder, kosten en inspanningen leveren wanneer alle andere aandeelhouders zonder inspanning en kosten de vruchten kunnen plukken? Bovendien, gezien mijn klein aandelenpakket, zullen bij succes de voordelen voor mij ook maar beperkt zijn. Ik wacht dus liever af en als iemand anders het voortouw neemt geniet ik mee van de voordelen zonder extra inspanning en kosten van mijnentwege) mag men dikwijls een passief gedrag verwachten. Het zijn opnieuw aandeelhouders met een voldoende groot aandelenpakket die gemakkelijker dergelijke stap zullen zetten. In de Angelsaksische landen zijn het de institutionelen die wat dit betreft voor het management de grootste dreiging vormen. In Continentaal-Europa ziet men de laatste jaren ook een toenemend belang van zogenaamde minderheidsvorderingen: bedrijven gespecialiseerd in het verdedigen van minderheidsbelangen nemen soms zelfs een actieve rol in het opsporen van potentiële gevallen. Echter net zoals bij proxygevechten mag men aannemen dat de grootste bijdrage van dit mechanisme hem zit in de dreiging die ervan uitgaat<sup>13</sup>. Bovendien zou een doorgedreven gebruik ervan het doorvoeren van soms interessante vernieuwende politieken in de weg kunnen staan. Immers, in geval van tegenvallende resultaten kan het management zich dan niet zo gemakkelijk indekken met een verwijzing naar andere bedrijven of gangbare normen en opinies. Juridische aansprakelijkheid kan echter wel een aanvulling vormen op andere mechanismen.

## IV. HET ANGELSAKSISCHE SYSTEEM VERSUS HET CONTINENTAAL-EUROPESE

Het gebruik en belang van hoger beschreven mechanismen bepalen in sterke mate hoe de corporate governance er zal uitzien. Alhoewel er van land tot land verschillen zijn, kan men toch stellen dat er thans grosso modo twee systemen bestaan: enerzijds het Angelsaksische, dat gebaseerd is op verspreid aandeelhouderschap en op de werking van de (externe) beurs met een belangrijke inbreng van institutionelen,



en anderzijds de systemen die steunen op geconcentreerd aandeelhouderschap en interne kapitaalmarkten met een relatief beperkte inbreng van institutionelen (zoals in Continentaal-Europa). Daar velen het Angelsaksische model als na te streven voorbeeld beschouwen, is het interessant de voordelen en nadelen onder ogen te zien alsook enkele institutionele factoren die, indien niet aanleiding hebben gegeven tot het ontstaan van dit model, het dan zeker in stand helpen houden.

Reeds meerdere malen is verwezen naar de verschillen in de structuur van het aandeelhouderschap van grote beursgenoteerde ondernemingen tussen de Angelsaksische wereld en Continentaal-Europa: versnipperd en grotendeels in handen van institutionelen in het eerstgenoemde systeem en geconcentreerd en in handen van andere bedrijven (financiële groepen e.d.) in het laatstgenoemde. Dit wordt geïllustreerd in Tabellen 1a, 1b, 2, en 3<sup>14</sup> (zie Appendix). Tabel 4 (zie Appendix) duidt een volgend typisch verschilpunt aan: het grote belang van de beurs als financieringsbron in het Angelsaksische systeem versus de relatief beperkte beurskapitalisatie in Continentaal-Europa. Over de oorzaken van deze verschillen bestaat thans nog geen volledig uitsluitel. Zoals te verwachten centreert het wetenschappelijk onderzoek terzake zich rond het wettelijke kader waaraan financiële ondernemingen onderworpen zijn, de sociale wetgeving en daarin voornamelijk het pensioensysteem.

Onderzoek in de Verenigde Staten (Roe (1994a), (1994b), (1990)) duidt aan dat het verspreide aandeelhouderschap er waarschijnlijk niet alleen het gevolg is van het ontstaan van grote ondernemingen. De klassieke verklaring poneert dat de nood aan immense kapitalen de oorspronkelijke eigenaars ertoe brachten hun eigendomspositie te versmallen tot relatief kleine minderheidspakketten en de rest van de aandelen via de beurs te verspreiden over miljoenen beleggers. Echter even belangrijk zou de wetgeving zijn die de macht van de financiële instellingen fragmenteert. Zo is er lange tijd een absoluut verbod op 'interstate banking' geweest, een verbod dat ervoor heeft gezorgd dat thans Amerikaanse banken relatief (ten opzichte van bij voorbeeld het B.N.P.) kleine instellingen zijn. Bovendien mogen banken geen aandelen aanhouden buiten de financiële sector. Verder worden beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen verplicht sterk te diversifiëren; deze instellingen worden ook niet verondersteld zich te mengen in het management van de bedrijven waarin zij participeren via een bestuursmandaat. Onvoldoende diversificatie kan

aanleiding geven tot een volledige vennootschapsbelasting op alle ontvangen dividenden en gerealiseerde kapitaalwinst; voorts brengt een bestuursmandaat zeer zware verantwoordelijkheden met zich mee (dit laatste geldt ook voor een bank). Het ongunstige belastingsregime op aandelen is ook van toepassing op niet financiële ondernemingen die grote blokken van aandelen in andere ondernemingen aanhouden tenzij aan de restrictieve voorwaarden van subchapter M van de internal revenue code wordt voldaan (zie b.v. Roe (1994a), blz 106-110). Bovendien is het ganse juridische systeem doordrongen van het idee dat tussen een moedermaatschappij en een beursgenoteerde dochter een 'at arms' length'-relatie moet bestaan.

Alhoewel de Britse wetgeving verschillend is van de Amerikaanse, is de geest ervan in menig opzicht gelijkaardig. Zo mogen commerciële banken geen aandelen aanhouden in industriële bedrijven, tenzij akkoord van de Bank of England (in de praktijk blijken banken weinig in dergelijke aandelen te beleggen). Institutionelen zijn onderworpen aan diversificatieverplichtingen zoals die in de V.S.. Ook wordt een 'at arm's length' verplichting opgelegd tussen een beursgenoteerde dochter en de moedermaatschappij. Historisch is het in het Verenigd Koninkrijk ook zeer moeilijk geweest een belangrijk pakket aandelen in een beursgenoteerd bedrijf te verwerven zonder het risico te lopen een publiek bod te moeten uitbrengen op alle uitstaande aandelen. Tot 1974 kon de verwerving van een pakket van 5 % van de aandelen reeds voldoende zijn om de overnameverplichting te aktiveren. Sinds 1974 zijn de overnameregels geformaliseerd en wordt de plicht van publiek bod opgelegd zodra de drempel van 30 % eigendom wordt overschreden.

Wanneer de situatie in de V.S. en het Verenigd Koninkrijk wordt vergeleken met Continentaal-Europa blijkt dat, alhoewel aan institutionelen ook diversificatieverplichtingen worden opgelegd en banken ook niet altijd vrij zijn in aandelen van industriële en handelsondernemingen te beleggen, er altijd ondernemingsvormen aanwezig zijn die op een fiscaal gunstige manier belangrijke participaties in beursgenoteerde ondernemingen kunnen aanhouden. Bovendien bestaat er weinig of geen traditie in het onderhouden van een 'arm's length'-relatie tussen beursgenoteerde dochters en moedermaatschappijen.

Waarschijnlijk de belangrijkste reden voor de vooraanstaande rol van de institutionelen in het aandeelhouderschap van beursgenoteerde bedrijven in de Angelsaksische wereld is het pensioensparen. In tegenstelling tot de meeste Continentaal-Europese landen, wordt

er voornamelijk gewerkt met een kapitalisatiestelsel. Na verloop van tijd worden alzo, in welvarende landen, grote kapitalen samengebracht welke normaal gedeeltelijk in aandelen worden belegd, zelfs wanneer beleggers bij hun individuele beleggingsbeslissingen weinig interesse tonen voor risicodragend kapitaal. Het voorbeeld bij uitstek is hier Groot-Brittannië: reeds lange tijd bestaat het overgrote deel van de Britse institutionele portefeuilles uit aandelen terwijl vóór de recente privatiseringen maar 7 % van de Britse gezinnen aandelen zouden hebben aangehouden (Financieel Economische Tijd, 25 februari (1995)). Dit doet vermoeden dat beurskapitalisaties worden gestimuleerd door de aanwezigheid van belangrijke institutionelen<sup>15</sup>.

De uiteindelijke hamvraag die zich bij deze vergelijking opdringt is: welk systeem is beter? Wanneer we 'beter' definiëren als leidende tot meer welvaartscreatie, kunnen we op basis van de wetenschappelijke argumenten enkel besluiten dat beide systemen voor- en nadelen hebben en dat waarschijnlijk een hybride systeem dat een vlotte overgang van geconcentreerd naar meer verspreid aandeelhouderschap en omgekeerd, toelaat, de meeste voordelen zou kunnen bieden. Wat betreft het Continentaal-Europese systeem wordt dikwijls gesteld dat de belangen van de grote aandeelhouders die van het bedrijf kunnen doorkruisen. Zo wordt bij voorbeeld de eerder matige groei van door meerderheidsaandeelhouders gecontroleerde ondernemingen regelmatig toegeschreven aan de vorm van corporate governance. Grote aandeelhouders zouden soms verkiezen de expansie af te remmen wanneer zijzelf de middelen voor de financiering van de groei niet meer kunnen opbrengen. Men mag verwachten dat dergelijk probleem zich minder voordoet in de Angelsaksische wereld. Wegens het verspreide aandeelhouderschap zou weinig met controleconsideraties van de aandeelhouders dienen rekening gehouden te worden en daardoor zouden projecten gemakkelijker gefinancierd kunnen worden door het aantrekken van bijkomende middelen langs de beurs. Het Angelsaksisch systeem heeft echter ook nadelen. Zo wordt dikwijls geklaagd dat het behept zijn van de beurs met kortetermijnresultaten het voor bedrijven zeer moeilijk maakt in projecten te investeren met opbrengsten op lange termijn. Deze voorkeur voor korte-termijn resultaten zou voornamelijk te maken hebben met de moeilijkheid gunstige informatie over de werkelijke kwaliteit van lange termijnprojecten aan de beleggersgemeenschap mede te delen. Dikwijls wordt bij voorbeeld aangenomen dat voor onderzoeks- en ontwikkelingsprojecten zelfs bekwame financiële analisten de 'zach-

te' informatie niet altijd goed kunnen inschatten omdat hiertoe interne en confidentiële gegevens nodig zijn (zie b.v. Bhide (1994), Roe (1994a)). Grote aandeelhouders daarentegen die toegang hebben tot de raad van bestuur en ook, wegens de grootte van hun kapitaalinzet, de motivatie hebben het reilen en zeilen in de onderneming op te volgen, zouden beter dergelijke inschattingen kunnen realiseren. Bovendien zouden zij er ook op toezien dat verspillende projecten aan de kant worden gezet. Immers, het 'empire building' van heel wat Angelsaksische conglomeraten uit de jaren 60 wijst erop dat, zonder het nodige toezicht, het management niet altijd zuinig omspringt met de financiële middelen van het bedrijf. Sommige ondernemingen zijn daardoor zelfs beter af met een geconcentreerd aandeelhouderschap; het hoger aangehaalde Sealed Air is daar een mooi voorbeeld van. In de Verenigde Staten merkt men trouwens op dat beursgenoteerde ondernemingen met zwakke groei mogelijkheden maar met veel cash-generatie via een leveraged-buyout<sup>16</sup> overgaan naar een geconcentreerd aandeelhouderschap. Leveraged-buyouts zijn echter zeer kostelijk. Zo dienen dikwijls premies te worden betaald van meer dan 30 % boven de beursprijs om het publiek ertoe te brengen de aandelen te verkopen (zie DeAngelo, DeAngelo en Rice (1984)). De hoge schuldfinanciering die met dergelijke operaties gepaard gaat impliceert bovendien dat enkel bedrijven met een stabiele cash flow hiervoor in aanmerking komen. Men mag dus niet verwachten dat in de Angelsaksische wereld alle bedrijven die beter af zouden zijn met een geconcentreerd aandeelhouderschap zich ook daadwerkelijk dergelijk aandeelhouderschap aanmeten: het arsenaal van mechanismen is beperkt en kostelijk en bovendien is het niet evident hoe het op een passende manier uit te breiden. Echter, zoals hoger reeds aangehaald, verwacht men veel soelaas van de grote institutionelen. Het stijgende belang van deze beleggers creëert automatisch een aantal min of meer belangrijke 'block-holders', die, mits voldoende coördinatie (of de dreiging daarvan) spilzucht en zelfvoldaanheid kunnen afremmen. Een systeem van corporate governance gebaseerd op meerdere belangrijke 'block-holders' wordt door meerdere auteurs trouwens als superieur beschouwd ten opzichte van corporate governance met één overheersende aandeelhouder. De reden is dat deze laatste het management teveel naar zijn/haar hand zou kunnen zetten bij belangenconflicten (bij voorbeeld met kleinere aandeelhouders); bij meerdere 'block-holders' zou een wederzijdse controle ontstaan, al-

thans wanneer de belangen van deze grote aandeelhouders niet gelijklopend zijn (b.v. Gilson en Kraakman (1994), Roe (1994b)).

