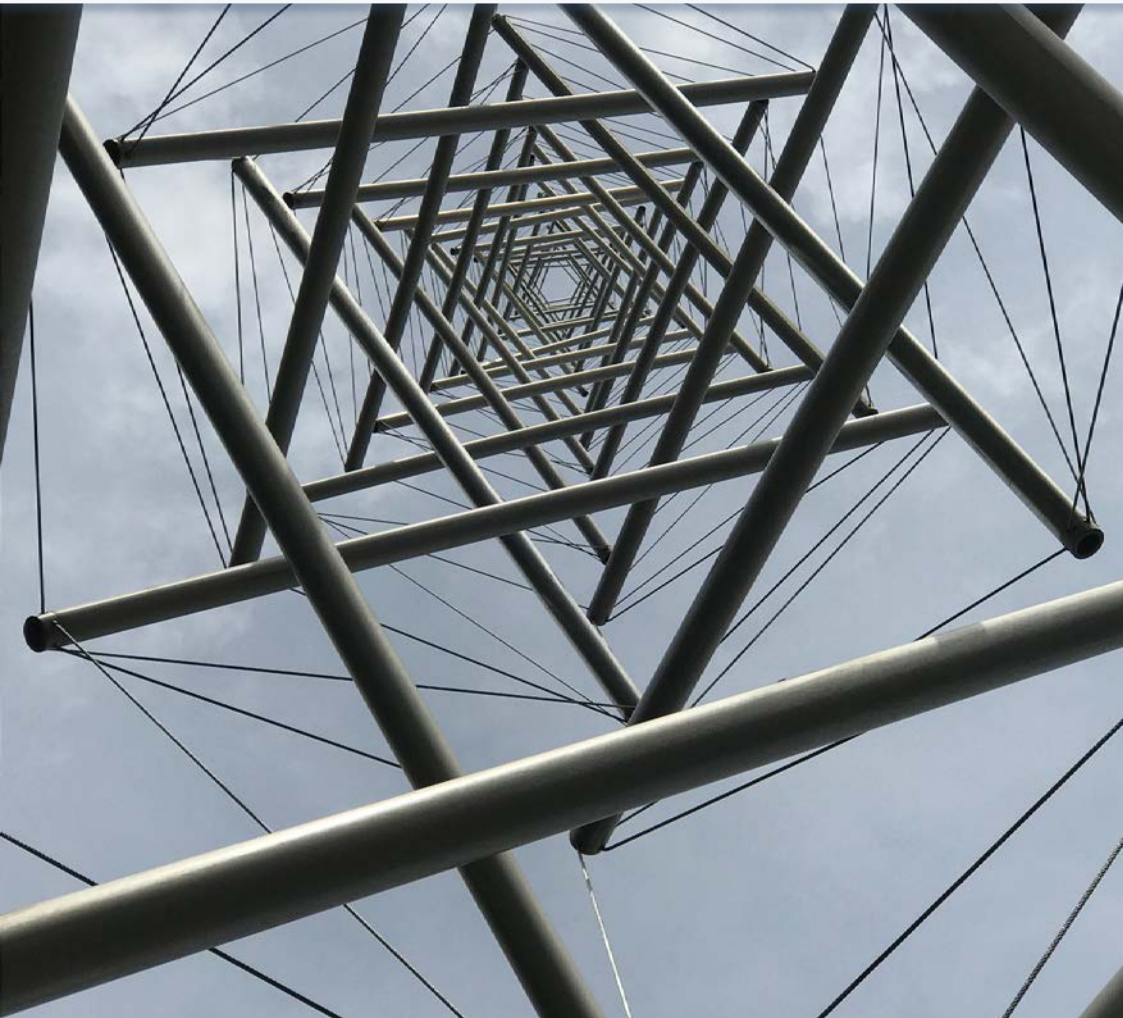


CORPORATE GOVERNANCE: DE OOGKLEPPEN VAN HET PAARD EN DE BLIK VAN DE ADELAAR

**WAAROM HET BELANGRIJK IS HET GEHEEL TE ZIEN EN NIET ALLEEN DE LOSSE DELEN
PROF. DR. LEEN PAAPE**



Ons vertrouwen in de dingen die wij met het meeste recht kunnen geloven wordt door niets gegarandeerd, behalve door de open uitnodiging aan de hele wereld om te bewijzen dat zij ongegrond zijn. Als deze uitdaging niet aanvaard wordt, of als de poging om het tegendeel te bewijzen mislukt, zijn we nog steeds verre van zeker; maar we hebben het beste gedaan dat in de huidige toestand van het menselijk denken mogelijk is; we hebben niets nagelaten waardoor de waarheid een kans krijgt om tot ons door te dringen. ... Dit is het niveau van zekerheid dat een feilbaar wezen kan bereiken, en dit is de enige manier om er te komen.

CORPORATE GOVERNANCE: DE OOGKLEPPEN VAN HET PAARD EN DE BLIK VAN DE ADELAAR

WAAROM HET BELANGRIJK IS HET GEHEEL TE ZIEN
EN NIET ALLEEN DE LOSSE DELEN

Rede

Prof. dr. Leen Paape

uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt
van hoogleraar Corporate Governance aan
Nyenrode Business Universiteit op 6 september 2018.

©2018 Prof. dr. Leen Paape

ISBN 978-90-8980-114-2

Nyenrode Business Universiteit

Niets uit deze uitgave mag worden gereproduceerd zonder
schriftelijke toestemming van de auteur.

INDEX

De oogkleppen van het paard en de blik van de adelaar	5
Mijn kijk op corporate governance	13
Hoe het verkeerde verhaal ontstaan is	19
De aandeelhouder is een fictie geworden en kapitaal fictief	45
Collateral damage en de oogkleppen van het paard	57
Systeemdenken scherpt de blik van de adelaar	91
Systeemdenken toegepast op corporate governance	101
Enkele piketpalen voor een beter verhaal	115
Mogelijke systeeminterventies	147
Leadership, Entrepreneurship en Stewardship floreren	165
Mijn Plakkaat van Verlatinge	177
Afsluiting en Dankwoord	179
Literatuurlijst	185

I discovered a flaw in the model that I perceived is the critical functioning structure that defines how the world works so to speak. I had been going for 40 years with considerable evidence that it was working exceptionally well.

Alan Greenspan, 23 oktober 2008¹

¹ <https://www.youtube.com/watch?v=R5lZPWNFizQ>

DE OOGKLEPPEN VAN HET PAARD EN DE BLIK VAN DE ADELAAR

Deze zomer gingen wij op vakantie naar Schotland. We eindigden in Edinburgh, een prachtige stad die vele grote schrijvers en denkers heeft voortgebracht. Ik nam een foto van een standbeeld van een meneer in een Romeins gewaad. Ik vroeg Jasper: ‘Jasper, weet jij wie dat is?’ Jasper weet best veel moet u weten. ‘Ja pap, dat is Hume’. Waarop ik reageerde: ‘Jasper, wat knap dat jij dat weer weet’. Droog volgt zijn opmerking: ‘Pap, zijn naam staat met koeienletters op de sokkel!’ Les weer geleerd, je moet altijd goed kijken natuurlijk.

Naast het feit dat je goed moet kijken is het natuurlijk ook belangrijk dat je een goede bril of lens hebt waarmee je kijkt. Uit het bovenstaande citaat van Greenspan mag blijken dat zijn lens niet deugde en dat hij daar pas na 40 jaar achter kwam. Dat was heel vervelend voor ons allemaal want hij heeft daarmee bijgedragen aan het ontstaan van de grootste financiële crisis uit de afgelopen 100 jaar. De gevolgen daarvan zullen nog lang merkbaar zijn, onder andere uw en mijn pensioen lijdt er enorm onder. Hij had een ideologie, gebaseerd op denkers als Ayn Rand en Milton Friedman en was ervan overtuigd dat markten het beste zijn om de wereld vooruit te brengen en dat je die zo weinig mogelijk in de weg moet leggen. Kapitalisme van de laissez faire variant dus. Deregulering was dan ook zijn motto.

Op 26 juli 1581 tekenden de Staten-Generaal het Plakkaat van Verlatinge² en daarmee keerden wij ons af van de Spaanse koning Filips II. Hij was een

2 <https://www.bol.com/nl/f/het-plakkaat-van-verlatinge/9200000091371756/>

tiran en men wilde niet langer door hem geregeerd worden. Anton van Hooff (2018) heeft er een mooi boek over geschreven. Daarmee was de eerste Onafhankelijkheidsverklaring uit onze geschiedenis een feit. Nu, ruim 400 jaar later is mijn pleidooi om een vergelijkbare daad te stellen, niet om afscheid te nemen van Koning Willem Alexander en Koningin Maxima, ook al ben ik overtuigd republikein maar ik hou van Maxima, maar van de dominantie van de markt en met name het bijbehorende ‘aandeelhouders en aandeelhouderswaarde eerst’ perspectief.

Ik weet dat mensen zich niet zozeer door feiten en argumenten laten overtuigen - ik geef ze u omdat dat van een wetenschapper verwacht wordt - maar eerder door onze gevoelens en emoties. Klopt het verhaal? Voelt het goed? Het gaat dan vooral om onze manier van kijken en denken. Met respect voor de geschiedenis en haar rol, hoe gaan we dan nu samen een beweging in gang zetten die ons in staat stelt een nieuwe weg te vinden? Verandering veroorzaakt altijd onzekerheid en leidt tot nieuwe vragen die niet eenvoudig op te lossen zijn.

Voor vandaag is mijn ambitie om voor u een gelegenheid te creëren u een glimp te laten zien van meerdere perspectieven en andere zienswijzen en daarmee een begin van een alternatief verhaal te bieden. Blijf bij me ook al voelt u soms ongemak en zelfs wrevel; iets nieuws en onbekends veroorzaakt dat nu eenmaal. Zelf vind ik dat ook lastig maar mijn grootste zorg is dat door voort te blijven gaan in de dominante logica van altijd maar meer van hetzelfde tot een ramp leidt voor mijn twee kleinkinderen, Jade en Nova, hier in de zaal aanwezig.

Als boerenzoon in een klein Zeeuws dorp was er een duidelijke connectie met de natuur en de gemeenschap en hoe die ons in staat stelde te leven. In mijn ogen zijn we de connectie met de natuur, de wereld en de gemeenschap om ons heen voor een belangrijk deel kwijtgeraakt. Dat is zorgwekkend want niet alleen zijn we allemaal verbonden met elkaar, mensen, die-

ren en de kosmos; er is ook maar één planeet waar we het mee moeten doen. Jared Diamond (2005) schreef het boek ‘Ondergang’ en daarin concludeert hij dat alle grote beschavingen die ten onder zijn gegaan, dit aan zichzelf te wijten hadden door uitputting van de natuurlijke hulpbronnen die tot hun beschikking stonden. Zo was Paaseiland bebost totdat de laatste boom werd omgehakt. Als we zo doorgaan staan we een keer gezamenlijk voor die laatste boom.

Ik heb dus ambities voor corporate governance en ik wil me committeren om die te helpen realiseren. De notie van ‘lange termijn waardecreatie’ zoals die nu gangbaar is, ontbeert werkelijk toekomstperspectief. Het huidige economische bestel hanteert een verkeerd mensbeeld en een dominante logica die ons wegleidt van echte menselijke waarden en het maatschappelijk welzijn voor ons allen. Het is onhoudbaar omdat allerlei schadelijke ‘externalities’ – het woord alleen al zegt genoeg – op de toekomst worden afgewenteld en dus op onze kleinkinderen.

Dat wil ik dus niet. Ik vraag u met mij mee te denken en betere principes te formuleren voor corporate governance. Ik weet wat ik wil en dat is meer aandacht voor de eenheid van ons bestaan en de wereld waarin wij leven. Meer oog voor morgen dan voor vandaag, meer oog voor het geheel dan de delen, meer oog voor lange termijn maatschappelijk welzijn dan voor individueel geldelijk korte termijnge win. We zijn immers sociale wezens met een diepe drang naar samenzijn en overleving. We willen allemaal hetzelfde; gezien worden in wie we zijn met onze sterktes en zwaktes, erkend en gewaardeerd worden voor onze bijdrage. Bent u bereid mij daarbij te helpen? Ik kan het niet alleen en vandaag is dus geen einde maar een begin. Ik wil van mijn oratie een levend document maken en hoor graag uw oprechte feedback en input. De link naar mijn document krijgt u na afloop.

Terug naar de feiten zoals ik ze zie. In de afgelopen 40 jaar kende de ideologie een neo-liberale wind die leidde tot meer deregulering en dominantie

van de markt en met name de factor kapitaal. Dat heeft geleid tot toegenomen macht van ondernemingen zoals uit een recente studie van het IMF³ blijkt. Die toegenomen macht leidde aanvankelijk tot een stijging van de investeringen in innovatie maar inmiddels is dat omgezet in een daling en ik zal de ernst daarvan nog duidelijk proberen te maken. Ook is het aandeel van de totale koek voor de factor arbeid afgenomen. Die toename van die macht is overigens niet gelijkelijk verdeeld, bedrijven in sterk geconcentreerde markten nemen een groter aandeel en ze investeren relatief nog minder in innovatie. Dit geldt met name voor bedrijven in de tech-industrie. Dus hoe meer macht, hoe minder innovatie en hoe minder de factor arbeid krijgt toebedeeld. Ook de OECD⁴ doet via Ennis et al, (2017) vergelijkbare constatering en geeft aan dat meer marktmacht leidt tot meer ongelijkheid. Tijdens de jaarlijkse bijeenkomst van centrale bankiers in Jackson Hole dit jaar stond het thema marktmacht ook prominent op de agenda.

Bovendien heeft het medicijn meer markt en ‘aandeelhouder eerst’ ook een fors aantal bijwerkingen, ‘collateral damage’ dus. Ik kom daar op terug. Mijn zorg is dus dat als we hier geen rem op zetten dat dan de samenleving uiteindelijk instabiel wordt en er meer ellende ontstaat dan ons lief is. Collega Steven Schuit⁵ schreef dan ook dat het tijd werd om afscheid te nemen van corporatisme en ik onderschrijf zijn mening van harte.

Het probleem is dat er inderdaad veel ideologie aan te pas is gekomen om het zo dominant te krijgen en dat die ideologie ons zo vaak verteld is dat we het ook zijn gaan geloven. We leven in die zin een verhaal dat niet alleen slechts een verhaal is, maar ook een verhaal dat ondeugdelijk is omdat de

3 <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/06/15/Global-Market-Power-and-its-Macroeconomic-Implications-45975>

4 <http://www.oecd.org/daf/competition/Inequality-hidden-cost-market-power-2017.pdf>

5 <http://stevenschuit.com/website2016/wp-content/uploads/2016/02/Over-corporatisme-en-corporate-governance.pdf>

bijwerkingen niet gering zijn. Nassim Taleb (2007, 69) zei het mooi:

‘A novel, a story, a myth, or a tale, all have the same function: they spare us from the complexity of the world and shield us from its randomness’.

Taal doet er dus toe en met taal proberen we een leefbare en begrijpelijke wereld te creëren. Daarom gebruiken we vaak metaforen en modellen. Die metaforen helpen maar kunnen ook zeker hinderen.

Zoals Ison (2016), parafraserend op een quote van Lakoff zei:

‘All thinking and talking involves “framing”. And since frames come with metaphors, or metaphor clusters, with revealing and concealing features as well as theoretical entailments, a single word typically activates not only its defining frame, but also much of the systemic set of relations its defining frame is in’.

Ison is van mening dat nu we leven in het Antropoceen⁶, de periode waarin de menselijke activiteit voor het eerst invloed heeft op ons klimaat en er dus een noodzaak is om opnieuw te definiëren hoe we denken en acteren inzake het corporate governance vraagstuk.

We lopen zo te zeggen, en nu gebruik ik ook metaforen, naar mijn overtuiging met oogkleppen rond. Oogkleppen bij paarden zijn bedoeld om het blikveld te beperken, het is dan minder vatbaar voor verstoringen en vluchtgedrag. Wij hebben, gegeven de complexiteit van het leven en de onderliggende vraagstukken echter meer baat bij een goed overzicht. De blik van de adelaar als metafoor kan dat bieden. De adelaar heeft overzicht maar kan toch heel goed details in een bepaalde context herkennen als een smakelijk hapje waar hij op dient te duiken.

6 Leest u vooral ‘Dwalen in het Antropoceen’ van René ten Bos. https://www.boom-filosofie.nl/product/100-529_Dwalen-in-het-antropoceen

In mijn verhaal wil ik u kennis laten maken met systeemdenken als hulpmiddel om beter zicht te ontwikkelen op de samenhang der dingen. Ik geef u, naast de valkuilen die in een systeem kunnen optreden, dan ook de mogelijkheden die systeemdenken ons biedt om te interveniëren. In zo'n systeem perspectief passen dan ook veel belanghebbenden en ik geef u een manier hoe die te identificeren en hoe we vervolgens procesmatig kunnen zorgen dat de diversiteit aan belangen beter kan worden afgewogen. Voor dat laatste doel grijp ik terug op 'demarchie', dat reeds in Athene werd toegepast om door het lot mensen uit te kiezen voor bestuurlijke en toezichthoudende rollen en daarmee de democratie vorm en inhoud te geven.

Ik zal eerst mijn perspectief op corporate governance schetsen en vervolgens een korte geschiedenis beschrijven. Daarbij hoort een kort overzicht van de relevantie theorieën om vervolgens de ontwikkelingen in aandeelhouderschap te schetsen. De 'collateral damage', die gepaard gaat met de dominante manier van denken komt daarna aan de orde. Daarna zal ik aangeven hoe we met hulp van systeemdenken ook naar het domein van corporate governance kunnen kijken en hoe daarin te interveniëren. Aan het eind krijgt u mijn Plakkaat van Verlatinge, ik hou wel een beetje van grote gebaren.

Nog een korte disclaimer. John Ioannidis⁷ kwam met de volgende stelling:

'Moreover, for many current scientific fields, claimed research findings may often be simply accurate measures of the prevailing bias'.

Hoe biases werken is prachtig beschreven door Kahneman (2011) en Ariely (2009). Na vele duizenden pagina's te hebben doorgelezen, literatuuronderzoek dus waaraan geen empirisch onderzoek te pas kwam, is mijn claim niet meer dan dat ook ik zeker last heb van biases en al zeker niet zeker weet of ik de juiste lens heb gekozen. Ik heb dan ook niet de waarheid in

7 <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC1182327/>

pacht. Ik hoop tenminste uw blikveld straks enigszins verbreed te hebben waarmee we met elkaar het goede gesprek kunnen aangaan en op zoek kunnen gaan naar oplossingen of interventies. In ieder geval is er een ‘audit trail’ in deze oratie, ik ben en blijf tenslotte ook nog accountant van origine, ook al heb ik dat vak inmiddels al lang verlaten, het zit er nog wel diep in.

MIJN KIJK OP CORPORATE GOVERNANCE

Achter wetten en regels liggen theorieën en achter die theorieën liggen veronderstellingen, aannames, paradigma's, ideologieën en dogma's. Deze worden op hun beurt omgezet in begrijpelijke taal en samengebracht in verhalen. Het risico is altijd dat één verhaal dominant wordt en zodanig vaak herhaald wordt dat ze voor waar worden aangenomen omdat niemand ze meer ter discussie stelt of durft te stellen. Dit is de aanpak die dictators en populistten vaak hanteren. Een ideologie die de overhand krijgt en zelfs in staat wordt gesteld om haar dominantie te botvieren gaat ten koste van andere opvattingen en eindigt stevast in een vorm van dictatuur, waarbij ik dictatuur overigens niet per se letterlijk wil nemen.

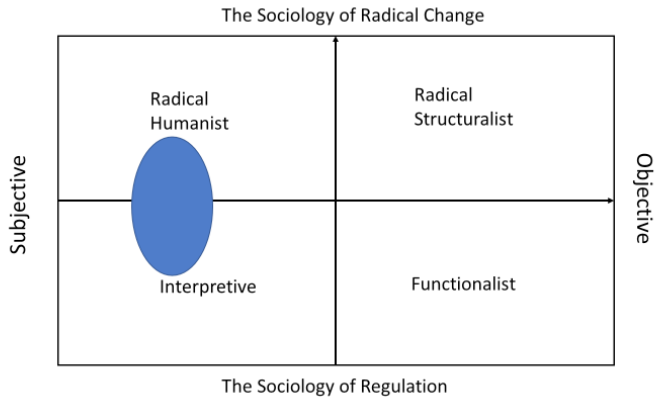
Voor een mooi overzicht naar de verborgen veronderstellingen van de dominante modellen in corporate governance verwijs ik u naar Mostovicz et al (2011). Zij definiëren ook een mooi doel voor corporate governance:

'The role of corporate governance is, therefore, to allow for an environment that encourages people to act according to their respective worldviews, to be held responsible for the decisions they have made (rather than any factor beyond their reach), to improve their integrity and to allow for their full self-expression by enhancing their self-awareness'.

Als we ons daaraan houden zijn we alweer een stap verder.

Ardalan (2007) beschrijft dat er vier manieren zijn om tegen corporate governance aan te kijken. Schematisch ziet dat er als volgt uit:

FIGUUR 1: DE VIER PARADIGMA'S



In de theorie – en in de praktijk – wordt vooral het ‘Functionalist’ paradigma gebruikt. Daar gaat het dan vooral om het op een rationele en objectieve manier – en dus zoeken naar oorzaak en gevolg relaties met een positivistische kijk – reduceren van de agency kosten die worden gemaakt om agenten te laten doen wat principalen willen. Bij het ‘Interpretive’ perspectief gaat het veel meer om de sociale context waarbinnen instituties en mensen zich bewegen. Het is dus subjectief van karakter en systemen zullen zich continu evolueren en zijn daarom contingent, afhankelijk van de context. Bij het ‘Radical Humanist’ paradigma wordt de werkelijkheid langs politieke wegen en via sociale interactie gecreëerd waarbij de vraag is of een keuze voor een model van – in dit geval – corporate governance op een vrije en democratische manier tot stand is gekomen. Ardalan merkt bijvoorbeeld op dat ontwikkelingslanden via instituten als de Wereldbank en het IMF, systemen krijgen opgelegd die dus niet op democratische wijze zijn gekozen. In academische papers vind je over dit perspectief overigens niet zoveel terug. De ‘Radical Structuralist’ manier van kijken houdt in dat corporate

governance haar basis vindt in sociale klassen en historisch bepaald is; hier gaat het dan dus snel over macht en invloed die wordt opgelegd en afgedwongen via contracten en wetten.

Het schema helpt om vast te stellen dat er verschillende lenzen mogelijk zijn om te kijken naar het vraagstuk van corporate governance en dat er dus aan dat vraagstuk ethische, morele, ideologische, technische en politieke aspecten zitten. In mijn oratie komen elementen van alle vier de paradigma's aan bod. In die zin denk ik dat meerdere perspectieven niet alleen mogelijk maar zelfs wenselijk zijn. Mijn persoonlijke voorkeur voor deze oratie zit meer op het scheidsvlak van het 'Interpretive' en 'Radical Humanist' paradigma, in het blauw gearceerde deel van het schema.

Ondernemingen maken deel uit van de samenleving en zijn instituties die een belangrijke rol vervullen. Die rol kan in de tijd veranderen omdat de samenleving verandert. Het is dan ook belangrijk om voortdurend te kijken of wat we nu doen nog goed genoeg is. Het is ook subjectief in die zin dat het gaat om een perspectief dat context en cultuurgebonden is. Op grond daarvan heb ik keuzes gemaakt die uiteraard niet de uwe hoeven te zijn maar het is in ieder geval een verantwoording voor mijn kijk op het vraagstuk van corporate governance.

Letza et al (2008) concludeerden:

'... confirm the view that the underlying assumptions of existing models and regulatory frameworks for governance are misplaced and it is suggested, with reason, that a pluralistic view and framework are better than the current dualistic approach to provide a better understanding of corporate governance in today's dynamic business environments'.

Op voorhand meld ik dan vast dat ik een aantal heersende opvattingen over corporate governance en de wijze waarop wij dat in Nederland hebben

ingericht, ter discussie wil stellen. Ik realiseer me ook dat dit altijd gevaarlijk is. We zetten andersdenkenden zoals in de Middeleeuwen niet meer op de brandstapel, we doen dat subtieler. Toen Jaap Winter⁸ een interview gaf aan het Financieel Dagblad, waarin hij verzuchtte dat de moderne onderneming steeds verder afdrijft van wat mensen waardevol vinden en een pleidooi hield voor de coöperatieve ondernemingsvorm, was de laatste vraag wat zijn voormalige collega's aan de Zuidas van zijn gedachtengoed vonden. Het antwoord was: 'Jaap, Jaap, waar ben je mee bezig?' Ik vrees dat dit ook mijn deel zal kunnen zijn maar op mijn 62^e neem ik dat risico graag.

8 <https://fd.nl/weekend/1231875/de-moderne-onderneming-drijft-steeds-verder-af-van-wat-mensen-waardevol-vinden>

‘Corporate Governance – the authority structure of the firm – lies at the heart of the most important issues of our society. That authority structure decides who has claim to the cash flow of the firm, who has a say in its strategy and its allocation of resources. As such, corporate governance affects the creation of wealth and its distribution into different pockets’.

