

## Samenvatting (Summary in Dutch)

Het onderzoek richt zich op de analyse van het proces van institutionele verandering in China, zoals zich dat heeft voltrokken vanaf 1949 tot 2004. De aandacht gaat vooral uit naar de periode na 1979 toen de Chinese overheid de weg in sloeg naar een meer marktgeoriënteerde economie. Wat de institutionele veranderingen betreft is de analyse vooral gericht op de herstructurering van de staatsondernemingen en de rol van fusies en overnamen (F&O) in dat proces.

In hoofdstuk 1 worden de onderzoeksvraag geformuleerd, het theoretische kader gepresenteerd en de methodologie besproken.

De onderzoeksvraag luidt als volgt: welke institutionele veranderingen vonden na 1979 plaats in het economische systeem van China, hoe kan het proces van institutionele verandering worden gekarakteriseerd en wat waren de gevolgen voor het Chinese economische systeem? Vier subvragen worden gespecificeerd:

- Hoe functioneerde het economische systeem voor 1979 (de centraal geleide economie)?
- Hoe kan het proces van verandering worden gekarakteriseerd in termen van incrementele of radicale veranderingen?
- Hoe kan het huidige systeem worden gekarakteriseerd; is sprake van een overgangssituatie, is sprake van inconsistenties?
- Hoe zullen de processen van institutionele verandering de toekomst van het Chinese economische systeem beïnvloeden?

De onderzoeksvraag betreft het brede vraagstuk van een transitie-economie, maar daarbinnen wordt een duidelijke afbakening aangebracht: in de transitie worden de eigendomsrechten centraal gesteld, vervolgens worden de staatsbedrijven als onderzoeksdomein gekozen en daarbinnen worden de F&O gekozen als instrument om de staatsbedrijven te hervormen.

Het theoretisch kader is opgebouwd uit institutionele theorieën, die zowel van de Nieuw Institutionele Economie (NIE, opgebouwd uit de theorie van de eigendomsrechten, principaal-agent theorie en transactiekostentheorie) als de Origineel Institutionele Economie (OIE) afkomstig zijn. De probleemstelling betreft de analyse van een proces. In hoofdstuk 1 wordt uiteengezet dat zo'n vraagstelling het gebruik van theoretische concepten vergt, die ontworpen zijn voor procesanalyse. Aan de hand van het zogenaamde vier-lagen-model van Williamson (1998) wordt aangegeven hoe het proces van institutionele verandering kan worden geconceptualiseerd. Het gaat daarbij om interactie tussen informele instituties (waarden, normen, gewoonten), formele instituties (wetten en regels) en institutionele arrangementen (contracten en organisaties, waaronder staatsbedrijven en F&O).

De methodologie is voornamelijk die van de OIE: in plaats van een deductief axiomatische aanpak, waarin hypothesen statistisch worden getoetst, wordt in deze studie gepoogd de empirische bevindingen in hun samenhang te begrijpen als een

## *Samenvatting*

evoluerend systeem. Daartoe worden in het tweede, derde en vierde hoofdstuk empirische ontwikkelingen beschreven, die in hoofdstuk 6 met het daarin verder ontwikkelde theoretische kader worden geanalyseerd. Hoofdstuk 5 is een meer traditionele statische analyse van data van twee Chinese aandelenmarkten, maar de interpretatie van de resultaten geschiedt met gebruikmaking van de inzichten van de OIE.

In hoofdstuk 2 wordt de evolutie van de Chinese centraal geleide economie in de periode 1949-1979 beschreven. In hoofdstuk 1 is uiteengezet dat de probleemstelling de begrippen 'evolutie, historie en padafhankelijkheid' centraal stelt. Voor een goed begrip van het proces van institutionele veranderingen is dan kennis van de historie van groot belang. Vandaar dat in hoofdstuk 2 aandacht wordt besteed aan de periode die vooraf ging aan de hervormingen. De centraal geleide economie wordt beschreven in termen van het vier-lagen-model: de informele instituties (Confucianisme, houding ten opzichte van overheid en individuen), de formele instituties (rol van het centrale plan, de bureaucratie, de regio's) en de organisatiestructuren op meso- en microniveau. In dit hoofdstuk wordt aangegeven hoe de centrale planning paste in de Chinese instituties, waarom grote economische inefficiënties ontstonden en hoe werd gepoogd deze binnen het systeem op te lossen. Het blijkt dat de inzichten van eigendomsrechten en principaal-agent theorieën van nut zijn voor het begrijpen van de mechanismen in een centraal geleide economie.