## V. CORPORATE GOVERNANCE EN DE EMPIRISCHE EVIDENTIE

In de Angelsaksische wereld, en dan voornamelijk in de V.S., is reeds uitgebreid empirisch onderzoek verricht naar de efficiëntie van de verschillende disciplineringsmechanismen. Ondanks de grote hoeveelheid resultaten is dit onderzoek nog verre van afgewikkeld. Er zijn twee belangrijke moeilijkheden die zich bij dit werk voordoen. Ten eerste (en dit is met de huidige statistische methoden redelijk oplosbaar) is er het feit dat vele van deze mechanismen interageren zodanig dat tegelijkertijd naar meerdere mechanismen dient getest te worden. Ten tweede (en dit is de grootste moeilijkheid) worden een aantal van deze mechanismen endogeen door de bedrijven gekozen. Dit impliceert dat interpretatie van de resultaten niet los kan worden gemaakt van de drijfveren achter deze keuzes: verschillende (impliciete of expliciete) hypothesen omtrent die drijfveren kunnen soms tot totaal verschillende interpretaties van de testresultaten leiden. Met dit voorbehoud volgt nu een overzicht van de voornaamste bevindingen uit het onderzoek.

### *A. Concurrentie in de productmarkt*

Omtrent het reactieproces van ondernemingen op druk uit de productmarkt is niet veel empirisch materiaal voorhanden; wel bestaan heel wat gevallenstudies (b.v. Donaldson (1990), Ghemawat (1994)) en empirische evaluaties van bepaalde vormen van herstructureringen (b.v. John and Ofek (1995), Kaplan (1989), Kaplan en Weisbach (1992), Muscarella en Vetsuypens (1990), Berger en Ofek (1994), Blackwell, Marr en Spivey (1990), Brickley en Van Drunen (1990), Klein (1986)). Eén van de weinige studies die dicht komt bij het steekproefsgewijze bestuderen van het aanpassingsproces onder druk van de productmarkt, is het werk van John, Lang, Netter (1992). Deze auteurs bestuderen een steekproef van 46 grote (= totaal actief meer dan 1 miljard U.S.\$) Amerikaanse bedrijven die gedurende de jaren 80 zichzelf vrijwillig hebben geherstructureerd na een jaar van gerapporteerde verliezen. Deze steekproef is echter onderworpen aan a-selectie in die zin dat enkel succesvolle en snelle 'turn arounds' in de

steekproef zijn opgenomen. Immers om in aanmerking te komen moeten de bedrijven na een jaar van gerapporteerde verliezen, in de daaropvolgende drie jaar, winstcijfers realiseren. Om de verliezen te verklaren, verwijzen bijna alle bedrijven naar slechte economische omstandigheden (95%); in meer dan de helft van de gevallen wordt ook de sterke concurrentie (in het bijzonder de buitenlandse) als medeoorzaak aangeduid. Een aantal andere redenen zoals overexpansie, hoge kosten en te veel schulden worden soms ook vermeld. Op het ogenblik dat opnieuw winsten worden gerapporteerd, hebben de meeste bedrijven gedesinvesteerd en zich meer geconcentreerd op hun kernactiviteiten. Daarnaast is ook een sterke kostenvermindering doorgevoerd waarbij heel wat arbeidsplaatsen zijn gesneuveld (gemiddeld 2000 per onderneming). Tevens wordt gesnoeid in onderzoek en ontwikkeling, maar niet in de andere investeringen. Na verloop van tijd kennen deze bedrijven opnieuw een herneming van groei, zowel in omzet als in activa; dit gecombineerd met de daling van de kosten doet de onderzoekers ertoe besluiten dat de aanpassingen een verhoging van de efficiëntie hebben teweeg gebracht. In een ophefmakend artikel probeert Jensen (1993) rechtstreeks inefficiënties in het ondernemingsgedrag te meten. Daartoe evalueert deze auteur over de periode 1979-1990 de rentabiliteit van de onderzoeks- en ontwikkelingsuitgaven en de uitgaven in vaste activa van 432 grote Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Alhoewel Jensen vindt dat deze uitgaven gemiddeld voor een netto waardecreatie hebben gezorgd, blijkt ook dat in vele bedrijven, over lange periodes, beslissingen worden genomen die waarde vernietigen. Jensen stelt dan ook dat: '...By nature, organisations abhor control systems, and ineffective governance is a major part of the problem with internal control mechanisms. They seldom respond in the absence of a crisis...' (blz 852).

### *B. Concurrentie in de kapitaalmarkt*

Dat er vanuit de kapitaalmarkt een disciplinerende invloed uitgaat wordt ondersteund door de meeste empirische studies. Voor wat betreft de disciplinerende invloed van het aantrekken van bijkomend aandelenkapitaal vinden Taggart (1977) voor de V.S. en Marsh (1981) voor het Verenigd Koninkrijk dat ondernemingen typisch eigen middelen komen bijtanken nadat de aandelenprijs is gestegen; daarentegen vermijden ondernemingen waarvan de aandelenprijs slabakt additionele kapitaaluitgiftes. Uit de data van Rozeff (1982) komt naar voren

dat een politiek van veel dividend uitbetalen tesamen met veel bijkomende kapitaaluitgiftes een positief effect heeft op de aandelenprijs. Rozeff's redenering is dat de hogere dividenduitkeringen het bedrijf dwingen tot meer kapitaaluitgiftes; het prospectus zorgt voor meer informatieverstrekking en de bijkomende publiciteit voor meer kritische evaluatie door de financiële gemeenschap. Het spreekt voor zich dat goed geleide bedrijven deze politiek van voortdurende confrontatie met de markt gemakkelijker aandurven en aankunnen. Smith en Watts (1992) bevestigen dat het disciplinerings-effect van dergelijke keuzes waarschijnlijk belangrijker is dan het positieve informatiesignaal dat van hoge dividenden uitgaat<sup>17</sup>. Het disciplinerende effect van schuldfinanciering wordt ook onderzocht door Maloney, McCormick en Mitchell (1993). Zij bestuderen ondernemingen die regelmatig in de overnamemarkt aanwezig zijn en tijdens de onderzoeksperiode een belangrijke verandering in hun schulden/eigen middelen ratio hebben ondergaan. De kwaliteit van de overnames blijkt gemiddeld beter te zijn op het ogenblik dat deze overnemers een grotere schuldenlast hebben. De resultaten van Servaes en McConnell (1992) bevestigen echter ook de hogergevoerde argumentatie dat dit disciplineringsmechanisme gemakkelijk negatief kan gaan werken wanneer het bedrijf veel groeimogelijkheden heeft en de vaste schuldverplichtingen een hypotheek leggen op de financiering van deze bijkomende opportuniteiten<sup>18</sup>.

### *C. Compensatiecontracten*

Het gebruik van zogenaamde 'equity linked' compensatiepakketten voor het management is in de V.S. de laatste tientallen jaren fel in opmars. Brindisi (1985) geeft een historische overzicht over de mate van gebruik. De meeste aandacht in de literatuur gaat echter naar de wijze waarop deze plannen zijn gestructureerd en wat het effect is van de invoering ervan. Sinds Jensen en Mecklings (1976) befaamde artikel worden, althans in de Angelsaksische wereld, managementvergoedingen die afhankelijk zijn van ondernemingsperformantie aanzien als een goed instrument om de belangentegenstellingen tussen management en aandeelhouders te milderen. Inderdaad, Mehran (1995) rapporteert dat het eerder de vorm dan het niveau van compensatie is die het management motiveert. Systematisch geven onderzoeksresultaten een positief verband tussen de aandelenprijs en de invoering van dergelijke plannen (b.v. Larker (1983), Brickley, Bhagat en Lea-

se (1985), Murphy (1985)). Bovendien schat de markt belangrijke beslissingen van een management met 'equity-linked' compensatie positiever in dan van managementteams waarvan de vergoeding niet met ondernemingsperformantie is verbonden (Tehrani, Travlos en Waegelein (1987)). Het gebruik van dergelijke pakketten als motivatieinstrument wordt verder geïllustreerd in Mehran (1995) en Smith en Watts (1992). Laatstgenoemde auteurs vinden dat groeibedrijven meer dan andere gebruik maken van deze vorm van compensatie, terwijl de eerstgenoemde rapporteert dat de mate van gebruik ook afhangt van de beschikbaarheid van alternatieve disciplineringsmechanismen (b.v. bij ondernemingen met belangrijke insiders-aandeelhouders zouden dergelijke plannen minder belangrijk zijn). DeFusco, Johnson en Zorn (1990) duiden echter nog op een tweede gevolg: de invloed op de mate waarin het management bereid is risico's te nemen. De asymmetrische payoff van opties heeft immers tot gevolg dat een compensatiemaximaliserend management gemakkelijker meer risicodragende projecten zal opnemen. Daar schuldeisers verliezende partij zijn bij overschakeling naar meer risicozoekend ondernemingsgedrag, kan de invoering van 'equity-linked' compensatie een negatief effect hebben op de waarde van de uitstaande obligaties. Consistent hiermee vinden DeFusco, Johnson en Zorn dat de volatiliteit van aandelenreturns toeneemt na de invoering van deze vorm van compensatie; en op het ogenblik van de invoering daalt de prijs van de uitstaande obligaties.

#### *D. De arbeidsmarkt voor management*

In overeenstemming met de analyse van Fama (1980) blijkt reputatie in de Angelsaksische wereld een belangrijke rol te spelen. Cannella, Fraser en Lee (1995) vinden bij voorbeeld dat managers van gefaalde banken hertewerkstelling vinden in gelijkaardige posities wanneer duidelijk blijkt dat zijzelf niet in de fout zijn gegaan; voor managers die mogelijk schuld treffen doen dergelijke opportuniteiten zich veel minder gemakkelijk voor. Kaplan en Reishus (1990) rapporteren een positieve correlatie tussen ondernemingsperformantie en het bekleden van bestuurdersfuncties van leden van het topmanagement in andere bedrijven. Kaplan en Reishus concluderen hieruit dat bedrijfsperformantie zich weerspiegelt in de reputatie van het management: naarmate de onderneming het beter doet, worden de bekwaamheden van het topmanagement om te fungeren als bestuurder hoger ingeschat.



Deze interpretatie ligt in de lijn van Gilson's (1990) bevindingen omtrent de opportuniteiten van bestuurders van falende ondernemingen: deze bestuurders blijken in de jaren na de falende mandaten waar te nemen. In dezelfde richting vinden Cotter, Shivdasani en Zenner (1994) dat reputatie een belangrijke kracht is in de motivatie van onafhankelijke bestuurders<sup>19</sup>. Agrawal en Walkling (1994) tenslotte melden dat de voorzitter van het directiecomité, nadat zijn onderneming via een vijandig bod is overgenomen, hetzij ontslagen wordt, hetzij genoegen moet nemen met een merkkelijk kleiner loon. In het geval van ontslag vindt hij/zij nog zelden een gelijkaardige positie. In het licht van het feit dat doelwitten van vijandige overnames gemiddeld ondermaats presteren in de jaren voor het bod, interpreteren Agrawal en Walkling deze resultaten als een afrekening voor minder goede managementprestaties en geslonken reputatie.