Gourevitch en Shinn, 2010

HOE HET VERKEERDE VERHAAL ONTSTAAN IS

Voor een volledig verhaal over de geschiedenis van corporate governance verwijs ik u op voorhand graag naar het boek van collega Paul Frentrop (2013). Dat gaat van de VOC, die zo'n 20 jaar na het Plakkaat haar eerste aandelen uitgaf, naar de 21^e eeuw. Frentrop stelt dat corporate governance gaat over 'het in goede banen leiden van ondernemingen'. Het frappante overigens is dat als je veel academische publicaties leest over dit onderwerp, het opvallend is dat de definitie van corporate governance vaak ontbreekt.

De vraag die zich dan aandient is: 'Wat is eigenlijk een onderneming?' Die vraag laat zich niet zo eenvoudig beantwoorden helaas. Er zijn meerdere perspectieven, ook hier: een economische, een politieke, een historische, een sociologische en natuurlijk een juridische, die alle tot een verschillend antwoord leiden.

De ondernemingsvorm is ooit in het leven geroepen toen de scheiding tussen kapitaal en arbeid zich begon te manifesteren en dankzij de Industriële Revolutie grootschalig kon worden geproduceerd. Teneinde economische groei mogelijk te maken was het wenselijk te investeren in grote en lange termijnprojecten, waarbij de mogelijke aansprakelijkheid van de geldverschaffers diende te worden ingeperkt. Dat vergde juridische constructies waarbij het ging over eigendomsrechten, het op afstand zetten van de geldverschaffer en het tegelijkertijd regelen van toezicht en verantwoording.

In 1932 jaar geleden schreven Berle en Means ‘The Modern Corporate and Private Property’, waarin ze beschreven hoe de ondernemingsvorm een ‘increasingly dominant institution’ was geworden en deden zij een poging te beschrijven wat een onderneming was en hoe die werkte. Het is daarbij goed om op te merken dat zij toen ook al aandacht gaven aan het legitiemiteitsvraagstuk van de ondernemingsvorm. Zij vonden het belangrijk dat daar ook over werd nagedacht.

Hun manier van kijken was om de onderneming te beschouwen als een ‘nexus of contracts’ en op grond daarvan de onderneming bepaalde juridische privileges te geven:

1. Het kunnen beperken van aansprakelijkheid, tegelijkertijd winsten te privatiseren en verliezen af te wentelen op de maatschappij om daarmee kapitaal te kunnen aantrekken;
2. De mogelijkheid in staat te stellen contracten af te sluiten en andere bedrijven te bezitten en daarmee te zorgen dat ‘control’ kon worden geconcentreerd in de handen van het bestuur/management;
3. De scheiding van eigendomsrechten en ‘control rechten’, waarmee aandelen konden worden uitgegeven en verhandeld.

Noam Chomski⁹ ziet in het feit dat we ondernemingen die rechten hebben gegeven het begin van veel ellende. Justice Louis Brandeis noemde ondernemingen ooit ‘...the Frankenstein monster which States have created by their corporation laws’.

Het bestuur/de managers hebben dan een ‘duty of care’, een ‘duty of loyalty’ en een ‘duty of obedience’ jegens de kapitaalverschaffers. Sommigen spreken ook nog over de ‘duty of disclosure’. We noemen dat de ‘fiduciary duties’¹⁰ en het bestuur/management heeft een zekere discretionaire

9 <https://open.spotify.com/album/5pxIPF4Mb1MkakD94znnVI>

10 <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ceff4860-ac51-4610-9089-555ed47ad678>

ruimte om met hulp van de ‘business judgement rule’¹¹ keuzes te maken inzake investeringen. In Nederland noemen we dat ‘redelijkheid en billijkheid’. Uiteindelijk gaat het dan over de vraag wie gerechtigd is tot welk deel van de opbrengst/winst van de onderneming.

De scheiding tussen diegene die het kapitaal verschaft (de principaal) en degene die de onderneming uitoefent (de agent) heeft uiteraard een paar consequenties. Taalkundig is het woord principaal al behept met een zekere lading, het suggereert dat hij (of zijn natuurlijk) de baas is en dat de agent de ondergeschikte is. Daarmee is de toon reeds gezet. Één ding is zeker, langs deze lijn van denken is de kapitaalverschaffer (aandeelhouder) centraal komen te staan in het denken over corporate governance en heeft de wetgever die keuze ook bevordert zoals Brandeis terecht stelt. Als de kapitaalverschaffer dus centraal komt te staan dan is het niet vreemd dat shareholder value ook de boventoon krijgt. Dat ging ongeveer als volgt.

Zoals ik in de inleiding al meldde, waren wij in Edinburg. Deze stad was niet alleen de plaats waar Hume leefde maar ook Adam Smith. Zijn standbeeld hebben we ook op de foto gezet. Hij schreef in 1776 zijn bekende ‘Wealth of Nations’ en wordt daarmee beschouwd als de grondlegger van het moderne kapitalisme. Zijn notie van de onzichtbare hand leeft voort en wordt nog oneindig vaak herhaald. Die hand maakte dat sindsdien wordt verondersteld dat de markt¹² haar werk moet kunnen doen en dat via het prijsmechanisme op relatief eenvoudige wijze transacties tot stand kunnen komen. Ook gaf hij aan dat de bakker zijn werk niet deed omdat hij graag goed wilde doen, nee, hij deed dat uit eigen gewin en dus is het idee dat eigen belang de verklarende factor is voor veel van ons handelen.

11 https://en.wikipedia.org/wiki/Business_judgment_rule

12 Ik ga hier niet verder in op de vraag wat een markt is want dat levert een ander complex vraagstuk op. Als u daar nog een interessante verhandeling over wilt lezen verwijst ik u naar de volgende link. <https://expectationandexpertise.files.wordpress.com/2016/09/callon-1998.pdf>

Jaren later is de link gelegd met het gedachtengoed van Darwin, die, toeval of niet, in Edinburgh medicijnen studeerde. Zijn gedachtengoed is versimpeld tot de frase ‘survival of the fittest’ en in relatie tot Smith leidde dat ertoe dat competitie goed is en wel zal zorgen voor het steeds fitter worden als je maar onder druk wordt gezet.

Overigens heeft de Russische geoloog en bioloog Kropotkin¹³ een kritiek geschreven op Darwin waarin deze aangaf dat hij op zijn reizen door het barre Siberië vele vormen van samenwerking onder mensen en in de natuur was tegengekomen die het idee van ‘survival of the fittest’ in zijn ogen toch in een ander daglicht stelde. Daar moest je wel samenwerken wilde je overleven en dus kon dat ook wel eens een goede strategie zijn in zijn ogen. Overigens maakt de speltheorie duidelijk dat het uitgaan van samenwerking ook een winnende strategie is. Dat ik dit punt graag benoem is omdat ik het later in mijn betoog wil gebruiken als het gaat om het bevorderen van de lange termijn waardecreatie.

Echter, de wijze waarop vervolgens velen het gedachtengoed van Smith hebben uitgelegd zou er vast toe leiden dat hij zich in zijn graf zou omdraaien als hij het hoorde. Hij was vooraleerst moraalfilosoof en schreef zijn ideeën op in het boek ‘The Theory of Moral Sentiments’ (1759). In dat boek bouwt hij voort op de ideeën van Hume en maakte hij – kort door de bocht gesteld – duidelijk dat mensen niet alleen aandacht hebben voor hun eigen belangen maar ook voor die van anderen.

‘The wise and virtuous man is at all times willing that his own private interest should be sacrificed to the public interest’.

Wel schreef hij ook de waarschuwende woorden dat als er regels zouden worden bedacht door ‘business men’, het dan uitermate belangrijk was om die met de nodige argwaan te bejegenen en goed te onderzoeken want die

13 <http://www.moyak.com/papers/peter-kropotkin.html>

zouden wel eens vooral hun eigen belang kunnen dienen en meer bedoeld om de maatschappij hun wil op te leggen ten faveure van zichzelf en niet die van het publieke belang.

Terug naar de theorie. Nobelprijswinnaars als Coase (The Nature of the Firm, 1937) en Williamson (Markets and Hierarchies, 1983, en The Mechanisms of Governance, 1996) hebben belangrijke bijdragen geleverd in het denken over ondernemingen en hoe die te besturen en beheersen. Zij waren daarmee bepalend voor het denken over corporate governance. Zij stonden aan de basis van wat we nu de Agency Theory en Transaction Cost Economics (TCE) noemen. De verzamelnaam staat te boek als 'New Institutional Economics' (NIE; zie Furubotn en Richter, Institutions and Economic Theory, 1998). NIE kent de volgende uitgangspunten:

1. Methodological Individualism (het uitgangspunt is altijd het individu);
2. The Maximand (het individu maximeert zijn nut/opbrengst);
3. Individual Rationality (mensen maken rationale keuzes, ook al kunnen ze niet alle variabelen overzien en daarmee is er sprake van 'bounded rationality');
4. Opportunistic Behaviour (we moeten ervan uitgaan dat mensen op elk moment zich opportunistisch kunnen gedragen);
5. Economic Society (de maatschappij is ingericht op basis van het bestaan van eigendomsrechten die ook het gedrag verklaren (property rights));
6. Institutions (dat zijn structuren (met een zekere ordening) die een doel hebben en het gedrag van hun individuen bepalen en daarmee in onze samenleving ook een rechtspositie hebben. De kerk is een instituut en zo ook het huwelijk en geld;
7. Organizations (dat zijn instituties met mensen).

Het is belangrijk om deze nog kort op een rij te zetten omdat op nagenoeg elk van deze uitgangspunten de nodige kritiek te uiten is. Dat individuen het uitgangspunt zouden moeten zijn gaat voorbij aan de notie dat mensen sociale wezens zijn die zich vooral organiseren in groepen, gezinnen,

families, samenlevingen, etc. en daarbij niet alleen zichzelf centraal stellen. Ook is het niet zo dat individuen altijd hun (eigen) belang willen maximaliseren. Altruïsme en pro-sociaal gedrag (Elhauge, 2005) zijn ook kenmerkend voor hoe mensen besluiten nemen. Ook is het uitgangspunt dat mensen zich opportunistisch kunnen gedragen (Williamson noemt het ‘self-interest seeking with guile’) aan veel kritiek onderhevig. Die gerichtheid op het individu maakten dat Kusumaningtias et al (2016, 463) stelden:

‘In fact, individuality in capitalism leads to injustice, social inequalities, and the waning of nationalism’.

Zo zou het voortdurende risico van opportunisme het vertrouwen, onontbeerlijk voor het succesvol samenleven en zakendoen, niet alleen ondermijnen maar zelfs buitenspel zetten. Het is met name dan ook het mensbeeld dat die theorie aanhangt dat weerstand en kritiek oproept. Ook de notie dat mensen rationeel zijn en rationele beslissingen nemen is inmiddels dankzij wetenschappers als Kahneman (2010) en Ariely (2009) genoegzaam naar het rijk der fabelen verwezen. Ariely noemt ze zelfs ‘predictably irrational’, dat voorspelbaar is dan wel weer prettig maar rationeel zijn we zeker niet. Heath (2009, 522) zag het als volgt:

‘The economic model is based upon an inadequate conception of rational action, precisely because it classifies an important category of moral action as irrational’.

Daarmee zegt hij in feite hetzelfde als Ariely maar voegt eraan toe dat irrationeel gedrag nu eenmaal een gegeven is maar daarmee niet per se immoreel.

Kortom, het mensbeeld van deze twee theorieën is bepaald niet onomstreden.

Dat de samenleving is ingericht naar eigendomsrechten is niet nieuw, dat hebben we vooral te danken aan de Romeinen. Het bestaat uit vier delen:

- a. Het recht om het eigendom te gebruiken;
- b. Het recht om er een inkomen mee te genereren;
- c. Het recht om het eigendom over te dragen/te verkopen;
- d. Het recht om het eigendom af te dwingen.

‘Property rights’ (een theorie ontwikkeld door Grossman en Hart, 1986) als uitgangspunt bij het denken over corporate governance is vooral ook ontleend aan John Locke. Die stelde dat ieder eigenaar is van zichzelf en zijn arbeid en dus van de opbrengsten uit die arbeid. Dat is een universeel recht en de overheid dient dat te beschermen. Dat leidt tot een functionele indeling in de maatschappij waarbij dat eigendomsrecht bepalend is voor het gedrag van mensen. Zo weet eenieder dat een leaseauto andere dingen kan dan een auto die je eigendom is!

Bonnafous-Boucher (2005) concludeert in dit verband:

‘... the introduction of a functionalist system of corporate governance is justified for two reasons. First, because there exists a permanent state of conflict between the various actors of the firm concerning the question of how any wealth generated should be shared. And second, because it is impossible to predict every conflict likely to arise in the future and to propose ex ante solutions’.

Zij maakt dit punt om duidelijk te maken dat er situaties kunnen zijn waarbij er ook potentiële eigenaren ‘ontstaan’ die op een later moment een deel van het eigendom op zouden kunnen eisen. Als voorbeeld geeft zij pensioenfondsen die deelnemers zullen krijgen die er nu nog niet zijn. Dat past ook goed bij Eccles en Youmans (2016) die toekomstige generaties ook tot stakeholder van de onderneming rekenen. Dit idee past mij uitstekend zoals later zal blijken.

NIE als onderdeel van de economische theorieën kent nog enkele omstre-den uitgangspunten. Ten eerste gaat de economie uit van Pareto efficiëntie, dat wil zeggen dat bij de allocatie van middelen met behulp van het prijsmechanisme een optimum wordt gezocht waarbij kosten en baten in evenwicht zijn en het grootste nut wordt gerealiseerd. Een Pareto evenwicht veronderstelt perfecte markten waarin de prijs het optimalisatie-instrument is. Als optimalisatie plaats vindt op grond van één variabele als prijs/winst, dan is het evident dat dit ten koste gaat van andere variabelen.

Bij het verhogen van de winst van een bedrijf zijn er ruwweg twee manieren, of het verhogen van de omzet met relatief minder stijgende of gelijk-blijvende kosten, of het verlagen van de kosten. Het laatste is veelal op de korte termijn eenvoudiger dan het eerste. De beste manier om naar dit fenomeen te kijken is de volgende. Als een bedrijf wordt overgenomen door een andere partij, dan wordt vaak aangegeven dat er synergie-effecten te behalen zijn. Die effecten vertalen zich meestal in het snijden in de kosten, vaak personele kosten omdat die nu eenmaal het leeuwendeel van de kos-ten van elke onderneming vormen. Een andere veelvoorkomende modus operandi is te zien bij fusies waarbij leveranciers contracten dienen te her-onderhandelen ook al lopen de oude contracten nog enige tijd door. Het argument is veelal dat de schaalvoordelen dusdanig zijn dat ook een leve-rancier wel met een lagere prijs toe kan.

Bratton en Wachter (2009) concludeerden in hun onderzoek ook dat één enkele ‘metric’ onverstandig was en dat dit vooral kon leiden tot verkeerde prijsstelling ten tijde van volatiliteit. Onnodig ook te zeggen dat perfecte markten niet bestaan en dat er ook veel niet in een prijs toegerekend hoeft te zitten, lees de externalities. Als Pareto efficiëntie niet te bereiken is langs de normale weg, wordt in dergelijke gevallen de overheid te hulp geroepen om een oplossing te bedenken. Gevallen zijn daar waar monopolies bestaan, bovengenoemde externalities ontstaan of iets een publiek goed is (bijvoorbeeld veiligheid). Vaak gebeurt dit ook bij innovaties waarbij de

kosten aan het begin hoog zijn en ondernemingen het risico niet aan willen en de overheid ingeroepen wordt om de kosten te dragen, meestal in de vorm van subsidies.

Ten tweede worden er bij het aangaan van economische transacties kosten gemaakt (zoeken naar partners, onderhandelingen, contracten opstellen, toetsen op naleving, verantwoording afleggen, etc.) en die transactiekosten dienen te worden geminimaliseerd. Dat is lastig want mensen kunnen niet alle variabelen weten, ook kan niet alles worden berekend, mensen kunnen zich ook opportunistisch gedragen, en als we die kosten al minimaliseren dan is het evident dat het niet altijd helder is in wiens belang dat is. Immers, als we contracten afsluiten (die dan ook nagenoeg altijd ‘incompleet’ zijn omdat onze kennis ontoereikend is) dan is het feit dat we bijvoorbeeld door een grotere marktmacht lagere prijzen kunnen bedingen niet in het belang van de andere partij. Dus de vraag dient zich dan aan vanuit welk perspectief we daarnaar moeten kijken? Het zal u duidelijk zijn dat in het economisch perspectief het belang van de onderneming prevaleert. Ook de keuze om transactiekosten te minimaliseren is er een die betekent dat er nimmer een win-win kan zijn voor alle partijen. Immers, als er een onderhandelingsresultaat tot stand komt dan is dat op zijn best een ‘second-best’ resultaat omdat er kosten zijn gemaakt en die gingen af van het best mogelijke resultaat. Bovendien zijn er bij onderhandelingen vaak winnaars maar ook verliezers.

Het minimaliseren van transactiekosten kan ook betekenen dat in een context waarin we spreken over ‘deliberate adversarial’, dat wil zeggen gebaseerd op vrijwillig gekozen tegengestelde belangen, die tegenstelling ook leidt tot misbruik van macht dan wel het externaliseren van kosten. Externalities is een door economen bedacht construct om via framing te bepalen wie of wat wel wordt meegenomen. Callon¹⁴ (1998) heeft dat mooi beschreven. Markttransacties worden dan in heel simpele relaties vertaald, een

14 <https://expectationandexpertise.files.wordpress.com/2016/09/callon-1998.pdf>

koper, een verkoper-producent en hetgeen waar het om gaat, bijvoorbeeld een auto. U begrijpt wel dat er waarschijnlijk veel meer relaties daar weer achter liggen maar die sluiten we dus uit. Ook beperken we de transactie tot het hier en nu. Dat die auto ook vervolgens een tijdje mee gaat en vervuiling veroorzaakt en ook weer een keer naar de schroothoop moet, dat zien we dan wel weer. Ook daar wordt geen rekening mee gehouden. Lekker gemakkelijk uiteraard maar als we alle relaties zouden betrekken en ook de factor tijd zouden uitstrekken dan ziet de transactie er natuurlijk anders uit en worden de kosten ook zichtbaarder.

Goed, dat doen we dus niet en daarmee worden kosten niet geïnternaliseerd en onderdeel gemaakt van de kostprijsberekening maar over gelaten aan, ja aan wie eigenlijk? Voorbeelden daarvan zijn dus de belasting van het milieu, het uitputten van natuurlijke hulpbronnen, het schenden van mensenrechten, corruptie, etc. Bij Volkswagen kunnen we er nog een paar bedenken maar u begrijpt het zo ook wel.

Ten derde is er sprake van een scheiding van arbeid en kapitaal (Adam Smith) die noopte dat geldverstrekkers (principalen) een agent zochten om met hun geld meer geld te maken. Tenminste twee vragen rijzen nu op. Doet de agent wel zijn best (hidden action) en als hij verantwoording aflegt, vertelt hij wel alles en correct (hidden information)? Dat leidde tot het vraagstuk hoe het verschil in belangen tussen agent en principaal op één noemer te brengen, te 'alignen'. Er is namelijk informatie-asymmetrie, de agent weet meer dan de principaal omdat die er niet dagelijks bovenop zit. Voor die twee risico's hebben we oplossingen gevonden.

Het eerste probleem losten we op door het belonen van de agent op een zodanige manier dat hij waarschijnlijk wel zal zorgen voor het beste resultaat omdat dat ook in zijn belang is. Daarmee is de wijze waarop de beloning van de top van ondernemingen wordt geregeld tot een der middelpunten van de discussies over corporate governance geworden. Het tweede

probleem losten we op door een verantwoordingsplicht in het leven te roepen en waarbij de verstrekte informatie werd gecontroleerd en gemonitord door bijvoorbeeld accountants en er toezicht plaats vindt door bijvoorbeeld Commissarissen. Uiteraard zijn deze ‘bonding costs’ en ‘monitoring costs’ ook transactiekosten, die we graag minimaliseren omdat dat nu eenmaal ten koste gaat van het resultaat onderaan de streep.

Tot slot is er een markt voor corporate control; dat wil zeggen als agenten onvoldoende presteerden dan zou dat de waarde van de onderneming verlagen tot op een punt waarop een koper zich aandient die de onderneming wil overnemen omdat hij denkt het beter te kunnen doen. Ook hiermee wordt een zekere disciplinerende bevorderd – en daarmee de economische efficiëntie – van de agenten (en hun toezichthouders overigens). Het zal u inmiddels wel duidelijk zijn dat het bovenstaande vooral uitgaat van wantrouwen en niet van vertrouwen. Dat dit gebrek aan vertrouwen misschien wel eens een manier van doen kan oproepen die zorgt voor een bevestiging en daarmee een ‘self-fulfilling prophecy’ wordt, is een vervelende bijkomstigheid waar economen zich wel bewust van zijn maar tot op heden weinig oplossingen voor hebben weten te bedenken.

De ontwikkeling van deze markt heeft vooral haar invloed doen gelden via overnames en fusies, al of niet met hulp van hedge funds of activistische beleggers. Overnames en fusies die vaak als achterliggende reden hadden om te groeien en meer marktaandeel te verwerven. Sommige onderzoekers zoals Schenk¹⁵ stellen dat zo’n 85% van die fusies en overnames uiteindelijk niet heeft geleid tot economisch voordeel en daarvan kent zo’n 20% zelfs een negatieve opbrengst.

Een belangrijke aanjager van het idee dat de aandeelhouder het primaat dient te hebben was Milton Friedman (1970). Hij is de grondlegger van wat

15 <https://mena.nl/artikel/hoogleraar-hans-schenk-bij-fusies-blijkt-achteraf-of-er-een-kat-in-de-zak-is-gekocht>

later de Chicago School is gaan heten en wordt vaak gezien als degene die shareholder value als primaat heeft geïnitieerd. Hij was een monetarist die de groei van de geldhoeveelheid in de economie wilde beperken omdat dat tot inflatie zou leiden en dat was in zijn ogen slecht voor de economie. Zijn lijn van denken leidde tot liberalisering van het economisch verkeer en de overtuiging dat markten zo niet alles dan toch veel konden oplossen. Hij veronderstelde dat bedrijven opereren in een omgeving die open en vrije competitie toelaat zonder dat er sprake is van fraude of misleiding. Dat die veronderstelling ook zelden opgaat mag duidelijk zijn. Hij kreeg zelfs de kans zijn ideologie ook los te laten op Chili ten tijde van Pinochet. De USA had Pinochet in het zadel geholpen en Reagan ging graag mee in de lijn van denken van Friedman. Het experiment is niet goed afgelopen helaas.

Friedman (Capitalism and Freedom, 1970) is vooral bekend geworden om zijn stelling dat ‘the social responsibility of business is to increase its profits’ en deze stelling heeft in de afgelopen 40 jaar een belangrijke plaats gekregen in het debat rondom corporate governance. Friedman zei het zo:

‘That responsibility is to conduct the business in accordance with their [aandeelhouders] desires, which will generally be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom’.

De befaamde Jack Welch, geroemd CEO van General Electric, zei overigens ooit dat ‘shareholder value the dumbest idea ever’¹⁶ was omdat dat een uitkomst is en daarmee geen doel kan zijn, maar dat terzijde.

Friedman gaf niet alleen Reagan advies maar ook Thatcher en in de jaren ’80 zien we dan ook een ontwikkeling waarbij de markt meer ruimte krijgt, deregulering de norm wordt en winst en de daaruit voortvloeiende share-

16 <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2017/07/17/making-sense-of-shareholder-value-the-worlds-dumbest-idea/>

holder value de dominante maatstaf voor regelgeving en bedrijven wordt. Kort daarop schreven Jensen en Meckling (1976) het inmiddels meest geciteerde academische paper: ‘The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure’. Zij waren pleitbezorgers van het belonen van CEO’s in aandelen om daarmee de belangen van aandeelhouders en managers samen te laten vallen. Ook was hun mening dat de aandeelhouders de ‘residual claimants’ waren van de winst van een onderneming en het primaat zouden dienen te hebben. Vooral zij waren de verdere aanjager van shareholder value als dominante factor om het succes van ondernemingen aan af te meten.

Natuurlijk waren er ook ‘rival theories’, waarover later meer, maar Hansmann en Kraakman (2000) schreven triomfantelijk dat:

‘The ideology of shareholder primacy is likely to press all major jurisdictions toward similar rules of corporate law and practice’. [.....] The triumph of the shareholder-oriented model of the corporation over its principal competitors is now assured....’.

Zij voorspelden dat ook in Europa dit model onvermijdelijk zou gaan winnen als de markten zich daar verder zouden ontwikkelen! Daarmee kreeg hun artikel dan ook de titel “*The end for Corporate Law*”.

