

KRUISPARTICIPATIES: EEN MEER EFFICIËNTE VORM VAN “CORPORATE CONTROL”? EEN ANALYSE VAN HET JAPANESE KEIRETSU MODEL

Christophe Geys

Onder wetenschappelijke begeleiding
van Prof. dr. K. Geens

I. INLEIDING

Typisch voor Japan is het bestaan van vennootschapsgroepen gestoeld op kruisparticipaties, de zogenaamde keiretsu. Vanuit het oogpunt van een goed ondernemingsbestuur blijkt de keiretsu voorwerp van controverse te zijn. De enen prijzen de keiretsu als een navolgenswaardig voorbeeld om de typische motivatie- en informatieproblemen inzake toezicht en controle op het management op te lossen. Anderen menen, integendeel, dat de keiretsu behept is met heel wat nadelen, waaronder juist een inherente controlezwakheid.

Deze bijdrage tracht klaarheid te scheppen aangaande deze controverse. Daartoe wordt uitgegaan van een bespreking van de wettelijke regeling inzake kruisparticipaties in Japan. Vervolgens wordt de keiretsu bepaald als een web van kruisparticipaties. Deze bepaling draagt alle nodige elementen voor de verdere analyse inzake corporate governance aan. Daarna wordt de kern van de controverse bloot gelegd in een uiteenzetting van de al dan niet vermeende voor- en nadelen die aan de kruisparticipatiestructuur zouden zijn verbonden. Ten slotte wordt na een analyse van het Japanse monitoring- en controlesysteem de efficiëntie ervan beoordeeld.

II. KRUISPARTICIPATIES ALS WEZENSELEMENT VAN DE KEIRETSU-GROEP

A. KRUISPARTICIPATIES: HET WETTELIJK KADER

1. ARTT. 211-2 EN 241.3 COMMERCIAL CODE

Artikel 211-2 Commercial Code verbiedt een dochtervennootschap aandelen te houden in de moedervennootschap. Artikel 241 al. 3 Commercial Code schorst de stemrechten verbonden aan de aandelen die een vennootschap bezit in de vennootschap die zelf ten minste een vierde van het totaal van de uitgegeven aandelen in eerstgenoemde vennootschap bezit.

Deze regeling met betrekking tot kruisparticipaties werd ingevoerd in 1981 met de bedoeling deze in te tomen¹ en aldus het verwerven van controle door middel van kruisparticipaties te beletten.²

Zij mist echter haar doel en wel om twee redenen. Ten eerste, de participatiedrempel van 25% is veel te hoog om enige invloed te kunnen hebben op de in Japan door middel van kruisparticipaties gevormde vennootschapsgroepen. Het Japanse model is immers dat van een zogenaamde matrixgroep,³ waarbij de onderlinge leden slechts kleine participaties nemen in elkaar, zonder centrale aandeelhouder(s). Ten tweede, de idee van het beperken van controle door schorsing der stemrechten op zich -zelfs los van het feit dat de drempel meer dan vijf maal te groot is om de gebruikelijke aandelenparticipaties te kunnen treffen- snijdt geen hout. Controle wordt in Japan immers niet uitgeoefend via stemrechten op de algemene vergadering. De algemene vergadering is een puur ceremoniële formaliteit.⁴ De controle wordt elders uitgeoefend, m.n. op de maandelijks bijeenkomsten van de Presidents Club.⁵ Op dit informeel treffen van de topmanagers van de samenstellende vennootschappen van de groep wordt beslist zonder dat daarbij de

¹S. MASUYAMA, "Role of Japanese Capital Markets: The Effects of Cross-Shareholdings on Corporate Accountability" in N. DIMSDALE en M. PREVEZER (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 329.

²I. KAWAMOTO, M. KISHIDA, A. MORITA, Y. KAWAGUCHI en Y. IGA, "Japan" in K. GEENS, *Corporations and partnerships* (International Encyclopaedia of Laws, vol. 2), Deventer, Kluwer, p. 213, nr. 644: "These regulations on cross-holding of shares are aimed at preventing the formation of control not by prohibiting the possession of shares itself, but indirectly by eliminating voting rights."

³S. MASUYAMA, *l.c.*, 331.

⁴K. MATSUMOTO, *The Rise of the Japanese Corporate System*, London, Kegan Paul International, 7; I. KAWAMOTO (e.a.), *l.c.*, p. 41 en 151.

⁵M.J. ROE, "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States", *Yale Law Journal* 1993, (1927) 1943 - 1944; contra T. HOSHI, "The Economic Role of Corporate Grouping and the Main Bank System" in M. AOKI en R. DORE (eds.), *The Japanese Firm, Sources of Competitive Strength*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 287.

stemrechten gekoppeld aan de wederzijdse aandelenpakketten (onmiddellijk) van belang zijn. Dit is het geval niet alleen omdat er beslist wordt bij consensus -immers dan nog kan het aandelenbezit een factor zijn die mee bepaalt hoezeer men kan wegen op het tot stand komen van de bereikte consensus-, maar vooral omdat de schorsing uiteraard maar kan slaan op het formele gebeuren van de algemene vergadering.

2. HOOFDSTUK 4 VAN DE WET BETREFFENDE HET VERBOD VAN PRIVÉ-MONOPOLIES EN HET BEHOUD VAN DE EERLIJKE HANDEL (ANTIMONOPOLIEWET OF AMW)

a. Artikel 9 AMW

Een eerste relevant artikel -tot voor kort de hoeksteen van het Japanse mededingingsrecht met betrekking tot vennootschappen- betreft artikel 9 dat iedere vorm van holdingmaatschappij verbiedt. Dit artikel heeft zijn wortels in het Amerikaanse naoorlogse verlangen om de zaibatsu (grote economische groepen, gebaseerd op het principe van de holding) op te lossen. Het is relevant in het kader van de Japanse kruisparticipatiegroepen in zover precies dit verbod aan de basis ligt van hun ontstaan. Immers, kruisparticipaties werden slechts gekozen als techniek voor het vormen van vennootschapsgroepen bij wijze van alternatief voor de verboden holdings.⁶

Op 18 juni 1997 keurde het Japanse parlement evenwel een amendement goed waarbij het absolute verbod op de holding werd opgeheven. Voortaan zijn holdings slechts verboden voor zover ze gepaard gaan met een excessieve concentratie van economische macht. Op de mogelijke betekenis van dit amendement voor de toekomst van het kruisparticipatiefenomeen in Japan, komen we terug in het laatste hoofdstuk.

b. Artikel 11 AMW

Het enige andere artikel met enige betekenis in de praktijk, is de 5% (van de aandelen) grens die artikel 11 AMW oplegt aan financiële vennootschappen. Zij zitten immers wel vaak dicht tegen deze grens aan. Dit geldt met name voor de zogenaamde hoofdbank (*infra*). De reden voor de veel lagere drempel dient te worden gezocht in het feit dat financiële instellingen reeds een aanzienlijke machtsbasis ontlenden aan hun financieringspositie.⁷ De banken speelden trouwens ook een belangrijke rol in de voormalige zaibatsu.