### *E. Aandeelhouders*

In principe kan - zoals hoger vermeld - sterk geconcentreerd aandeelhouderschap leiden tot een efficiënter bedrijfsbeleid: grote aandeelhouders hebben de motivatie informatie te verzamelen en het management op te volgen. Door deze opvolging kan het ook gemakkelijker worden lange-termijnprojecten met veel 'zachte' informatie uit te voeren. Amerikaanse gegevens lijken deze stelling tot op zekere hoogte te ondersteunen. Morck, Schleifer en Vishny (1988) vinden een niet-lineaire relatie tussen ondernemingsperformantie en het percentage aandelen aangehouden door leden van de raad van bestuur. Twee maatstaven van ondernemingsperformantie worden gebruikt: (1) Tobin's Q-ratio, gedefiniëerd als de verhouding van de marktwaarde van de effecten uitgegeven door een onderneming en de vervangingswaarde van de ondernemingsactiva; (2) de boekhoudkundige winst/eigen middelen ratio. In het bijzonder, wanneer de eigendomspositie van de leden van de raad van bestuur stijgt van 0% naar 5% is er een scherpe toename van de Q-ratio; wanneer de eigendomspositie verder doorstijgt van 5% naar 25% is er een daling van Q; tenslotte voor eigendomsposities van meer dan 25% neemt Q opnieuw toe. Gelijkaardige resultaten maar zwakker gelden ook voor de winst/eigen middelen ratio<sup>20</sup>. McConnell en Servaes (1990) vinden een gelijkaardige niet-lineaire relatie en constateren ook een positief effect van de aanwezigheid van institutionelen en andere grotere aandeelhouders op ondernemingsperformantie. Hermalin en Weisbach (1991) vinden

eveneens de niet lineaire relatie in hun gegevens. De gangbare interpretatie van deze resultaten is dat de betrokkenheid van het management en de raad van bestuur met de onderneming toeneemt naarmate de eigendom stijgt van 0 naar 5 %. Eigendom in de zone tussen 5 en 25 % zou aanleiding geven tot belangenconflicten: in de Amerikaanse situatie is dit percentage aan eigendom reeds voldoende om vanuit een stevige positie controle uit te oefenen; echter de aliniëring van belangen stijgt niet in gelijke mate met de toename van de macht zodanig dat 'entrenchment' aanleiding geeft tot mindere prestatie. Na 25 % begint de grotere aliniëring van belangen tussen 'outside'-aandeelhouders en leiding opnieuw de bovenhand te nemen. Een probleem met deze interpretatie is echter dat het de eigendomsstructuur als een exogeen gegeven beschouwt en dus geen rekening houdt met de factoren die aanleiding geven tot een meer of minder geconcentreerd aandeelhoudersschap. Men zou zich zo kunnen indenken dat bedrijven met bepaalde karakteristieken (die de oorzaak zijn van de sterkere prestatie) beter af zijn met een bepaalde eigendomsstructuur. Op termijn zou winstbejag van de marktparticipanten er dan voor zorgen dat de optimale eigendomsstructuur zometeen gerealiseerd dan toch beter benaderd wordt. Omtrent welke interpretatie de beste is tast men nog in het duister omdat over het verband tussen ondernemingskarakteristieken en eigendomsstructuur thans nog niet zoveel geweten is. Wat wel goed gedocumenteerd is zijn de prestatieverbeteringen na een leveraged buy-out: de ondernemingen die dergelijke operatie ondergaan zijn, minstens tijdens de herstructureringsfase, duidelijk beter af met een geconcentreerd aandeelhoudersschap (zie b.v. Smith (1990), Opler en Titman (1993)). Ook het bestaan van veel 'zachte' informatie zou goed samengaan met geconcentreerd aandeelhoudersschap. Zo vinden Frances en Smith (1995) dat bedrijven met een verspreide eigendomsstructuur gemiddeld minder innovatief zijn dan gelijkaardige ondernemingen met een flinke eigendomspositie van het management en/of onder de controle van een andere grote aandeelhouder<sup>21</sup>.

Voor wat betreft het mogelijk afremmen van groei ten behoeve van het behoud van controle is enkel indirect studiemateriaal voorhanden waar men dan nog zeer voorzichtig dient mee om te springen. Deze studies pogen de impact van de beschikbaarheid van financiële middelen op investeringsbeslissingen te meten. De resultaten tonen een verband tussen de beschikbaarheid van interne cash flow en investeringen, wat dus zou kunnen wijzen op het bestaan van kapitaal-

bependingen. Echter, in een vergelijkende studie tussen Groot-Brittannië, Frankrijk, Duitsland en België vinden Bond, Elston, Mairesse en Mulkay (1994) dat België het enige land is waar het econometrische model geen kapitaalbeperkingen kan detecteren; in Groot-Brittannië daarentegen zouden investeringsbeslissingen van beursgenoteerde bedrijven het meest onderworpen zijn aan kapitaalbeperkingen. Dit resultaat is zeer bevreemdend (zoals de onderzoekers zelf opmerken) en is vermoedelijk o.a. te wijten aan de kwaliteit van de boekhoudkundige gegevens die in dit type testen worden gebruikt. Bovendien stellen Kaplan en Zingales (1995) in een recente studie vragen bij de hypothese dat de beschikbaarheid van interne cash flow, zoals weergegeven in de financiële staten, een goede maatstaf zou zijn voor de afwezigheid van kapitaalbeperkingen.

#### *F. Raad van bestuur*

De voornaamste thema's bij het empirisch onderzoek omtrent de rol van de raad van bestuur in het disciplineren van het management zijn: (1) de rol van externe bestuurders; (2) de mate waarin de leden van de raad van bestuur zelf aandelen bezitten en dus zelf gemotiveerd zijn hun controletaak uit te oefenen. Het belang van eigendomsstructuur is reeds hoger behandeld zodanig dat hier nog enkel de resultaten i.v.m. de samenstelling van de raad van bestuur dienen weergegeven te worden.

Baysinger en Butler (1985) rapporteren dat ondernemingen die een door externen gedomineerde raad van bestuur hebben beter presteren dan ondernemingen met een door internen gedomineerde raad. Brickley en James (1987) vinden dat naarmate er relatief meer onafhankelijke bestuurders in de raad zetelen de compensatie van het topmanagement afneemt. Weisbach (1988) komt tot de constatactie dat raden gedomineerd door onafhankelijke bestuurders gemakkelijker het topmanagement vervangen na een slechte performantie van de aandelenprijs<sup>22</sup>. Dit wijst erop dat externe bestuursleden een controlefunctie waarnemen en dat zij zich hierbij mede laten leiden door publiek beschikbare prestatie maatstaven (= de aandelenprijs). Echter veel andere factoren blijken hierbij ook een rol te spelen. Zo rapporteren Warner, Watts en Wruck (1988) dat het al dan niet bestaan van een grote aandeelhouder het proces beïnvloedt, evenals competitie in de eigen managementtrangen. Gilson (1990) vindt dat de schuldeisers van slecht presterende ondernemingen soms ook een rol spe-

len in het vervangingsproces. De gegevens van Byrd en Hickman (1991) tonen dat overnemende ondernemingen waarvan de raad door externen wordt gedomineerd meer opbrengsten uit de overname halen dan ondernemingen met een door internen gedomineerde raad<sup>23</sup>. Rosenstein en Watt (1990) rapporteren dan weer dat de aandelenprijs gemiddeld positief reageert op de aankondiging van de aanstelling van een onafhankelijke bestuurder. Kesner en Johnson (1990) tenslotte vinden dat raden van bestuur die juridisch worden vervolgd omdat zij hun taak niet naar behoren vervullen meestal relatief meer insiders-bestuurders hebben. Toch is het belang van de rol van de onafhankelijke bestuurder niet uitgeklaard. Zo rapporteren Hermalin en Weisbach (1991) geen verband tussen gemiddelde ondernemingsperformantie en samenstelling van de raad van bestuur. Zij suggereren twee mogelijke interpretaties voor dit ietwat onverwachte resultaat: ofwel domineert het topmanagement de samenstelling van de raad ofwel zijn er bij bedrijven die veel insiders-bestuurders hebben, goede redenen de raad zo samen te stellen. Om dit interpretatieprobleem te overwinnen pogen Agrawal en Knoeber (1994) het effect van verschillende disciplineringsmechanismen en hun interactie gelijktijdig in te schatten. De mechanismen die zodoende hun aandacht krijgen zijn aandeelhoudersstructuur (met afzonderlijke aandacht voor aandelenbezit van insiders, institutionelen, en grote externe aandeelhouders), onafhankelijke bestuurders, schuldpolitiek, overname-activiteit in de sector en de arbeidsmarkt voor managers. Zij vinden vreemd genoeg een negatieve relatie tussen ondernemingsperformantie en het relatieve aantal onafhankelijke bestuurders. Wanneer - zoals in de meeste voorgaande studies - geen rekening wordt gehouden met de interacties van de verschillende mechanismen produceren de data echter wel een positieve relatie. Bij de andere mechanismen stellen zij trouwens ook een invloed vast van het al dan niet gelijktijdig rekening houden met de werking van de verschillende disciplinekrachten. Zo vinden zij dat alle mechanismen afzonderlijk een positieve invloed hebben op performantie; wanneer echter met alle invloeden simultaan wordt rekening gehouden verdwijnt elk verband behalve de hogergenoemde negatieve relatie tussen performantie en de samenstelling van de raad van bestuur. Hieruit besluiten Agrawal en Knoeber dat alle bestuurde mechanismen behalve dat van de externe bestuurders optimaal worden gebruikt. Hun argumentatie is dat, eens rekening wordt gehouden met het bestaan van meerdere mechanismen er niet noodzakelijk een positief verband hoeft te bestaan tussen deze individuele

mechanismen en performantie. Immers, indien één mechanisme minder gebruikt wordt, zal een optimaliserend bedrijf een ander mechanisme meer gebruiken zodanig dat uiteindelijk de performantie minstens even goed blijft. Dit impliceert dat indien een onderneming er effectief in slaagt te optimaliseren de simultane testen geen enkel verband zullen laten zien tussen performantie en een specifiek mechanisme; wanneer er dan toch een positief (negatief) verband uit deze testen naar voren komt betekent dit dat dat specifieke instrument te weinig (te veel) wordt gebruikt. Op deze basis besluiten Agrawal en Knoeber dan ook dat bedrijven een te groot beroep doen op externe bestuurders. Een alternatieve interpretatie voor deze bevinding is echter ook mogelijk. Net zoals bij de hoger besproken niet-lineaire relatie tussen aandelenbezit van de raad van bestuur en performantie zou men zich kunnen indenken dat bedrijven met bepaalde karakteristieken (die de oorzaak zijn van de mindere performantie) beter af zijn met een raad van bestuur waarin er een grote vertegenwoordiging is van externen. Dan zou men, ook wanneer bedrijven optimaal van alle mechanismen gebruik maken, bij de simultane testen van Agrawal en Knoeber een negatief verband vaststellen tussen performantie en aantal onafhankelijke bestuurders. Welke interpretatie de beste is blijft vooralsnog een open vraag.