Een nog verdergaand artikel is van Goshen en Hannes (2018) met als titel ‘*The Death of Corporate Law*’, waarin zij stellen dat door de toegenomen volwassenheid van markten en spelers op die markten, de wetgever niet meer nodig is omdat markten het beter af kunnen en ‘private ordering’ daarmee de toekomst heeft. Met enig bravoure schrijven zij dan ook:

‘...Increases in shareholder competence reduce management agency costs, intensify market actors’ preference for private ordering outside of courts, and, ultimately, drive corporate law into oblivion’.

Het is goed dat mijn juridisch geschoolde collega's dit ook even horen, zij zullen er naar ik aanneem een andere mening op na houden.

Hansmann en Kraakman onderbouwen hun mening overtuigend, waarbij ze ook aangeven dat de overwinning vooral ook te claimen is op grond van de economische prestaties van – in dit geval – de USA. Ironisch genoeg vielen kort daarna de schandalen in diezelfde USA als rotte appeltjes uit de boom met Enron voorop. Dat ook in 2008 de USA de onverklaarde leider was van de grootste financiële crisis van de laatste 100 jaar heeft er nog niet toe geleid – voor zover ik heb kunnen nagaan – dat ze hun claim hebben ingetrokken.

Dat die economische prestaties zo overtuigend waren als zij stelden klopt overigens niet. Onderzoek van Maddison (1991) en Masouros (2012) tonen over een lange reeks van jaren de prestaties van diverse economieën. Daaruit blijkt overtuigend dat hun claim niet klopt, erger nog, de beste jaren uit de afgelopen 150 jaar waren die tussen 1950 – 1973. In die periode groeiden economieën van ontwikkelde landen zo'n 4,5 tot 5%. In de jaren daarvoor en daarna, waarin dus shareholder value denken dominant werd, laten groeipercentages zien die ongeveer de helft bedragen. De claim van Hansmann en Kraakman lijkt dan ook in dat opzicht op drijfzand gebaseerd. Ook valt niet te concluderen dat de USA als ferventste aanhanger van shareholder value denken het beter doet dan andere landen waar dat denken minder dominant was.

Hoe zij in 2004 (18) in hun artikel 'The Anatomy of Corporate Law' overigens kwamen tot de volgende quote is mij een raadsel:

'As a normative matter, the overall objective of corporate law Is presumably to serve the interests of society as a whole. More particularly To advance the aggregate welfare of a firm's shareholders, employees,

suppliers, and customers without undue sacrifice – and, if possible, with benefit – to third parties such as local communities and the beneficiaries of the natural environment. This is what economists would characterize as the pursuit of overall social efficiency’.

I couldn't agree more and I rest my case zou ik willen zeggen. Maar, om ze recht te doen, ze stelden dit omdat hun uitgangspunt is dat door winst te maken en de aandeelhouders prioriteit te geven, alle anderen automatisch ook beter af zullen zijn. Ik zal duidelijk maken waarom ik vind dat ze ongelijk hebben.

Criticasters van de agency theorie merken op er sprake is van een onrealistisch mensbeeld waarbij niet alleen van wantrouwen wordt uitgegaan maar ook voorbij wordt gegaan aan de motivatie (het gaat hem vooral om geld) en het karakter (zeg maar zijn morele gehalte) van de agent, maar ook de inefficiëntie van de gekozen maatregelen. Tot slot wordt er ook ernstige twijfel geuit bij de juridische aanvaardbaarheid van de gekozen oplossingen.

Zoals gezegd, mensen zijn niet alleen pro-sociaal (Elhauge, 2005) en soms oprecht altruïstisch, maar ze worden zeker niet alleen door geld gedreven. Soms gaat het zover dat er sprake is van crowding out effecten (Frey et al, 2001) waarbij de intrinsieke motivatie verminderd doordat we geld betalen. Geld corrumpeert om het zo te zeggen.

De inefficiëntie zit hem in het feit dat de wijze waarop 'control' vaak wordt ingericht erg kostbaar is. Niet alleen kosten informatiesystemen veel geld, ook het moeten voldoen aan wetten, regels en codes en de verantwoording daarover is kostbaar. De best practices die in codes staan leiden ertoe dat ondernemingen in hun interne beheersings- en risicomanagementsystemen zich gedwongen voelen dure keuzes te maken. Dat laatste zou allemaal nog tot daaraantoe zijn als ze dan maar zouden werken. De krant die we dagelijks lezen maakt duidelijk dat die garantie er bepaald niet is. Bovendien gaan die

kosten ten koste van investeringen die zouden moeten gebeuren om innovatief te zijn en op de langere termijn te kunnen overleven (Lazonick, 2013). Sterker nog, er is onderzoek dat aantoonde dat als ondernemingen rekening houden met de belangen en de verwachtingen van stakeholders dit beter is voor de prestaties en dat een stringente manier van control door principaalen (lees aandeelhouders) niet nodig is. Ook leidt een overdreven focus op aandeelhouders en aandeelhouderswaarde tot ‘employee disenchantment and loss of capacity to deliver long-term value’.

De juridische aanvaardbaarheid wordt ook in twijfel getrokken op grond van het feit dat niet alleen aandeelhouders risico lopen. Ook anderen lopen risico (Segrestin en Hatchuel, 2011). Medewerkers lopen risico op ontslag, ziekte, etc. Leveranciers blijven soms met onbetaalde rekeningen zitten (Cowton, 2011), de overheid schiet er bij in als er sprake is van een faillissement (Bier, 2014).

Bovendien zijn aandeelhouders niet de eigenaren van de onderneming en dus niet als enige gerechtigd tot het residu, de zogenaamde ‘residual claimant’. In Angelsaksisch perspectief zijn de aandeelhouders ook niet degene die het mandaat geven aan de bestuurders/managers, dat doen de niet uitvoerende bestuurders. In Nederlands perspectief hebben we het dan over de Raad van Commissarissen die het mandaat verstrekken aan de Raad van Bestuur. De aandeelhouders mogen wel stemmen over hun aanstelling maar niet over hun mandaat.

Blair en Stout (1999) hebben dan ook een poging gedaan te komen met een betere oplossing voor bovenstaande kwalen. Hun ideeën zijn opgepakt door onder andere Lan en Heracleous, (2010) en komen erop neer dat ze stellen dat de bestuurders/managers zich neutraler en onafhankelijker zouden moeten kunnen opstellen en eigenstandig de belangrijke allerlei (investerings)beslissingen moeten kunnen nemen. Ze spreken ook over ‘team production’ omdat het een gezamenlijke inspanning is van allen die

werkzaam zijn in een onderneming om prestaties neer te zetten. Dus in plaats van verticale relaties te benadrukken tussen principalen en agenten gaat het om horizontale relaties binnen ondernemingen.

Dat is in een complexe wereld zoals vandaag al ingewikkeld genoeg en dus is het niet mogelijk vooraf (ex ante) al allerlei afspraken te maken over hoe dat moet en hoe dan wie beloond wordt. Als je dat wel doet dan creëert dat allerlei negatieve effecten en worden mensen eerder ontmoedigd dan aangemoedigd. Zij noemen het management dan ook de ‘mediating hierarchs’ aan wie ondergeschikten zich graag verbinden om een gezamenlijk doel te realiseren. Na afloop worden dan de prijzen uitgereikt omdat we dan weten of er iets is uit te delen en wie dan welke bijdrage heeft geleverd. Dus de bestuurder/managers taak is niet om te monitoren en te beheersen maar om knelpunten op te lossen en uiteindelijk te zorgen voor maximalisering van ‘the joint welfare for the team as a whole’.

Dat aandeelhouders geen eigenaren zijn wordt ook duidelijk als we ons realiseren dat een aandeelhouder geen recht heeft om het bedrijfsterrein te betreden, de bedrijfswagens te lenen of gratis te eten in het personeelsrestaurant. Zolang de managers zich hebben gehouden aan de ‘business judgement rule’ en naar eer en geweten en op een geïnformeerde wijze en in ‘good faith’ besluiten hebben genomen, zijn ze ook niet in rechte aan te spreken.

Ook wetgeving deugt vaak niet, is niet effectief en meestal zelfs een belangrijke reden tot het ontstaan en aanjagen van crises. Ook de financiële crisis wordt voor een deel – en hoe belangrijk dat is niet eenvoudig vast te stellen – verklaard door de wet en de druk die aandeelhouders daarmee mochten en konden uitoefenen op bestuurders/managers om rendement te leveren en daarmee uiteindelijk veel op het spel te zetten. Zo is een veelgehoorde verklaring dat die crisis ontstond omdat de overheid het eigen woning bezit wilde bevorderen en daartoe twee belangrijke ondernemingen Fannie Mae en Freddie Mac daartoe in staat stelde hypotheeken te verstrekken. De

enorme groei in kredietverstrekking was daarmee geboren en leidde uiteindelijk tot een enorme knal.

Segrestin en Hatchuel (2011) betogen dan ook dat de manager meer autonomie dient te krijgen en betere bescherming behoeft. Zij hebben de juiste competenties – als het goed is natuurlijk – en zitten bovenop de business en weten daarom beter waarin geïnvesteerd dient te worden en hoe een strategie dient te worden geïmplementeerd om succesvol te kunnen zijn. Zij stellen – evenals Strikwerda (2018) voor de Nederlandse situatie – dat de wet vaak antiek is en gebaseerd op verouderde concepten. In Nederland – en niet alleen hier denk ik – is er ook een vreemde scheiding tussen arbeidsrecht en ondernemingsrecht waarmee medewerkers niet worden gezien als onderdeel van de onderneming en dat is op zijn minst vreemd. Immers, volgens de wet verschaffen zij geen kapitaal en dus worden ze anders behandeld. Dat wij desalniettemin spreken van ‘human capital’ is tot de werkgever nog niet doorgedrongen. Strikwerda constateert dan ook:

‘De onderneming als samenwerkingsverband met de vennootschap als instrument daarvoor, veronderstelt dat alle bij de onderneming betrokkenen, kapitaalverschaffers, bestuur, werknemers, toeleveranciers, afnemers, alliantiepartners rechtens op gelijke voet, en naar evenredigheid van inbreng en belang, hun rechten en belangen kunnen doen gelden, [...]. Daartoe leent de Nederlandse kapitaalsvennootschap zich niet’.

Dat is hoever ik durf te gaan want ik ben geen jurist en waar dan precies die aanpassing plaats dient te vinden laat ik graag over aan mijn juridisch geschoolde collega's.

In Nederland zijn we tot op zekere hoogte beter af. We beschouwen de onderneming als een ‘natuurlijk persoon’ die geen eigenaren heeft maar

een ding in zichzelf is. De onderneming heeft daarbij vergelijkbare rechten en het bestuur vergelijkbare plichten om zoals wij dat hier noemen het belang van de vennootschap – naar redelijkheid en billijkheid dus - te dienen en daarmee de continuïteit van de onderneming te verzekeren. Over wat dan dat vennootschappelijk belang is wordt veel gediscussieerd¹⁷.

We hebben hier een behoorlijke bescherming van het bestuur en die gaat echt over de strategie zoals keer op keer door arresten van de Ondernemingskamer wordt bewezen. Ook bepalen ze welke punten wel en welke niet op de agenda komen van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) en hebben ze behoorlijke discretionaire bevoegdheden (zie AKZO Nobel¹⁸ en Boskalis versus Fugro¹⁹).

Desalniettemin zit Nederland niet in een vacuüm en is in de afgelopen decennia er veel gebeurd om aandeelhouders meer rechten te geven teneinde, zoals dat genoemd werd, de ‘Dutch discount’ (een vermeende afslag op de koers van het aandeel omdat bedrijven in Nederland zo goed beschermd waren tegen al te opdringerige aandeelhouders). We hebben een ‘two tier’ structuur in tegenstelling tot het merendeel van de wereld waar een ‘one tier’ structuur heerst.

Dat structuurregime met een Raad van Bestuur (RvB) die wordt gecontroleerd door een Raad van Commissarissen (RvC), namens de aandeelhouders aangesteld dat wel, maakt dat we minder last hebben van de knelpunten die hiervoor zijn signaleerd.

17 Zie ook Olaerts: http://www.dvdw.nl/media/168411/prof._m._olaerts_de_aandeelhouder_en_het_vennootschappelijk_verband_de_kwalificatie_van_de_vennootschap_en_de_invloed_op_de_vennootschappelijke_belangenafweging__tvob_2015-2.pdf

18 [https://uitspraken.rechtspraak.nl/#zoekverfijn/zt\[o\]\[zt\]=akzo+nobel+ppg&zt\[o\]\[fi\]=AlleVelden&zt\[o\]\[ft\]=Alle+velden&so=Relevance&ps\[\]=ps1](https://uitspraken.rechtspraak.nl/#zoekverfijn/zt[o][zt]=akzo+nobel+ppg&zt[o][fi]=AlleVelden&zt[o][ft]=Alle+velden&so=Relevance&ps[]=ps1)

19 <https://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:2018:652&-showbutton=true&keyword=16/04091>

Echter, het overgrote deel van de Nederlandse aandelen wordt gehouden door – vooral buitenlandse – institutionele beleggers (meer dan 90%) en die kijken toch met een andere bril naar dit land en dringen dus aan op convergentie in regelgeving. Dat is te begrijpen omdat het voor hen ingewikkeld is om voor elke jurisdictie waarin ze beleggen rekening te moeten houden met de lokale wetten en regels. Bovendien is er in toenemende mate sprake van invloeden in RvC's door uit het buitenland afkomstige bestuurders die ook meer vertrouwd zijn met hun eigen mores. In de wet en regelgeving is dat effect zeker ook merkbaar. Daarmee hebben aandeelhouders meer rechten gekregen dan voorheen. Zeker is ook dat zij meer druk uit hebben geoefend op ondernemingen om te presteren (Unilever), andere keuzes te maken (Fugro), op te splitsen (ABN AMRO), overgenomen te worden (AKZO Nobel), etc.

Afgezien van de vraag hoe het residu van de onderneming dient te worden verdeeld is ook de vraag relevant op welke wijze die winst is gerealiseerd. Vragen zijn dan of de medewerkers niet onheus zijn behandeld en te weinig hebben gekregen? Zijn de wetten en regels wel gevolgd? Is er niemand onevenredig bevoor – of benadeeld? Er zijn immers altijd tegengestelde belangen en veel meer belanghebbenden in het zaken doen. Een belangrijk vraagstuk dat corporate governance dan ook zou moeten oplossen laat zich goed verduidelijken aan de hand van de volgende quote:

‘The tension inherent in maximizing value for all stakeholders without eroding value – be it actual or perceptual – of any stakeholding group is what constitutes the core problem of corporate governance’ (Bhasa, 2017).

In bovenstaande eenvoud van de voorstelling van zaken ligt een enorme complexiteit opgesloten. Zoals we zagen is het idee dat de onderneming een zelfstandig fenomeen is, een door het recht verleende gunst en is de fictie dat het een natuurlijk persoon gelijk is. Echter, critici zeggen dat deze

vergelijking om een aantal redenen niet opgaat. Zo kan de onderneming niet overlijden, tenzij we faillissement of overname als zodanig kwalificeren. De onderneming kan ook niet naar de gevangenis worden gestuurd als wetten en regels zijn overtreden dus dat creëert een risico van ‘moral hazard’ en het niet kunnen aanspreken van de onderneming op allerlei zaken. Bovendien heeft de onderneming geen bewustzijn en geweten zoals echte natuurlijke personen dat wel hebben.

In de USA is zelfs de vraag gesteld of een onderneming ‘First Amendment Rights’ zou kunnen hebben. Mansell et al (2018) concluderen – gelukkig – dat dat onmogelijk is:

‘... since they [ondernemingen] lack phenomenal consciousness, corporations lack moral standing’.

Corporate governance gaat dus in mijn ogen over meer dan het goed besturen van een onderneming in enge zin in het hier en nu. Natuurlijk maakt het dat eenvoudiger maar ondernemingen bevinden zich in een context waarvan ze zich niet los kunnen maken en waarin een grote diversiteit aan belangen en belanghebbenden is terug te vinden. Die context bestaat uit de overheid, zowel nationaal als internationaal in de vorm van de OECD, de United Nations, etc., allerlei belangengroepen zoals bijvoorbeeld vakbonden, klanten, leveranciers, en medewerkers en daarmee de samenleving in zijn geheel. Strikwerda (2018) stelt dan ook dat corporate governance een hoger doel dient, namelijk waardecreatie op het niveau van de Nederlandse samenleving op langere termijn. Dat laatste strookt overigens goed met de thans vigerende Nederlandse Corporate Governance Code (NCGC)²⁰. Dat eerste echter niet.

De redenen om het zo breed te zien zijn, in zijn ogen, dat de economie complexer is geworden waarbij de grenzen van de onderneming niet meer

20 <https://www.mccg.nl/>

zo eenduidig te definiëren zijn. We werken in netwerken, vaak ook over de grenzen heen, outsourcing is een veelgebruikt fenomeen, arbeidsverhoudingen zijn veranderd (zie de discussie over de zzp'er) en ook de aandeelhouder van vroeger bestaat niet meer (zie de volgende paragraaf). Kennis is veel belangrijker geworden en daarmee is het belangrijk om de medewerkers een veel prominentere plaats te geven dan in het vennootschapsrecht – zeker in de Angelsaksische landen – het geval is. Daarmee hanteert het vennootschapsrecht en de NCGC in de ogen van Strikwerda een verouderd concept van de onderneming. Ik sluit me graag aan bij zijn zienswijze.

Ook Bower en Paine (2017) stellen:

‘These propositions [hoe belangen af te wegen] underscore the need for an approach to governance that takes the corporation seriously as an institution in society and centers on the sustained performance of the enterprise’.

Vervolgens is de vraag hoe we die waardecreatie voor de samenleving dan bepalen. De NCGC heeft het begrip lange termijn waardecreatie, in navolging van wat internationaal gebruikelijk is, opgevoerd. Zoals we hierna nog zullen vaststellen is ‘aandeelhouderswaarde’ – in het Engels ‘shareholder value’ – het dominante begrip. Daarmee staat de aandeelhouder dus centraal. Maar zoals we hierna zullen zien bestaat **DE** aandeelhouder niet meer en is bovendien ‘aandeelhouderswaarde’ niet hetzelfde als waardecreatie voor de samenleving. De aandeelhouder is op zijn best dan een deelverzameling. Het goede nieuws is wel dat de NCGC spreekt over lange termijn waardecreatie en dat strookt dan weer wel met hetgeen Strikwerda – en ik – voorstaan. Hoe dit dan te bepalen is daarmee nog niet beantwoord. De NCGC zegt daar niets over.

Uiteraard heeft de shareholder value theorie ook weerwoord gekregen in de vorm van twee andere theorieën: Stakeholder Theory en Stewardship

Theory. De eerste kent als grootste pleitbezorger Edward Freeman (1987). Deze theorie bepleit dat niet alleen de aandeelhouders ertoe doen maar dat er veel meer stakeholders zijn wiens belangen gediend dienen te worden. Hierbij denken we dan aan: medewerkers, klanten, leveranciers, krediet-verstrekkers, gemeenschappen, de overheid, vakbonden, etc. Criticasters zoals Heath (2006) geven aan dat het arbitrair is om te bepalen wie dan wel en niet stakeholder is, dat dan zelfs potentiële stakeholders in beeld komen en dat zo'n verplichting in zijn ogen onzin is omdat managers al een fiduciaire verantwoordelijkheid hebben jegens alle stakeholders en niet alleen shareholders. Dat dit niet altijd zo wordt gevoeld en gematerialiseerd is wat mij betreft duidelijk.

Weer anderen zoals Mitchell et al, (1997) ontwierpen een model om te komen tot een goede afweging wie wel en wie niet tot de stakeholders behoren. Ik ga hier later uitgebreider op in. Levillain et al (2015) spreken in dit verband over het concept van een 'social contract', waarmee legitimiteit wordt gegeven aan interne en externe actoren om mee te doen bij de besluitvorming waarin meerdere belangen een rol spelen. Mansell (2010) vindt dit veel te ver gaan, daarmee wordt naar zijn mening het principe van de markteconomie zelfs ondermijnd. Niettemin heeft deze theorie zeker de nodige aanhang gekregen en vindt er een levendig debat plaats en wordt onderzoek uitgevoerd op dit terrein. Ik kom hier later nog op terug.

De tweede omvat het idee dat managers discretionaire ruimte dienen te krijgen om niet alleen de belangen van shareholders te dienen maar ook andere belangen zouden moeten kunnen meenemen bij het nemen van besluiten. Het gaat dan om de collectieve belangen waarbij sprake is van psychologische contracten (Hernandez, 2012) en niet juridische contracten per se. De theorie gaat ook uit van het idee dat managers ook morele afwegingen maken en daarmee ook het afwegen van alle belangen kan worden toevertrouwd. Gerelateerd hieraan is de Resource Dependence Theory die ervan uit gaat dat ondernemingen meerdere bronnen hebben waaruit ze putten: kapi-

taal, grondstoffen en ook arbeid en dat dus ook die belangen ertoe doen.

De Stewardship gedachte heeft vooral terrein gewonnen in de vorm van diverse codes in diverse landen met deze naam zoals de UK²¹, USA²² en ook Nederland²³. In die codes wordt een appel gedaan aan ondernemingen en hun aandeelhouders om meerdere belangen te dienen en niet alleen die van zichzelf. Melis (2014) deed onderzoek in hoeverre die oproep gehoor heeft gevonden en heeft helaas geconstateerd dat dat een mythe is.

Natuurlijk doet zich met enige regelmaat de vraag voor welke theorie de meeste aandacht heeft gekregen en als dat de maatstaf is zou dan een winnaar uitgeroepen kunnen worden. Daarover is een vrij grote mate van consensus onder onderzoekers: de agency theorie en in haar voetspoor TCE. Ook L'Huillier (2013) en Melis concludeerden in hun onderzoek dat momenteel die theorie de meest dominante is. Bower en Paine²⁴ schreven er een mooi artikel over.

Duidelijk is dat instituties en organisaties dus belangrijke actoren zijn voor de inrichting van de maatschappij en daarmee dus de governance ervan. Het vraagstuk waar we voor staan is dus hoe dat in te regelen en met welk doel. Dat het te kiezen doel sterk bepalend is voor de te maken keuzes zal ik later nog verder duiden als we toekomen aan systeemdenken maar voor nu had u al begrepen dat het doel van shareholder value maximalisatie tot gedrag leidt dat niet louter positieve kanten kent.

21 <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>

22 <https://isgframework.org/corporate-governance-principles/>

23 <https://www.eumedion.nl/nl/nieuws/eerste-nederlandse-stewardship-code-gepubliceerd>

24 <https://hbr.org/2017/05/managing-for-the-long-term>

Ik sluit deze paragraaf af met een quote van Millon (2014) omdat die van waarde is om de discussie over de geneugten van agency theorie te helpen aanjagen:

‘Once it is understood that the agency model is aspirational rather than grounded in corporate law, a more serious conversation about corporate purpose and the desirable balance of power between management and shareholders can occur. Perhaps the severe social costs of excessive commitment to short-term share price maximization – one lesson of the recent financial crisis – will be sufficient to counter calls for increased shareholder power and managerial accountability’.

In de volgende paragraaf behandel ik de veranderingen in aandeelhouderschap in de afgelopen decennia, waarmee duidelijk wordt dat het begrip aandeelhouder sowieso een grote mate van verscheidenheid kent en het daarmee alleen al de vraag is of zij überhaupt nog het focuspunt van ons denken over aandeelhouderswaarde kunnen zijn.

DE AANDEELHOUDER IS EEN FICTIE GEWORDEN EN KAPITAAL FICTIEF

Het is relevant om voor ogen te houden dat er sinds de VOC haar eerste aandelen uitgaf, het nodige is veranderd in de werking van de kapitaalmarkt en de samenstelling van het aandeelhoudersveld. Was in de tijd van Adam Smith de aandeelhouder degene die het kapitaal verschafte aan de agent om zijn bedrijf te kunnen beginnen dan wel uit te bouwen, dit is allang niet meer zo. Masouros (2012) bespreekt in zijn proefschrift twee ‘great reversals’ die zich in de afgelopen eeuw hebben voltrokken. Één betreft de ‘reversal’ op het terrein van Corporate Governance waarbij er sprake is geweest van een verschuiving van ‘retain and invest’ naar ‘downsize and distribute’. In de periode tussen WO II en 1970 was er nog sprake van dat winsten werden ingehouden en gebruikt voor investeringen. Het is wellicht niet toevallig dat die periode ook de grootste economische groei – namelijk ongeveer tweemaal zo hoog als daarvoor en daarna – te zien gaf (Masouros, 2012; Maddison, 1991). Na 1970 werd de focus gelegd op aandeelhouders en het verhogen van de winst – vooral ook via besparingen – en het uitkeren daarvan in de vorm van dividend en het inkopen van eigen aandelen. De andere ‘reversal’ betrof die op het terrein van shareholdership. Deze wordt geduid met van ‘long termism’ naar ‘short termism’. Op beide fenomenen kom ik in de volgende paragraaf uitgebreider terug.