In hoofdstuk 3 worden de hervormingen besproken, zoals die vanaf 1979 hun beslag kregen. Het gaat om de verandering in informele instituties (individualisme, maken van 'winst', privaat bezit), de formele instituties (ondernemingsrecht, privatisering, belastingsysteem, stelsel van sociale zekerheid, e.d.) en de institutionele arrangementen (contracten, collectieve ondernemingen, private ondernemingen). Eerst worden de hervormingen in de agrarische sector besproken en vervolgens die in de industrie, waarbij de aandacht specifiek uitgaat naar de hervormingen in de staatsbedrijven. Typerend is de incrementele aanpak, het experimenteren en leren alvorens een institutionele verandering op grote schaal toe te passen. De centrale, regionale, of lokale overheid blijft een beslissende controle uitoefenen, hetgeen duidelijk blijkt bij de introductie van F&O in het systeem.

In hoofdstuk 4 staan de F&O centraal. In de transitie naar een markteconomie speelt de verandering van eigendomsrechten een centrale rol en daartoe vormen F&O een belangrijk institutioneel arrangement. In dit hoofdstuk wordt veel aandacht besteed aan de ontwikkeling van de twee nationale aandelenmarkten (Shanghai Stock Exchange en Shenzhen Stock Exchange). Immers, daar zijn de belangrijke staatsbedrijven genoteerd. De ontwikkelingen worden beschreven in termen van verschillende soorten aandelen, toename van de handel in aandelen en hoe de Chinese aandelenmarkt een platform voor F&O wordt. Benadrukt wordt dat de F&O een aantal zeer specifieke kenmerken vertonen, die begrepen kunnen worden als de Chinese context in de analyse wordt betrokken. Ook blijkt dat de formele instituties niet altijd consistent en voldoende ontwikkeld zijn en dat de

implementatie van de formele instituties grote verschillen naar plaats en tijd kan vertonen. F&O zijn duidelijk een instrument in handen van de overheid om de herstructurering van verliesgevendende staatsbedrijven in goede banen te lijden en dat maakt het tot een zeer specifiek institutioneel arrangement. Beschreven wordt hoe ook de invoering van F&O op specifieke wijze verloopt, waarbij de bestaande machtsstructuren worden ontzien (bevoorrechte posities van de leden van de communistische partij en de bureaucratie). Desalniettemin blijkt ook dat regio's en lokale gemeenschappen meer autonomie krijgen en dat experimenten in de 'non-state-sector' succesvol verlopen. China is duidelijk een 'mixed bag' van instituties, waarbij sprake is van inconsistenties tussen de lagen van het institutionele model en waarbij de overheid een beslissende greep houdt op de ontwikkelingen. Hervormingen kunnen dan ook relatief gemakkelijk worden teruggedraaid, hetgeen de zekerheid bij investeerders niet vergroot.

In hoofdstuk 5 worden F&O in de Chinese nationale aandelenmarkt geanalyseerd met het doel inzicht te krijgen in de kenmerken van de F&O in de Chinese transitie-economie. Zowel data van jaarverslagen als van de aandelenmarkten worden in dit hoofdstuk gebruikt om hypothesen statistisch te toetsen. De resultaten van de drie empirische studies in dit hoofdstuk duiden op een aantal overeenkomsten tussen de Chinese F&O en die op de Westerse markten. Echter uit nadere analyse blijkt dat de F&O een aantal zeer specifieke kenmerken vertonen, die nauw verbonden zijn met de specifieke institutionele context van de Chinese transitie- economie.