Een volgend belangrijk onderzoeksthema is de werking van de raad van bestuur, en in het bijzonder de rol van externen, op het ogenblik van belangrijke gebeurtenissen. Tot nu toe is de meeste aandacht in de literatuur gegaan naar het moment dat op een bedrijf een publiek overnamebod wordt uitgebracht. Zoals hoger aangehaald, wijzen de data op heel wat vervangingen in het topmanagement na een overname, zeker wanneer de performantie van de doelwitvennootschap voor de overname niet goed is. Kini, Kracow en Mian (1995) vinden dat vervangingen zich voornamelijk concentreren bij doelwitten met een door insiders gedomineerde raad van bestuur. Daartegenover impliceren de resultaten van Cotter, Shivdasani en Zenner (1994) dat een onderneming maar echt gebaat is met onafhankelijke bestuurders indien deze laatsten gemotiveerd zijn hun taak te vervullen. In het bijzonder komen zij tot de constatactie dat de belangen van de aandeelhouders van doelwitvennootschappen niet altijd beter worden verdedigd bij bedrijven met een overwicht aan externe bestuurders. Dikwijls stellen deze laatsten zich immers vijandig op tegen het bod dat daarmee meer kans op mislukken heeft. Dit gedragspatroon doet zich significant minder voor wanneer de externe bestuurders een goede

reputatie hebben en in meerdere raden van bestuur zetelen. Bij doelwitten met dit type van bestuurders realiseren de aandeelhouders de hoogste rendementen. Ook eigen aandelenbezit helpt het vijandige gedrag van de externe bestuurders te overwinnen evenals de kans van voor hun juridische aansprakelijkheid te worden gesteld. Echter de voornaamste kracht die de belangen van externe bestuurders en aandeelhouders op dezelfde lijn brengt blijkt reputatie te zijn. Cotter, Shivdasani en Zenner trekken hieruit twee besluiten. Als eerste punt stellen zij dat externe bestuurders er niet noodzakelijk voor zorgen dat de raad van bestuur de belangen van de aandeelhouders beter in acht neemt. Het is zeer belangrijk dat de externe bestuurders een motivatie hebben hun taak naar behoren te vervullen. Ten tweede wijzen zij erop dat met het aanstellen van onafhankelijke bestuurders er een bijkomend belangenconflict kan ontstaan: om hun eigen positie in het bedrijf te vrijwaren, kunnen de externen bepaalde veranderingen (zoals overname) pogen tegen te houden. Deze resultaten impliceren dat professionele onafhankelijke bestuurders die veel reputatiekapitaal te verdedigen hebben en opdrachten krijgen die beperkt zijn in de tijd waarschijnlijk het best functioneren.

Ten slotte is ook enig onderzoek verricht naar het nut van de scheiding tussen het voorzitterschap van de raad van bestuur en van het directiecomité. Zoals hoger aangehaald wordt op dit ogenblik in de Angelsaksische wereld hierop sterk aangedrongen. Dergelijke scheiding heeft potentieel zowel voor-als nadelen. De resultaten uit de meeste empirische studies ondersteunen de hypothese dat een scheiding performantiebevorderend werkt (b.v. Rechner en Dalton (1991)); andere daarentegen vinden dat de nadelen de voordelen overschaduwden (b.v. Brickley, Coles en Jarrell (1995)).

### *G. Proxygevechten*

Ikenberry en Lakonishok (1993) en DeAngelo (1988) rapporteren ondermaatse ondernemingsperformantie in de jaren voor een proxygevecht. Dit disciplineringsmechanisme schijnt in vele gevallen indirect invloed uit te oefenen, waarschijnlijk via het effect op de reputatie van het topmanagement. Immers Dodd en Warner (1983) rapporteren dat bij vele proxygevechten de dissidenten er niet in slagen de meerderheid van de bestuursmandaten te behalen. Gemiddeld stijgt de aandelenprijs bij de aankondiging van het gevecht; zelfs bij mislukking blijft een deel van de prijsappreciatie behouden. Dus de beurs

evalueert dit evenement positief en veroordeelt daarmee tegelijkertijd de politiek van het zittende management. Op termijn blijkt deze publieke veroordeling binnen het bedrijf (de raad van bestuur) bepaalde krachten los te maken, want DeAngelo en DeAngelo (1989) vinden dat na een mislukt proxygevecht bij 76% van de ondernemingen er binnen de twee jaar vervangingen gebeuren aan de top van het bedrijf. Het lijkt dan ook logisch dat wanneer de beurs hierop rationeel anticipeert, ook bij een (initiële) mislukking van de dissident, een deel van de prijsappreciatie behouden blijft. Ikenberry en Lakonishok constateren echter dat in de jaren na het gevecht, de aandelenprijs van de betrokken ondernemingen systematisch achter blijft wegens ondermaatse winstgevendheid. Dit patroon blijkt zich alleen voor te doen na een succesvol gevecht en bevestigt de grote moeilijkheid van het effectief implementeren van dissidente voorstellen.

#### H. *Vijandige overname*

Het empirische onderzoek omtrent overnames situeert zich voornamelijk in de jaren 80<sup>24</sup>. Vandaar dat de meeste resultaten betrekking hebben op die periode en de periodes daarvoor. Twee tot elkaar gerelateerde thema's komen dikwijls aan bod: (1) Creëren overnames waarde en indien ja, waar komt die waardecreatie vandaan; (2) Hoe wordt die waardecreatie verdeeld? Met betrekking tot de kwestie van waardecreatie zijn de empirische studies het erover eens dat er een sterke waardeverhoging plaatsgrijpt bij een vijandig bod. Bovendien blijken de aandeelhouders van de doelwitvennootschappen het overgrote deel van die voordelen op zak te steken. Zo rapporteren Nathan en O'Keefe (1989) voor de V.S. premies (boven de marktwaarde van voor het bod) voor doelwitaandelen van gemiddeld 41% tot 75%, dit afhankelijk van de subperiode. Het patroon van grote premies doet zich overigens eveneens bij niet-vijandige overnames en bij fusies voor<sup>25</sup>. Ondanks de verschillen in corporate governance realiseert dergelijk patroon zich ook systematisch in Continentaal-Europa. Zo vinden b.v. Eckbo en Langohr (1990) voor Frankrijk gemiddelde premies van 34% en 73% naargelang de subperiode; voor België vinden Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1991) premies tot gemiddeld 48%. De aandelen van de overnemende vennootschap daarentegen realiseren weinig of geen prijsaanpassing rond de periode van de aankondiging van het bod. Sommige studies rapporteren zelfs een prijsdeprecieatie van de aandelen van de bidder (b.v. Malate-

sta (1983), Morck, Shleifer en Vishny (1990)). Behalve in de gevallen waarbij de aandeelhouders van de bieder verliezen, komt er dus - in termen van totale aandelenwaarde - netto rijkdom bij. Zelfs wanneer ook de gevallen in rekening worden gebracht waar de aandelenwaarde van de bieder vermindert, zijn de meeste studies eenstemmig akkoord over de enorme (netto) waardecreatie die van overnames is uitgegaan. Het is dan ook niet verwonderlijk dat veel aandacht is besteed aan het opsporen van de oorzaken ervan. Lange tijd heeft men hieromtrent in het duister getast en thans is dit vraagstuk nog steeds niet uitgeklaard<sup>26</sup>. Deze onzekerheid heeft dan ook aanleiding gegeven tot hardnekkige discussies tussen voor-en tegenstanders van het vijandige overnamebod. Volgens tegenstanders zouden de voordelen die de aandeelhouders op zak hebben gestoken afkomstig zijn van, hetzij een verschuiving van rijkdom van andere 'stakeholders' naar aandeelhouders, hetzij een foutieve inschatting en prijsbepaling in de aandelenmarkt. Wat betreft de mogelijke verschuiving van rijkdom wijst de (nog eerder beperkte) empirische evidentie erop dat, indien er enige overdracht heeft plaatsgevonden, dit gemiddeld eerder beperkt is gebleven (zie b.v. Auerbach en Reishus (1987), Dennis en McConnell (1986), Brown en Medoff (1987)). In verband met mogelijke foutieve inschatting van de aandelenmarkt is er geen eensgezindheid. Franks, Harris en Titman (1991), alsook Healy, Palepu en Ruback (1992) vinden dat, alleszins in een periode van twee jaar na de overname, de aandelenprijs van de overnemer een normaal verloop kent. Dit is belangrijk daar de afwezigheid van correcties consistent is met de hypothese dat, op het ogenblik dat de operatie wordt aangekondigd, de markt een juiste inschatting maakt van de gevolgen. Bovendien vinden Healy, Palepu en Ruback na de acquisitie een sterke rentabiliteitsverbetering bij de doelwitvennootschappen; deze verbetering blijkt bovendien positief gecorreleerd te zijn met de waardecreatie op het ogenblik van de aankondiging van de overname. Dit laatste confirmeert opnieuw de veronderstelling dat overnames waarde creëren en dat de financiële markt op het ogenblik van de aankondiging gemiddeld een juiste inschatting maakt. Agrawal, Jaffe en Mandelker (1992) daarentegen vinden dat, behalve voor de biedingen die in de jaren 70 plaatsgrepen, de aandelen van de overnemer in de jaren na de overname ondermaats presteren. Tegenstanders van de vijandige overnames voeren dikwijls ook aan dat de foutieve waardeinschatting gebeurt vóór het bod. Over het algemeen zijn doelwitten namelijk ondernemingen waarvan de aandelenprijs in de jaren voor de



bieding, in vergelijking met hun industrie, een ongunstige evolutie hebben gekend (zie b.v. Lang, Stulz en Walking (1989), Martin en McConnell (1991), Morck, Shleifer en Vishny (1989), Franks en Mayer (1994))<sup>27</sup>. In deze redenering doet het feit van het bod de markt haar foutieve inschatting inzien met onmiddellijk een passende prijscorrectie tot gevolg. Vooral ondernemingen met lange-termijnprojecten zouden hiervan het slachtoffer zijn. Alhoewel sommige informatie inderdaad moeilijk naar de markt is over te brengen (zie hoger de discussie omtrent 'zachte' informatie) wijzen de resultaten van de meeste studies erop dat de financiële markten in hoge mate in staat zijn de groei- en winstmogelijkheden van bedrijven correct in te schatten. In het bijzonder zou de beurs over het algemeen de gevolgen van onderzoeks- en ontwikkelingsprojecten juist anticiperen en zouden net heel wat doelwitondernemingen inzake onderzoeks- en ontwikkelingsinspanningen achterblijven ten opzichte van hun industrie (zie b.v. McConnell en Muscarella (1985), Chan, Martin en Kensinger (1990), Beaver, Lamber en Morse (1980)). Bovendien blijken na een mislukte overnamepoging doelwitten de waarde-appreciatie, behaald op het ogenblik van het bod, na verloop van tijd terug te verliezen (zie b.v. Bradley, Desay en Kim (1983), Jarrell (1985)). Dit is dus niet consistent met de hoger aangehaalde hypothese dat de prijsappreciatie het gevolg zou zijn van het feit dat de markt plots de onderwaardering van de doelwitonderneming inziet door het uitbrengen van het bod.

Tenslotte is de hogergenoemde waardecreatie niet consistent met de overheersing van 'hubris' als leidend motief bij overnames. In een ophefmakend artikel stelde Roll (1986) namelijk dat overnamebeslissingen in de Angelsaksische wereld uiteindelijk door managers zelf worden genomen. En wie kan garanderen dat deze managers handelen in overeenstemming met de juiste (financieel-economische) motieven? Volgens Roll zou de soms negatieve performantie van biederaandelen dan ook te wijten zijn aan het feit dat te zelfzekere managers hun kansen op efficiëntieverbeteringen in de doelwitvennootschappen te hoog inschattten (d.w.z. ze leiden aan hubris). Een andere gerelateerde hypothese werd in een even ophefmakend artikel door Jensen (1986) naar voor geschoven: managers van bedrijven die meer cash flow produceren dan nodig voor de financiering van herinvesteringen hebben de neiging onnuttige acquisities te doen uit eigenbelang (b.v. omdat hun vergoeding stijgt met de grootte van het bedrijf). Bij vele vijandige overnames van de jaren 80 omvatte de herstructurering echter een afstoting van niet-'core' activiteiten waarbij

heel wat conglomeraten werden opgesplitst. Maar deze hypothese plaatst wel vraagtekens bij de conglomeraatvorming die gedurende de jaren 60 in de V.S. heeft plaatsgegrepen, temeer daar onderzoek van Morck, Shleifer en Vishny (1990) aantoonde dat overnames gedreven door diversificatiemotieven meestal niet tot goede resultaten leiden.