Verder is in de afgelopen decennia de diversiteit in aandeelhouders enorm toegenomen waarmee een ‘one size fits all’ in het geheel niet meer passend is. Voor een mooi overzicht verwijst ik u naar de oratie van collega Barbara

Bier²⁵ (2014). Zo is de particulier die aandelen hield inmiddels nauwelijks meer relevant. Volgens Eumedion hebben institutionele beleggers meer dan 90% van alle aandelen in handen. Bovendien is die groep van institutionele beleggers ook zeer divers. Ze zijn voor meer dan 70% afkomstig uit het buitenland, waarmee de band met het land waarin de onderneming is gevestigd er niet meer toe doet. Zelfs de Nederlandse jurisdictie is voor hen minder relevant omdat ze veelal afkomstig zijn uit grote landen zoals de USA en het VK. De institutionele en andere beleggers zijn ook divers in achtergrond vanuit hun achterban gezien. Sommige zijn pensioenfondsen en verzekeraars, andere zijn hedge funds, sommigen zijn activistische aandeelhouders op zoek naar een snelle deal, weer anderen zijn venture capitalists. Achter iedere categorie zitten weer andere mensen, belangen en termijnperspectieven.

Serafeim (2017) deed onderzoek dat werd gebruikt op een bijeenkomst van ‘Focusing Capital on the Long Term’²⁶ en daarin werd duidelijk dat het management in bijeenkomsten met beleggers in hun presentaties meer aandacht geven aan korte termijn resultaten van hun onderneming dan in de Q&A sessies het geval is. Kennelijk is het management ook zelf verantwoordelijk voor de korte termijn oriëntatie omdat ze daar zelf voor kiezen. Overigens is ook duidelijk dat die ondernemingen die dat doen ook een lager rendement halen dan hun concurrenten die dat niet doen.

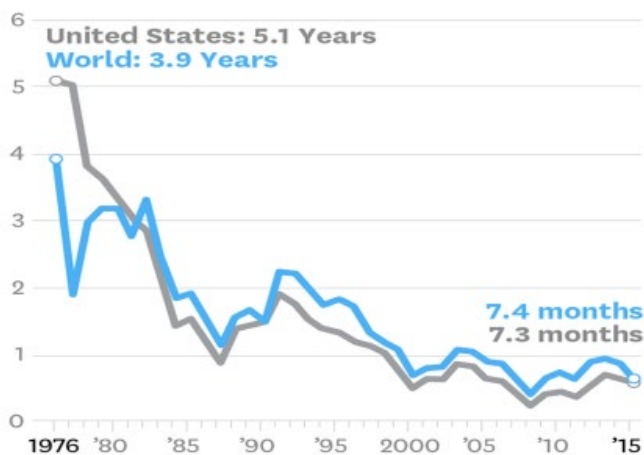
Aandelen zijn er ook in vele soorten en maten: gewone aandelen, preferente aandelen, cumulatief preferente aandelen, prioriteitsaandelen, certificaten, loyaliteitsaandelen, prioriteitsbewijzen, oprichtersaandelen, participatiebewijzen, derivaten, etc. Daarmee is er ook een scala aan verschillende rechten in het leven geroepen en is het aandeel als begrip ook niet meer éénduidig.

25 <https://www.nyenrode.nl/docs/default-source/pdf's/pdf's---faculteit-research/entrepreneurship-governance-stewardship/team/barbara-bier-inaugural-lecture.pdf>

26 <https://www.fcltglobal.org/research/publications/summary-report-2018-focusing-capital-on-the-long-term>

Aandelen worden steeds korter gehouden. Was de termijn waarop men in de jaren '70 en '80 van de vorige eeuw een aandeel in portefeuille hield nog tussen de 8 en 12 jaar, inmiddels is dat teruggevallen naar een periode van een aantal maanden. Dat is overigens niet meer dan een gemiddelde omdat sommige beleggers aandelen in een kwestie van milliseconden kopen en verkopen (of andersom). Daarmee is de band met een onderneming ook nauwelijks meer relevant, het gaat om koerswinst of dividend, maar niet om het langere termijnperspectief van een aandeel en de onderliggende onderneming. De onderstaande figuur laat nog eens zien wat de gemiddelde duur is dat een Amerikaans aandeel wordt gehouden. Actief gemanagede fondsen beleggen overigens gemiddeld 1-2 jaar in een aandeel. In dit opzicht is het nog wel aardig om te vermelden dat het onderzoek van Serafeim ook duidelijk maakt dat fondsen die langer in aandelen beleggen en minder handelen het beter doen dan andere fondsen.

FIGUUR 2: DE GEMIDDELTE PERIODE DAT EEN AANDEEL WORDT GEHOUDEN IN DE USA



SOURCE THE WORLD BANK,
WORLD FEDERATION OF EXCHANGES DATABASE
FROM "THE ERROR AT THE HEART OF
CORPORATE LEADERSHIP," BY JOSEPH L. BOWER
AND LYNN S. PAINE, MAY-JUNE 2017

© HBR.ORG

Die korte termijn oriëntatie wordt volgens Masouros (2012) ook bevorderd door de wetgever, onder andere door het geven van fiscale voordelen en het toestaan van inkoop van eigen aandelen.

In toenemende mate wordt belegd in index fondsen: 65-70%! (Serafeim, 2017), fondsen die een bepaalde index volgen en waarmee dus geen direct belang meer in een onderneming wordt genomen maar langs indirecte weg wordt verzekerd dat de resultaten gegarandeerd de betreffende index volgen en representeren. Daartoe vinden voortdurend transacties plaats die weinig te maken hebben met de onderliggende waarde van een aandeel zelf. Er vindt dus zoals Winter (2011) beschrijft voortdurende kalibratie plaats om maar die index te kunnen volgen. Daarmee vindt de handel ook in toenemende mate geautomatiseerd plaats. Meer dan 70% van de aandelen op de grote beurzen van Wall Street, Londen en Amsterdam, wordt verhandeld via algoritmes zonder menselijke tussenkomst. Volgens Ter Weijde (2017) ligt dat percentage in 2012 zelfs op 85.

Het algoritme zoekt naar – vaak kleine – marktimperfecties op grond waarvan vervolgens transacties plaatsvinden. De ‘high frequency traders’ in die categorie vormen volgens Haldane²⁷ (2011) van de Bank of England al zo’n 30-40% van de markt. Volgens Barton (2011) ligt dat percentage in de USA zelfs op 70. Daar tegenover staat de trend dat door het indexbeleggen het aandeel van passieve beleggers sterk is toegenomen (Ter Weijde, 29), waarmee de behoefte om actief bedrijven te volgen en daarmee te ‘engagen’ nog verder is afgenomen. Het volgen van een index leidt ook tot een vorm van kuddegedrag die niet goed hoeft uit te werken op markten zoals de financiële crisis van 2008 heeft geleerd. Sinds die crisis kennen we het woord ‘systemic risk’, als iedereen min of meer hetzelfde doet kan dat leiden tot nieuwe niet eerder onderkende risico’s. Toezichhouders zijn daar inmiddels alert op.

27 <https://www.bis.org/review/r110720a.pdf>

Ook de Modern Portfolio Theory (MPT) van Markowitz doet hier zijn invloed gelden. Portefeuilles moeten gediversifieerd zijn en dat leidt tot kleine belangen en het frequenter handelen. Daarmee zegt Winter dat er een ‘mathematische werkelijkheid is ontstaan die geen recht doet aan de onderliggende werkelijkheid’. Taleb (2007) en Buffet, toch een van de grootste beleggers, laten niet na te wijzen op het feit dat het volgen van de MPT rendement kost en het risico ook nog eens verhoogd. Die diversificatie wordt ook nog eens versterkt door het gebruik van risicomodellen waarmee wordt gepoogd door spreiding minder risico te lopen. Ook toezichthouders zoals centrale banken ‘dwingen’ in zekere zin af dat risico’s worden gespreid en daarmee versterken ze een toch al bestaand effect.

Dan is er ook nog een ontwikkeling waarbij institutionele – en andere – beleggers mandaten geven aan ‘asset managers’. Die asset managers worden dan degene die beleggen voor hen. Het aantal spelers in die markt is beperkt en de grootste 10 beheerden in 2016 samen zo’n 30% van een totaal beheerd vermogen van ruim \$ 80 biljoen²⁸. Barton en Wiseman (2014) gaven aan dat 73% van de top 1.000 bedrijven in de USA (gecombineerd) eigendom was van asset managers. Die asset managers vormen dus als intermediairs een nieuwe vorm van concentratie van beleggingsbeslissingen.

Het is dan ook geen wonder dat stemmen op Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders (AVA) niet heel vaak gebeurt. Uit onderzoek van Lafarre en Van der Elst (2018) blijkt dat iets meer dan de helft van het aandelenkapitaal bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen nog komt stemmen. Hirst (2016) deed onderzoek naar agendapunten die door aandeelhouders (in de USA) waren geagendeerd en die betrekking hadden op maatschappelijk verantwoord ondernemen onderwerpen. Van de bijna 200 ‘resolutions’ had er welgeteld één de meerderheid gekregen.

28 <http://www.cityam.com/274798/worlds-biggest-fund-managers-control-more-money-than-total>

Dat stemmen gebeurt ook in toenemende mate via proxy voting (volmachten) en met gebruikmaking van stemadviesbureaus. In 2011 deden wij vanuit Nyenrode²⁹ onderzoek naar de rol van deze bureaus en ontdekten dat in Luxemburg welgeteld drie jonge mannen en vrouwen voor alle beursgenoteerde ondernemingen in de Benelux de stemadviezen bepaalden. De vraag hoe grondig hun onderzoek kon zijn op de ter vergadering voorliggende punten laat zich slechts stellen, maar ik vrees dat ik een weinig bemoeidigend antwoord zou kunnen geven. Larcker en Tayan (2011) beschreven zeven mythes inzake corporate governance en nummer 6 luidde: ‘voting recommendations are based on rigorous research’. We couldn’t agree more.

Dat er gestemd wordt is dan nog vaak omdat de Corporate Governance Code daartoe oproept. Dat er ook in een paar uur tijd weinig ruimte is voor een diepgaande discussie op complexe vraagstukken als strategie en beloning is ook evident waar. Hart en Zingales (2017) geven wel aan dat stemmen met de voeten overigens contraproductief werkt en om die reden niet aan te raden is. Dus stemmen moet! Het is ook geen gegeven dat aandeelhouders de agenda van de AVA kunnen beïnvloeden zoals het arrest leert inzake Boskalis versus Fugro. Aandeelhouders hebben geen algemeen recht om punten op de agenda te zetten die des bestuurs zijn³⁰. Dat Renneboog en Szilagyi (2011) onderzochten dat dit wel een goed idee zou zijn om het ondernemingsbestuur te kunnen disciplineren doet daar niets aan af. De Nederlandse situatie is anders. Daarmee is overigens het instrument van de AVA wellicht ook aan herziening toe maar dat terzijde.

29 <https://www.mccg.nl/download/?id=703>

30 https://www.rechtspraak.nl/Organisatie-en-contact/Organisatie/Hoge-Raad-der-Nederlanden/Nieuws/Paginas/Conclusie-AG-aandeelhouders-kunnen-geen-stemming-op-de-aandeelhoudersvergadering-afdwingen-.aspx?pk_campaign=rssfeed&pk_medium=rssfeed&pk_keyword=Nieuws-van-de-Hoge-Raad-der-Nederlanden

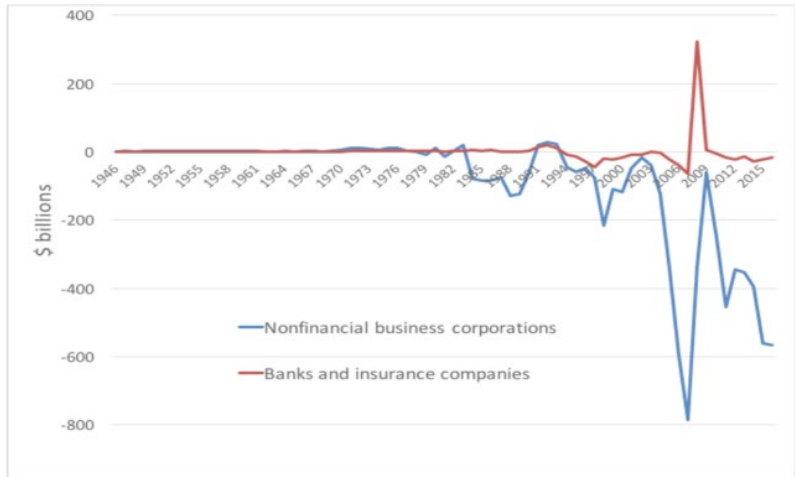
Dan zijn er nog allerlei andere bijzonderheden te vermelden zoals het uitlenen van aandelen ten behoeve van blockvorming, het ‘short gaan’ in aandelen waarmee geanticipeerd wordt op koersdalingen en andere vormen van manipulatie van de aandelenkoers. We kennen inmiddels ook ‘dark pools’ (afgeschermdde handelsplatforms) waarin over 12 maanden maximaal 4% van het uitstaande kapitaal mag worden verhandeld zonder dat de toezichthouder in actie komt. Helaas is het woord dark pool niet voor niets zo gekozen, dan moet je wel in staat zijn vast te stellen dan aan dat maximum wordt voldaan en dat lukt dus in veel gevallen niet³¹.

Aandelen zijn ook al lang niet meer de belangrijkste bron van kapitaal voor bedrijven. Zo heeft Apple voor het laatst in de jaren ’80 een emissie (een zogenaamde IPO, Initial Public Offering) gedaan toen ze naar de beurs gingen en daarmee \$97 miljoen opgehaald (Lazonick, 2017), daarna is nimmer meer een beroep gedaan op de aandelenkapitaalsmarkt. Het bedrijf is inmiddels \$ 1.000 miljard waard.

Hij laat met onderstaand plaatje zien dat de netto kapitaalsbehoeften van niet financiële beursgenoteerde bedrijven in de USA sterk gedaald is, ja zelfs negatief is in de laatste bijna 40 jaar. Bijzonder genoeg is die trend vooral zichtbaar vanaf begin jaren 80. Uitgekeerde dividenden en inkoop van eigen aandelen waren daarvan de oorzaken. Ik kom daar nog op terug.

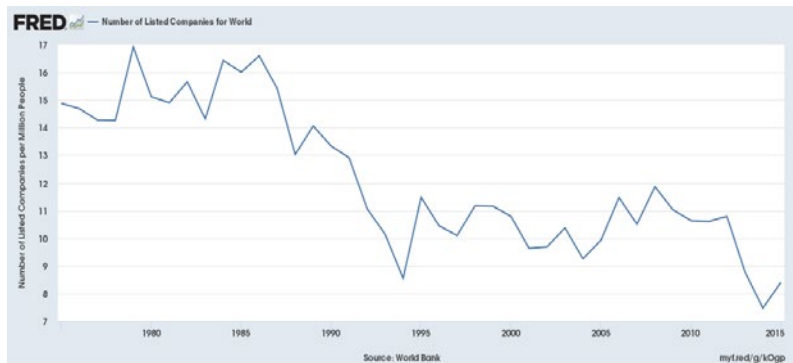
31 <https://fd.nl/beurs/1235447/voorlopig-geen-maatregelen-tegen-handel-in-dark-pools>

FIGUUR 3: NETTO KAPITAALBEHOEFTE VAN BEURSGENOTEERDE ONDERNEMINGEN IN DE USA



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Statistical Release Z.1, "Financial Accounts of the United States: Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts," Table F-223: Corporate Equities, March 9, 2017, at <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/>

Ook is het aantal beursgenoteerde bedrijven in de afgelopen decennia sterk teruggelopen. In onderstaande grafiek is het aantal beursgenoteerde bedrijven wereldwijd te zien. Belinfanti en Stout (2018) merken op dat in de USA in het laatste decennium het aantal beursgenoteerde ondernemingen met 50% is gedaald (van 8.000 naar ongeveer 4.000).

FIGUUR 4: AANTAL BEURSGENOTEERDE BEDRIJVEN WERELDWIJD

Als er tegenwoordig al een bedrijf naar de beurs gaat – zie Adyen onlangs – dan schrijft de krant dat dat niet nodig was om kapitaal op te halen maar om te eigenaren in staat te stellen te ‘cashen’³². Listings heten dan ook een ‘exit strategie’³³, dat was toch niet waar de beurs voor uitgevonden was.

De ‘Kay Review’³⁴ (2012) uit het VK geeft dan ook een mooi overzicht van wat er mis is:

- De beurs is niet langer belangrijk voor de financiering van ondernemingen;
- Er is sprake van een sterke fragmentatie van aandeelhouders;
- Er is een explosie van intermediation (lees asset managers) wat gepaard gaat met hoge kosten;
- Asset managers zijn dominant geworden en ze worden beloond op basis van een relatieve performance (en moeten dus veel transacties doen);

32 <https://www.nrc.nl/nieuws/2018/05/28/voor-wie-gaat-een-bedrijf-eigenlijk-naar-de-beurs-a1604444>

33 <https://beleggen.com/private-equity-meer-dan-een-alternatief-voor-de-beurs/>

34 <https://www.gov.uk/government/news/kay-review-publishes-report-on-uk-financial-sector>

- De regels die er waren deugden niet en waren in ieder geval niet succesvol om bovenstaande trends te keren.

Het brengt Stout (2012) tot de constatering dat de beursgenoteerde onderneming een juridisch bestaand en erkend fenomeen is maar dat de aandeelhouder inmiddels een fictie is geworden. Sikka en Stittle (2017) concluderen dat kapitaal fictief is geworden. Het heeft geen reële band meer met de economische werkelijkheid, aandelen worden slechts verhandeld om eraan te verdienen en daarmee worden dan ook ‘speculative bubbles’ gecreëerd. Hoe het met bubbels afloopt hebben we allemaal wel eens gezien denk ik.

De grote diversiteit maakt dat ook daar de belangen niet langer eenduidig zijn en te herleiden naar winst als maatstaf. Dat de mogelijkheden van de grootste beleggers – de institutionele – om zich te gedragen als steward van meerdere belangen ook niet worden benut, blijkt uit het onderzoek van Melis (2014).

Bebchuk (2005) deed een oproep om meer macht te geven aan aandeelhouders en die oproep was niet aan dovemansoren gericht. ‘Say on Pay’ is ook een hartekreet van Bebchuk. Die macht hebben ze gekregen, zodanig zelfs dat Mukunda 10 jaar later (2014) constateerde dat er sprake is van ‘unbalanced power’ en dat het tijd is om op onze schreden terug te keren. Strine (2006) nam Bebchuk ook op de korrel door te stellen dat aandeelhouders (institutionele beleggers en hedge funds) niet altijd in het belang stemmen van degenen voor wie ze beleggen. Ze doen dat toch omdat ze daarmee ook geld verdienen). Wat Strine betrof kon ‘Say on Pay’ beter snel worden afgevoerd overigens. Bratton en Wachter (2009) stelden:

‘This strategy [om meer rechten toe te kennen aan aandeelhouders], in our opinion reached the outer limits of its effectiveness for the time being’.

Aandeelhouders komen dus in alle soorten en maten en daarbij komt dat ze zeer verschillende belangen hebben. De grootste groep is nu die van de institutionele beleggers, die overigens weer veel van hun werk uitbesteden aan asset managers, waarmee de band tussen aandeelhouder en onderneming die er wellicht in het prille begin was zodanig verwaterd is dat ze niet alleen met recht geen eigenaar van de onderneming mogen worden genoemd maar zelfs in voorkomen en schijn die naam ook niet kunnen en mogen dragen. Het is fictief kapitaal geworden dat niet alleen te veel aandacht krijgt maar ook nog eens veel te veel geld zich heeft toegeëigend, maar daarover in de volgende paragraaf meer.

Tot slot een bemoedigend signaal van de zijde van de grootste asset manager ter wereld. BlackRock liet bij monde van zijn CEO, Larry Fink (2017, 2018), herhaaldelijk van zich horen en meldde dat niet alleen de winst belangrijk is maar dat ook ESG (Environmental, Social, and Governance) onderwerpen aandacht dienen te krijgen van boards. Hij voegde eraan toe dat het team dat zich daarop richt zou worden uitgebreid naar ongeveer 60 medewerkers zodat ‘engagement’ met de ondernemingen in portefeuille op die punten beter plaats zou kunnen vinden. U moet zich dan wel realiseren dat BlackRock ongeveer \$ 6.000 miljard aan vermogen onder haar beheer heeft. Ik heb het aantal ondernemingen waarin wordt belegd niet kunnen achterhalen maar vrees dat het echte gesprek voorbehouden zal zijn aan een beperkt aantal ondernemingen. Maar het is zeker een goed begin. Zeker ook omdat onderzoek van Barrese et al (2018) aantoonde dat van de vier grote institutionele beleggers, BlackRock, Fidelity, State Street Bank en Vanguard) alleen BlackRock aantoonbaar invloed heeft gehad. Zij zeggen dan ook dat BlackRock: ‘.... seem to live up to the expectation’. Hulde aan Larry Fink dus.

Ook Dyck et al (2015) toonden aan dat institutionele beleggers die uit landen kwamen waar ESG onderwerpen belangrijk gevonden werden ook zorgden dat bedrijven op dat terrein ook betere prestaties leverden. ‘Engagen’ lijkt daarmee toch wel degelijk vruchten af te werpen.

Power tends to corrupt and absolute power corrupts absolutely. Great men are almost always bad men.

Lord Acton, 1887

COLLATERAL DAMAGE EN DE OOGKLEPPEN VAN HET PAARD

Laat ik op voorhand duidelijk stellen dat ik denk dat het kapitalistische systeem het systeem is dat ons veel heeft gebracht en daarmee te prefereren is boven socialisme en communisme. Er is veel bereikt, we leven veel langer, we zijn nog nooit zo welvarend geweest en sommige sociale problemen zijn sterk verminderd³⁵. Ik geloof in competitie en het voortdurend verbeteren van jezelf en de prestaties van ondernemingen en daarmee het dienen van het belang van ons allen en dus de maatschappij waarin wij leven. Buijs (2017)³⁶ noemt de markt ook een moreel succes maar benoemt ook dat de neoliberale gedachten en praktijken een bedreiging vormen van de ‘coöperatieve creativiteit’ die aan de basis van dit succes ligt.

Ik ben geen Marxist en predik met het Plakkaat van Verlatinge niet de revolutie. Hoewel Baars (2011) op een indringende manier beschrijft dat de noodzaak tot hervorming van het governance systeem via wet- en regelgeving het einde van het kapitalisme zal bevorderen en dat daarmee revolutie onvermijdelijk wordt, zou ik graag willen voorkomen dat het zo ver komt. Revoluties brengen meestal op de korte termijn weinig goeds. Of dat op de lange termijn anders is, is afhankelijk van welke termijn men in ogenschouw wenst te nemen. Ik kom hier later nog op terug.

35 Alhoewel er ook in Nederland nog sprake is van een omvangrijke groep die in armoede leeft. <https://www.armoedefonds.nl/armoede-in-nederland>

36 <http://www.volzin.nu/magazine/nu-in-volzin/item/421295-markt-is-moreel-succes>

We hebben dus veel bereikt. Tegelijkertijd ben ik wel van mening dat de bijwerkingen die het huidige systeem heeft vragen om een bijstelling zodat het systeem niet aan haar bijwerkingen ten onder gaat en de revolutie onvermijdelijk over ons wordt afgeroepen. Wat zijn dan die bijwerkingen waarover ik het heb?

Ik beschrijf hieronder de in mijn ogen belangrijkste, waarbij er ook een zekere samenhang zit tussen de gesignaleerde bijwerkingen:

a. Externalities, kosten die op de maatschappij worden afgewenteld

Veel zaken kunnen slecht worden toegerekend, ik zei het al. Ze worden dan ook gemakshalve maar genegeerd³⁷. Als bekend voorbeeld geldt de milieubelasting die het runnen van een onderneming veroorzaakt. Die milieubelasting kan zich uiten door het uitputten van grondstoffen, het vervuilen van de lucht en het water. Verder zijn daar het verlies aan welzijn bij het ontslag van aantallen werknemers, het bevorderen van ongelijkheid in de samenleving (waarover later meer), etc. Deze externalities zijn niet eenvoudig op waarde te schatten. Bovendien zijn ze ook vaak niet direct meetbaar omdat bijvoorbeeld bodemverontreiniging pas vele jaren later zichtbaar kan worden en waarbij we soms nog niet eerder wisten dat bepaalde stoffen zo schadelijk waren (bijvoorbeeld Roundup van Monsanto³⁸ of asbest).

Bakan (2004) beschrijft in zijn boek ‘The Corporation’ dat in 1720 in Engeland naar aanleiding van hun variant op de tulpenmanie, het zogenaamde South Sea Company schandaal, de Bubble Act werd aangenomen door het Engelse parlement, waarmee het strafbaar werd gesteld om een onderneming te starten en ‘to issue transferable stocks without legal authority’.