⁶ S. MASUYAMA, *l.c.*, 327: “Cross-shareholdings were used to form bonds between corporations in the group as a substitute for the holding companies which were prohibited by law”.

⁷ A. NEGESHI, “The Business Groups and the Distribution System, and the Antimonopoly Law in Japan (1)”, *Kobe University Law Review* 1984, (33) 40.

Toch moet ook hier worden vastgesteld dat de regelgeving de ontwikkeling van een hoofdbanksysteem (*infra*) niet in de weg heeft gestaan. Voor zover nodig wordt de drempel omzeild door een coalitie van banken, die dan gezamenlijk meer dan 5% (vaak zelfs meer dan 20%) van de aandelen vertegenwoordigen.

3. BESLUIT: “QUID LEGES SINE MORIBUS?”

We mogen dan ook besluiten dat de bestaande wetgeving inzake kruisparticipaties in Japan niet veel te betekenen heeft. Het formele kader van de wetgeving heeft nauwelijks enige verklarende, of zelfs maar beschrijvende waarde met het oog op een begrip van de Japanse vennootschapsrealiteit. Deze laatste heeft zich op een grotendeels informele wijze ontwikkeld.⁸

De ontwikkeling van het breukvlak formeel - informeel dat het hele Japanse vennootschapsrecht doortrekt, heeft historische wortels.⁹ Tot het einde van de tweede wereldoorlog was de zaibatsu-structuur kenmerkend voor de manier waarop vennootschappen zich organiseerden in Japan. De zaibatsu was een cluster van verbonden ondernemingen, gestoeld op het principe van de holding. Deze vennootschapsgroepen waren echter een doorn in het oog van de Amerikaanse overwinnaars. De Amerikanen hebben dan ook de nodige wetgevende maatregelen doorgevoerd om deze groepen te ontbinden. Zoals reeds gezegd, speelde het verbod op de holding hierin een grote rol. Verwacht werd dat deze ontbinding zou leiden tot een verspreid aandeelhouderschap. Er werd dan ook voorzien in de nodige ingrepen in de vennootschapswetgeving opdat deze zou beantwoorden aan de verwachte gewijzigde situatie. Aldus werd de vennootschapswetgeving ontworpen naar het klassieke model waarin de aandeelhouder en diens controle centraal staan.

Deze wetgevende ingrepen hadden echter niet het gewenste resultaat. Kruisparticipaties bleken een valabel alternatief voor de holdingtechniek. In plaats van de zaibatsu kwam niet het voorziene verspreide aandeelhouderschap, maar wel de keiretsu, een vennootschapsgroep gevormd op basis van kruisparticipaties. Er ontwikkelde zich dus een realiteit van vennootschapsgroepen die geen aansluiting vond bij het voorziene wettelijke kader. Het geëigende controlemechanisme voor een gekruiste groep kan immers niet worden verzekerd door de algemene vergadering van één van haar

⁸ Zie K. MATSUMOTO, *o.c.*, 6 -11 en 214: “Board of directors’ meetings in Japan have also been reduced to mere formalities (p.7)”, “... various systems stipulated in the Commercial Code, namely, board of directors, representative directors and corporate auditors become devoid of content, whereas, ... positions not mentioned in the Code, such as president,... have come to possess overwhelming importance and reality within the company (p. 10)”.

⁹ Zie *ibid.*, 41 en H. MORIKAWA, *Zaibatsu. The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan*, Tokyo, University of Tokyo Press, 1992, 237 - 239.

deelvennootschappen. Vandaar de noodzaak hierin op informele wijze te voorzien, met als onvermijdelijk gevolg het verworden van het bestaande wettelijk kader tot een lege doos.

Het is dan ook verantwoord het perspectief te wijzigen, het wettelijk kader te laten voor wat het is en onze blik te richten op de keiretsu.

B. DE KEIRETSU ALS WEB VAN KRUISPARTICIPATIES

1. KORTE HISTORISCHE SITUERING

In het voorgaande zagen we hoe de ontmanteling van de zaibatsu aanleiding gaf tot het ontstaan van de keiretsu. Het betreft hier een ontstaansgeschiedenis waarin meerdere fasen¹⁰ kunnen worden onderscheiden. Bij de heropening van de aandelenbeurzen in 1949 was 68% van de aandelen in handen van individuele aandeelhouders.¹¹ Tijdens de eerste helft van de jaren '50 vormden de vroegere zaibatsu zich om tot vennootschapsgroepen. Grote vennootschappen met controle over verscheidene kleine en middelgrote vennootschappen smeeden banden met andere grote vennootschappen door het nemen van wederzijdse participaties in elkaar. Ook andere, voorheen onafhankelijke vennootschappen, maakten gebruik van kruisparticipaties om groepen te vormen. Deze laatste werden typisch gevormd rond een zogenaamde hoofdbank. Een tweede fase ving aan in de tweede helft van de jaren '60 wanneer, na een aanvankelijke terugval, het aantal kruisparticipaties opnieuw toenam. De onmiddellijke aanleiding hiervoor dient te worden gezocht in Japans toetreden tot de OESO in 1964. Deze toetreding ging namelijk gepaard met een liberalisering van de kapitaalmarkt, wat de Japanse ondernemingswereld deed vrezen voor een golf van buitenlandse overnames. Om dit te vermijden, zochten zij stabiele aandeelhouders. Hierbij deden zij een beroep op kruisparticipaties: tegenover de stabiele participatie van vennootschap A in vennootschap B staat de stabiele participatie van B in A. Dit nieuwe motief (namelijk beveiliging tegen vijandige overname) komt bovenop het nog steeds geldende economische motief sinds het einde van de tweede wereldoorlog (namelijk de noodzaak zich efficiënt te organiseren in een ultra-competitieve markt).

2. DE KEIRETSU IN CIJFERS

Uiteindelijk ontstond zo de huidige situatie waarbij ongeveer 70% van de aandelen in handen zijn van institutionele aandeelhouders.¹² Het grootste deel

¹⁰ S. MASUYAMA, *l.c.*, 326-328.

¹¹ R.J. BALLON, en I. TOMITA, *The Financial Behaviour of Japanese Corporations*, New York, Kodansha, 1988, 109.