### *I. Juridische aansprakelijkheid*

Over dit disciplineringsmechanisme is nog niet veel empirische literatuur voorhanden. In het eerder besproken werk van Cotter, Shivdasani en Zenner (1994) blijken statutaire maatregelen die de juridische aansprakelijkheid van onafhankelijke bestuurders beperken te leiden tot sterker verzet bij een vijandige overnamepoging. De interpretatie van de auteurs is dat wegens het afzwakken van de aansprakelijkheid de bestuurders meer de handen vrij hebben hun eigen interesses (namelijk de vrijwaring van hun bestuurderspositie) te verdedigen. Hiermee in tegenstelling vinden Bhagat, Brickley en Coles (1987) dat aandelenprijzen gemiddeld stijgen bij de aankondiging dat een onderneming verzekering tegen juridische aansprakelijkheid voor het topmanagement en/of de bestuurders heeft gekocht. Deze auteurs suggereren dat met deze politiek het bedrijf betere topmensen kan aantrekken en/of dat bepaalde goede beslissingen gemakkelijker kunnen genomen worden wanneer er een bescherming is tegen juridische vervolging. Een gelijkaardig resultaat wordt ook gerapporteerd in Brook en Rao (1994). Volgens deze onderzoekers realiseert de positieve prijsreactie zich echter enkel bij ondernemingen die in problemen verkeren; bij gezonde bedrijven daarentegen zou de aandelenprijs niet worden beïnvloed. Zij stellen dat door de dramatische toename van juridische vervolgingsgevallen in de V.S.<sup>28</sup>, probleemondernemingen nood hebben aan aansprakelijkheidbeperkende regels opdat turnaround specialisten en andere experts meer de handen vrij zouden hebben om de nodige (en soms omstreden) beslissingen te kunnen nemen.

## VI. BESLUITEN VOOR CORPORATE GOVERNANCE IN BELGIË

Alhoewel er inzake corporate governance tussen België en de Angelsaksische wereld grote verschillen bestaan, kunnen de bevindingen uit de voornamelijk Angelsaksisch gerichte literatuur toch interessante gezichtspunten leveren voor België. In het bijzonder geeft

de analyse aan dat het op dit ogenblik niet mogelijk is om op korte termijn het Angelsaksische systeem te kopiëren, alleen al wegens gebrek aan neutraal institutioneel kapitaal in België. Bovendien is de corporate governance in België ook weinig beursgericht. Hier kunnen meerdere factoren ten grondslag liggen. Naast een mogelijk mentaliteitsprobleem, spelen hoogstwaarschijnlijk ook een aantal meer objectieve factoren mee. Uit de vergelijking van het gebruik van disciplineringsmechanismen komt b.v. duidelijk naar voor dat in de Angelsaksische wereld gemakkelijk gebruik kan gemaakt worden van stock option plannen, welke op termijn maar goed werken wanneer een beursnotering bestaat. Daarnaast is er ook het vasthouden aan geconcentreerd aandeelhouderschap, dat meestal niet tot grote openheid ten opzichte van de financiële gemeenschap aanleiding geeft. Welke precies de redenen zijn die tot dit vasthouden aanleiding geven is niet helemaal duidelijk. Mogelijke factoren zouden de afwezigheid van een 'arm's length relationship'-traditie tussen moeder en beursgenoteerde dochter kunnen zijn, alsook het net aangehaalde gebrek aan neutraal institutioneel kapitaal. Indien we aannemen dat in de Belgische financiële markten krachten spelen die bedrijven naar een optimale eigendomsstructuur drijven, zou het ook kunnen dat België veel bedrijven telt die beter af zijn met een geconcentreerd aandeelhouderschap. Maar dit doet dan de vraag rijzen over het waarom en de wenselijkheid van dergelijke eerder eenzijdige selectie van bedrijven. Wanneer men geconcentreerde eigendomsstructuren vergelijkt met verspreid aandeelhouderschap komen twee belangrijke elementen naar voren. Ten eerste bestaat er een afweging tussen efficiëntie van het gebruik van de financiële middelen en groei mogelijkheden. Bij verspreid aandeelhouderschap mag men een grote macht en mogelijk dito eigengereid optreden van het management verwachten. Daar groei dikwijls het belang van het management dient en er bovendien niet met controleconsideraties van aandeelhouders dient rekening gehouden te worden, is het waarschijnlijk dat projecten gemakkelijker gefinancierd kunnen worden door het aantrekken van bijkomend kapitaal langs de beurs. Men mag echter ook verwachten dat het management niet altijd zuinig om zal springen met de financiële middelen; volgens Jensen (1993) zou de grootste uitdaging van het Angelsaksisch model naar de toekomst toe er dan ook in bestaan op een ordentelijke manier een oplossing te vinden voor de belangrijke noden van exit en 'down scaling' in heel wat industrieën. Door het toezicht dat grote aandeelhouders natuurlijkerwijs uitoefenen op het ma-

nagement, zou een zuinig omspringen met de financiële middelen minder problematisch zijn bij geconcentreerd aandeelhouderschap. Een tweede element betreft de belangentegenstellingen. Waar deze zich bij verspreid aandeelhouderschap voornamelijk situeren tussen aandeelhouders en management, mag men verwachten dat bij geconcentreerde eigendomsstructuren de problemen verschuiven naar de relatie tussen grote en kleine aandeelhouders. De hoger aangehaalde afwezigheid van een 'arm's length' relatie tussen moeder en beursgenoteerde dochterondernemingen is niet van aard de potentiële belangentegenstellingen te verminderen. Alhoewel zij een nuttige functie zouden kunnen vervullen, mag men bovendien niet verwachten dat het verplicht invoeren van onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur al deze problemen op een eenvoudige manier zal oplossen. Onafhankelijke bestuurders hebben immers ook eigen belangen; bovendien kan men zich de vraag stellen in welke mate dergelijke bestuurders ook efficiënt zouden kunnen opereren indien zij de medewerking van de 'insiders' niet zouden krijgen. Invoering van onafhankelijke bestuurders zou dan ook best samengaan met een reflectie over de samenstelling en werking van de raad van bestuur. Eén element dat in de toekomst echter zeker zal bijdragen tot een oplossing is de toenemende alertheid van kleine aandeelhouders en de druk vanwege Angelsaksische pensioenfondsen in de richting van grotere openheid. Samenvattend lijkt het Belgisch systeem zich te kenmerken door eerder starre eigendomsstructuren, in de zin dat soepele overgangsmogelijkheden van verspreid naar geconcentreerd aandeelhouderschap en omgekeerd niet aanwezig zijn; dergelijke soepele overgangsmogelijkheden zouden kunnen bijdragen tot de mate waarin Belgische bedrijven waarde creëren.

TABEL 1  
A: Belang verschillende klassen aandeelhouders

| As of end of year:                         | Amsterdam   | Brussels      | Copenhagen    | Dublin      | Germany     | Lisbon      | London       | Milan       | Paris      | Helsinki    | Oslo        | Stockholm    |
|--|-------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|
|  | 1991        | 1990          | 1990          | 1986        | 1990        | 1991        | 1992         | 1991        | 1985       | 1990        | 1992        | 1990         |
| <b>1. Private institutional investors</b>  | <b>21</b>   | -             | <b>22,4</b>   | <b>38,9</b> | <b>15,2</b> | <b>22,2</b> | <b>60,5</b>  | <b>12,9</b> | <b>25</b>  | <b>34,5</b> | <b>16,3</b> | <b>36,3</b>  |
| 1.1 Insurance companies                    | -           | -             | 15,3          | 35,2        | 3,2         | 0,5         | 51,8         | 1,4         | -          | 10,1        | 11,5        | 15,3         |
| 1.1.1 General insurance companies          | -           | -             | 9,1           | -           | -           | -           | 0,0          | 1,1         | -          | -           | 7,4         | -            |
| 1.1.2 Life insurance companies             | -           | -             | -             | -           | -           | -           | 20,7         | 0,2         | -          | -           | 2,0         | -            |
| 1.1.3 Pension funds                        | -           | -             | 6,2           | 9,3         | -           | -           | 31,1         | 0,0         | -          | -           | 2,1         | -            |
| 1.2 Banks                                  | 1           | -             | -             | -           | 8,7         | 5,5         | 0,2          | 4,4         | -          | 15,1        | 0,7         | -            |
| 1.3 Bond issuing mortgage companies        | -           | -             | 1,2           | -           | -           | -           | 0,0          | 0,1         | -          | -           | 0,2         | -            |
| 1.4 Investment companies                   | -           | -             | -             | 3,7 c       | -           | -           | 2,8          | 2,6         | -          | -           | 0,0         | 12,1         |
| 1.5 Unit trusts/collective savings schemes | -           | -             | 0,8           | -           | 3,3         | 0,4         | 5,7          | 2,3         | -          | -           | 3,9         | 8,9          |
| 1.6 Other private financial institutions   | -           | -             | 5,1           | -           | -           | 15,8        | 0,0          | 0,5         | -          | -           | 0,0         | -            |
| 1.7 Not identified                         | 20          | -             | 0,0           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 1,7         | -          | 9,3         | 0,0         | 0,0          |
| <b>2. Private companies/organisations</b>  | -           | -             | -             | <b>5,1</b>  | <b>41,7</b> | <b>3,7</b>  | <b>3,3</b>   | <b>14,2</b> | <b>g</b>   | <b>26,5</b> | <b>21,0</b> | <b>29,7</b>  |
| 2.1 Limited companies                      | -           | -             | -             | 2,4         | -           | 1,1         | -            | 13,6        | -          | -           | 19,5        | 21,0         |
| 2.2 Other and not identified               | -           | -             | -             | 2,7         | 41,7        | 2,7         | 3,3          | 0,6         | -          | 26,5        | 2,0         | 8,7          |
| <b>3. Individual investors</b>             | -           | <b>28,0</b>   | -             | <b>28,1</b> | <b>18,4</b> | <b>0,5</b>  | <b>20,0</b>  | <b>15,5</b> | <b>29</b>  | <b>24,8</b> | <b>11,1</b> | <b>14,7</b>  |
| <b>4. Government</b>                       | -           | -             | <b>0,5</b>    | <b>0,7</b>  | <b>6,0</b>  | <b>23,6</b> | <b>1,2</b>   | <b>40,7</b> | <b>g</b>   | -           | <b>21,7</b> | <b>9,2</b>   |
| 4.1 Companies owned by government          | -           | -             | -             | -           | -           | 23,6        | 1,2 c        | 39,5        | -          | -           | 8,1         | -            |
| 4.2 Other and not identified               | -           | -             | 0,5           | 0,7         | 6,0         | -           | 0,0          | 1,2         | -          | -           | 13,6        | 9,2          |
| <b>5. Foreign investors</b>                | <b>35</b>   | <b>22,9</b>   | <b>2,9</b>    | <b>27,3</b> | <b>18,7</b> | <b>12,1</b> | <b>12,8</b>  | <b>14,4</b> | <b>24</b>  | -           | <b>28,9</b> | <b>7,9</b>   |
| 5.1 Foreign institutional investors        | -           | -             | -             | -           | -           | 6,4         | -            | 12,5        | -          | -           | 9,6         | -            |
| 5.2 Other and not identified               | 35          | -             | 2,9           | 27,3        | 18,7        | 5,7         | 12,8         | 1,9         | 24         | -           | 19,3        | 7,9          |
| <b>6. Not identified</b>                   | <b>44 a</b> | <b>49,1 b</b> | <b>74,2 d</b> | <b>9,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>38,0</b> | <b>2,2 f</b> | <b>2,4</b>  | <b>0,0</b> | <b>14,2</b> | <b>1,1</b>  | <b>2,2 h</b> |
| <b>Total</b>                               | <b>100</b>  | <b>100</b>    | <b>100</b>    | <b>100</b>  | <b>100</b>  | <b>100</b>  | <b>100</b>   | <b>100</b>  | <b>100</b> | <b>100</b>  | <b>100</b>  | <b>100</b>   |