37 Zie nogmaals het artikel van Callon. <https://expectationandexpertise.files.wordpress.com/2016/09/callon-1998.pdf>

38 Als voorbeeld van hoe het niet moet. <https://www.bbc.com/news/business-45288660>

Kom daar maar eens om, het idee dat de ondernemingsvorm bij wet verboden wordt! De Bubble Act werd overigens pas in 1825, meer dan 100 jaar later, ingetrokken. Bakan noemt ondernemingen dan ook ‘...*externalities generating machines*’.

Ook leveranciers/crediteuren (Cowton, 2011) schieten er vaak bij in als het slecht gaat met een bedrijf. Zelfs als het goed gaat met een bedrijf is dat vaak het geval zoals de fusie tussen Ahold en Delhaize leerde. Leveranciers werden onder druk gezet om lopende contracten open te breken en lagere prijzen te accepteren³⁹. Ook de betalingstermijnen worden telkenmale opgetrokken⁴⁰. Ook bij een faillissementen blijft er jaarlijks een schuld achter van € 3 miljard (Bier, 2014).

b. Toenemende ongelijkheid

Piketty (2014) schreef er een spraakmakend boek over. Kapitaal wordt beter beloond dan arbeid en daarmee wordt de kloof tussen arm en rijk alleen maar groter stelt hij. Niet alleen hij is die mening toegedaan, vele onderzoeken en onderzoekers bezingen de toenemende ongelijkheid in koor (Sikka et al, 2017; Ceslfo, 2018; Center for American Progress⁴¹, 2015; Veldman, 2018; Banerjee, 2011, Scheidel, 2017; ILO⁴², 2012).

39 <https://nos.nl/artikel/2126086-supermarktreus-ahold-delhaize-onderhandelt-met-leveranciers.html>

40 <https://fd.nl/ondernemen/1249186/leveranciers-draaien-op-voor-groei-supermarkten>

41 <https://www.americanprogress.org/issues/economy/reports/2013/12/04/72062/the-impact-of-inequality-on-growth/>

42 https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wcms_537846.pdf

Volgens het in juni 2018 verschenen rapport van het Duitse Ceslfo⁴³ zijn wij in Nederland de meeste gelijke samenleving van de onderzochte landen dus daarmee kunnen we denk ik onszelf feliciteren. Waarom? Omdat ongelijkheid de economische groei belemmert waardoor de kloof tussen arm en rijk groter wordt en dit de samenleving destabiliseert, de legitimiteit van instituties wordt ondermijnd (en dat leidt volgens de Franse socioloog Durkheim tot het gevaar van ‘anomie’, u mag het van mij anarchie noemen), het vertrouwen in de samenleving en elkaar negatief beïnvloedt en dit op haar beurt weer negatieve invloed uitoefent op de bereidheid tot – internationale – handel, de cohesie in de samenleving ondergraaft, solidariteit minder wordt, en tot slot het geloof in een betere toekomst – toch de basis voor het kapitalisme – ondermijnt. Het ‘Center for American Progress’ kwam onlangs met een paar cijfers die ik u niet wil onthouden:

‘....note that so far in this expansion, which officially began in the second half of 2009, the stock market is up 60 percent, GDP is up 8 percent, corporate profits as a share of national income are at historic highs, yet median household income is down 5 percent, with all figures adjusted for inflation’.

Wilkinson lanceerde ‘The Spirit Level’⁴⁴ en op de site van dit project kunt u heel veel materiaal vinden dat het verhaal in vele toonaarden vertelt dat ongelijkheid allerlei vervelende neveneffecten heeft. Kortom, genoeg redenen om dit niet ongemerkt te laten passeren.

Scheidel (2017) heeft een boek geschreven waarin hij aangeeft dat ongelijkheid van alle tijden is en dat het kennelijk in de mens zelf zit. Er zijn naar zijn inzichten slechts vier manieren waarmee ongelijkheid verminderd kan worden. Hij noemt ze ‘The Four Horsemen of the Apocalyps’: Revolutie,

43 <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/infoservice/News/2018/08/news-20180809-sd-15.html>

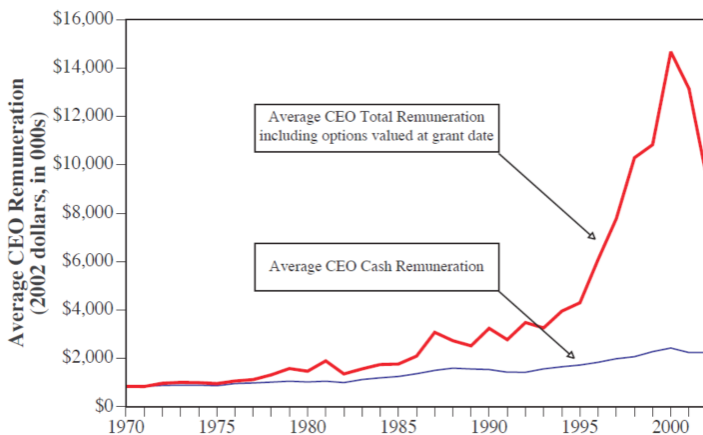
44 <https://www.equalitytrust.org.uk/spirit-level>

Falende staten, Pandemieën en Oorlog. Voorwaar geen prettig idee en ik zou graag met elkaar een poging willen doen om het een keer op een vreedzamer en prettiger manier voor elkaar te krijgen. Overigens geeft Scheidel ook aan dat het beleid van overheden de ongelijkheid veelal bevorderden. Dat laatste zou te maken kunnen hebben met de politieke beïnvloeding (zie hierna onder h).

c. Scheefgegroeide beloningssystemen

In zekere zin is dit een variant op hetgeen onder b is opgenomen. Echter, het is een probleem in zichzelf omdat in de politiek en samenleving veel tijd wordt gestoken in discussies over dit probleem. Jensen en Murphy (2004), Jensen toch de grondlegger van betalen naar prestaties en in aandelen, schreven er een omvangrijk paper over waarin zij ook aangaven dat de verhoudingen zoek waren geraakt. In dit onderzoek tonen zij het volgende plaatje:

FIGUUR 5: GEMIDDELDE BELONING VAN CEO'S IN DE USA 1970-2002



Het is gedateerd maar het is duidelijk wat er is gebeurd sinds halverwege de jaren '80 van de vorige eeuw. Het was inderdaad uit de hand gelopen en ze

formuleerden maar liefst 38 voorstellen om hier iets aan te doen! De eerste aanbeveling overigens gaat over ‘enlightened value maximization and enlightened stakeholder theory’.

Ariely zei al (2008):

‘Money is very often the most expensive way to motivate people’.

Om er in 2010 nog eens aan toe te voegen dat:

‘What you measure is what you get. Period’.

Dat ook onderzoekers als Frey et al⁴⁵ (2002) aantoonen dat het betalen van geld de intrinsieke motivatie van mensen vermindert (crowding out effect) is in dit verband kennelijk ook aan dovemansoren gericht geweest. De ratio van het aantal malen dat de beloning van de laagstbetaalde medewerker vermenigvuldigt moet worden om aan de beloning van de topman te komen is alleen maar toegenomen. In Amerika was dat in 1978 ongeveer een factor 30, inmiddels is dat ongeveer een factor 300⁴⁶.

Een van de veel genoemde oplossingen is ‘say on pay’, laat de aandeelhouder stemmen over de beloning van de top. Nog los van de reeds gedane constatering dat stemmen op AVA’s geen populaire bezigheid is, stellen velen ook vast dat de honorering van de top politiek dan wel een heet hangijzer is maar dat de gemiddelde aandeelhouder daar zeker niet echt wakker van ligt. Het totale beloningspakket is verpakt in ingewikkelde structuren, de omvang is ten opzichte van de totale kosten nog steeds marginaal, institutionele beleggers denken dat het de prestaties echt verhoogd (ook al tonen

45 <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1467-6419.00150>

46 <https://www.cnbc.com/2018/01/22/heres-how-much-ceo-pay-has-increased-compared-to-yours-over-the-years.html>

onderzoeken als dat van Pink⁴⁷ aan dat de impuls eerder negatieve effecten heeft dan positieve) en beloningsspecialisten helpen vaak een handje door te stellen dat het echt marktconform is wat er gebeurt. Onder d wordt duidelijk dat de beloningssystematiek waarbij gebruik wordt gemaakt van belonen in aandelen en/of opties ertoe leidt dat die scheefgroei alleen maar bevorderd wordt door het korte termijn denken en vice versa.

Omwille van de op grond van de theorie veronderstelde noodzaak om de belangen van agent en principaal te ‘alignen’, zijn er beloningsstructuren opgezet waarbij de Total Shareholder Return (TSR) de maatstaf is geworden voor de beloning. Dus het is geen wonder dat CEO’s zich daarop richten: ‘What you measure is what you get’, zegt Ariely (2010) niet voor niets.

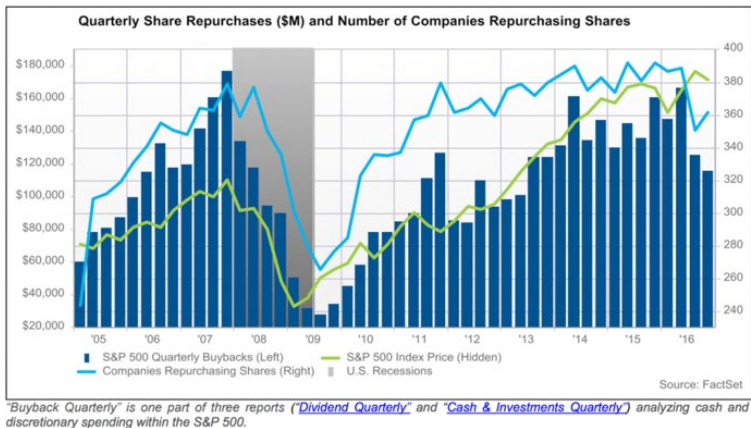
d. Korte versus lange termijn gedrag

Op dit punt is ook een behoorlijke mate van consensus (Bebchuk et al, 2017; Edmans et al, 2018; Masouros, 2012; Mukunda, 2014; Hackbarth et al, 2018; Kay Review, 2012; Barton en Wiseman, 2014; Bhimani, 2008; Graafland en Van de Ven, 2011; Barton, 2011; Sikka, 2017). Ja, er is te veel aandacht voor de korte termijn resultaten en de bijbehorende aandelenkoers. Shareholder value is de belangrijkste maatstaf zoals we hebben gezien, de top wordt op grond daarvan gehonoreerd, beleggers willen snel rendement in de vorm van dividend of een hogere aandelenkoers, als er al een markt voor corporate control is, dan is een zwakke beurskoers een mogelijke reden voor een activistische belegger om zijn pijlen op dat bedrijf te richten, de beurs reageert op basis van ‘dagkoersen’, iedereen doet het dus ik moet wel mee, asset managers en institutionele beleggers dienen de index bij voorkeur te verslaan dus de koers is belangrijk en zo kan de lijst nog wat langer worden gemaakt.

47 Zie de prachtige animatie over zijn boek Drive <https://www.youtube.com/watch?v=u6XAPnuFjJc>

Een belangrijke indicator van dit gedrag kan gevonden worden in de inkoop van eigen aandelen. In het Financieele Dagblad werd vermeld dat dit jaar door Amerikaanse bedrijven voor € 1.000 miljard aan aandelen is of zal worden ingekocht⁴⁸. Het Amerikaanse Roosevelt Institute⁴⁹ (2018) beschrijft dat 60% van de netto winsten wordt uitgekeerd aan aandeelhouders in de vorm van inkoop van aandelen. In sommige sectoren is dat percentage 137, waarmee de gekte alleen maar duidelijker wordt. Er moet in die gevallen vaak geleend worden om de inkoop te kunnen financieren. Zij roepen op om daar een einde aan te maken en het geld te gebruiken om de lonen te verhogen omdat die terugbetalingen vooral zijn gefinancierd door kosten te besparen (en dus veelal lonen). Het bracht Bower en Paine⁵⁰ ertoe te stellen dat er geen sprake was van ‘value creation’ maar van ‘value transfer’. Lazornick (2013) noemde het zelfs ‘value extraction’. Zoals we uit het eerdergenoemde IMF onderzoek zagen, dalen ook de investeringen in innovatie. Het plaatje ziet er als volgt uit:

FIGUUR 6: OVERZICHT INKOOP VAN AANDELEN IN DE USA 2005-2016



48 <https://fd.nl/beurs/1265040/amerikaanse-bedrijven-zullen-voor-1000-mrd-aan-aandelen-inkopen>

49 <http://rooseveltinstitute.org/curbing-stock-buybacks-crucial-step/>

50 <https://hbr.org/2017/05/managing-for-the-long-term>

Obama diende de financiële sector en een paar grote autobedrijven te redden na de crisis van 2008. Het Troubled Asset Relief Program (TARP) kostte de Amerikaanse belastingbetaler \$ 266 miljard, dat werd gestopt in 18 bedrijven die in het decennium daaraan voorafgaand voor \$ 211 miljard aan eigen aandelen hadden ingekocht en nog eens \$ 182 miljard aan dividend hadden uitgekeerd, tezamen bijna \$ 400 miljard. Voor diegenen die houden van grote getallen, de totale financiële schade in de USA alleen wordt door TARP geschat op \$ 24.000 miljard⁵¹!

In Nederland kennen we deze discussie van KPN, dat in de ogen van Bernhart en Slagter (2016, 350) nagenoeg te gronde is gericht, mede door enorme aandelen inkoopprogramma's. Bij Ahold (na de fusie met Delhaize) werden flinke bedragen uitgekeerd aan aandeelhouders en AKZO Nobel, waar een discussie woedt over wat er moet gebeuren met de opbrengsten van € 7 miljard nadat onder druk van de dreigende overname van PPG de chemietak werd verkocht. AKZO Nobel wil het geld uitbetalen aan aandeelhouders en werknemers willen dat € 400 miljoen wordt gestort in hun pensioenfondsen. De aanvankelijke 'chemie' tussen top en medewerkers verdween als sneeuw voor de zon toen de overname niet doorging en de verkoop een feit was. Zelfs de oude topmannen bemoeiden zich ermee⁵². Er was een tijd waarin inkoop van eigen aandelen niet toegestaan was, misschien zou het geen slecht idee zijn als die maatregel weer in het leven wordt geroepen.

Weer anderen meldden (Lazonick, 2013) dat dit niet alleen ten koste gaat van de lonen (en pensioenen) maar ook ten koste van de innovatiekracht omdat ook bespaard wordt op Research & Development. Dat laatste is vooral belangrijk om de langere termijn waarde te kunnen laten groeien en zou daarmee meer aandacht dienen te krijgen dan nu het geval is.

51 https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413_FinancialCrisisResponse.pdf

52 <https://fd.nl/ondernemen/1262074/ex-top-akzonobel-mengt-zich-in-pensioen-conflict>

De oproep om meer focus te leggen op de langere termijn is inmiddels eendeloos in koor bezongen, tot op heden met zichtbaar weinig succes. (The Aspen Institute, 2007 en 2009; Barton, 2011; Bebchuk et al, 2009; Stewardship Codes in Nederland, UK en US, zie hiervoor).

Één opmerking wil ik nog wel maken, ook al is er veel consensus over de nadruk op korte termijn resultaten, niet iedereen is van mening dat dit slecht is voor de langere termijn resultaten. Zo geven Hackbarth et al (2018) aan die korte termijn gerichtheid optimaal is voor aandeelhouders, over de andere categorieën stakeholders doet hun onderzoek geen uitspraken. Wel geven ze aan dat korte termijn focus vooral goed is voor aandeelhouders van ondernemingen die met veel vreemd vermogen zijn gefinancierd. Dat laatste wekt geen bevreemding, immers, er is dan alle reden om de korte termijn aandacht te geven omdat leningen moeten worden terugbetaald, rente moeten worden betaald en bankconvenanten dienen te worden nageleefd. Wel meldden ze ook nog dat ondernemingen die worden gecontroleerd door investeerders die veel nadruk leggen op de korte termijn, die aandacht ten koste gaat van de langere termijn groei. In die gevallen zou een kapitaalsbelasting kunnen helpen om de tijdhorizon te verleggen naar langere termijnen en daarmee een bijdrage kunnen leveren aan ‘social welfare’.

e. Manipulaties en fraude

Er zijn drie manieren om de aandelenprijs te verhogen zei Lazonick (2013):

- Innoveren;
- Speculeren; of
- Manipuleren.

Dat de tweede en de derde ook vaak voorkomen is geen geheim.

Het MARC (2005) deed onderzoek naar de 25 grootste bedrijfsschandalen die toen zichtbaar waren geworden. Hun constatering was dat in meer dan 50% van de gevallen sprake was van management fraude. De manipulaties zoals bij Enron, Ahold, Parmalat, Worldcom, Tyco, Olympus, Tesco, Lehman Brothers, Bear Stearns, Landis, Qwest, Volkswagen, recent Carillion, en nog vele andere laten een patroon zien waarbij het topmanagement cijfers gemanipuleerd heeft dan wel soms gefraudeerd.

Los van de fraudegevallen manifesteert zich hier het probleem van de accounting regels en de toepassing daarvan. Niet alleen is er vaak sprake van het veranderen van verslaggevingsregels door bedrijven – en daarmee het manipuleren van de cijfers – ook werd er vaak gebruik gemaakt van legale constructies – althans ze waren niet verboden ook al gingen ze wel vaak in tegen de geest van de wet/regel – zoals het off balance financieren dan wel het inrichten van Special Purpose Vehicles (zoals bij Enron massaal gebeurde).

De verslaggevingsregels worden bepaald door de IASB (International Accounting Standards Board, een private instelling die wordt gefinancierd door de grote accountantsmaatschappen zelf. Die regels zijn tegenwoordig wereldwijd geüniformeerd onder IFRS (International Financial Reporting Standards) en gaan uit van ‘fair value’. Fair value verlangt dat de waarde van vandaag wordt bepaald en dat die wordt gebruikt voor het opstellen van de jaarrekening. Echter, fair value is ingewikkeld als er geen liquide markten zijn op grond waarvan prijzen kunnen worden bepaald. Het komt dan vaak op subjectieve inschattingen neer en die worden in eerste instantie gemaakt door het management zelf. Verslaggevingsdeskundigen zijn niet onverdeeld positief over de toepassing van fair value als waarderingsgrondslag (Langendijk, 2003; Hoogendoorn, 2003; Beckman, 2003). Ook Winter (2011) en Marouros (2012) geven aan dat de verplichting voor pensioenfondsen om voor de waardering uit te gaan van ‘mark to market’ bijdraagt aan korte termijn handelen. Aguilera en Jackson (2010) stelden dan ook dat accounting standaarden:

‘proven to be inadequate and so-called fair value accounting that benefits shareholders through rising asset prices on the upside also clearly amplified the downside risks to negative adjustments in equity valuations’.

Elkhashen en Ntim (2018) concludeerden dat accounting regels ontoereikend en subjectief zijn en daarmee niet in staat zijn de ‘economic reality’ goed weer te geven. Het bekende adagium is: ‘Cash is king, profit just an opinion’, waarmee nog eens wordt benadrukt dat de toepassing van accountingregels en de keuze daarvoor inherent manipuleerbaar is. Bovendien is de omvang inmiddels zodanig dat IFRS zo’n 5.000 pagina’s kent met uiterst complexe regels die in sommige gevallen slechts door enkele deskundigen wereldwijd worden begrepen.

Bovendien worden door dezelfde regels mogelijkheden geschapen voor het werken met transfer pricing waarmee winsten kunnen worden verschoven van het ene land naar het andere, soms heet dat eufemistisch offshoring en daarmee worden soms ook winsten onttrokken aan het zicht van belastingdiensten. Vaak is het naar de letter van de wet toegestaan en dan noemen we dat belastingontwijking en soms is het dat niet en dan heet het belastingontduiking. Diegenen die zich daarin willen verdiepen wordt het boek *Treasury Island* aangeraden (Shaxson, 2011). Nederland wordt gezien – terecht naar mijn mening – als belastingparadijs. Ons land herbergt heel veel trustkantoren en zogenaamde brievenbusmaatschappijen die worden gebruikt om gelden door te sluizen. Grote multinationale bedrijven betalen in Nederland nauwelijks vennootschapsbelasting en de recente discussie inzake de dividendvrijstelling staat iedereen vast nog wel voor ogen.

Het belangrijkste probleem bij accounting regels is het feit dat de ‘standards setters’ zoals de IASB als uitgangspunt ‘decision usefulness’ hanteren, dat wil zeggen dat de informatie die wordt gerapporteerd moet bijdragen aan het kunnen nemen van weloverwogen investeringsbeslissingen. Degenen die ze moeten controleren, de accountants, hanteren echter in

hun regels het uitgangspunt van ‘reliability’, de betrouwbaarheid van de informatie, waarbij ze zogenaamde materialiteitsgrenzen hanteren die maken dat er een zekere marge is in de betrouwbaarheid van die gegevens. Die twee verschillende uitgangspunten leiden tot interpretatieverschillen die in de praktijk veel gedoe kunnen geven, en dus ruimte laten voor nog meer subjectiviteit en discussie.

Onder deze noemer kunnen we ook corruptie en het geweld aandoen aan mensenrechten scharen. Arbitrage door bedrijven vindt op vele manieren plaats; belastingregimes, transfer pricing, mensenrechten, regelgeving, overheidsoptreden of falen, etc. De voortdurende zoektocht naar ‘een gunstig vestigingsklimaat’ levert regelmatig bizarre situaties op. De ‘sweat shops’ in Bangladesh, de ernstige vervuiling van hele gebieden in Nigeria dankzij oliewinning, situaties die op slavernij lijken, mensenhandel, bloed-diamanten, het laten slopen van schepen op Indiase stranden in arbeids-omstandigheden die die naam niet mogen dragen, het uitvlaggen van diezelfde schepen naar landen met andere – vaak minder gunstige – regels voor opvarenden, het ‘winnen’ van nieren in de sloppenwijken van India, en zo is de lijst oneindig lang te maken. Nee, ze zijn niet allemaal het gevolg van het kapitalisme maar feit is dat veel gerespecteerde bedrijven met enige regelmaat betrokken zijn bij dergelijke gebeurtenissen. Productieketens zijn lang en contractueel valt er van alles af te spreken en is het zicht op wat er werkelijk gebeurt niet altijd eenvoudig en wordt de zorg daarover niet altijd gevoeld door diegenen die een verschil zouden kunnen maken. Ruggie (2008) schreef in opdracht van de United Nations het rapport ‘Protect, Respect, and Remedy: A Framework for Business and Human Rights en riep de leden van de UN en bedrijven op om gevolg te geven aan zijn aanbevelingen.

f. Medewerkers zijn slechter af

Aguilera en Jackson (2010) stelden al dat veel onderzoek naar corporate governance de factor arbeid negeert. Daar waar de factor arbeid wel zicht-

baar is meegenomen, zoals bijvoorbeeld in Duitsland waar medewerkers board leden mogen voordragen en zij dus ook zijn vertegenwoordigd op dat niveau, dat nog niet betekende dat daarmee het shareholder value denken werd belemmerd.

In het ‘Report of the Commission on Inclusive Prosperity’ (2018)⁵³ wordt opgeroepen tot een betere ontwikkeling van de lonen. De hiervoor al genoemde accounting regels beschouwen lonen en daarmee samenhangende uitgaven als kosten. Daarmee worden medewerkers ook langs die lijn gezien als een kostenpost en niet als een investering. Dat laatste is bijzonder omdat de economische organisatietheorieën die we hiervoor behandelden – en met name TCE – de kennis van medewerkers beschouwen als ‘firm specific investments’ en in het licht van de ‘resource dependence theory’ wordt de concurrentiekracht en de innovatiekracht van bedrijven met name daardoor bepaald. Ook als we ons realiseren dat de samenleving en de bedrijven daarbinnen steeds kennisintensiever worden is dit boekhoudkundige uitgangspunt eigenlijk vreemd en beter af te wijzen. Immers, als dan winsten dienen te worden opgevoerd en de aandeelhouderswaarde verbeterd dan is het snijden in kosten zoals we al aangaven een uitstekende manier. Personeelskosten vormen veelal zo’n 70-80% van het totaal en zijn daarmee een goede bron van potentiële besparingen.

De EU heeft door middel de aangepaste Shareholder Rights Directive 2017 niet alleen institutionele beleggers opgeroepen om meer aandacht te geven aan engagement en daarmee in de ogen van Johnston en Morrow (2018)⁵⁴ ook vakbonden opgeroepen druk te blijven uitoefenen op ondernemingen op dit punt.