¹² *Ibid.*

hiervan (meer dan 40 %) is in handen van financiële instellingen. De tweede grootste groep zijn de vennootschappen zelf (goed voor iets minder dan 25% van de aandelen).¹³ Het aandeelhouderschap is dus zowel geconcentreerd als verspreid.¹⁴ 30% is verspreid onder het publiek. De rest is geconcentreerd in handen van andere industriële of financiële vennootschappen in zover dat, gezien de constellatie van topaandeelhouders, tien à twintig van deze topaandeelhouders gewoonlijk volstaan om de 2/3 meerderheid te verschaffen nodig om het bestuur te vervangen. Financiële instellingen nemen hierbij de belangrijkste positie in.

Dit mag evenwel niet de indruk wekken dat het al keiretsu is wat de klok slaat. De keiretsu *sensu stricto* is feitelijk beperkt tot de zes zogenaamde 'grote ondernemingsgroepen'.¹⁵ Dit zijn de drie voormalige zaibatsu (Mitsui, Mitsubishi en Sumitomo) en de drie zogenaamde bankgroepen gevormd rond Fuyo, Sanwa en Dai-Ichi Kangyo bank. De grenzen van deze zes groepen zijn enigszins vaag in die zin dat niet altijd gemakkelijk te bepalen is of deze of gene vennootschap tot de keiretsu behoort of niet. Dit is onder meer te wijten aan het dynamische karakter van de keiretsu.¹⁶ Hoshi¹⁷ ontwikkelde zes criteria die kunnen helpen bij deze aflijning: 1) presidents club meetings (ofschoon geen noodzakelijke voorwaarde- alleen kernvennootschappen zijn lid-, wel een voldoende voorwaarde), 2) bankleningen (ofschoon ook wordt ontleend bij financiële instellingen buiten de groep, wordt het belangrijkste deel ontleend binnen de groep), 3) kruisparticipaties (de groepsleden zijn onderling verbonden door kruisparticipaties), 4) uitwisseling van bestuurders (vaak worden onderling bestuurders uitgewisseld), 5) groepstransacties (aan- en verkoop binnen de groep) en 6) gezamenlijke projecten (kernvennootschappen van de groep zetten soms samen een nieuwe ondernemingsactiviteit op).

3. KRUISPARTICIPATIES EN FINANCIERING: DE ROL VAN DE HOOFDBANK

¹³ Deze cijfers hebben betrekking op het jaar 1992. We ontlelen ze aan I. KAWAMOTO (e.a.), *l.c.*, p. 37, nr. 22.

¹⁴ P. SHEARD, "Interlocking Shareholdings and Corporate Governance" in M. AOKI en R. DORE (eds.), *The Japanese Firm, Sources of Competitive Strength*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 313: "Ownership is both dispersed and concentrated: a listed firm has on average 12.910 shareholders, but between ten and twenty of these could exercise joint control".

¹⁵ I. KAWAMOTO (e.a.), *l.c.*, p. 36, nr. 22.

¹⁶ R.J. BALLON en I. TOMITA, *o.c.*, 58: "Compared to the prewar holding companies, whose domination took a well-defined form, postwar concentration is a dynamic force, never fully crystallizing into an institutionalized shape but always in the making through mutual shareholding, bank and intercompany loans, business transactions and multiple human ties."

¹⁷ T. HOSHI, "The Economic Role of Corporate Grouping and the Main Bank System" in M. AOKI en R. DORE (eds.), *The Japanese Firm, Sources of Competitive Strength*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 287-290.

Het is interessant bij dit alles een onderscheid te maken tussen de participaties van financiële instellingen en van andere vennootschappen. Zoals reeds aangegeven zijn banken, met een gemiddeld aandelenbezit van 41%,¹⁸ de grootste stabiele aandeelhouders van de niet-financiële vennootschappen. Overigens zijn banken in de vennootschappen waarvan zij de grootste schuldeiser zijn, doorgaans ook de grootste aandeelhouder. Zij nemen dan gewoonlijk een participatie in deze vennootschappen van om en bij de 5%. Deze bank -grootste schuldeiser, grootste aandeelhouder- noemen we de hoofdbank. Haar aandelen zijn voor een groot deel in handen van de vennootschappen ten opzichte waarvan zij als hoofdbank fungeert.¹⁹ Dit geldt trouwens meer algemeen als kenmerkend voor de aandeelhoudersstructuur van financiële instellingen: niet-financiële vennootschappen zijn met 38% hun grootste aandeelhouders.²⁰ Aldus behoren zij tot de meest gekruiste vennootschappen in Japan.²¹ De betekenis van het aandelenbezit van de vennootschappen in de bank is al bij al niet zo duidelijk. Vast staat wel dat aan hun aandelenparticipatie (*de facto*) geen enkele controle is verbonden. Monitoring vindt slechts plaats in omgekeerde zin, net zoals het afvaardigen van bestuurders trouwens.²²

4. KRUISPARTICIPATIES EN PRODUCTIE: GEKRUISTE INDUSTRIËLE VENNOOTSCHAPPEN

Niet-financiële vennootschappen bezitten, benevens het grootste stabiele pakket aandelen in de banken, ook 1/3 van elkaars aandelen bij wijze van kruisparticipaties.²³ De betekenis hiervan ligt nogal voor de hand. Ze dienen het reeds uiteengezette dubbele doel. Allereerst spelen ze hun rol in het scheppen van een gunstig klimaat voor duurzame relaties.²⁴ Aldus voorzien ze in het kader waarin leveranciers en afnemers in het productieproces zich ketensgewijs efficiënt kunnen organiseren ten einde de ultra-competitie te doorstaan. Dit is des te belangrijker, gegeven het ontberen van een contractuele cultuur in Japan. Het kruisparticipatienetwerk vult deze contractuele leemte op. Relatiespecifieke investeringen op lange termijn worden, bij gebreke van contractuele vrijwaring, gevrijwaard tegen opportunistisch gedrag vanwege de tegenpartij door middel van kruisparticipaties.²⁵ Bovendien hebben zij hun functie als buffer tegen vijandige overnames. Inderdaad zijn de niet-financiële

¹⁸ S. MASUYAMA, *l.c.*, 332.

¹⁹ P. SHEARD, *l.c.*, 335.

²⁰ S. MASUYAMA, *l.c.*, 333.

²¹ P. SHEARD, *l.c.*, 333.

²² *Ibid.*, 337.

²³ R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 882.

²⁴ *Ibid.*, (871) 883: "... fostering relational contracting is the function of the one-third corporate cross-ownership not held by banks."