- No figure presented

Bron : Federatie Europese aandelenbeurzen

TABEL 1  
B: Evolutie aandeelhouderschap

|                                 |                     | 1975      | 1981 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |      |
|---------------------------------|---------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Private institutional investors | Amsterdam           |           |      |      |      | 14   | 15   | 19   | 18   | 17   | 20   | 21   |      |      |
|                                 | Germany             |           |      |      | 13,4 |      |      |      | 14,2 |      | 15,2 |      |      |      |
|                                 | London              | 48,0      | 57,9 |      |      |      |      |      |      | 58,6 | 61,3 |      | 60,5 |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      | 41,9 | 40,7 | 37,6 | 34,5 |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 16,6 | 15,9 | 17,7 | 16,1 | 14,1 | 14,4 | 15,8 | 16,6 | 16,3 |      |
|                                 | Stockholm           |           |      | 32   |      | 30,6 |      | 34,2 | 33,0 | 33,1 |      |      |      |      |
| of which:                       | Insurance companies | Amsterdam |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 |                     | Germany   |      |      |      | 3,1  |      |      |      | 2,7  |      | 3,2  |      |      |
|                                 |                     | London    | 32,7 | 47,2 |      |      |      |      |      |      | 48,9 | 51,8 |      | 51,8 |
|                                 |                     | Helsinki  |      |      |      |      |      |      | 12,8 | 12,3 | 14,9 | 10,1 |      |      |
|                                 |                     | Oslo      |      |      |      | 9,0  | 8,3  | 8,9  | 7,9  | 7,3  | 9,5  |      | 11,9 | 11,5 |
|                                 | Stockholm           |           |      | 11   |      | 11,3 |      | 14,1 | 14,3 | 14,5 | 15,3 |      |      |      |
| Banks                           | Amsterdam           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Germany             |           |      |      | 7,6  |      |      |      |      | 8,1  |      |      | 8,7  |      |
|                                 | London              | 0,7       | 0,3  |      |      |      |      |      |      | 0,7  | 0,7  |      | 0,2  |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      | 16,0 | 16,4 | 12,6 | 15,1 |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 4,9  | 4,7  | 5,8  | 4,9  | 3,5  | 1,3  | 1,2  | 0,6  | 0,7  |      |
|                                 | Stockholm           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Private companies/organisations | Amsterdam           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Germany             |           |      |      | 36,1 |      |      |      | 39,3 |      | 41,7 |      |      |      |
|                                 | London              | 3,0       | 5,1  |      |      |      |      |      |      | 3,8  | 2,8  |      | 3,3  |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      | 15,6 | 19,6 | 23,8 | 26,5 |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      | 2    | 29,7 | 37,6 | 30,9 | 30,8 | 31,3 | 29,7 | 29,1 | 27,3 | 21,0 |      |
|                                 | Stockholm           |           |      |      |      | 27,7 |      | 27,9 | 30,2 | 29,6 | 29,7 |      |      |      |
| Individual investors            | Amsterdam           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Brussels*           |           | 32,9 | 29,6 | 31,0 | 31,5 | 30,4 | 28,3 | 26,5 | 25,0 | 28,0 |      |      |      |
|                                 | Germany             | 37,5      | 28,2 |      | 18,8 |      |      |      | 19,4 |      | 18,4 |      | 20,0 |      |
|                                 | London              |           |      |      |      |      |      |      |      | 20,8 | 20,5 |      |      |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      | 35,1 | 31,3 | 27,0 | 24,8 |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 26,9 | 22,5 | 21,6 | 22,5 | 19,1 | 15,0 | 12,9 | 11,2 | 11,1 |      |
|                                 | Stockholm           |           |      | 23   |      | 21,2 |      | 18,7 | 16,8 | 16,3 | 14,7 |      |      |      |
| Government                      | Amsterdam           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Germany             |           |      |      | 10,2 |      |      |      |      | 7,1  |      | 6,0  |      |      |
|                                 | London              | 3,6       | 3,0  |      |      |      |      |      |      |      | 2,0  |      | 1,2  |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 8,6  | 8,9  | 8,4  | 8,3  | 12,0 | 12,7 | 14,5 | 15,8 | 21,7 |      |
|                                 | Stockholm           |           |      | 3    |      | 5,6  |      | 5,4  | 10,1 | 10,7 | 9,2  |      |      |      |
| Foreign investors               | Amsterdam           |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Brussels*           |           | 21,4 | 23,2 | 22,0 | 22,0 | 22,1 | 22,5 | 22,9 | 23,2 | 22,9 |      | 35   |      |
|                                 | Germany             | 5,6       | 3,6  |      | 21,4 |      |      |      |      |      | 18,7 |      |      |      |
|                                 | London              |           |      |      |      |      |      |      |      | 12,4 | 11,8 |      | 12,8 |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 18,2 | 15,1 | 21,4 | 22,3 | 23,5 | 26,9 | 27,2 | 28,7 | 28,9 |      |
|                                 | Stockholm           |           |      | 8    |      | 8,0  |      | 6,1  | 6,6  | 6,5  | 7,9  |      |      |      |
| Not identified                  | Amsterdam           |           |      |      |      | 43   | 42   | 37   | 40   | 43   | 43   | 44   |      |      |
|                                 | Brussels*           |           | 44,1 | 47,3 | 47,0 | 46,6 | 47,5 | 49,1 | 50,6 | 50,7 | 49,1 |      |      |      |
|                                 | Germany             |           |      |      | 0,0  |      |      |      |      | 0,0  |      |      |      |      |
|                                 | London              | 2,3       | 2,2  |      |      |      |      |      |      |      | 2,1  |      | 2,2  |      |
|                                 | Helsinki            |           |      |      |      |      |      |      | 7,4  | 8,4  | 11,6 | 14,2 |      |      |
|                                 | Oslo                |           |      |      | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,6  | 0,5  | 0,3  |      |      |
|                                 | Stockholm           |           |      | 7    |      | 6,9  |      | 3,7  | 3,3  | 3,8  | 2,2  |      |      |      |

\*The figures relate to all Belgian companies not just the listed ones.

Bron : Federatie Europese aandelenbeurzen

TABEL 2

*Koncentratie aandeelhoudersschap in grote beursgenoteerde bedrijven*

**ANGELSAKSISCH SYSTEEM**

**BV. VERDELING AANDEELHOUDERSSCHAP TOP 200**

**BEURSGENOTEERDE BEDRIJVEN IN**

**VERENIGD KONINKRIJK**

| <b>GROOTSTE AANDEELHOUDER</b> | <b>% BEDRIJVEN</b> |
|-------------------------------|--------------------|
| 0 - 3 %                       | 6 %                |
| 3 - 5 %                       | 30 %               |
| 5 - 10 %                      | 31 %               |
| 10 - 15 %                     | 10 %               |
| 15 - 20 %                     | 4 %                |
| 20 - 25 %                     | 3 %                |
| 25 - 50 %                     | 10 %               |
| > 50 %                        | 6 %                |

*Bron: J.R. Franks & C. Mayer (1992 b).*

TABEL 3

NIET-ANGELSAKSISCH SYSTEEMBV. VERDELING AANDEELHOUDERSSCHAP IN 171  
BEURSGENOTEERDE DUITSE BEDRIJVEN

|   |         |
|---|---------|
| A. BEDRIJVEN MET EEN VERSPREID<br>AANDELENHOUDERSSCHAP (1)                          | 14.6 %  |
| B. BEDRIJVEN MET EEN GROTE<br>AANDEELHOUDER, DE GROOTSTE<br>AANDEELHOUDER ZIJNDE... | 85.4 %  |
| 1. EEN ANDER DUITSE BEDRIJF   | 27.5 %  |
| 2. EEN VERZEKERINGSMAATSCHAPPIJ   | 1.8 %   |
| 3. EEN TRUST /<br>EEN INSTITUTIONELE BELEGGER                                       | 12.9 %  |
| 4. EEN FAMILIEGROEP   | 20.5 %  |
| 5. EEN BUITENLANDS BEDRIJF (2)  | 9.9 %   |
| 6. EEN BANK   | 5.8 %   |
| 7. DE DUITSE STAAT  | 1.2 %   |
| 8. ANDERE DUITSE AUTORITEITEN   | 3.5 %   |
| 9. EEN BUITENLANDSE STAAT   | 0.0 %   |
| 10. ONBEKEND  | 2.3 %   |
| TOTAAL (3)  | 100.0 % |

- (1) EEN BEDRIJF HEEFT EEN VERSPREID  
AANDEELHOUDERSSCHAP ALS GEEN ENKELE  
AANDEELHOUDER TENMINSTE 25 % VAN  
HET STEMGERECHTIGD KAPITAAL BEZIT
- (2) BUITENLANDSE HOLDINGS INBEGREPEN
- (3) AFWIJKINGEN IN HET TOTAAL ZIJN  
TE WIJTEN AAN AFRONDINGSFOUTEN

Bron: J.R. Franks & C. Mayer (1992 b).



TABEL 4

*Relatieve belang beurskapitalisaties aandelen uit thuismarkt*

| AANDELEN UIT DE<br>THUISMARKT IN 1993   | V.S.A.    |           | TOKYO     | LONDON    | PARIJS      | AMSTERDAM |         |  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|---------|--|
|   | NYSE      | ACNN      |           |           |             |           |         |  |
| AANTAL NOTERINGEN   | 1.788     | 9.852     | 1.667     | 1.927     | 726         | 239       |         |  |
| MARKTKAPITALISATIE<br>IN MILJOEN U.S. \$  | 4.220.974 | 8.993.828 | 2.906.299 | 1.198.554 | 455.485     | 182.629   |         |  |
| MARKTKAPITALISATIE/<br>AANTAL NOTERINGEN  | 2.361     | 913       | 1.743     | 622       | 627         | 764       |         |  |
| AANTAL<br>BEURSINTRODUCTIES   | 188       | 823       | 22        | 180       | 12          | 25        |         |  |
| MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>IN MILJOEN U.S. \$                           | 1.628.779 | NA        | 475.744   | 376.345   | 122.023     | 45.592    |         |  |
| GEMIDDELD PER NOTERING<br>MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>IN MILJOEN U.S. \$ | 911       | NA        | 285       | 195       | 168         | 191       |         |  |
| MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>ALS % VAN<br>MARKTKAPITALISATIE              | 39 %      | NA        | 16 %      | 31 %      | 27 %        | 25 %      |         |  |
| MARKTKAPITALISATIE<br>ALS % VAN BBP<br>(VAN '92)                                | 71 %      | 152 %     | 83 %      | 117 %     | 36 %        | 58 %      |         |  |
| * ACNN = AMEX + CHICAGO + NASDAQ + NYSE   |           |           |           |           |             |           |         |  |
| AANDELEN UIT DE<br>THUISMARKT IN 1993   | BRUSSEL   |           | DUITSLAND |           | ZWITSERLAND |           | ITALIE  |  |
|   |           |           |           |           |             |           |         |  |
| AANTAL NOTERINGEN   | 165       |           | 664       |           | 215         |           | 242     |  |
| MARKTKAPITALISATIE<br>IN MILJOEN U.S. \$  | 78.207    |           | 460.754   |           | 270.879     |           | 144.045 |  |
| MARKTKAPITALISATIE/<br>AANTAL NOTERINGEN  | 474       |           | 694       |           | 1.260       |           | 595     |  |
| AANTAL<br>BEURSINTRODUCTIES   | 3         |           | 9         |           | 4           |           | 4       |  |
| MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>IN MILJOEN U.S. \$                           | 8.028     |           | 447.202   |           | 105.883     |           | 27.632  |  |
| GEMIDDELD PER NOTERING<br>MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>IN MILJOEN U.S. \$ | 49        |           | 673       |           | 492         |           | 114     |  |
| MARKTWAARDE<br>BEURSTRANSAKTIES<br>ALS % VAN<br>MARKTKAPITALISATIE              | 10 %      |           | 97 %      |           | 39 %        |           | 19 %    |  |
| MARKTKAPITALISATIE<br>ALS % VAN BBP<br>(VAN '92)                                | 37 %      |           | 25 %      |           | 109 %       |           | 12 %    |  |

Bron: FINV Statistics (1993)