53 <https://www.americanprogress.org/issues/economy/reports/2015/01/15/104266/report-of-the-commission-on-inclusive-prosperity/>

54 <https://www.etui.org/fr/Publications2/Policy-Briefs/European-Economic-Employment-and-Social-Policy/The-revised-Shareholder-Rights-Directive-2017-policy-implications-for-workers>

Sikka (2008) meldt dat het aandeel van de factor arbeid in het GDP van het Verenigd Koninkrijk (VK) in 1975 op 65% lag. In 1996 was dat gedaald naar 52,6% en inmiddels ligt dat percentage onder de 50. In Nederland is die ontwikkeling te zien in de arbeidsinkomensquote (AIQ) waarmee het getal wordt gepresenteerd dat de beloning voor de factor arbeid uitmaakt van het nationale inkomen. In Nederland ligt dat percentage inmiddels rond de 73⁵⁵, is al enkele jaren dalende en bevindt zich op het laagste niveau sinds 2007. Dat is nog bijzonderder als we ons realiseren dat we in een situatie zitten van nagenoeg volledige werkgelegenheid met een werkloosheidspercentage van 3,9. Ook de loonstijging is in de laatste jaren verwaarloosbaar geweest (1-1,5%) en overtrof de inflatie niet of nauwelijks en lag er soms zelfs onder waarmee de koopkracht daalde (CBS, 2018).

Een belangrijke ontwikkeling in Nederland is de opkomst van twee fenomenen: deeltijdarbeid en de zzp'er. Een deel van de mooie werkloosheidscijfers wordt verklaard door die twee zaken. Nederland is in Europa kampioen deeltijdwerken, waarschijnlijk wereldwijd, en de opkomst van de zzp'er heeft in de afgelopen jaren al menig schrijver en tong in beweging gebracht. Het aandeel van de vaste banen daalde in twee jaar tijd van 74 naar 58 en het leger zzp'er is inmiddels meer dan 1 miljoen mensen groot. Het gemiddelde inkomen van de categorie zzp'ers ligt ruim 10% lager dan dat van de vergelijkbare werknemer⁵⁶.

Tot slot is er enige zorg over de ontwikkeling van het aantal banen en het daaruit te behalen inkomen vanwege de mogelijkheden die automatisering, robotisering en artificiële intelligentie (AI) zouden kunnen bieden. In een

55 <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2017/25/aandeel-arbeid-in-de-economie-daalt-derde-jaar-op-rij>

56 <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2016/09/inkomen-meeste-zzp-ers-lager-dan-van-werknemers>

studie van Frey en Osborne⁵⁷ (2013) werd op enig moment voorspeld dat mogelijk bijna de helft van de banen op de tocht zouden staan. Inmiddels zijn de percentages belangrijk afgezwakt en spreekt men in Nederland in potentie over 11% van de banen, nog steeds een flink aantal maar natuurlijk lang niet zoveel als aanvankelijk werd gevreesd. Het is desalniettemin goed om er nog op te wijzen omdat voor een onderneming investeringen in robots, automatisering en AI gezien worden als investeringen waarop kan worden afgeschreven daar waar dat niet geldt voor investeringen in personeel. Ook hier doen de boekhoudregels dus hun – negatieve – invloed uitoefenen.

g. Gebrek aan innovatie

Lazonick (2017) stelt dat door de omvangrijke dividendbetalingen en de inkoop van eigen aandelen investeringen in mensen en R&D onder druk staan. Lazonick (2013, 2017) ontwierp ‘The Theory of Innovative Enterprise’ waarin hij stelt dat voor de lange termijn waardecreatie innovatie onvoorwaardelijk is. Één van de twee reeds benoemde ‘reversals’ in de afgelopen 50 jaar was die van ‘retain and invest’ naar ‘downsize and distribute’. In zijn bijdrage ontwerpt hij zijn theorie waarbij hij aangeeft dat meer investeringen, vooral in mensen, de lange termijn waarde van de onderneming dient en daarmee de economie in zijn geheel.

Uit het onderzoek van Serafeim (2017) bleken dat bij ondernemingen die in telefonische vergaderingen met beleggers de nadruk legden op de korte termijn informatie eerder sprake is van winstwaarschuwingen en afnemende R&D uitgaven. Ook De Geus (1997) had al gewezen op het belang van vernieuwing in het licht van de levensduur van ondernemingen.

57 https://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The_Future_of_Employment.pdf

Stout en Grammito (2017) meldden dat in de jaren '50 van de vorige eeuw het percentage van de winst dat aan R&D werd besteed op ongeveer 60 lag. Ten tijde van hun onderzoek bleek dat percentage lager dan 10 te zijn. Strikwerda (2018) ziet het belang van innovatie en investeringen in menselijk kapitaal als een belangrijke waardescheppende factor. Echter, de accounting regels bepalen dat uitgaven voor R&D, net zoals loon, een uitgave is die direct ten laste wordt gebracht van de resultatenrekening. Sommige ontwikkelingskosten mogen wel worden geactiveerd. Daarmee wordt in zijn ogen ook de verkeerde prikkel toegediend. Dus ondernemingen die weinig investeren presenteren te veel winst en ondernemingen die veel investeren een lage. Dat is onwenselijk en geeft een vertekend beeld van de potentie van de onderneming om op langere termijn waarde te creëren.

Baeten⁵⁸ onderzocht de beloningen van topmanagers en constateerde dat bij slechts 7% van de bedrijven R&D/innovatie een key performance indicator was en als die er al was telden die voor niet meer dan 5% mee bij het bepalen van zijn bonus. Overigens goed te weten dat Nederland na de VK komt als het gaat over aandelen gerelateerde beloning voor de topman.

Ook Schumpeter (1942), met zijn vaak aangehaalde adagium 'creative destruction', zag innovatie als een belangrijke factor voor economisch groei en verandering. Innovatie gedreven markten waren in zijn ogen beter in staat te zorgen voor groei en vernieuwing dan de onzichtbare hand en het prijsmechanisme.

'The theory of innovative enterprise posits that a key determinant of superior economic performance is the willingness of people who could make use of markets to pursue their individual agendas to commit their working lives to collective organizations for the sake of developing and utilizing productive resources'.

58 <https://www.marketingtribune.nl/b2b/nieuws/2016/12/vlerick-onderzoek-nederlandse-ceo-met-salaris-in-europese-middenmoot/index.xml>

Ook aanhangers van TCE weten dat ‘firm specific investments’ noodzakelijk zijn en dat vanwege de toegenomen kenniscomponent die investering ook vaak in de opleiding en vorming van mensen dient te worden gedaan.

h. Meer regelgeving, maar werkt dat ook?

In de afgelopen decennia is op het gebied van corporate governance een enorme hoeveelheid regels in het leven geroepen, zeker naar aanleiding van de diverse crises en al helemaal in de financiële sector. Nieuwe toezicht-houders zijn het speelveld betreden dan wel zijn uitgebreid in omvang en takenpakket. De wetgevende instanties hebben zeker niet stilgezeten. De vraag is natuurlijk wat het effect is geweest, los van de toegenomen kosten van compliance.

Hail et al (2017) deden onderzoek naar schandalen en regelgeving en concludeerden dat regelgeving niet helpt om het gedrag van ondernemingen bij te stellen. Sterker nog, ze geven aan dat:

‘In fact, today’s regulations possess predictive power for future corporate scandals’.

Het maakt dat zij de vraag stellen waarom we überhaupt regelgeving hebben. Ze stellen dan ook vast:

‘Similarly, self-interest and regulatory capture provide strong incentives for select parties to design and implement regulations in specific ways’.

Aan het eind verwijzen ze ook naar Von Hayek (1974) en zijn rede die hij uitsprak bij het aanvaarden van zijn Nobelprijs, getiteld ‘The Pretense of Knowledge’. Ik geef u graag een zelfgekozen citaat uit zijn rede:

‘The recognition of the insuperable limits of his knowledge ought indeed to teach the student of society a lesson of humility which should guard him against becoming an accomplice in men’s fatal striving to control society – a striving which makes him not only a tyrant over his fellows, but which may well make him the destroyer of a civilization which no brains has designed but which has grown from the free efforts of millions of individuals’.

Onze complexe wereld laat zich niet verklaren door het toepassen van de natuurkundige wetten. Hij meldde dan ook dat:

‘As a profession (hij bedoelde economen) we have made a mess of things’.

H-Y Chiu (2018) stelde het als volgt:

‘However, if we measure the achievements of the corporate regulation reforms discussed in Section C against the expectations stipulated, the achievements seem underwhelming’.

Zoals John Doyle het ooit stelde; ‘robust-yet-fragile’, waarmee hij aangaf dat meer en meer regels en maatregelen systemen niet per se robuuster maken maar juist complexer en fragieler. Zolli (2012) schreef er een artikel over naar aanleiding van het neerstorten van een Air France toestel bij Brazilië. Bovendien weten we uit verkeersveiligheidsstudies dat meer beheersing als effect heeft dat mensen daarvoor gaan compenseren en juist meer risico nemen omdat ze in de veronderstelling dat er toch weinig mis kan gaan en als het misgaat dan ben ik veilig’. Risk Compensating Human Psyche heet dat. Een ander mooie term is ‘Risk Homeostatic Cultures’; teveel van dat en de volgende ramp of crisis is in de maak. Bovendien zijn veel risico’s op een bepaalde manier aan elkaar gelinkt en is het belangrijk die onderlinge connecties te kennen. In de financiële sector kennen we na 2008 het woord

‘systemic risk’, een systeemrisico dat ontstaat doordat de onderlinge connectie zo sterk is dat het systeem door een bepaalde gebeurtenis instort.

Dergelijke risico’s worden soms ook door regelgevers bevorderd doordat ze bijvoorbeeld een ‘one size fits all’ achtige benadering hebben waardoor iedereen in het systeem hetzelfde gedrag gaat vertonen. Uniformiteit wordt dan een risico, daar waar diversiteit wenselijk zou zijn. Dit risico is des te zeer aanwezig als veel regelgevers en toezichthouders in dezelfde dominante logica zitten waardoor overal dezelfde ideeën worden toegepast, onder andere door middel van best practices. Van Dinten (2015) schrijft dan ook over de zelf-referentiële-rationele betekenisgeving die maakt dat de dominante logica alles gaat overheersen. Larcker en Tayan (2011) zeiden dan ook dat mythe nummer 7 was dat ‘best practices are the solution’.

Bhimani (2008) concludeerde:

‘The self-referential nature of Corporate Governance principles whereby codes “combine” prior codes and where economic concepts are articulated and replicated under different codes, principles, and best practices, establish a premise for self-propagation. [.....] Corporate Governance codes thereby permit the normative to become rooted in abstraction and to permeate practices across contexts in highly particular ways’.

Naleving daarvan wordt bevorderd door de eis van ‘comply or explain’ en dat uitleggen doen we liever niet want daar komt vast alleen maar gezeur over is dan de gedachte. Dat is ook veilig voor de onder toezicht gestelden, immers als het misgaat dan lag het niet aan mij maar aan de regels en die waren bepaald door de toezichthouder. Overigens, als er dan al ‘explain’ aan te pas komt dan is die meestal ontoereikend dan wel pure retoriek (Shrives en Brennan, 2017). Die dominante logica ontslaat mensen van de plicht om zelf te blijven nadenken⁵⁹.

59 https://www.ted.com/talks/barry_schwartz_on_our_loss_of_wisdom

Zo gold lang het adagium van ‘trickle down economics’ waarbij de veronderstelling was dat als de rijken rijker werden in een samenleving dat dit ook vanzelf wel naar beneden zou sijpelen. Inmiddels gelooft de World Bank dit niet meer⁶⁰. Ook in dit geval zou gezegd kunnen worden dat instituten lang hebben vastgehouden aan een dogmatische overtuiging hoe het moest. IMF, de World Bank en de WTO (wereld handelsorganisatie) dwongen landen volgens een vast stramien te werken om in aanmerking te komen voor hulp en financiële steun. Democratiseren, dereguleren, bestrijden corruptie, verzelfstandigen, meer markt, vrije munt, etc. Het is niet dat dit altijd verkeerde middelen zijn, maar al te dogmatisch toegepast kunnen de bijwerkingen zeer fors zijn. Zammit-Lucia⁶¹ schreef het boek ‘Backlash: Saving globalisation from itself’ waarin hij de stelling betreft dat ons huidige systeem kapot is. Het autocratisch kapitalisme zoals hij dat noemt rukt op.

Wereldwijd is ook een zekere convergentie te zien in het denken inzake corporate governance. Zo hebben wij in Nederland een ‘two tier’ structuur (Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen) maar omwille van de heersende Angelsaksische one tier structuur spreken wij in Nederland inmiddels over een ‘one and a half tier’. Convergentie is ook terug te vinden in ideeën over verslaggeving zoals we zagen, we zien het terug in het denken over onafhankelijkheid als eis voor commissarissen/toezichhouders, daar waar onderzoek ook heeft aangetoond dat meer onafhankelijke toezichhouders juist minder goed werkte (Romano, 2005). Leisen en Swan (2018) gaan nog een stapje verder door hun artikel de titel mee te geven: ‘Were prestigious independent directors responsible for the subprime crisis?’ Het antwoord laat zich raden. Romano beschreef ook hoe de Sarbanes Oxley wet die in het leven werd geroepen naar aanleiding van het Enron schandaal gekwalificeerd kon worden als ‘quack corporate governance’.

60 <https://fd.nl/weekend/1248724/de-wereldbank-denkt-niet-langer-dat-groei-mensen-vanzelf-uit-de-armoede-tilt>

61 <https://fd.nl/morgen/1256753/ons-huidige-systeem-is-kapot>

Die convergentie wordt ook nog versterkt door fenomenen als ‘revolving doors’ (Mukunda, 2014) en ‘regulatory capture’ (Posner, 1974) waarmee wordt geduoid op het gegeven dat het regelmatig voorkomt dat regelgevers in dienst treden van partijen waarop de regels van toepassing waren en vice versa. Convergentie is niet de oplossing omdat het miskent dat er allerlei verschillen zijn in culturen, landen en institutionele arrangementen die maken dat de ‘oplossing niet het probleem is’ om collega Edgar Karssing (2011) te citeren. Ntongho (2016) beschrijft dan ook dat culture en politieke factoren ook van groot belang zijn bij het inrichten van corporate governance en dat vooral ontwikkelingslanden niet perse modellen uit meer ontwikkelde landen klakkeloos over dienen te nemen. Bhasa (2017) kwam tot een vergelijkbare conclusie.

Becht et al (2005) concludeerden ook al dat diversiteit juist goed is, sterker nog die moet bevorderd worden. Overigens komt Krenn (2016) tot de conclusie dat convergentie en divergentie samen kunnen gaan en juist kunnen bijdragen aan een rijker inzicht in hoe corporate governance werkt. Uiteraard compliceert zijn conclusie het debat maar het biedt wel weer ruimte voor meer onderzoek. En ja, voor elk onderzoeksresultaat is wel een tegenhanger te vinden die het tegenovergestelde beweert.

Een ander probleem is dat ondernemingen niet altijd eenvoudig aansprakelijk gesteld kunnen worden voor misstanden. Mansell et al (2018) beschrijven dat bedrijven niet eenvoudig te vervolgen zijn en dat ze in ieder geval niet naar de gevangenis kunnen worden gestuurd. Boetes werken ook slecht omdat de kosten daarvan vaak de spreekwoordelijke peanuts zijn. Ook al krijgt Google voor machtsmisbruik een boete van \$ 4,3 miljard opgelegd door de EU, dan nog blijft er in dat betreffende kwartaal meer dan \$ 3 miljard winst over..... Eisinger (2018) beschreef in zijn boek ‘The Chickenshit Club’ dat vervolging vaak achterwege blijft en Eric Holder, toen de minister van Justitie in de USA, meldde de Senaat dat hij banken niet durfde te vervolgen uit angst voor een negatieve impact op de economie! ‘Too big to fail’ in een bijzonder jasje.

i. Politieke beïnvloeding als bedreigende factor

Tot slot van het rijtje ellende is er een zekere zorg dat door de toegenomen macht van bedrijven – sommigen spreken over de ‘Fearsome Five’ (Apple, Google, Amazon, Microsoft en Facebook, waarbij ze dan gemakshalve vergeten dat een paar Chinese bedrijven als Alibaba en Tencent nog groter zijn) – de invloed op de economie en de politiek dusdanige vormen aan heeft genomen dat de democratische besluitvorming in gevaar komt (Mukunda, 2014). Stout (2012) noemt de enorme bedragen die grote bedrijven besteden aan politieke beïnvloeding en het financieren van verkiezingen. De ‘Consumer Education Foundation’ schreef in 2009 het rapport ‘Sold out; How Wall Street and Washington Betrayed America’ met een vlamdend betoog tegen de heersende mores van politiek beïnvloeding in Amerika⁶². Je kunt ook de registers⁶³ van de EU erop naslaan om te zien hoeveel lobbyisten er in Brussel actief zijn – het zijn er vele duizenden – om te weten dat die er niets voor niets zitten. Ze willen de wetgeving beïnvloeden. Zo was er in Nederland ophef over ING die zelf de wet had geschreven die haar € 350 miljoen voordeel opleverde⁶⁴. Stout en Gramitto (2017) merkten op dat door de invloed van ‘corporate money’ het vertrouwen van burgers in de instituties daalt. The Freedom House (2018) deed vergelijkbare constateringen en trok de conclusie dat de democratie onder druk staat en daarmee de stabiliteit in gevaar komt.

Alex Brenninkmeijer waarschuwt in zijn Celelezing (2018) – met verwijzing naar de chaostheorie en complexiteit en systeendenken – voor de gevaren die onze democratie bedreigen en het belang van tegenkrachten en een

62 http://www.wallstreetwatch.org/reports/sold_out.pdf

63 <http://ec.europa.eu/transparencyregister/public/homePage.do?redir=false&locale=en>

64 <https://www.nrc.nl/nieuws/2015/11/04/ing-schreef-zelf-wet-die-banken-350 mln-scheel-1554018-a559071>

weerbare politiek⁶⁵. Wolfgang Streeck heeft een somber perspectief op het kapitalisme in relatie tot de democratie⁶⁶.

Thatcher⁶⁷, al eerdergenoemd, zei ooit:

‘And you know? There is no such thing as society’.

Zij gaf aan dat iedereen voor zichzelf diende te zorgen en dat die zorg niet kon worden afgewenteld op de overheid. Ze was ook geen fan van de vakbonden en in de ogen van ze heeft de macht van hen kundig gebroken. Of dat aan Thatcher te wijten is, is de vraag. Ook in Nederland zijn de vakbonden veel leden kwijtgeraakt en Thatcher had hier hooguit indirect invloed. Daarmee is een stabiliserende en corrigerende factor in de samenleving in belangrijke mate verdwenen. Datzelfde geldt voor instituties als de kerk en de publieke omroepen. Matthew Stewart beschreef in een mooi essay wat er in de Amerikaanse samenleving is gebeurd en hoe de ‘aristocratie’ zichzelf in het zadel houdt en daarmee de elite dient. Het lezen meer dan waard⁶⁸.

Dat het vertrouwen in de samenleving in veel instituties breed dalende is, is ook te zien in de jaarlijkse Trust Barometer van Edelman. Het bijzondere is dat 70% van de respondenten zegt dat het herstellen en bouwen aan vertrouwen de nummer 1 prioriteit van CEO's zou moeten zijn!⁶⁹

65 https://www.vpro.nl/speel-VPWON_1283466-alex-brenninkmeijer-afshin-el-lian-buitenhof-.html

66 <https://www.youtube.com/watch?v=Lo8TF6GZg7E>

67 <https://www.theguardian.com/politics/2013/apr/08/margaret-thatcher-quotes>

68 <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2018/06/the-birth-of-a-new-american-aristocracy/559130/>

69 <https://www.edelman.com/trust-barometer>

j. Toename van de ‘leverage’ (schulden) die ondernemingen aangaan

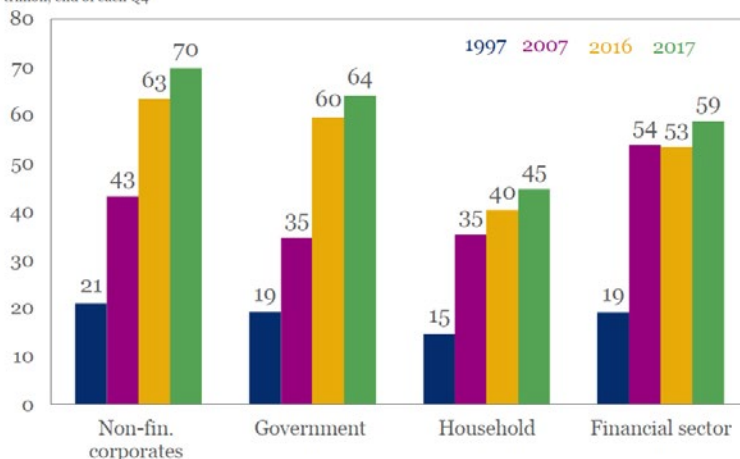
De shareholder value wordt beïnvloed door diverse factoren, één daarvan is de wijze waarop de onderneming gefinancierd is. Hoe geringer de hoeveelheid eigen vermogen in relatie tot het totale vermogen, hoe beter het rendement op eigen vermogen. In de financiële sector zagen we voor de crisis van 2008 dan ook een enorm hoge leverage factor, dat is de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen, soms wel 40-50. Dat betekent dat het eigen vermogen slechts 2-2,5% van het totale vermogen bedroeg. Inmiddels is dat percentage onder druk van toezichthouders en regelgevers aanzienlijk verhoogd.

In de afgelopen decennia is de schuldpositie van bedrijven wereldwijd ook sterk opgelopen. Bedrijven hebben zeker voor € 12.000 miljard aan obligaties uitstaan⁷⁰. Dat zijn dan alleen nog de obligaties, daar komen bankschulden en leverancierskredieten nog bij. Het onderstaande schema toont aan hoe de ontwikkeling van de totale schulden wereldwijd is geweest:

70 <https://fd.nl/beurs/1263010/veilige-bedrijven-zijn-een-berg-schulden-aangegaan>

FIGUUR 6: DE TOTALE SCHULDEN WERELDWIJD, VERDEELD NAAR SECTOREN**Global Sectoral Indebtedness**

\$ trillion, end of each Q4



Source: IIF Global Debt Monitor

De totale schuld is 318% van het mondiale Bruto Binnenlands Product (BBP) en de mondiale schuldenlast is opgelopen tot een recordniveau van \$238.000 miljard⁷¹, ruim drie keer zo veel als de wereld in één jaar produceert. De schulden van bedrijven zijn daarvan zo'n 30% maar dat betekent nog steeds dat bedrijven gezamenlijk bijna evenveel schuld zijn aangegaan als het totale BBP van de wereldeconomie. Ter geruststelling, Nederlandse bedrijven doen het met hun schuldenratio's beter dan in vele andere Europese landen het geval is⁷². De vraag of veel schuld slecht is voor groei en

71 En inmiddels weer verder opgelopen tot \$ 247.000 miljard. https://www.washingtonpost.com/opinions/the-247-trillion-global-debt-bomb/2018/07/15/64c5b-baa-86c2-11e8-8f6c-46cb43e3f306_story.html?noredirect=on&utm_term=.a02946342e68

72 <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-23aug2017-Assets-and-liabilities-of-Dutch-non-financial-firms.pdf>

innovatie is de vraag maar De Geus⁷³ deed onderzoek naar de vraag waarom sommige bedrijven heel oud worden terwijl vele andere niet veel jaren bestaan. Een van de verklarende factoren was een conservatieve financiering; kortom, niet te veel schuld zodat er ook reserves zijn voor slechte tijden en er ook geld beschikbaar is voor innovaties als die mogelijkheden zich voordoen. Dat de huidige lage rente een aanjager is van die schuldenberg is zeker waar.

Bij overnames werd – en wordt – vaak gebruik gemaakt van financiering van de overnameprijs met schuld, zeker in gevallen waar hedge funds of activistische aandeelhouders betrokken zijn. Die schuld werd dan op de balans gezet van de overgenomen partij en dat leidde in sommige gevallen tot faillissementen en in ieder geval financiële problemen bij overgenomen bedrijven. Ze hebben in de politiek en in de ogen van het publiek dan ook vaak een slechte naam gekregen: roofdierkapitalisten en ander minder fraaie termen doen de ronde.

k. Opsplitsen van bedrijven

Veel bedrijven – zeker de grote multinationale ondernemingen – zijn conglomeraten die bestaan uit soms zeer verschillende onderdelen. Onder druk van het primaat van de aandeelhouderswaarde werd vaak druk uitgeoefend op dergelijke conglomeraten om sommige onderdelen af te splitsen omdat dat de aandeelhouderswaarde ten goede zou komen. Ook hier zijn vaak hedge funds en activistische beleggers bij betrokken. Voorbeelden in Nederland zijn de recente overnamepoging van AKZO Nobel door PPG, de laatste in samenspraak met een activistisch fonds. Bij AKZO Nobel leidde dat uiteindelijk tot een afwenteling van de overname maar werd wel de chemiedivisie verkocht. De opbrengst van € 7 miljard werd integraal uitgekeerd aan de aandeelhouders. De achterliggende gedachte is dat beleggers zelf

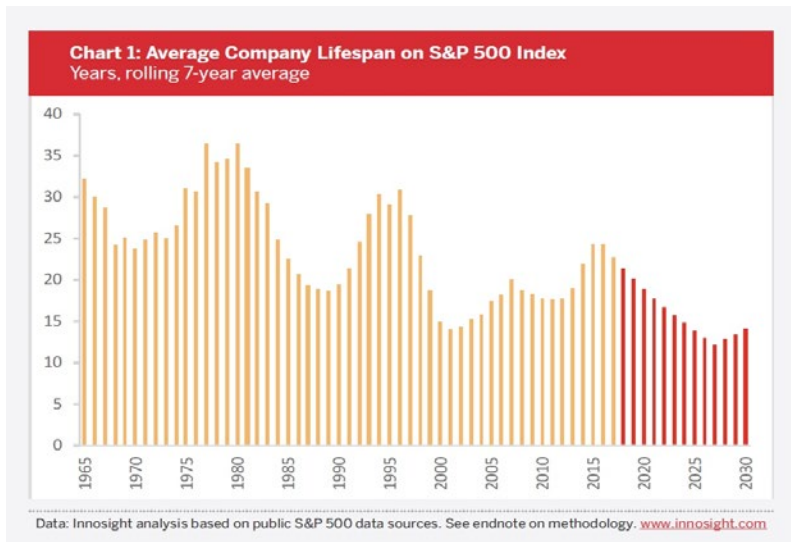
73 <https://www.managementboek.nl/boek/9789055940837/de-levende-onderneming-arie-de-geus>

wel een portfolio van verschillende bedrijven kunnen samenstellen en dat een bedrijf dat zelf een portfolio is dus niet de voorkeur geniet.