²⁵ Zie *ibid.*, (871) 884 en 897.

vennootschappen met hun gemiddelde aandelenparticipatie van 33% in elkaar, elkaars tweede grootste stabiele aandeelhouder.

5. BESLUIT

We leerden de keiretsu kennen als een web van kruisparticipaties. Op het niveau van de industriële vennootschappen dienen zij een dubbel doel: enerzijds spelen zij een sleutelrol in het realiseren van een efficiënte productie, anderzijds vrijwaren zij de vennootschappen in kwestie voor het risico van vijandige overnames. Deze eliminatie van controle door de markt wordt gecompenseerd door het toekennen van een monitoring functie aan de zogenaamde hoofdbank. Aldus brengt de keiretsu met zijn kruisparticipaties een heel eigen systeem van corporate governance met zich mee.

Het komt er nu op aan dit systeem met zin voor enige nuance te analyseren om uit te maken of het eventueel een meer efficiënte vorm van corporate control toelaat. Hierbij vertrekken we in een eerste beweging van de bestaande controverse, kwestie van onze zintuigen wat aan te scherpen.

III. HET JAPANESE MODEL ONDER VUUR

A. DE VERMEENDE KOSTEN VAN KRUISPARTICIPATIES

1. MOGELIJKE COLLUSIE OM HET MANAGEMENT IN HET ZADEL TE HOUDEN

Een eerste voor de hand liggend nadeel van een kruisparticipatiestructuur betreft de op het eerste gezicht inherente zwakheid qua monitoring. Hiermee doelen we evenwel niet op de afwezigheid van controle door de markt. Het samenspannen om het management te vrijwaren voor vijandige overnames wordt immers uitdrukkelijk beoogd.²⁶ De kritiek treft, daarentegen, het vooropgestelde controle-alternatief. Als de vennootschappen binnen de groep elkaar behoeden voor de mogelijkheid van vijandige overname, waarom zouden zij dan ook niet overeenkomen elkaar het goede leven te gunnen?²⁷ De hoofdbank zou hier dan tegen moeten optreden als waakhond. Als (grootste) schuldeiser is zij inderdaad gebaat bij goed presterende debiteurs. Tegelijk schijnt hier toch een baas-boven-baas (“Who monitors the monitor?”) probleem te rijzen. Immers de hoofdbank zelf bezit maar 5% van de aandelen.

²⁶ Zie II, B en IV, A, 1) voor een uiteenzetting over kruisparticipaties als middel tot het realiseren van stabiele aandeelhouders.

²⁷ R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 891: “... the cooperative arrangement supported by cross-holdings may cease to support efficient production, instead deteriorating into a cooperative arrangement to protect a collective decision to live the good life: I won't monitor you if you won't monitor me”. Zie ook M.J. ROE, *l.c.*, (1927) 1989 en S. MASUYAMA, *l.c.*, 329.

Hoe kan zij dan daadwerkelijk controle uitoefenen zonder de medewerking van een aantal andere topaandeelhouders, waaronder enkele niet-financiële vennootschappen die betrokken zijn in het complot om juist die controle uit te schakelen? Bovendien, behoren de banken zelf niet tot de meest gekruiste vennootschappen in Japan, met als grootste aandeelhouders precies de samenspannende vennootschappen? Legt dit dan geen hypotheek op hun vermogen om op te treden als een goed monitor?

2. DALENDE WINST EN PRODUCTIVITEIT

Een tweede negatief effect van het kruisparticipatiesysteem, lijkt hierin te bestaan dat de performantie van de gekruiste vennootschappen afneemt. De winst daalt, maar wordt meer stabiel.²⁸ Ze zouden trouwens ook trager groeien.²⁹ De risico-aversie die de hele keiretsu in zijn greep lijkt te houden, is hiervoor verantwoordelijk. Vooreerst in hoofde van de leden-vennootschappen. Zij organiseren zich als groep om te kunnen overleven in een ultra-competitieve markt. Dit betekent onder meer dat zij erop kunnen rekenen dat de occasionele tegenvaller die het einde zou betekenen voor de op zichzelf staande vennootschap, kan worden opgevangen door afwenteling op meer fortuinlijke groepsleden. Deze risicodekkende strategie drukt uiteraard op de winst en heeft enigermate een stabiliserend effect. Vervolgens zijn er de banken die niets liever doen dan de afbetaling van hun uitstaande leningen veilig te stellen. Als monitor zullen zij dus niet ingrijpen ten aanzien van een management dat erop uit is de vennootschapsprestatie te stabiliseren ten koste een sub-optimaal prestatieniveau. Zolang het niveau, vergeleken met de rest van de groep, aanvaardbaar blijft, grijpt de hoofdbank niet in. Het management, ten slotte, opteert voor de stabiele weg omdat dit het *life-time employment* belang van de -in de Japanse ideologie erg centraal staande- werknemers, uit wiens rangen de managers zelf gerecruteerd worden, dient.

3. PERVERSE EFFECTEN IN TIJDEN VAN DALENDE VRAAG

Telkens wanneer het om één of andere reden (bv. recessie) raadzaam is de activiteit te beperken, zou de kruisparticipatiesamenhang tussen industriële vennootschappen hinderlijk kunnen zijn.³⁰ De gekruiste industriële groep

²⁸ J. CORBETT, "An Overview of the Japanese Financial System" in N. DIMSDALE en M. PREVEZER (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 318; Cf. F. LICHTENBERG en G. PUSHNER, *l.c.*, 23 e.v. Zij maken echter een onderscheid tussen de kruisparticipaties met financiële instellingen en deze tussen industriële vennootschappen. Enkel de laatsten zouden verantwoordelijk zijn voor een daling van winst en productiviteit. Het lijkt ons echter twijfelachtig dat men beide van elkaar kan scheiden. De hoofdbank speelt haar monitoring rol precies binnen het door kruisparticipaties gevormde geheel.

²⁹ R.J. BALLON en I. TOMITA, *o.c.*, 60.

³⁰ R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 897: "... cross-holdings may have perverse effects when business is, or should be, contracting". Zie M.J. ROE, *l.c.*, (1927) 1989.

vormt immers een netwerk van leveranciers en afnemers die betrokken zijn in intragroepstransacties. Dit verleent hen tot op zekere hoogte een kortstondige en illusoire onafhankelijkheid van de markt. Hierdoor riskeren ze niet alleen trager te reageren op een dalende vraag naar het eindproduct. De dalende vraag kan er bovendien toe leiden dat de hele keten van schakels in het productieproces, op de laatste na, de productie nog tracht op te voeren om zo de afnemende afzet buiten de groep te compenseren. Aldus zou de kruisparticipatiestructuur kunnen leiden tot een beslissing tot expansie in een situatie die vraagt in te krimpen. Gezien de kritiek onder a) van deze paragraaf, is het dan maar de vraag of de bank-monitor sterk genoeg is om in te grijpen.³¹

B. SED CONTRA: DE CONTROVERSE

Naast en tegenover de eventuele nadelen, zijn er ook voordelen verbonden aan de kruisparticipatiestructuur.