## NOTEN

1. Basisartikels waarin de knooppunt-van-contracten visie wordt ontwikkeld zijn Fama (1980) en Jensen en Meckling (1976).
2. Bovenstaande definitie van corporate governance legt de nadruk op disciplinerende. Aan andere aspecten zoals het keuzeprobleem bij verschil van mening tussen management en aandeelhouders of de wijze waarop b.v. de samenstelling van de raad van bestuur zou kunnen bijdragen tot het opbouwen van informatienetwerken ten behoeve van beslissingen wordt in de Angelsaksische financieringsliteratuur dikwijls voorbijgegaan. Gezien dit voornamelijk een overzichtartikel is, zullen deze aspecten niet systematisch uitgediept worden.
3. Bij een management buy-out koopt het zittende management de aandeelhouders uit. Dikwijls gaat dit gepaard met zware schuldfinanciering door het uitgekochte bedrijf zelf of door een speciaal hiervoor gecreëerde holdingmaatschappij waar de aandelen van het uitgekochte bedrijf in worden ondergebracht. Een met schulden gefinancierde uitkoop van oude aandeelhouders wordt dikwijls ook een leveraged buy-out genoemd. Zie b.v. Muscarella en Vetsuypens (1990) voor empirische evidentie omtrent de effecten van dergelijke operaties.
4. B.v. het Cadbury rapport raadt beursgenoteerde bedrijven aan een onafhankelijk compensatiecomité samen te stellen.
5. In tegenstelling tot de Angelsaksische landen dient in Continentaal-Europa de compensatie van het topmanagement niet bekend te worden gemaakt in het jaarverslag van de onderneming.
6. Opmerkelijk is het feit dat over de laatste tien jaar meerdere grote Belgische financiële instellingen een buitenstaander hebben aangetrokken om de rol van voorzitter van het directiecomité op zich te nemen.
7. In sommige landen moeten de aandeelhouders dit recht delen met andere groepen zoals de werknemers (b.v. bij grotere bedrijven in Duitsland) of heeft de raad van bestuur het recht eigen leden te coöpteren (b.v. bij structuurvennootschappen in Nederland).
8. Zo werden b.v. in 1992 in de pers de transacties tussen de Generale Maatschappij en sommige van haar dochters op de korrel genomen (zie Financieel Economische Tijd, 11 maart (1992)).
9. Onafhankelijke bestuurders zijn in de V.S. zeer populair geworden sinds de jaren 70. Volgens Monks en Minow (1995) zou dit een reactie zijn geweest op een aantal schandalen i.v.m. het in gebreke blijven van de ondernemingsleiding haar taak op een normale manier te vervullen.
10. Enkele theoretische publicaties omtrent de rol van de raad van bestuur zijn: Hirschleifer en Thakor (1991a), (1991b), Maug (1994), Monks (1995).
11. In een bespreking van de literatuur komt Scherer (1988) tot een gelijkwaardige conclusie.
12. Een aantal belangrijke theoretische artikels omtrent de rol van het vijandige overnamebod zijn Grossman en Hart (1980), Scharfstein (1988-), Jensen (1986), Shleifer and Vishny (1986). Het artikel van Jensen (1993) plaatst het belang van het vijandige bod in een meer historisch en breder perspectief.
13. Gegeven het zwart-rijdenprobleem (dat zich ook nog bij grotere aandeelhouders in zekere mate kan voordoen) en het informatieadeel ten opzichte van de insiders van het bedrijf, mag men niet verwachten dat dit disciplineringsmechanisme op zich zeer efficiënt is.
14. Met de gegevens van deze tabellen moet voorzichtig worden omgesprongen omdat rapporteringsverplichtingen niet dezelfde zijn in alle beschouwde landen (zie Federation of Stock Exchanges in the European Community (1993)).
15. Met de toenemende internationalisering van de institutionele portefeuilles genieten de laatste jaren ook Continentaal-Europese beurzen van de kapitalen die door buitenlandse fondsen zijn samengebracht. Zo zouden Amerikaanse pensioenfondsen reeds

- één derde van de Franse beursgenoteerde ondernemingen in handen hebben (Financieel Economische Tijd (11 maart 1995)). Deze institutionelen manifesteren zich de laatste tijd in toenemende mate door interventies tijdens de algemene vergadering van de aandeelhouders en vragen naar meer openheid van de bedrijven t.o.v. het beleggende publiek.
16. Zie ook Noot 3.
  17. In de praktijk blijken managers zoveel mogelijk te proberen dividendverlagingen te vermijden. Daardoor zal een dividendenverhoging meestal maar aangekondigd worden wanneer het management redelijk zeker is dat dit hogere dividendniveau in de toekomst ook zal kunnen aangehouden worden. De aankondiging van een dividendenverhoging is dan ook goed nieuws en wordt meestal gevolgd door een prijsstijging van het aandeel.
  18. Het hierna meer in detail besproken onderzoek van Agrawal en Knoeber (1994) is hiermee in overeenstemming.
  19. Meer details volgen in paragraaf V.F. over de raad van bestuur.
  20. Demsetz en Lehn (1985) vinden geen relatie tussen boekhoudkundige rentabiliteitsmaatstaven en concentratie van aandeelhoudersschap.
  21. Een klassieke tekst over het verband tussen ondernemingskarakteristieken en aandeelhoudersstructuren is Demsetz en Lehn (1985).
  22. Kaplan (1994) vindt dat in Duitsland de leiding van het bedrijf vervangen wordt na slechte performantie; dit vervangingsgedrag schijnt weinig of niet beïnvloed te worden door de aandeelhoudersstructuur.
  23. Opbrengst wordt gedefinieerd als de prijsreactie van het aandeel op het ogenblik van de aankondiging van het overnamebod.
  24. Sinds het begin van de jaren 90 is de aandacht verschoven naar andere disciplineringsmechanismen en voornamelijk naar de structuur van het aandeelhoudersschap en de raad van bestuur.
  25. Bij niet vijandige transacties liggen de premies echter lager dan bij vijandige overnames, zie b.v. Nathan en O'Keefe (1989), Jarrell, Brickley en Netter (1988).
  26. "Knowledge of the sources of takeover gains still eludes us", Jensen en Ruback (1983), blz. 47. Zolang men de bronnen van de waardecreatie niet kent is het ook moeilijk succesvolle voorspellingsmodellen te maken van welke bedrijven in een overname zullen betrokken worden. Tot nu toe zijn pogingen om dergelijke modellen te construeren bijna volledig mislukt (zie b.v. Palepu (1986)). De constructie van een succesvol predictie-model zou nogthans erg nuttig kunnen zijn. Zo zou men b.v. ook bij niet beursgenoteerde bedrijven een beter inzicht kunnen verkrijgen omtrent de redenen waarom de aandeelhouders op een bepaald ogenblik besluiten hun onderneming te verkopen.
  27. Dit is niet in tegenspraak met de eerder vermelde bevindingen van b.v. Franks en Mayer (1994) dat bedrijven met de allerslechtste performantie zelden worden overgenomen.
  28. De periode 1984-1987 zou in de financiële pers al eens de "directors' liability crisis" genoemd worden.

## REFERENTIES

- Agrawal, A., J. Jaffe en G. Mandelker, 1992, The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: a Re-Examination of an Anomaly, *Journal of Finance*, 4, september, 1605-1621.
- Agrawal, A. en C. Knoeber, 1994, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, paper, (R. White Center for Financial Research, the Wharton School, University of Pennsylvania).
- Agrawal, A. en R. Walkling, 1994, Executive Careers and Compensation Surrounding Take-over Bids, *Journal of Finance*, no 3, juli.
- Auerbach, A. en D. Reishus, 1987, Taxes and the Merger Decision, in Coffee en Lowenstein, eds., *Takeovers and Contests for Corporate Control*, (Oxford University Press).
- Baysinger, B. en H. Butler, 1985, Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, *Journal of Law, Economics and Organisations* 1, 650-657.

- Beaver, W., R. Lambert en D. Morse, 1980, The Information Content of Security Prices, *Journal of Accounting and Economics*, maart, 3-28.
- Berger, P. en E. Ofek, 1994, Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms, Working paper, (Stern School of Business, New York University), november.
- Bhagat, S., J. Brickley en R. Lease, 1985, Incentive Effects of Stock Repurchase Plans, *Journal of Financial Economics*, juni, 195-216.
- Bhagat, S., J. Brickley en J. Coles, 1987, Managerial Idemnification and Liability Insurance, *Journal of Risk and Insurance* 54, 721-736.
- Bhagat, S. en I. Welch, 1995, Corporate Research and Development Investments: International Comparisons, *Journal of Accounting and Economics* 19, 2-3.
- Bhide, A., 1994, Efficient Markets, Deficient Governance, *Harvard Business Review*, november-december.
- Blackwell, S., W. Marr, M. Spivey, 1990, Plant-Closing Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics* 26, 277-288.
- Bond, S., J. Elston, J. Mairisse en B. Mulkey, 1994, A Comparison of Empirical Investment Equations Using Company Panel Data for France, Germany, Belgium and the U.K., paper, (Nuffield College, Oxford U.K.).
- Bradley, M., A. Desai en E. Kim, 1983, The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?, *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Brickley, J., S. Bhagat en R. Lease, 1985, The Impact of Long Range Managerial Compensation Plans on Shareholders' Wealth, *Journal of Accounting and Economics*, april, 115-129.
- Brickley, J. en F. Dark, 1987, The Choice of Organisational Form: the Case of Franchising, *Journal of Financial Economics* 18, 401-420.
- Brickley, J. en C. James, 1987, The Takeover Market, Corporate Board Composition and Ownership Structure: the Case of Banking, *Journal of Law and Economics* 30, 161-181.
- Brickley, J. en L. Van Druenen, 1990, Internal Corporate Restructuring: an Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, 12, 251-280.
- Brickley, J., J. Coles en G. Jarrell, 1995, Corporate Leadership Structure: on the Separation of the Positions of CEO and Chairman of the Board, working paper, (Bradley Policy Research Center, Simon Graduate School of Business Administration, University of Rochester, N.Y.).
- Brindisi, L., 1985, Creating Shareholder Value: a New Mission for Executive Compensation, *Midland Corporate Finance Journal*, winter.
- Brook, Y. en R. Rao, 1994, Shareholder Wealth Effects of Director's Liability Limitation Provisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 481-497.
- Brown, C. en J. Medoff, 1987, The Impact of Firm Acquisitions on Labor, NBER working paper. *Business Week*, 1993, Executive Pay: the Party Ain't Over Yet, 26 april.
- Business Week*, 1995, Continental Divide over Executive Pay, 3 juli.
- Byrd, J. en K. Hickman, 1992, Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
- Cannella, A., D. Fraser en D. Lee, 1995, Firm Failure and Managerial Labor Markets. Evidence from Texas Banking, *Journal of Financial Economics* 38, 2.
- Chan, S., J. Martin en J. Kensinger, 1990, Corporate Research and Development Expenditures and Share Value, *Journal of Financial Economics*, 26, 255-276.
- Cotter, J., A. Shivdasani en M. Zenner, 1994, The Effect of Board Composition and Incentives on the Tender Offer Process, paper, (Kenan-Flagler Business School, University of North Carolina at Chapel Hill).
- Daems, H. en P. Van De Weyer, 1991, Strategische beslissingsautonomie en concurrentievermogen, (Koning Boudewijnstichting).
- Davis, E., 1991, The Development of Pension Funds - an International Comparison, *Bank of England Quarterly Bulletin*, augustus, 380-390.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo en E. Rice, 1984, Going Private: Minority Freezouts and Stockholder Wealth, *Journal of Law and Economics*, oktober, 367-401.