I. Afnemende levensduur van bedrijven

Onderstaand schema toont de gemiddelde levensduur van bedrijven:

FIGUUR 7: DE GEMIDDELDE LEVENSDUUR VAN BEDRIJVEN IN DE S&P 500 INDEX



Hieruit blijkt dat de gemiddelde levensduur (weliswaar van bedrijven in de S&P 500 Index) nu tussen de 15 en 20 jaar bedraagt. Dat is consistent met Serafeim (2017) die een turn-over van S&P 500 bedrijven constateerde over de laatste 50 jaar van zo'n 4-5%. Ook Belinfanti en Stout (2018) concludeerden dat de gemiddelde levensduur vanaf de jaren '60 tot 2015 gedaald was van 60 jaar naar zo'n 15 jaar nu. In een onderzoek van Credit Suisse⁷⁴

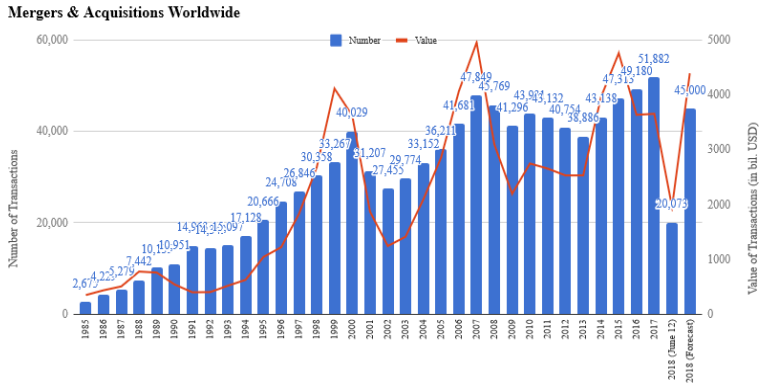
74 https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&-sourceid=em&document_id=1070991801&serialid=TqtAPA%2FTEBUW%2BgCJn-JNtIkenIBO4nHilyPL7MuuzoFI%3D

bleek dat er een relatie is tussen levensduur en investeringen in innovatie. Innovatie was daarmee een indicator voor een langere levensduur en daarom van belang voor investeerders om te betrekken bij een investeringsbeslissing. Ok bleek uit hun onderzoek dat van de ondernemingen die zijn verdwenen dat in ongeveer een derde van de gevallen werd veroorzaakt door een faillissement en in twee derde van de gevallen door een overname of fusie.

m. Golf van fusies en overnames

In de afgelopen decennia zijn zoals uit het bovenstaande blijkt veel bedrijven van de beurs verdwenen waarvan dus twee derde veroorzaakt werd door fusies en overnames, dat is wat we hiervoor noemden de markt voor corporate control die haar werk deed. In onderstaand schema is een overzicht te zien van de ontwikkeling in de fusies en overname markt wereldwijd. De trend spreekt voor zich en als de eerdergenoemde Schenk gelijk heeft dan was zo'n 85% niet succesvol.

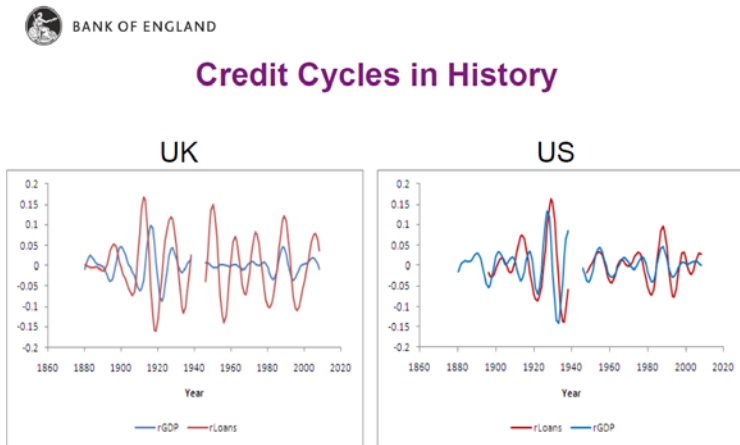
FIGUUR 8: AANTALLEN FUSIES EN OVERNAMES EN DE WAARDE DAARVAN WERELDWIJD (1985-2018)



Tot slot enige afrondende woorden bij deze paragraaf. Van Bavel (2018) heeft een prachtig boek geschreven (*De Onzichtbare Hand*) waarin hij de opkomst en neergang van markteconomieën beschrijft. Aan de hand van vier cases, waarin Nederland tweemaal voorkomt, beschrijft hij hoe dat proces van opkomst en neergang gaat. Het begint altijd met sociale opstanden en onrust waarna er een betere verdeling ontstaat van bezit en invloed. De dominante markten komen dan op en groeien, waarna er een nieuwe ongelijkheid ontstaat, gebaseerd op marktkracht. Financiële markten groeien en maakt burgers afhankelijk van marktelites. De politieke ongelijkheid neemt vervolgens ook toe waarmee de ongelijkheid in stand wordt gehouden dan wel zelfs bevorderd, waarna het verval inzet en uiteindelijk de cyclus weer opnieuw begint met sociale opstanden. Ik kan u zijn boek van harte aanbevelen. Het slot wil ik u wel verklappen en zal u wellicht op grond van het voorgaande niet verbazen; wij bevinden ons in de neergangsfase. Tijd voor wat nieuws dus voordat de revolutie toeslaat. Het perspectief van Van Bavel komt overigens behoorlijk overeen met het perspectief van Scheidel (2017). Ook Maddison (1991) schreef dat veranderingen altijd veroorzaakt worden door schokken en die schokken zijn niet altijd prettig.

Dat er altijd al cycli van op- en neergang zijn geweest is geen nieuws. Het vervelende alleen is dat we niet snel lijken te leren. Haldane⁷⁵ van de Bank of England toonde naar aanleiding van de financiële crisis onderstaande figuur waaruit nog maar eens duidelijk wordt dat die cycli er al lang zijn, dat de amplitude en de frequentie ondanks onze toegenomen kennis en regulering kennelijk niet toereikend waren en dat de voorspeller vooral de verstrekte hoeveelheid krediet lijkt te zijn.

FIGUUR 9: CREDIT CYCLES IN HISTORY



- Credit cycle as much a stylised fact as business cycle – only bigger

5

Ergo, niets nieuws onder de zon. Goed, het zijn twee Angelsaksische landen maar Vis, Woldendorp en Keman (2013) deden onderzoek met wat heet ‘fuzzy sets’ om te zoeken naar de parameters voor het beoordelen van de economische prestaties van 19 OECD landen over de periode 1975-2005. Hun conclusies waren dat er geen ‘silver bullit’ is, dat land-specifieke factoren bepalend zijn maar dat die over de tijd gezien verschillen en dat daarmee het antwoord op hun onderzoeksvraag of er éénduidige parame-

75 <http://www.iiea.com/event/Andrew%20Haldane-20%20Jan%2020115d66.pdf>

ters zijn te onderkennen voor economisch succes met een ferm ‘NO’ moest worden beantwoord.

Ook Judge et al (2014) deden een studie naar de vraag welk model van het kapitalisme het beste is voor welvaart en gelijkheid. Zij geven in hun inleiding aan dat het antwoord sowieso afhankelijk is van *‘what society decides “economic effectiveness” is’*. Ook zij borduren voort op fuzzy set analysis en keken naar 48 ontwikkelde en ontwikkelingseconomieën. Hun conclusie was dat er geen optimaal model is maar dat er wel configuraties zijn die het beter dan wel slechter doen. Die modellen veranderen ook over de tijd en hangen af van de institutionele context. Overigens de winnende configuraties waren die van Finland en Canada. De verliezers Indonesië, Venezuela en Chili en Singapore. Het is een interessante studie die ik u van harte kan aanbevelen. Ik wil nog wel één quote opnemen omdat ik die in het vervolg nog wil gebruiken:

‘In this study, we argue that the proper and legitimate role of an economy is to create wealth for all of a nation’s citizens, and to do this in an equitable way’.

Aguilera en Jackson (2010) deden ook een internationaal vergelijkend onderzoek naar corporate governance en ook zij concludeerden dat er geen enkel perspectief is dat op toereikende wijze de diversiteit kan verklaren. Hansmann en Kraakman (2000) wisten dus het antwoord wel welk systeem het beste is maar tot die categorie behoor ik niet. Ik weet het ook niet, het enige dat ik meen te weten is, is dat er meerdere perspectieven zijn.

Hansmann en Kraakman (2000) wisten dus het antwoord op welk systeem het beste is maar tot die categorie behoor ik niet. Ik weet het ook niet, het enige dat ik meen te weten is, is dat er meerdere perspectieven zijn. Causale verbanden vinden wetenschappers heel ingewikkeld, zeker in omgevingen waarin veel variabelen relevant zijn. De Fransen zeggen het inderdaad zo mooi: *‘Du choque des opinions, j’ai vu la vérité’*.

Wat ik in ieder geval zie is dat er over een lange reeks van eeuwen veel bereikt is door de mensheid en dat het kapitalisme en zijn streven naar beter en meer ons veel heeft gebracht. Ik zie ook de bijwerkingen van het medicijn en dan is de vraag natuurlijk of er betere medicijnen in omloop zijn dan wel of we zonder het medicijn kunnen. Ik zal hierna een poging doen om middelen voor te schrijven die de ergste bijwerkingen zouden kunnen inperken en daarmee het hoofdmiddel, kapitalisme, in belangrijke mate in stand houden. Mijn belangrijkste afdrank is dat we te vaak oogkleppen op hebben gezet die verhinderen dat we het totale plaatje konden zien en waarmee we intervenueerden op de verkeerde manier.

In de ogen van Ghoshal (2005) doen we iets fundamenteels verkeerd:

‘absurdities in theory leading to dehumanization of practice’,

en agency theory en TCE hebben managers geproduceerd die:

‘now very familiar in practice: the ruthlessly hard-driving, strictly top-down, command-and-control-focused, shareholder value obsessed, win-at-any-cost, business leader’.

Tot slot van deze paragraaf wil ik nog wel opmerken dat niet alles wat misgaat in de wereld de schuld is van het kapitalisme en de wijze waarop wij de corporate governance hebben ingeregeld. Oorzaak en gevolg relaties, zoals ik in de inleiding al zei, zijn niet eenvoudig vast te stellen. Desalniettemin heb ik deze opsomming nodig om in het vervolg de samenhang der dingen te kunnen duiden en daarmee ook in staat te zijn na te denken over de weg voorwaarts. Veel factoren hebben een relatie met elkaar en het is dus belangrijk om die te kunnen zien en beter in te kunnen grijpen om corrigerend te kunnen handelen.

*If you change the way you look at things,
the things you look at change.*

Max Planck, natuurkundige en Winnaar van de Nobelprijs

SYSTEEMDENKEN SCHERPT DE BLIK VAN DE ADELAAR

Alvorens enkele ideeën aan te dragen die de bijwerkingen van het huidige systeem kunnen mitigeren, wil ik u introduceren in systeemdenken. Daarmee is mijn veronderstelling dat we een beter inzicht en overzicht krijgen in hoe systemen werken, welke interventiemogelijkheden er zijn en hoe we die kunnen inzetten ter verbetering van wat er nu is. Donella Meadows (2008) schreef ‘Thinking in Systems’. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat haar vrienden het boek hebben afgemaakt op grond van haar eerdere werk want ze is al in 2001 overleden. Ik neem u mee in haar denken.

Een systeem is een ‘interconnected set of elements that is coherently organized in a way that achieves something’. Daarmee is het geheel dus meer dan de som der delen. Systemen vertonen – en verklaren – gedrag en hebben een doel. Dat doel is de meest bepalende factor voor de wijze waarop het systeem werkt, onthoud u dat vast goed. Een systeem kan een mens zijn, een organisatie of een samenleving. De wijze waarop het systeem werkt wordt – naast het doel – vooral ook verklaard door de regels die gelden en de wijze waarop informatiestromen gaan. De interconnectie tussen samenstellende delen wordt bepaald door de informatie die wordt gebruikt en gedeeld.

De begrippen voorraden, stromen en dynamisch evenwicht zijn van belang om de werking goed te kunnen doorgronden. Een voorraad wordt gevormd door het geheugen van de geschiedenis van veranderende stromen. Om het simpel te maken, een watervat is een voorraadgrootheid en de inhoud wordt

bepaald door de hoeveelheid die erin gaat en die er uitgaat. Dat laatste zijn dus de stromen, meer in- dan uitstroom doet de voorraad toenemen en vice versa afnemen. Als in- en uitstroom in evenwicht zijn dan is er sprake van een dynamisch evenwicht. De voorraad kan dus worden beïnvloed of door de in- dan wel de uitstroom te vergroten of verkleinen. Daarmee vormen voorraden buffers of helpen bij het absorberen van schokken in systemen. Voorraden helpen ook om in- en uitstroom te ontkoppelen van elkaar.

Zoals al gezegd, informatie is essentieel om de interconnectie vorm te geven. Dat gebeurt door middel van wat wij feedback loops noemen. Feedback loops werken op basis van geldende regels of de wetten van de natuurkunde. De feedback loop is gebaseerd op de acties die weer afhankelijk zijn van de voorraadgrootte en de veranderingen daarin. De thermostaat is daartoe een bruikbare metafoor om te begrijpen hoe dat werkt. De ingestelde temperatuur is het doel, de omgeving maakt dat het afkoelt (ervan uitgaande dat het buiten kouder is natuurlijk) en de kachel die dan gaat branden zorgt ervoor dat de ingestelde temperatuur bereikt wordt.

Feedback loops bepalen het toekomstig gedrag van het systeem; dus als de temperatuur lager is dan gewenst wordt informatie uitgewisseld waarna de kachel gaat branden en de temperatuur omhoog gaat. Feedback loops kunnen een balancerend effect hebben, zie alweer de thermostaat, en ze kunnen een versterkend effect hebben. Die laatste zijn zelfversterkend en kunnen ervoor zorgen dat exponentiële groei zich voordoet dan wel dat het systeem ontspooit.

Complex gedrag in systemen wordt vaak veroorzaakt doordat de relatieve kracht van feedback loops verandert waardoor sommige loops de overhand krijgen. Een vertraging in de informatie-uitwisseling leidt ertoe dat balancerende loops zorgen voor oscillaties (golfbewegingen) in het systeem. Hoe groter de vertraging, hoe groter de veranderingen in het gedrag van het systeem. De structuur en dynamiek van een systeem laat zich onderzoe-

ken door te kijken naar gebeurtenissen die gedurende de tijd plaatsvinden en na te gaan wat het effect is. Daarmee kunnen we ook ‘what-if’ vragen proberen te beantwoorden, scenario’s te ontwikkelen en een – bruikbaar – model te maken van het gedrag van het onder studie zijnde systeem. De bruikbaarheid van die modellen wordt vooral bepaald door het antwoord op de vraag of het model (en dus het systeem) reageert met een realistisch patroon van gedrag.

Systeemdenken leert ons ook dat er een paar belangrijke beperkingen zijn in systemen:

- In fysieke systemen die exponentieel groeien moet er tenminste één versterkende loop zijn die de groei aanjaagt en één loop die balance-rend werkt want geen enkel systeem kan tot in eeuwigheid groeien;
- Niet hernieuwbare grondstoffen zijn beperkt in voorraad; en
- Hernieuwbare grondstoffen zijn stroom beperkt.

Systemen kennen homeostase en dat is het uit de biologie stammende begrip dat betekent dat een systeem (een cel of een meercellige) zichzelf in een zeker stabiel evenwicht weet te houden. Zo is de lichaamstemperatuur in normale omstandigheden ongeveer 37 graden Celcius en zelfs bij inspanning houdt homeostase ons lichaam op dat niveau. Daarmee houden systemen zich ook in stand. Ook kennen veel systemen een zekere mate van redundantie.

Systemen zijn vaak zelf-organiserend, dat wil zeggen dat ze zelf hun structuur kiezen of vernieuwen en daarmee kunnen ze ‘leren’, diversificatie toepassen en toenemen in complexiteit. Aan de flexibiliteit/weerbaarheid (‘resilience’) zit altijd een grens. Systemen moeten daarom niet alleen gemanaged worden om de productiviteit te verhogen (efficiëntie verbeteren), maar ook de flexibiliteit/weerbaarheid (resilience). Hiërarchische systemen evolueren van onderaf. Het doel (purpose) van de bovenlagen van de hiërarchie is om de onderlagen te dienen.

Systemen hebben een paar verrassende kenmerken:

- a. De relaties binnen systemen zijn vaak niet lineair maar non-lineair;
- b. Separate systemen bestaan niet, de wereld is een continuüm en waar de grens te trekken rond een systeem hangt af van de discussie die willen voeren;
- c. Op elk moment is de input het meest belangrijke van een systeem en dat is tevens de grootste beperkende factor;
- d. Elk fysiek systeem met meerdere inputs en outputs is omgeven door beperkende lagen;
- e. Er zal altijd een beperking zijn aan de mogelijke groei;
- f. Een hoeveelheid die exponentieel groeit bereikt haar limiet in een verbazingwekkend korte tijd;
- g. Als er grote vertragingen in feedback loops zijn dan is enige vorm van een vooruitziende blik essentieel;
- h. De beperkte rationaliteit van elke actor in een systeem hoeft niet te leiden tot besluiten die het welzijn van het systeem bevorderen.

Systemen kennen een paar valkuilen die belangrijk zijn om te onderkennen, zeker als we systeemdenken willen toepassen op corporate governance.

- Policy Resistance; als diverse actoren verschillende doelen hebben die ze willen realiseren, dan is weerstand niet ver weg uiteraard en is het zeer wel mogelijk dat we het doel steeds verder weg zien drijven op een manier die niemand wil maar desalniettemin in stand wordt gehouden. De manier om hiervan weg te blijven is om iedereen vooraf te betrekken en te zoeken naar wederzijds aanvaardbare doelen en hoe die te bereiken. Een manier is ook om te zoeken naar nog belangrijkere doelen die voor iedereen aantrekkelijk kunnen zijn;
- The Tragedy of the Commons; een bekend economisch dilemma als gedeelde hulpbronnen, bijvoorbeeld een stuk grond, worden gedeeld waarbij de directe opbrengsten het individu toevallen maar de kosten van excessief gebruik voor ons allen gezamenlijk zijn. Uiteindelijk kan

dat excessieve gebruik ertoe leiden dat er geen hulpbronnen meer over zijn. De oplossing is opleidingen zodat iedereen snapt wat er gebeurt als er geen afspraken worden gemaakt. De economische oplossing is om de gezamenlijke resources toe te delen aan individuele eigenaren zodat ze de consequenties zelf ervaren en dus beter op de spreekwoordelijke winkel passen en meer verantwoord omgaan met de hulpbronnen. Dat werkt niet als die hulpbronnen niet te privatiseren zijn uiteraard;

- Drift to Low Performance; als performance standaarden worden beïnvloed op basis van prestaties uit het verleden, zeker als die negatief worden beoordeeld, dan treedt er een versterkende feedback loop op die ertoe leidt dat het systeem erodeert. De oplossing is dan om de performance standaarden absoluut te houden, of beter nog, de standaarden te verhogen op grond van de betere prestaties;
- Escalation; als de status van een voorraad bepaald wordt door te proberen die voorraad te verslaan door een andere voorraad (en vice versa) dan ontstaat er een wedstrijdje armpje drukken. Bekende voorbeelden zijn de wapenwedloop uit de Koude Oorlog, waarbij de Russen en de Amerikanen elkaar probeerden af te troeven met steeds meer kenwapens, tot een niveau dat in staat stelde de wereld een paar keer te vernietigen. Dit gaat door tot het systeem in elkaar stort of een der partijen uitgeput raakt, letterlijk of figuurlijk. Zo zijn er historici die WO I verklaren vanuit het perspectief dat Duitsland op enig moment zijn marine wilden vergroten en net zo groot maken als die van Engeland. Dat was tegen het zere been en ook hier is de rest geschiedenis. De beste manier om dit te vermijden is er in het geheel niet aan te beginnen. Een andere manier is de-escalatie door weigeren mee te gaan in de wedloop of onderhandelen waardoor weer balancerende loops ontstaan. De Koude Oorlog is op de laatste manier beëindigd;
- Success to the Successful; Monopoly is zo'n situatie, the winner takes all. De ongelijkheid in de wereld wordt zo bevorderd. Diversificatie is een oplossing en in de economie lossen we dit op door anti-trust wetten te maken dan wel progressieve belastingen te heffen. In het verle-

den zijn grote bedrijven opgesplitst omdat ze te veel macht kregen;

- Shifting the Burden to the Intervenor; dit risico treedt op als we symptoombestrijding doen en niet de onderliggende oorzaken aanpakken. Soms treden ook wederzijdse afhankelijkheden op, soms verslaving, die de werkelijkheid verbergen en uiteindelijk alleen maar erger wordt. Als dan de interventie bedoeld om het systeem te corrigeren een zelfversterkend effect krijgt dan treedt er een destructieve versterkende feedback loop op die de afhankelijkheid alleen maar versterkt. Je zou kunnen zeggen dat de huidige situatie op de financiële markten hier veel van weg heeft. We kwamen in 2008 in een financiële crisis vanwege overkreditering (te veel schulden) en de gekozen oplossing was om nog meer krediet in het systeem te stoppen, eufemistisch noemden we dit Quantitative Easing (QE). De verklaring was dat we tijd wilden kopen, waarmee monetaire autoriteiten hopen dat inflatie en groei het probleem wel zullen oplossen. Hoe dit experiment afloopt is de vraag. De oplossing om niet in deze valkuil te vallen is natuurlijk vooral om er niet aan te beginnen. Als dat niet anders kan dan is het zaak de aandacht te vestigen op de lange termijn en meer structurele oplossingen en niet op de korte termijneffecten van het verlichten van de pijn. De boodschap is wel hoe langer je wacht, hoe moeilijker de weg terug wordt. Elke verslaafde zal dat weten;
- Rule Beating; regels kunnen ertoe leiden dat men of wegen gaat zoeken om de regels te omzeilen of pervers gedrag waarbij we de schijn ophouden dat we de regels naleven maar intussen dat juist niet doen. De oplossing is het herdefiniëren van de regels zodat de creativiteit wordt bevorderd om wegen te zoeken waarmee het oorspronkelijke doel weer in beeld komt;
- Seeking the Wrong Goal; het gedrag van elk systeem is erg gevoelig voor de gestelde doelen en de bijbehorende feedback loops. Als we dus de verkeerde doelen stellen dan krijgen we ook het verkeerde gedrag. What's get measured gets done. De oplossing is het stellen van doelen die het echte welzijn van het systeem meten. Wees vooral beducht op het risico dat we inspanning met resultaat verwarren! We zien in het echt vaak dit effect.

Er zijn een aantal manieren waarop geïntervenieerd kan worden in een systeem. Meadows geeft er 12 in een volgorde van toenemende effectiviteit en die zal ik in de volgende paragraaf toepassen op de mogelijke oplossingen voor het bijstellen van de shareholder value dominantie in corporate governance.

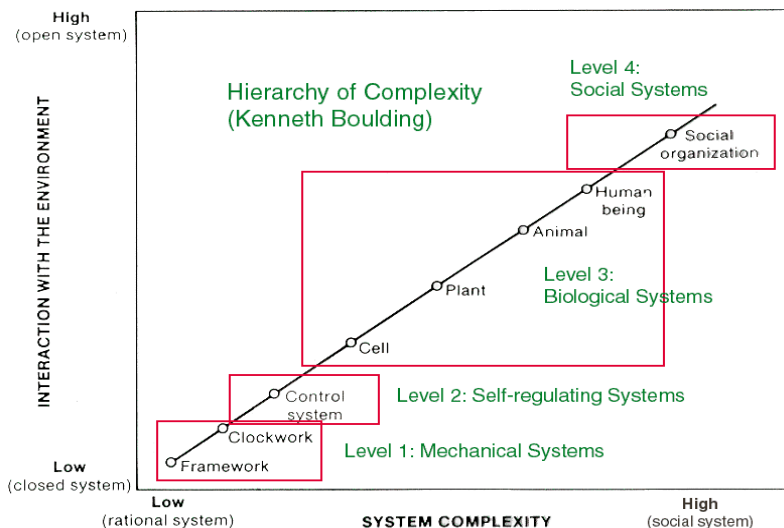
Goed, na deze crash course systeemdenken is het nu belangrijk om na te gaan hoe we dit kunnen inzetten om ons denken over corporate governance te verbeteren en te komen tot betere oplossingen voor de hiervoor benoemde problemen. Je kunt problemen niet oplossen met de manier van denken die we gebruikten toen we ze hebben gecreëerd zei Einstein al.