1. LANGETERMIJNVISIE

Het stabiel aandeelhouderschap schept ruimte voor een langetermijnvisie. Immers in een normaal marktmechanisme staat de aandelenprijs centraal en deze wordt op zijn beurt bepaald hetzij (alvast in theorie) door de dividendbeslissing die jaarlijks- dit is op korte termijn- wordt genomen, hetzij door de winstverwachting op korte termijn zoals deze blijkt uit de jaarlijks of halfjaarlijks bekendgemaakte resultaten. Bijgevolg zet de markt het management onder druk op korte termijn winst na te streven zodat de jaarlijkse dividenduitkeringen of kortetermijnwinstverwachtingen tenminste stabiel blijven. De Japanse manager, daarentegen, kan veel vrijer beslissen meer te investeren in R & D of om meer marktaandeel te verwerven door zijn producten te verkopen met een kleinere winstmarge. Deze langetermijnvisie, samen met de gerichtheid op marktaandeel en de nauwe samenwerking tussen de leden van de groep, verklaart trouwens in grote mate het succes van de Japanners op de wereldmarkten voor onder meer auto's en elektronika. Sommige Amerikaanse auteurs pleiten dan ook voor een aanpassing van hun systeem van corporate governance ten einde dit competitief nadeel weg te werken.³²

2. BETROKKEN AANDEELHOUDERS: EXPERTISE, INFORMATIE EN ORGANISATIE

³¹ De vaststelling dat de keiretsu het best schijnt te werken in tijden van nood (R.J. BALLON en I. TOMITA, *o.c.*, 69) (vb. oliecrisis), zou er wel eens op kunnen wijzen dat de bank hier inderdaad sterk genoeg voor is. Voor een antwoord op de kritiek geformuleerd onder a) van deze paragraaf zij hier verwezen naar IV, A, 2).

³² R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 872: "Harvard Business School's major, multi-disciplinary study of American management's time horizons recommends, as a way to combat "short-termism" among U.S. managers, restructuring American corporate governance so that it resembles Japan's more closely".

De gekruiste aandeelhouders zijn niet alleen stabiel, ze zijn bovendien nog op een andere manier dan als aandeelhouder bij de vennootschap betrokken. Zij zijn namelijk ofwel aandeelhouder-leverancier/afnemer, ofwel aandeelhouder-kredietverschaffer. Deze meervoudige betrokkenheid schept heel wat mogelijkheden.

Allereerst levert het een aanzienlijk expertisesurplus op voor het management. De presidents club meetings bieden immers het uitverkoren forum waar onafhankelijke, maar geïnteresseerde, experts elkaar ontmoeten. Qua coördinatiemogelijkheden biedt een dergelijke structuur de voordelen van een verticale integratie zonder het gevaar te lopen te verworden tot een reus op lemen voeten. Deze ontmoetingen zijn overigens een gedroomd alternatief voor de zogenaamde “outside directors”. Bij een ten minste even grote onafhankelijkheid ten opzichte van het management (of de president) van iedere vennootschap *ut singuli*, zijn zij toch werkelijk betrokken bij het belang van iedere vennootschap aangezien het succes van de vennootschappen-leden bijdraagt tot het succes van de vennootschapsgroep. Aldus vindt het dilemma van de onafhankelijke check op het management (“als ze onafhankelijk zijn wiens belang moeten ze dan verdedigen?”) een oplossing in de keiretsu structuur.

Vervolgens biedt de gekruiste structuur een evident voordeel op het vlak van informatiegaring. Het betreft hier een van de sleutelproblemen in de klassieke Berle Means vennootschap. Om controle te kunnen uitoefenen moeten de aandeelhouders geïnformeerd zijn. Alle transparantieverplichtingen ten spijt, blijft dit in de reële wereld een kostelijke opgave. Deze kosten wil echter geen der verspreide aandeelhouders dragen. De individuele kost is te hoog en samenwerking wordt bemoeilijkt door de “free ride”-mogelijkheid: eens de informatie aan het licht is gekomen, kan iedereen ze kosteloos gebruiken. Het gevolg is een belangrijk monitoring probleem. Niet zo echter in de keiretsu. De stabiele aandeelhouders die hun uitstaprecht lieten varen, maar ter compensatie een stem kregen in het corporate governance gebeuren, zijn niet alleen minstens dubbel gemotiveerd om zowel de nodige informatie te verwerven als een adequate monitor aan te stellen, ze beschikken bovendien over geschikte informatiekkanalen. Door de hoofdbank als gedelegeerde monitor aan te stellen, worden niet alleen de informatiekosten (en bijgevolg de financieringskosten) tot het uiterste minimum gereduceerd, maar meteen ieder free rider probleem radicaal uitgesloten. Dit verklaart ook het- tot voor kort³³- snelle en doeltreffende verloop van de crisisinterventie in Japan, hetgeen *de facto* de hypothese van een samenzwering der luiaards loochent³⁴. De keiretsu fungeert als een informatienetwerk waarin de informatie vloeit naar wie haar nodig heeft.

³³ Voor een verklaring van de huidige problemen in dit verband, zij verwezen naar IV. B. 3.

³⁴ M.J. ROE, *l.c.*, (1927) 1980.

Ook qua organisatie biedt een dergelijke structuur heel wat voordelen. In een land waar geen contractuele technieken voorhanden zijn om zich te beschermen tegen opportunisme en anderzijds ook geen hiërarchische controle over onafhankelijke vennootschappen mogelijk is (was), biedt een kruisparticipatiestructuur de oplossing. De opportunist kan worden geconfronteerd met een coalitie van aandeelhouders die hem afzetten en vervangen.³⁵ Als alternatief kunnen ze ook de relaties met de opportunistische vennootschap verbreken, hun aandelen verkopen en de vennootschap overlaten aan de markt. Deze bescherming tegen opportunisme biedt voldoende garanties voor relatiespecifieke investeringen.