De eerste empirische analyse van 221 transacties in de periode van 1997-2003 op de twee nationale aandelenmarkten, betreft het effect van de aankondiging van een F&O op de koers van 'target' ondernemingen in de overname. Conform de gangbare hypothese van de westerse financiële economie blijken zowel de koers als het handelsvolume rond de aankondiging sterk te stijgen. Gemiddeld stijgt de koers 4.5% boven de referentievoers en stijgt het volume met 50%. Het is echter zeer opmerkelijk dat uit de analyse ook blijkt dat de sterke koersstijging zich reeds manifesteerde vòòrdat de publieke aankondiging plaatsvond en dat er vervolgens sprake was van een negatief cumulatief effect na de aankondiging. Deze bevindingen duiden op handel met voorkennis.

De tweede empirische studie betreft de motivatie voor de overnames. Een gangbare hypothese houdt in dat ondernemingen die slecht presteren een gewild doelwit zijn, omdat na de noodzakelijke herstructurering de aandelenkoersen zullen stijgen en de bieders winst kunnen maken. Deze hypothese wordt bevestigd (tabel 5.5 en tabel 5.6). De belangrijkste financiële indicatoren van ondernemingen die worden overgenomen blijken gemiddeld genomen vóór de transactie slecht te zijn, maar na de transactie een sterke verbetering te vertonen. Bovendien blijkt dat het top-management na de overnames grotendeels wordt vervangen en dat de meeste vervangers van het top management van buiten de onderneming afkomstig zijn. Deze bevindingen zouden erop kunnen duiden dat ook in China de overnames

## *Samenvatting*

gericht zijn op ondernemingen die relatief slecht presteren en dat van de overnames een disciplinerende werking op het management uit gaat.

De derde empirische studie betreft 14 overnames in de periode van 1998 tot 2001, waarin de bidder de grootste aandeelhouder van de overgenomen onderneming werd. Afgezien van een korte periode van koersstijging rond de aankondigingsdatum worden geen positieve voordelen voor de biedende onderneming gevonden in termen van financiële indicatoren of koersen (Tabel 5.10 en 5.1). Wel wordt een verband gevonden tussen de beloning van het management (inclusief bonussen) en de groei van de omzet, hetgeen kan verklaren waarom het management gemotiveerd is de onderneming te laten groeien door middel van F&O. In tegenstelling tot westerse managers heeft het Chinese management relatief weinig aandelenbezit of opties. De empirische studie wijst op een negatieve relatie tussen F&O en winstgevendheid en aandeelhouderswinst (tabel 5.12), hetgeen zou kunnen worden verklaard uit de afwezigheid van het aandelenbezit bij het management. Helaas is het aantal observaties te klein om sterke conclusies te kunnen trekken.

Uit het onderzoek blijkt een aantal grote verschillen tussen de F&O op de Chinese nationale markten en die in het Westen. Allereerst worden de ‘target’ ondernemingen niet door de bidder ingelijfd: de bidder verkrijgt controle, maar de ‘target’ onderneming blijft een zelfstandige juridische eenheid. Het tweede grote verschil met het Westen is de dominante rol van de overheid in het proces en de uitvoering van F&O. De Chinese overheid voert op drie manieren beslissende controle uit in beursgenoteerde ondernemingen: (1) direct door overheidsagentschappen, (2) door het eigendom van staatsbedrijven en (3) door het eigendom van een deel van staatsbedrijven die een joint venture zijn met private minderheidsaandeelhouders. De F&O in China betreffen eigenlijk verschuivingen van controle van het ene overheidsagentschap naar het andere, of van een agentschap naar een onderneming die gedeeltelijk privaat eigendom is. De overheid behoudt in nagenoeg alle gevallen de controle.