- DeAngelo, H. en L. DeAngelo, 1987, Management Buyouts of Publicly Traded Corporations, *Financial Analyst's Journal*, 43, 38-49.
- DeAngelo, H. en L. DeAngelo, 1989, Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations, *Journal of Financial Economics* 23, 29-59.
- DeAngelo, L., 1988, Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: the Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests, *Journal of Accounting and Economics* 10, 3-36.
- DeFusco, R., R. Johnson en T. Zorn, 1990, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, *Journal of Finance*, juni, 617-628.
- De Keuleneer, E., 1994, Levert een beursnotering in België voldoende voordelen op? *Bank- en Financiering*, 9/10, 531-535.
- Demsetz, H. en K. Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, april, 288-307.
- Dennis, D. en J. McConnell, 1986, Corporate Mergers and Security Returns, *Journal of Financial Economics*, 16, 143-187.
- Dodd, P. en J. Warner, 1983, On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests, *Journal of Financial Economics* 11, 401-438.
- Donaldson, G., 1990, Voluntary Restructuring: the Case of General Mills, *Journal of Financial Economics*, 27, 117-141.
- Dukes, R., 1976, An Investigation of the Effects of Expensing Research and Development Costs on Security Prices, in M. Schiff en G. Sorter, eds., *Proceedings of the Conference on Topical Research in Accounting*, (New York University Press), 147-193.
- The Economist*, 1991, By the Throat, 14 september.
- Eckbo, E. en H. Langohr, 1990, Takeover Premiums, Disclosure Regulations, and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 24, 363-404.
- Elston, J., 1994, Ownership Structure, Investment, and Liquidity Constraints: Evidence from German Manufacturing Firms, paper, (Wissenschaftszentrum Berlin, Duitsland).
- Fama, E., 1974, The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms, *The American Economic Review*, 64, 3, juni, 304-318.
- Fama, E., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 288-307.
- Fama, E. en M. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, juni, 301-326.
- Federation of Stock Exchanges in the European Community, 1993, Share Ownership Structure in Europe, februari.
- Financieel Economische Tijd, 1992, Suez opent de discussie over de bestaansredenen van de Generale, 11 maart.
- Financieel Economische Tijd, 1995, 25 februari.
- Financieel Economische Tijd, 1995, 11 maart.
- FIVB statistieken, 1992, 1993, 1994.
- Francis, J. en A. Smith, 1995, Agency Costs and Innovation: Some Empirical Evidence, *Journal of Accounting and Economics* 19, 2-3.
- Franks, J. en C. Mayer, 1990, Capital Markets and Corporate Control: a Study of France, Germany and the U.K., *Economic Policy*, 191-231.
- Franks, J., R. Harris en S. Titman, 1991, The Postmerger Share Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, 23, 81-96.
- Franks, J. en C. Mayer, 1992a, Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure, (London Business School), Discussion paper.
- Franks, J. en C. Mayer, 1992b, Corporate Control: a Synthesis of the International Evidence, (London Business School), Discussion paper.
- Ghemawat, P., 1994, Competitive Advantage and Internal Organisation: Nucor Revisited, Working paper, (Harvard University), februari.
- Gilson, K. en R. Kraakman, 1994, Investment Companies as Guardian Shareholders: the Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate, in T. Baums, R. Buxbaum, K. Hopt, eds, *Institutional Investors and Corporate Governance*, (Walter de Gruyter).

- Gilson, S., 1990, Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes on Corporate Ownership and Control when Firms Default, *Journal of Financial Economics* 27, 355-387.
- Grossman, S. en O. Hart, 1980, Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11, spring, 42-64.
- Harris, M. en A. Raviv, 1991, The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance* 46, maart, 297-355.
- Healy, P., K. Palepu en R. Ruback, 1992, Does Corporate Performance Improve After Mergers?, *Journal of Financial Economics*, april, 135-176.
- Hermalin, B. en M. Weisbach, 1988, The Determinants of Board Composition, *Rand Journal of Economics* 19, 589-606.
- Hermalin, B. en M. Weisbach, 1991, The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Financial Management*, winter, 101-112.
- Hirshleifer, D. en A. Thakor, 1991a, Corporate Control Through Board Dismissals and Takeovers, Working paper, (U.C.L.A.).
- Hirshleifer, D. en A. Thakor, 1991b, Managerial Performance, Boards of Directors and Takeover Bidding, Working paper, (U.C.L.A.).
- Holthausen, R., D. Larcker en R. Sloan, 1995, Business Unit Innovation and the Structure of Executive Compensation, *Journal of Accounting and Economics* 19, 2-3.
- Ikenberry, D. en J. Lakonishok, 1993, Corporate Governance Through the Proxy Contest: Evidence and Implications, *Journal of Business* 66, 3, 405-435.
- Jarrell, G., 1985, The Wealth Effects of Litigation by Targets: do Interests Diverge in a Merge?, *Journal of Law and Economics*, 28, 151-177.
- Jarrell, G., J. Brickley, en J. Netter, 1988, The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence Since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2, 1, winter, 49-68.
- John, K. en E. Ofek, 1995, Asset Sales and Increase in Focus, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Jensen, G., P. Solberg en T. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, juni, 247-263.
- Jensen, M. en W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Jensen, M. en R. Ruback, 1983, The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, april, 5-51.
- Jensen, M., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, mei, 323-329.
- Jensen, M. en J. Warner, 1988, The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, *Journal of Financial Economics* 20, 3-24.
- Jensen, 1989, Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, sept-okt, 61-74.
- Jensen, M. en K. Murphy, 1990, CEO Incentives - It's Not How Much You Pay But How, *Harvard Business Review*, mei/juni, 138-153.
- Jensen, M., 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance* 48, 3, juli, 831-880.
- John, K., L. Lang en J. Netter, 1992, The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline, *Journal of Finance*, 47, juli, 891-917.
- Kaplan, S., 1989, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, *Journal of Financial Economics* 108, 313-357.
- Kaplan, S. en D. Reishus, 1990, Outside Directorships and Corporate Performance, *Journal of Financial Economics* 27, 389-410.
- Kaplan, S. en M. Weisbach, 1992, The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *Journal of Finance*, 47, 107-138.
- Kaplan, S., 1994, Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany, *Journal of Law, Economics and Organisation*, April, 142-159.

- Kaplan, S. en L. Zingales, 1995, Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?, Working paper no 422, (Graduate School of Business, University of Chicago).
- Kesner, I. en R. Johnson, 1990, An Investigation of the Relation Between Board Composition and Stockholder Suits, *Strategic Management Journal* 11, 327-336.
- Kini, O., W. Kracaw en S. Mian, 1995, Corporate Takeovers, Firm Performance, and Board Composition, *Journal of Corporate Finance* 1, 3-4.
- Klein, A., 1986, The Timing and Substance of Divestiture Announcements: Individual, Simultaneous and Cumulative Effects, *Journal of Finance*, 41, juli, 685-696.
- Lang, L., R. Stulz en R. Walkling, 1989, Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains From Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Larcker, D., 1983, The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment, *Journal of Accounting and Economics*, april, 3-30.
- Lichtenberg, F. en D. Siegel, 1990, The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behaviour, *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Malatesta, P., 1983, The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms, *Journal of Financial Economics*, 11, april, 155-181.
- Maloney, M., R. McCormick en M. Mitchell, 1993, Managerial Decision Making and Capital Structure, *Journal of Business* 66, 2, 189-217.
- Manne, H., 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, april, 110-120.
- Margiotta, M., 1994, Executive Compensation and Corporate Ownership Structure: an Empirical Analysis, paper, (Faculty of Commerce and Business Administration, University of British Columbia, Vancouver).
- Marsh, P., 1981, The Choice Between Equity and Debt: an Empirical Study, *Journal of Finance*, maart.
- Martin, J. en J. McConnell, 1991, Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, *Journal of Finance*, 46, 671-687.
- Maug, E., 1994, Boards of Directors and Capital Structure: Alternative Forms of Corporate Restructuring, Working paper, (London Business School).
- McConnell, J. en C. Muscarella, 1985, Capital Expenditure Decisions and Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.
- McConnell, J. en H. Servaes, 1990, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, oktober, 595-613.
- McDonald, J., B. Jacquillat en M. Nussenbaum, 1975, Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, december, 741-755.
- Mehran, H., 1995, Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38, 2.
- Mikkelson, W. en M. Partch, 1989, Managers' Voting Rights and Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, december, 263-290.
- Monks, R. en N. Minow, 1995, Corporate Governance, (Blackwell Business Publishers).
- Monks, R., 1995a, Corporate Governance and Pension Plans. If One Cannot Sell One Must Care, paper, (Washington D.C.).
- Monks, R., 1995b, Corporate Governance in the Twenty-First Century. A Preliminary Outline, paper, (Washington D.C.).
- Morck, R., A. Shleifer en R. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, januari/maart, 293-316.
- Morck, R., A. Shleifer en R. Vishny, 1989, Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review*, 79, 842-852.
- Morck, R., A. Shleifer en R. Vishny, 1990, Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, 45, 1, 31-48.
- Murphy, K., 1985, Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7, 179-203.

- Muscarella, C. en M. Vetsuypens, 1990, Efficiency and Organisational Structure: a Study of Reverse LBO's, *Journal of Finance* 45, 5, december, 1389-1413.
- Nathan, K. en T. O'Keefe, 1989, The Rise in Takeover Premiums. An Exploratory Study, *Journal of Financial Economics*, 23, 101-119.
- Opler, T. en S. Titman, 1993, The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs Financial Distress Costs, *Journal of Finance*, 5, december, 1985-1999.
- Palepu, K., 1986, Predicting Takeover Targets: a Methodological and Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, maart, 3-35.
- Perlitz, M. en F. Seger, 1994, Regarding the Particular Role of Universal Banks in German Corporate Governance, *Journal of Business and the Contemporary world*.
- Peterson, P. en G. Benesh, 1983, A Reexamination of the Empirical Relationship Between Investment and Financing Decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, 4, december, 439-453.
- Pound, J., 1988, Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- Pound, J., 1991, Proxy Voting and the SEC. Investor Protection Versus Market Efficiency, *Journal of Financial Economics* 29, 241-285.
- Rechner, P. en D. Dalton, 1991, CEO Duality and Organisational Performance: a Longitudinal Analysis, *Strategic Management Journal* 12, 155-160.
- Roe, M., 1990, Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies, *Journal of Financial Economics* 27, 7-41.
- Roe, M., 1994a, Strong Managers Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance, (Princeton University Press).
- Roe, M., 1994b, Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America, in T. Baums, R. Buxbaum, K. Hopt, eds., *Institutional Investors and Corporate Governance*, (Walter de Gruyter).
- Roll, R., 1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Control, *Journal of Business*, 59, april, 197-216.
- Rosenstein, S. en J. Wyatt, 1990, Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 26, 175-192.
- Rozeff, M., 1982, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, fall, 249-259.
- Scharfstein, D., 1988, The Disciplinary Role of Takeovers, *Review of Economic Studies*, 55, 185-199.
- Scott, K. en A. Kleidon, 1994, CEO Performance, Board Types and Board Performance: a First Cut, in T. Baums, R. Buxbaum, K. Hopt, eds., *Institutional Investors and Corporate Governance*, (Walter de Gruyter).
- Scherer, F., 1988, Corporate Takeovers: the Efficiency Arguments, *Journal of Economic Perspectives* 2, 1, winter, 69-82.
- Servaes, H. en J. McConnell, 1992, Equity Ownership and the Two Faces of Debt, Onderzoeksrapport nr 9202, (Departement Toegepaste Economische Wetenschappen, K.U.-Leuven).
- Shivdasani, A., 1993, Board Composition, Ownershipstructure and Hostile Takeovers, *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shleifer, A. en R. Vishny, 1986, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, juni, 461-488.
- Shleifer, A. en R. Vishny, 1988, Value Maximisation and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives* 2, 1, 7-20.
- Smith, A., 1990, Corporate Ownership Structure and Performance: the Case of Management Buyouts, *Journal of Financial Economics* 27, 143-164.
- Smith, C. en R. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Song, M. en R. Walkling, 1993, The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, december, 439-458.



- Stulz, R., 1990, Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, juli, 2-28.
- Taggart, R., 1977, A Model of Corporate Financing Decisions, *Journal of Finance*, december.
- Tehrani, H., N. Travlos en J. Waagelein, 1987, The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns, *Journal of Finance* 42, 933-942.
- Van Hulle, C., T. Vermaelen en P. de Wouters, 1991, Mergers and Takeover Bids in Belgium, *Journal of Banking and Finance*, 15, 6, 1143-1170.
- Van Hulle, C., 1991, Overnameactiviteit in België: de gevolgen van veranderingen in omgeving en wetgeving, *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, december, 635-658.
- Van Hulle, C. en P. Sercu, 1995, On the Structure of Take-Over Models, and Insider-Outsider Conflicts in Negotiated Take-Overs, *Journal of Banking and Finance* 19, 1.
- Vlaamse Kamers voor Handel en Nijverheid, 1995, De Belgische Ondernemingen Financieel Doorgelicht, (MIM).
- Warner, J., R. Watts en K. Wruck, 1988, Stock Prices and Top Management Changes, *Journal of Financial Economics* 20.
- Weekberichten Kredietbank*, 1994, Het pensioenprobleem en de Tweede Pijler, 25 november.
- Weekberichten Kredietbank*, 1993, Geeft de Belgische jaarrekening steeds een getrouw beeld?, 1 oktober.
- Weisbach, M., 1988, Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.