Ten slotte geeft de meervoudige rol van betrokken aandeelhouders ook al aan waarom de kritiek betreffende de suboptimale investeringen, de risico-aversie en de daling van winst en productiviteit geen hout snijdt. Deze kritiek kan immers maar worden geformuleerd vanuit een vreemd standpunt, namelijk. dat van de zuivere aandeelhouder die de vennootschap uitsluitend en alleen als bron van dividenden beschouwt. De enige dergelijke aandeelhouders in Japan zijn de iets meer dan 20% individuele aandeelhouders, met dit verschil dan nog dat zij uitsluitend speculeren op koerswinst en helemaal niet op dividenden. Voor zover zij al enig nadeel zouden lijden doordat niet de op korte termijn meest winstbelovende maar risicovolle projecten worden nagestreefd (hetgeen niet noodzakelijk is aangezien langetermijninvesteringen evenzeer een gunstig effect hebben op de koers), wordt dit ruimschoots gecompenseerd doordat het stabiele aandeelhouderschap de koers naar boven duwt (het volume verhandelbare aandelen wordt op kunstmatige wijze verkleind).³⁶ Zij spelen echter niet mee als we spreken over corporate governance in Japan. Corporate governance is een zaak van de betrokken aandeelhouders. Doordat ze betrokken zijn, zijn ze bij bepaling niet "zuiver". Hun standpunt zal dus nooit dat zijn van de zuivere aandeelhouder strevend naar maximale dividenden. Derhalve is de kritiek geformuleerd volgens een verkeerde maatstaf en is zij dus niet terecht.

We besluiten met de vaststelling dat het Japanse systeem zoals alle systemen zijn sterke en zwakke kanten heeft. Zaak is nu het juiste standpunt te vinden met het oog op de evaluatie van het aan een netwerk van kruisparticipaties eigen controlesysteem.

³⁵ Ibid, (1927)1988.

³⁶ Zie S. MASUYAMA, *l.c.*, 331.

IV. ANALYTISCHE EVALUATIE: KRUISPARTICIPATIES EN “CORPORATE CONTROL”

A. KRUISPARTICIPATIES EN CONTROLE

1. CONTROLE TUSSEN DE INDUSTRIËLE LEDEN VAN DE GROEP

Hierboven werd het keiretsu systeem voorgesteld als afweer tegen controle door de markt. Ter compensatie zou dan worden voorzien in een vorm van controle door de hoofdbank. De slagvaardigheid van dergelijke controle werd overigens in twijfel getrokken. Met deze vermeende, inherent zwakke controle doemde het beeld op van een structuur ten prooi aan de gemakzucht van het management. Bij nadere analyse blijken de zaken er echter anders voor te staan. Reeds op het niveau van de gekruiste niet-financiële vennootschappen zelf, nog afgezien van de rol van de bank als monitor, is er voorzien in een zeer efficiënte vorm van “performance monitoring”.³⁷

Eigenlijk gaat het hier om een vorm van controle door de markt, zij het dan niet de markt van de aandelenkoers, maar wel de productmarkt. De vermelde primaire economische ratio voor het keiretsu netwerk, namelijk zich optimaal te organiseren in een ultra-competitieve markt, kan er niet toe leiden dat economisch inefficiënte vennootschappen teren op het succes van efficiënte groepsleden. De scherpe competitie waarin de groepen onderling zijn verwickeld, sluit dit uit. Mededinging sluit de deur voor het gemakzuchtig complot. Mededinging vereist maximale performantie van iedere vennootschap betrokken in het productieproces van de groep. Gezien de relatiespecifieke investeringen kan een groepslid overigens niet zomaar worden vervangen. Het productienetwerk met zijn vele wederzijdse contacten fungeert als een controlenetwerk, waarbij alle betrokkenen (inclusief de werknemers wiens lot in het kader van de lifetime employment gedachte rechtstreeks verbonden is aan het succes van hun vennootschap) gemotiveerd waken over de maximale performantie van het productieproces. Hierbij kunnen zij gebruik maken van alle voordelen die de kruisparticipatiestructuur biedt op het vlak van expertise, informatie en organisatie. Aldus is een snelle crisisinterventie vanwege de hoofdbank verzekerd.

2. DE BANK ALS “CORPORATE GOVERNOR”

De hoofdbank beschreven we reeds als de groepsbank die zowel de grootste aandeelhouder, als de grootste schuldeiser is ten aanzien van de vennootschap waarvoor ze als hoofbank optreedt. Zij heeft dus het grootste belang bij het

³⁷ R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, 893: “Joint production yields information about joint performance, and thus performance monitoring”.

optimaal presteren van deze vennootschap. Als dusdanig bevindt zij zich in een positie die haar van nature geschikt maakt om op te treden als een gedelegeerde monitor.³⁸ Het komt hierop neer dat de andere aandeelhouders zich onthouden van enige monitoring activiteit en dit volledig toevertrouwen aan de hoofdbank. Dit geldt eigenlijk maar ten volle voor de financiële aandeelhouders. Zij zijn uitsluitend betrokken als monitor bij de vennootschappen ten aanzien waarvan zij als hoofdbank optreden. Ten aanzien van de andere vennootschappen waarvan zij ook wel aandeelhouder-schuldeiser zijn, maar niet de grootste, laten zij deze taak volledig over aan de hoofdbank. De industriële vennootschappen, daarentegen, zijn wel betrokken in een monitoring proces, namelijk het hierboven beschreven “performance monitoring”. Dit laatste kan worden beschouwd als een soort van eerstegraadsmonitoring. De informatie die daar wordt ingewonnen, vloeit samen naar de hoofdbank. De hoofdbank treedt dan op als tweedegraadsmonitor. Ze overziet alle informatie en grijpt in waar nodig. Doet ze dit niet of laatstijdig dan zal ze, bij wijze van sanctie, extra zwaar delen in het geleden verlies.³⁹

Naast monitoring staat de bank, gesteund door een voldoende sterke coalitie van aandeelhouders, ook in voor de eigenlijke controle. Als het management van een vennootschap te wensen over laat, neemt de hoofdbank de zaak over. Het topmanagement wordt ontslagen, de vennootschap geherstructureerd, vaak volgt een fusie. In minder ernstige situaties volstaat de bank soms met de tijdelijke vervanging van het topmanagement door bankbestuurders. Het feit dat de hoofdbank hiertoe niet alleen kan optreden, biedt voldoende bescherming tegen opportunistisch gedrag vanwege de bank. De functie van deze bankovername is overigens vergelijkbaar met deze van een vijandig overnamebod. De dreiging van een bankinterventie zet het management aan tot presteren naar best vermogen. Voldoen ze niet, dan worden ze vervangen door beter presterende managers. Dit resultaat wordt echter bereikt zonder de kosten, informatieproblemen en gevaren voor opportunisme van de klassieke vijandige overname.⁴⁰

Rest ons nog voormeld baas-boven-baas/ “Who monitors the monitor?”-probleem. Ofschoon de hypothese van het gemakzuchtig complot reeds werd

³⁸ P. SHEARD, *l.c.*, p. 336: “...the main bank performing a monitoring and control (intervention) role as a kind of delegated ‘insider’ ...”; zie ook R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, 906: “The bank monitors directly by providing credit and indirectly by serving as *agent* for other factors.”(onze cursivering)

³⁹ P. SHEARD, “The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan”, *Journal of Economic Behavior and Organization* 1989, (399) 413: “The implicit convention in Japan that the main bank bears a disproportionately large share of any losses incurred can be viewed as part of an incentive mechanism which economizes on the agency costs of having one set of banks delegate monitoring to one bank”.