In hoofdstuk 6 wordt het theoretisch kader verder ontwikkeld, waarmee in het tweede deel van het hoofdstuk de ontwikkelingen vanaf 1979 worden geanalyseerd. Het theoretisch kader is opgebouwd uit de bijdragen van de NIE en de OIE. Het vier-lagen-model van Williamson (1998) wordt omgevormd tot een eigen model waarin met name de concepten ‘on path’ en ‘off path’ een centrale plaats innemen. De verandering van eigendomsrechten worden beschouwd als een fundamentele verandering van de ‘logica’ van het Chinese planningssysteem. Uitgebreid wordt aandacht besteed aan relevante concepten uit de OIE, waarmee de invloed van machtsverhoudingen en padafhankelijke ontwikkelingen begrepen kunnen worden. Een groot probleem blijkt het vatten van veranderingen in de informele instituties en de interacties tussen instituties, arrangementen en percepties van individuen. Die complexiteiten worden zichtbaar in het tweede deel van hoofdstuk 6, waarin het kader wordt toegepast op de institutionele veranderingen in China met specifieke aandacht voor de herstructurering van de staatsbedrijven en de F&O als

institutioneel arrangement. De institutionele ontwikkelingen worden in samenhang en in hun ontwikkeling besproken met het doel een beter begrip te krijgen van de afhankelijkheden en de specifieke kenmerken van de Chinese instituties.

Hoofdstuk 7 bevat een samenvatting van de thesis, bespreekt een aantal beperkingen van de studie en schetst kort een drietal scenario's met betrekking tot de toekomstige ontwikkelingen. De beperkingen van de studie betreffen allereerst de problemen bij het analyseren van veranderingen in de informele instituties. Veranderingen in waarden en normen betreffen de lange termijn en een langdurig survey onderzoek is vereist om dergelijke veranderingen bloot te leggen. Zulke data bestaan (nog) niet in China. Een andere duidelijke beperking betreft de complexiteit van het analyseren van de interacties tussen de institutionele lagen. De concepten kunnen nog onvoldoende worden geoperationaliseerd. Duidelijk is dat het ontwikkelde kader een meer 'relevante' studie mogelijk maakt, maar er wordt onvermijdelijk een prijs betaald in termen van 'rigorousness'. Op de derde plaats is de studie beperkt omdat een analyse van het proces van 'trial and error', van experimenteren en leren ontbreekt. Een aantal diepgravende case studies naar de leerprocessen in ondernemingen, sectoren en regio's zou daarin een waardevol inzicht kunnen bieden.

Tot slot wordt aan het eind van hoofdstuk kort een drietal scenario's geschetst. Het eerste en meest waarschijnlijke scenario toont een continuering van de huidige aanpak: incrementele veranderingen, waarbij de overheid greep houdt op de ontwikkelingen. Dit wordt het meest waarschijnlijke scenario geacht (60%). Het tweede scenario schetst een situatie waarin de problemen geschetst in hoofdstuk 1 zo dreigend worden, dat de overheid zich genoodzaakt ziet draconische maatregelen te nemen. Denkbaar is een bank crisis, die de huidige ontwikkelingen volledig ondermijnt. De kans op dit scenario wordt niet groot geacht, maar het is zeker niet hypothetisch (15%). Het derde scenario betreft een acceleratie in de economische ontwikkeling, zodanig dat de privatisering van de staatsbedrijven in versneld tempo wordt voortgezet. Gelet op de factoren die nopen tot het afremmen van de groei en het vertrouwen dat in de politiek bestaat in de continuering van de huidige aanpak, is het niet waarschijnlijk dat dit scenario zal worden gevolgd (10%).



## Curriculum Vitae

---

Yiwen Fei was born on May 15th 1968 in Shanghai, People's Republic of China (PRC). He graduated from the School of Management, Shanghai Jiao Tong University (SJTU) with a Master Degree in economics. Subsequently, he worked as a lecturer at the School of Management, Shanghai Jiao Tong University. He has been an active lecturer and researcher in the field of Economics and Finance. In 1999, he was selected to participate in a Masterclass, which was organised by the China-Holland Education & Research Centre (CHERC) at Erasmus University in Rotterdam, the Netherlands. Since then, he has been Ph.D. candidate in the school of economics, Erasmus University Rotterdam. This thesis is the result of his research effort that lasted for four years, sponsored by CHERC.