⁴⁰ *Ibid.*, (399) 409 e.v.

ontmijnd door de uiteenzetting over mededinging als motor van controle op het niveau van de industriële vennootschappen, blijft dit toch een interessante vraag. Het antwoord is dubbel. Ten eerste is er de invloed van de aandeelhoudersstructuur. Zoals gezegd behoren de banken tot de meest gekruiste ondernemingen in Japan, met als grootste stabiele aandeelhouder de industriële groepsleden. Hierdoor wordt de bank, zoals alle andere vennootschappenleden, geïntegreerd in het grote netwerk van kruisparticipaties. Een gevolg hiervan is dat haar vennootschapsbelang, zoals dat van alle andere leden, niet langer op zichzelf staat, maar deel gaat uit maken van het belang van het netwerk als zodanig. Deze verschuiving is het gevolg van het in elkaar grijpen van de respectieve aandeelhouders die dan nog tegelijk kredietverlener of leverancier/afnemer zijn. Deze voor het vennootschapsbelang bepalende aandeelhoudersstructuur bepaalt tevens de maatstaf die de bank hanteert bij het uitoefenen van haar monitoring taak. Overigens, en ten tweede, betekent het echter niet dat de industriële vennootschappen rechtstreeks controle uitoefenen over de hoofdbank. De eigenlijke monitoring en controlefunctie wordt waargenomen door het Ministerie van Financiën.⁴¹

B. EVALUATIE

1. VAN HET SYSTEEM ZOALS HET HISTORISCH IS ONTSTAAN EN WERKT IN JAPAN

Het Japanse keiretsu systeem zoals het is ontstaan als een omweg rond de regelgeving ingevoerd door de Amerikaanse overwinnaar, is (was) volstrekt aangepast aan de Japanse situatie. Onder druk van de scherpe concurrentie op de thuismarkt zagen de Japanse vennootschappen zich genoodzaakt te groeperen. Gezien het holdingverbod gebruikten zij hiertoe, bij wijze van alternatief, kruisparticipaties. Hiermee creëerden ze stabiele aandeelhouders en konden ze hun relatiespecifieke investeringen vrijwaren voor opportunisme. Dit laatste is, gezien de zwakke contractcultuur in Japan, ook van belang los van vijandige overnames. Het resultaat van deze ontwikkeling was een eigensoortige kruisparticipatiestructuur die geheel eigen problemen met zich mee brengt op het vlak van corporate governance. Ten eerste is er de verschuiving van zowel het vennootschapsbelang als van het machtscentrum naar het hogere niveau van de groep. Ten tweede is er de ontwikkeling van het hoofdbanksysteem als alternatief voor de controle door de markt.

Wat productie-efficiëntie betreft, heeft het systeem, gelet op het Japanse succes op met name ultra-competitieve markten, zijn deugdelijkheid bewezen.

⁴¹ C.J. MILHAUPT, “The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate”, *Northwestern University Law Review* 1997, (866) 896: “Regulatory oversight by the Ministry of Finance (MOF) is an integral part of Japan’s bank-centered corporate governance system. In effect, the financial regulators serve as the monitors and partners of the main banks, who in turn monitor corporate borrowers”.

Van de opgesomde nadelen blijft alleen de expansiedrang, zelfs wanneer dit economisch niet verantwoord is, overeind. Wat de eigenlijke corporate governance problematiek betreft, heeft het Japanse systeem duidelijk enkele voordelen ten opzichte van een systeem van controle door de markt, externe bestuurders (“outside directors”) en zogenaamde institutionele investeerders (pensioenfondsen bijvoorbeeld). Vergeleken met het eerste en het derde hier vermelde systeem stelt het probleem van de informatiekloof zich niet in het Japanse keiretsu systeem. Immers zowel de “corporate raider” of “takeover specialist” als het pensioenfonds dat om het risico te spreiden slechts minieme aandelen neemt in zeer vele vennootschappen, worden geconfronteerd met een informatieprobleem. Informatie is essentieel. Zonder informatie is noch een overnamebeslissing, noch enige monitoring activiteit mogelijk. Aangezien de reële markten, Modigliani-Miller ten spijt, niet volledig transparant zijn, is het verwerven van deze informatie een bijzonder kostelijke aangelegenheid. Zoals reeds aangegeven is geen van de verspreide aandeelhouders bereid deze kosten te maken en ligt samenwerken niet voor de hand. Bijgevolg dreigt een situatie waarbij ze er allemaal slechter aan toe zijn. In de keiretsu, daarentegen, is er geen informatiekloof. De overname door de hoofdbank geschiedt als het ware van binnenin. Ook met het oog op monitoring verloopt de informatiestroom binnen het kruisparticipatienetwerk uiterst efficiënt. De informatie wordt gecentraliseerd bij een hoofdbank, waardoor iedere onnodige duplicatie in hoofde van andere aandeelhouders wordt vermeden. Wat, ten slotte, de externe bestuurders betreft, verwijzen we naar de uiteenzetting van het vorige hoofdstuk, om te besluiten dat de keiretsu er tevens in slaagt op een meer efficiënte wijze expertise te betrekken bij de besluitvorming, hetgeen zou moeten leiden tot betere beslissingen.

2. VANOP EEN MEER ABSOLUUT STANDPUNT

Gegeven het feit dat het Japanse systeem in bepaalde opzichten voordelen biedt qua “corporate control”, kan de vraag gesteld worden welke lessen daaruit kunnen worden getrokken. Met andere woorden hoe absoluut is het standpunt van waarop over dergelijke efficiëntie kan worden geoordeeld? Als we beweren dat het Japanse systeem een informatievoordeel heeft ten opzichte van pakweg het Amerikaanse, betekent dat dan dat we dat laatste zouden kunnen verbeteren in navolging van het eerste? Of is het integendeel zo dat de voordelen van het Japanse systeem ongrijpbaar zijn vanop het standpunt van verspreide aandeelhouders die streven naar maximale dividenden?

De rechtsleer is ter zake verdeeld. Enerzijds zijn er auteurs die denken dat de vergelijkende studie van de manier waarop de vennootschappen worden

bestuurd, inderdaad kan leiden tot succesvolle kruisbestuiving.⁴² Anderen twijfelen,⁴³ nog anderen⁴⁴ sluiten dergelijke mogelijkheid uit. Zelf hechten we niet veel geloof aan de transfer van Japanse corporate governance technieken naar een Berle & Means vennootschap. Ons inziens kan Japan ons geen brug aanbieden om de informatiekloof te overwinnen, om de heel eenvoudige reden dat er in Japan geen kloof en dus ook geen brug te vinden is. Het is inderdaad waar dat Japan niet af te rekenen heeft met de typische Berle & Means problemen (te weten de westerse corporate governance problematiek bij uitstek: hoe kunnen de verspreide aandeelhouders monitoring en controle uitoefenen ten aanzien van het management?). Dit betekent echter niet dat Japan deze problemen heeft opgelost. Wel integendeel, het probleem heeft zich nooit gesteld in Japan. De structuur van de verschillende systemen, inclusief de bepaling van het vennootschapsbelang, verschilt dermate dat vergelijking en import vanop een absoluut standpunt niet goed mogelijk zijn. Dit neemt niet weg dat er tussen beide systemen een machtsstrijd zou kunnen bestaan, waarbij onder druk van de toenemende globalisatie ook hier zo veel mogelijk één uniform systeem moet worden opgelegd.⁴⁵

3. HUIDIGE PROBLEMEN, DRUK OP HET SYSTEEM EN BLIK OP DE TOEKOMST

Het Japanse systeem staat onder toenemende druk. Met name het hoofdbanksysteem, de sluitsteen van het controlemechanisme binnen de keiretsu, heeft het zwaar te verduren. Meerdere oorzaken kunnen hiervoor worden aangewezen.⁴⁶ Vooreerst is er de crisis in de Japanse banksector. Onlangs nog ging de Hokkaido Takushoku Bank failliet en volgens menig economisch analist is de Japanse banksector als zodanig virtueel failliet. Dit hangt samen met de zinkende Japanse beurs, de spectaculaire terugval van de Nikkei-index en het ineensstorten van de grondprijzen sinds 1989. Aangezien Japanse banken niet-gerealiseerde meerwaarden voor een deel als eigen middelen konden beschouwen, zagen ze in één klap hun basis voor kredietverlening verminderen. Het gevolg is dubbel: enerzijds lijken de banken niet meer fit genoeg om hun controletaak naar behoren uit te voeren, anderzijds drukt hun verminderde kredietverleningscapaciteit op hun mogelijkheid om als hoofdbank op te treden. Deze essentiële kredietverleningsband

⁴² R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 905: "... comparative analysis of the Japanese contractual governance model may lead to the instrumental use of such a governance structure in the U.S., transplanted to where the structural economic preconditions to a successful domestication are in place".

⁴³ C.J. MILHAUPT, *l.c.*, (866) 897.

⁴⁴ Zie M. PREVEZER en M. RICKETTS, "Corporate Governance: The U.K. Compared with Germany and Japan" in N. DIMSDALE en M. PREVEZER (eds.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1994, 255-256.

⁴⁵ Zie S. MASUYAMA, *l.c.*, 338 die zich afvraagt "... whether the Japanese corporate system is compatible with those in the U.S.A. and Europe, however beneficial it may be domestically".

⁴⁶ Zie M.J. ROE, *l.c.*, (1927) 1958-1959.

staat overigens nog om andere redenen onder druk. Zo is er de door de Bank for International Settlements opgelegde verplichting om 8% van de uitstaande kredieten te dekken door eigen middelen. Deze maatregel hypotheceert niet alleen de mogelijkheid om verder krediet te verschaffen in de toekomst, maar kan de banken zelfs dwingen tot de verkoop van een deel van hun huidig aandelenbezit. De kredietband met de industriële vennootschappen heeft vervolgens ook te lijden onder de nieuwe financieringsmogelijkheden. Ten eerste is er het toegenomen gebruik van autofinanciering. Nauw hiermee samenhangend is het voor Japan recente fenomeen van de free cashflows,⁴⁷ die niet alleen de relatie met de hoofdbank verder kunnen ondergraven, maar waarvan bovendien niet zeker is dat zelfs een sterke bank op de aanwending ervan kan toezien. Verder zijn er de nieuwe buitenlandse kapitaalmarkten die, door het samenspel van internationalisering van de financiële markten en de opheffing van de Japanse pro-bankwetgeving, erg in trek zijn bij de Japanse ondernemingen.

De vraag is dan vervolgens, of het Japanse systeem onder deze druk zal bezwijken. De kruisparticipatiestructuur als zodanig lijkt voorlopig niet te verzwakken.⁴⁸ De rol van de bank als monitor en qua controle is anderzijds wel essentieel voor de goede werking van het systeem en een alternatief ligt niet voor de hand. Sommigen⁴⁹ luiden dan ook de doodsklok: een requiem voor de hoofdbank of zelfs voor de keiretsu als zodanig. Daar komt nog bij dat sinds de opheffing van het holdingverbod een andere manier van groepsvorming weer beschikbaar wordt. We kunnen dan ook alleen maar besluiten dat de keiretsu een onzekere toekomst tegemoet gaat.

⁴⁷ R.J. GILSON en M.J. ROE, *l.c.*, (871) 897.

⁴⁸ J.R. MACY en G.P. MILLER, "Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States", *Stanford Law Review* 1995, (73) 107. In de periode 1991-1994 werd voor 7.1 trillioen Yen aan kruisparticipaties verkocht. Tijdens het eerste kwartaal van 1995 werden nog eens aandelen ter waarde van 340 miljard Yen door vennootschappen van de hand gedaan. Dit is echter een peulschil vergeleken met het bestaande pakket kruisparticipaties ter waarde van 85 trillioen Yen. Bovendien (zie M.J. ROE, *l.c.*, (1927) 1995) blijken ook nieuw opgerichte ondernemingen nog steeds een beroep te doen op de kruisparticipatietechniek.

⁴⁹ X, "Watching the Boss: A Survey of Corporate Governance 8", in *The Economist* 29 januari 1994; X, "Japan Inc. Frays at the Edges: A Sluggish Economy Is Putting Unprecedented Pressure on the System of Cross-Shareholdings that Binds Japanese Companies and Banks Together", in *The Economist* 3 juni 1995; S. PROWSE, *Corporate Governance in an International Perspective: a Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany*, Basel, B.I.S. Economic Paper 41, 1994, 69 en 70.