Systeemdenken biedt geen kant en klare oplossingen. Het vraagt tijd vanwege de complexiteit en het non-lineaire gedrag van systemen en de samenhang der dingen. Het is in zekere zin te vergelijken met het waterbed, je drukt hier en ergens gaat het omhoog. Goldrath (1984) schreef ooit het bekende boek 'The Goal' waarin beeldend wordt beschreven hoe de zoektocht naar de oplossing van – in dit geval – een optimalisatievraagstuk verloopt. Dat is een proces van 'trial-and-error' en vraagt niet alleen tijd maar ook iteraties. Het leren begrijpen van het systeem, de samenhangen vinden, hoe de feedback loops het systeem in evenwicht proberen te brengen dan wel versterkend werken op een beweging is tijdrovend, en als het systeem omvangrijk is, is het systeem nog steeds dynamisch van karakter met ook een mate van onvoorspelbaarheid waarmee er nimmer oplossingen gevonden kunnen worden die permanent werken.

Boulding (1956) ontwierp zijn bekende systeemhiërarchie (zie figuur 10) waarin op de horizontale as de complexiteit is weergegeven en op de andere de interactie met de omgeving. Hij onderkende vier niveaus en op dat moment – en dat is nog steeds zo – hebben we perfecte kennis om niveau 2 te doorgronden en te weten wat er gebeurt als we A of B doen. Op niveau 3 is de eerste stap de cel. Daarvan weten we wel veel maar waarom een cel in een tumorcel onttaardt weten we nog steeds niet precies. Hooguit weten we

iets over de kans waarop dat gebeurt en hoe het mechanisme werkt. Hoe we de cel weer in het gareel krijgen weten we zeker niet. We hebben dan de keuze uit een paar ruwe methoden: wegsnijden, met chemo bestrijden of bombarderen met radioactieve stralen, geen van alle prettig voor de mens zelf. De bijwerkingen zijn niet gering. Als we dan op niveau 4 nadenken over instituties, organisaties en samenlevingen dan ligt het voor de hand om te veronderstellen dat het nog wel even duurt alvorens we de benodigde kennis ons eigen hebben gemaakt. Het noopt dus tot enige bescheidenheid. Wat systeemdenken wel mogelijk maakt is het stellen van betere vragen en het beter inzichtelijk maken van de werking van het geheel. De arendsblik met aan de ene kant oog voor veel detail en aan de andere kant het overzicht van het geheel maakt dat we waarschijnlijk verder komen dan met de oogkleppen op waarmee we nu vaak rondlopen. Zoals onze nationale voetbalheld Johan Crujff al zei: *‘Je gaat het pas zien als je het doorhebt’*.

FIGUUR 10: DE SYSTEEMHIËRARCHIE VOLGENS BOULDING



‘We have involved ourselves in a colossal muddle, having blundered in the control of a delicate machine, the working of which we do not understand’.

John Maynard Keynes; Essays in Persuasion, The Great Slump of 1930

SYSTEEMDENKEN TOEGEPAST OP CORPORATE GOVERNANCE

Allereerst is het nogmaals belangrijk vast te stellen dat het van belang is te kijken naar het geheel en niet naar de samenstellende delen. Naar mijn overtuiging is veel regelgeving, best practices, management practices, en wat dies meer zij, ooit met goede bedoelingen gemaakt en ontstaan om specifieke problemen in specifieke contexten te adresseren. Zo hebben we ook codes dan wel delen daarvan overgenomen uit andere contexten en jurisdicties die niet passend hoeven te zijn voor de onze. In Nederland hebben we de Corporate Governance code gekloond ten behoeve van sectoren buiten die van de ondernemingen. Daarmee hebben we ongetwijfeld in ernstige mate bijgedragen aan sub-optimalisatie van delen en zeker niet per se bijgedragen aan het optimaliseren van het geheel. White (2001, 256):

‘However, if we still focus on parts rather than wholes, then we will become worried about ambiguity and complexity giving rise to further complex behavior. What we need is an act of understanding, [...], in which we see the totality as an actual process that when carried out properly will tend towards bringing about a harmonious and orderly overall action, in which analysis into parts has no meaning’.

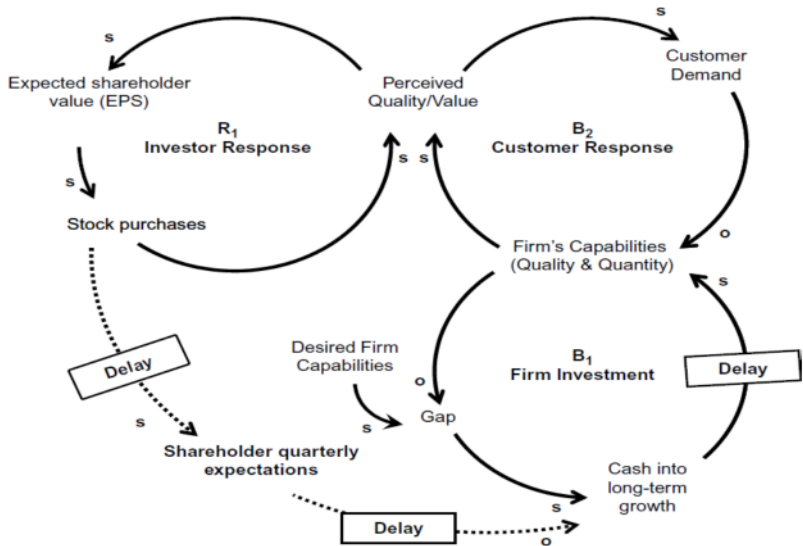
Gek genoeg is systeemdenken nog nauwelijks toegepast in het domein van corporate governance, althans voor zover ik heb kunnen nagaan. Er zijn een paar voorbeelden en ik zal daar mijn eigen voorbeelden aan toevoegen. Belinfanti en Stout (2018) hebben een poging gedaan systeemdenken toe te passen op het vraagstuk van corporate governance. Meadows (2008) gaf

al aan dat systemen meerdere doelen tegelijk kunnen hebben waarbij Belinfanti en Stout als overkoepelend doel van de onderneming definiëren het dienen van de ‘overall social welfare’. De onderneming heeft ook meerdere belanghebbenden waarmee relaties worden onderhouden, net zoals elk ander systeem.

Belinfanti en Stout geven aan dat ondernemingen vele ‘designers’ kunnen kennen die bepalend zijn voor het succes ervan. Dat maakt dat we ook dienen vast te stellen hoe dat succes dan gemeten kan worden als shareholder value ontoereikend is. Er zijn natuurlijk de nodige voorbeelden te bedenken: klanttevredenheid, medewerkerstevredenheid, kwaliteitsparameters, etc. Echter, wat de beste is op elk moment, is niet eenvoudig te bepalen. Temeer, omdat een systeem altijd te maken heeft met ‘constraints’, beperkingen die worden opgelegd door de context en het systeem zelf. Het optimaliseren van de doelen binnen de geldende constraints vergt veel. Daartoe kan gebruik worden gemaakt van tools zoals scenario analyse, wachtrij modellen, operational research, netwerkanalyse, etc. Duidelijk is dat systeemdenken zich in de ogen van Belinfanti en Stout slecht verdraagt met een éézijdig doel als shareholder value, zeker daar waar dat natuurlijk een uitkomst van een aantal factoren is. Winst is daarmee eerder een ‘constraint’ dan een doel. De complexiteit en de fijngevoeligheid waarmee de balans gezocht dient te worden, maakt dat volgens hen ‘outsiders’ sowieso niet het best gepositioneerd zijn om de prestaties te beoordelen.

Fusso (2012) heeft systeemdenken toegepast op het vraagstuk van het korte termijn denken. Ik laat u een van zijn schema’s zien en geef vervolgens een korte toelichting zodat u kunt volgen wat hier wordt uitgebeeld.

FIGUUR 11: PRESSURE FROM WALL STREET



Een bedrijf wenst te groeien en investeert door geld te stoppen in het laten toenemen van haar capabilities, u ziet dat afgebeeld in de Balancing loop B1. Met een zekere vertraging (delay) leidt dat tot de gewenste toename van die capabilities. Vervolgens ontstaat een Balancing loop B2 waaruit duidelijk wordt dat de klant ziet dat de kwaliteit of de waarde van het product/dienst dat wordt geleverd groter wordt en dat leidt tot meer kopen. Dat leidt vervolgens tot een grotere vraag waarmee de onderneming weer onder druk komt te staan en dient te investeren omdat er een nieuw gat is ontstaan en er dus weer geïnvesteerd dient te worden. Tegelijkertijd ontstaat er een Re-enforcing loop R1 en die representeert dat het bedrijf het goed doet en daarmee wordt de verwachte aandeelhouderswaarde vergroot (EPS). Dat leidt tot de aankoop van aandelen en met een zekere vertraging leidt dat tot hogere verwachtingen inzake de kwartaalresultaten van de onderneming en een hogere aandelenkoers. De verwachting van de markt is immers dan dat de winst per aandeel op peil blijft en dat kan bij een hogere aandelenkoers alleen als de winst ook werkelijk toeneemt. Daar zit een exponentiële

component aan vast. Immers, als de aandelenkoers € 50 is en een gewenst rendement is 10% dan moet bij een hogere koers van € 55 er geen € 5 rendement worden gerealiseerd maar € 5,50. Dat zal leiden tot een druk op de onderneming omdat er meer geld nodig is om uit te keren aan winst en er dus minder overblijft om te investeren (growth and underinvestment).

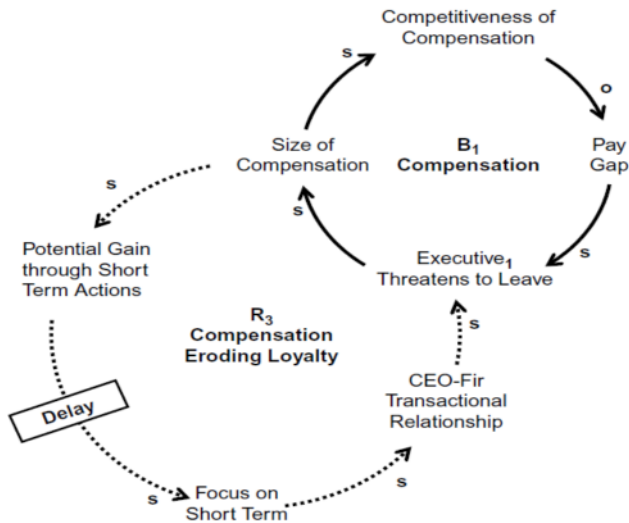
Je zou kunnen zeggen dat Ahold zo de bietenbrug is opgegaan. Van der Hoeven beloofde niet alleen een zeker rendement, nee hij beloofde dat de EPS verder zou gaan groeien. Dat laatste heeft hij gedaan door een continue stroom van overnames van bedrijven met een lagere EPS waardoor na de overname de totale EPS van Ahold kon toenemen. U begrijpt dat zo'n proces een keer eindigt en dat deed het dan ook met een daverende klap. Die klap kwam vooral doordat intern natuurlijk iedereen onder druk werd gezet om meer overnames te vinden, meer omzet te maken met een hogere winst, daar werden mensen ook op afgerekend en beloond en dat leidde uiteindelijk tot de fraude bij US Food Services. Daar bleven inkopers om aan die verwachtingen te voldoen inkopen en werden inkoopkortingen direct aan het resultaat toegevoegd. Dat kan goed gaan zolang de omzet groeit en de inkoopkortingen met enige vertraging alsnog worden gerealiseerd maar het proces stopt op het moment dat de economie vertraagt. US Food Services inkopers bleven inkopen, de magazijnen puilden uit in de hoop dat er een kentering in de markt zou komen maar die kwam niet, althans niet op tijd. Het systemische kaartenhuis stortte in elkaar en de rest is geschiedenis.

Een ander voorbeeld is dat van de beloning. Fusso toont de volgende figuur:

bureaus overigens, want ze verdienen niet alleen aan het aantal transacties maar ook aan de omvang van het beloningspakket omdat hun beloning ook daar weer vanaf hangt.

In het onderstaande schema wordt duidelijk dat het nog erger wordt door R₃:

FIGUUR 13: EXECUTIVE COMPENSATION (FIXES THAT FAIL)



Doordat de beloning in toenemende mate afhangt van de ontwikkeling van de koers, zie Jensen en Murphy (2004), van het aandeel dan wel de onderliggende optiepakketten krijgt ook de topman een bemoedigend zetje in de rug om die aan te jagen door middel van minder investeringen dan wel het inkopen van eigen aandelen of een combinatie daarvan. De korte termijn oriëntatie wordt verder versterkt en zijn of haar loyaliteit komt alleen maar verder onder druk te staan. De relatie wordt transactioneel van karakter en het psychologisch contract verandert.

De markt voor corporate control, dus fusies en overnames, maakt dat de aandeelhouderswaarde telkenmale omhoog moet omdat anders het bedrijf dreigt te worden overgenomen. U kunt hier weer AKZO Nobel en Unilever lezen. De eerste dreigde te worden overgenomen waarbij afsplitsing van de chemietak een onderdeel van de transactie zou worden. In allerijl bedacht AKZO Nobel een nieuwe strategie, wist de overname te voorkomen maar verkocht haar chemietak en de reeds genoemde € 7 miljard gaat naar de aandeelhouders.

Asset managers en institutionele beleggers maken het nog erger want die zoeken ook naar rendement. Toen AKZO Nobel dreigde te worden overgenomen werd Peter Borgdorff, topman van PGGM, de vraag gesteld wat hij zou hebben gedaan als PPG bij PGGM aan de deur had geklopt. Zijn antwoord was duidelijk⁷⁶, verkopen natuurlijk, want ik moet rendement maken voor mijn deelnemers. Begrijpt u mij goed, dat is geen verwijt aan Borgdorff, het is slechts de constatering dat het systemisch zo werkt.

De asset managers zoeken ook rendement dus die versterken dit proces ook eerder dan dat ze het afremmen. Tegendruk komt dus niet uit de beleggingshoek, zie ook het voorbeeld van Unilever waarbij topman Paul Polman onder druk van de mogelijke overname door Kraft Heinz de koers van Unilever toch weer meer in de richting van aandeelhouderswaarde dirigeerde⁷⁷.

Nog een laatste voorbeeld waarbij innovatie aan de orde komt.

76 <https://fd.nl/ondernemen/1204641/wij-konden-akzo-niet-steunen-alleen-om-dat-het-nederlands-is>

77 <https://www.ft.com/content/eao218ce-1be0-11e8-aaca-4574d7dabfb6>

mogen zijn dan blijkbaar te gering. Randstad is daarvan een voorbeeld⁷⁸. De overnamekas wordt zo gebruikt om te innoveren.

Zelfs het toepassen van business as usual met aantoonbare slechte producten en diensten gebeurt onder druk van de markt toch. Een goed voorbeeld daarvan zijn Citi Group en Rabo bank. Beide topmannen, Chuck Prince⁷⁹ en Piet Moerland, kregen de vraag voorgelegd waarom ze in rommelhypotheeken zaten en er mee doorgingen waarbij ze zelf eigenlijk wel wisten dat het slechte producten waren. Het antwoord was dat ze geen keuze hadden: ‘as long as the music is playing we’ll keep on dancing’ zei Chuck Prince. Hij – en ook Piet Moerland – hadden geen keus. Immers, iedereen deed het en als je niet meedeed dan werd het rendement lager ten opzichte van de concurrentie en dat zouden niet alleen de aandeelhouders niet waarderen, nee, ook hun eigen toezichhouders zouden dan mogelijk ingrijpen en hen wegsturen. Dat zet niet alleen druk op de topman maar ook op de rest van de organisatie zoals ook bleek uit het Libor schandaal bij Rabo en de praktijken die Wells Fargo⁸⁰ erop na hield door producten te verkopen aan klanten zonder dat ze dat zelf in de gaten hadden, laat staan hadden gevraagd. De medewerkers deden later publiekelijk hun beklag over de interne cultuur bij het bedrijf. Ze werden aangezet tot dergelijke praktijken omdat de top hoge prestaties verlangde. Fake it till you make it, zeggen we dan. Het punt is dat uit onderzoek⁸¹ al lang bekend is dat mensen zich conformeren aan de groepsdruk en zelfs dingen doen die opzichtelijk niet deugen. De Franse sociologen Callon en Latour⁸² bedachten hun ‘actor-network theory’ om

78 <https://fd.nl/ondernemen/1156802/randstad-zet-overnamekas-in-om-zich-zelf-te-vernieuwen>

79 <https://www.reuters.com/article/financial-crisis-dancing/ex-citi-ceo-defends-dancing-quote-to-u-s-panel-idUSN0819810820100408>

80 <https://www.npr.org/series/508986161/investigating-the-wells-fargo-scandal>

81 <http://www.psyblog.nl/2011/03/17/aschs-conformiteit-experiment/>

82 <http://www.bruno-latour.fr/sites/default/files/P-67%20ACTOR-NETWORK.pdf>

duidelijk te maken hoe die mechanismes werken en wat eraan gedaan kan worden om ze te bestrijden.

In de bovenstaande figuur wordt duidelijk dat R2 en B3 een zekere spanning opleveren. De oplossingen van vandaag en de druk om te presteren wakkeren die neiging aan en de noodzakelijke innovatie, al of niet radicaal, levert zicht op trends op die natuurlijk wel opgepakt dienen te worden, waarbij, zoals Lazonick (2013) terecht stelt, er sprake is van een grote mate van onzekerheid of die zullen gaan werken. Die onzekerheid vinden velen niet fijn, het kan immers verkeerd aflopen en dan is er waarde vernietigt.

Regelgeving reageert veelal op korte termijn problemen, de risico-regel-reflex⁸³, en ontwikkelt dan regels die gebaseerd zijn op hetgeen er op dat moment fout is gegaan. De druk vanuit de maatschappij op politiek, toezichthouders en regelgevers is groot om snel dat schandaal op te lossen. De toezichthouder heeft het altijd gedaan was een recente kop in het Financieel Dagblad⁸⁴. Dat leidt tot wat Romano (2005)⁸⁵ noemde, ‘quack governance’, die uiteindelijk leidt tot meer en vaak slechte regels en dus in de nabije toekomst tot nog meer incidenten en dus een grotere roep om regels. Ook daar is een zelfversterkend effect te zien. Die toename in het aantal regels leidt dus tot meer complexiteit en ook weer meer ongelukken en wat John Doyle⁸⁶ noemt ‘robust yet fragile’ systemen. Vaak is het ook symptoombestrijding in plaats van het wegnemen van de echte oorzaken. Ook om die reden zou ik graag pleiten dat regelgevers gebruik maken van systeemdenken bij het opstellen van nieuwe regels om te zorgen dat er goed over wordt

83 <https://margotrappenburg.nl/portfolio/risico-regelreflex/>

84 <https://fd.nl/weekend/1265014/de-toezichthouder-heeft-het-altijd-gedaan>

85 http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2971&context=fss_papers

86 <https://authors.library.caltech.edu/870/>

nagedacht zodat ze ook werken zoals bedoeld is. Een quick fix is er zelden en haastige spoed is zelden goed zeggen wij in goed Nederlands.

Zo ziet De Nederlandsche Bank⁸⁷ (DNB) nieuwe risico's opdoemen in het financiële systeem. Pensioenfondsbesturen maken gebruik van een beperkt aantal adviseurs en in de besturen zitten ook soms dezelfde mensen. Dat maakt dat de sector in de keuzes op risicomanagementgebied en de beleggingsportefeuille te veel op elkaar gaan lijken. DNB snapt ook goed dat dat mede komt door het toezicht dat ze zelf uitvoeren. Je moet gekwalificeerde mensen hebben, kennis is schaars en complex, het kringetje dus klein en dus is het risico terecht. Daar waar uniformiteit regeert en diversiteit afwezig is, ontstaat dan ook systeemrisico. Dat risico ziet DNB ook bij banken⁸⁸, ze zijn te veel eenheidsworst. Tsja, wat willen we nu eigenlijk?

De hiervoor geschetste voorbeelden zijn natuurlijk slechts exemplarisch. Om via systeemdenken goed te doorgronden hoe het werkt vergt veel meer onderzoek en nadenken. De complexiteit en de afhankelijkheden zijn groot. Wij zitten dus nu waarschijnlijk gevangen in balancerende en versterkende feedback loops die gezamenlijk niet tot het gewenste resultaat leiden, zonder dat we ons dat goed realiseren. Dat betekent dat we voor een deel terug zullen moeten naar de tekentafel en na moeten denken over oplossingen. Oplossingen waarbij we bereid zullen moeten zijn om te experimenteren.

White (2001) is ook van mening dat de complexiteit van nu – nu ja, toen hij het opschreef dan, zodanig is toegenomen dat 'zelf-referentiële manieren van denken en werken niet meer van toepassing zijn, zie ook de constatering van Van Dinten (2015) eerder genoemd in deze oratie. We zullen inderdaad moeten leren experimenteren, Meadows (2008) noemt dat zo mooi 'get the beat of the system, omdat de omgeving zo snel verandert dat

87 https://fd.nl/binaries/40/65/92/HFD_20180509_o_007_041.pdf

88 https://fd.nl/binaries/40/65/92/HFD_20180509_o_007_041.pdf

zelforganisatie wel meer kans moet krijgen om organisaties te kunnen laten overleven.

‘The aims of the processes would be: to understand the way in which the organization for governance operates or could operate; to balance strategic thinking, management, and accountability; to manage conflict and collaboration; and finally, to inject processes that allow emergence and self-organization so that the governance organization can evolve with its own identity, purpose and values’ (White, 2001, 255).

We moeten ons realiseren dat:

- Oplossingen niet alleen niet eenvoudig zullen zijn maar ook niet robuust genoeg in een dynamische wereld en dus bij voortduring aanpassing behoeven;
- We niet alleen structuuroplossingen en meer regels nodig hebben maar dat een andere mindset ook erg belangrijk is;
- Onze focus moet dus gericht zijn op het geheel en niet op de losse delen;
- Het dus waarschijnlijk veel tijd gaat kosten.

De filosoof Richard Sennett (2009) zou zeggen, het is ambachtelijk werk. Zijn perspectief op het kapitalisme⁸⁹ van vandaag is vrij somber en dat systeem levert volgens hem sociale en emotionele trauma's op bij mensen. Ghoshal (2005) spreekt in dat verband over 'de-humanization'. Het is dus hoog tijd daar wat aan te doen. Philipp Blom (2017) spreekt Sennett na en zegt dat er veel op het spel staat. Hij verwoordt het op de laatste pagina van zijn zeer leeswaardige boek als volgt:

89 <https://yalebooks.yale.edu/book/9780300119923/culture-new-capitalism>

‘Het scheppen van de problemen komt altijd als eerste. Daarom is dit ook niet de tijd van grote antwoorden, maar vooral van goede vragen. Als voldoende mensen het geduld, het uithoudingsvermogen, de moed, de bereidheid tot versobering, de ironie, de hartstocht, de waakzaamheid, de menselijkheid en de solidariteit hebben, als ze weigeren op te geven, kan dat het begin weer een stem worden die luid en overtuigend genoeg klinkt om een nieuw verhaal te maken’.

In de volgende paragraaf wil ik een aanzet proberen te maken voor dat nieuwe verhaal.

‘Problems of welfare economics must ultimately dissolve into a study of aesthetics and morals’.

Ronald Coase, (The problem of social cost, Journal of Law and Economics, 1960, 43)

‘Making predictions about economics is a lot harder than using physics to predict the behavior of the natural world’.

J. Doyne Farmer⁹⁰

ENKELE PIKETPALEN VOOR EEN BETER VERHAAL

Ik heb niet de verwachting dat over het betere verhaal snel consensus zal ontstaan. Niet alleen is elke majeure verandering moeizaam en gaat met weerstand gepaard. Het is ook een zoektocht omdat het ingewikkelde vraagstukken zijn die moeilijker zijn op te lossen dan in de fysica en of het mogelijk zal zijn van veel zaken afhangen die ik niet in de hand heb. Ideologisch als de discussie is, waarbij wetenschappelijk onderzoek ook zelden éénduidige antwoorden oplevert en vooral heel veel is gebaseerd op modellen, is dat ook niet realistisch. Wij zijn slechts in staat de wereld te vertalen in modellen die een sterk vereenvoudigde weergave zijn van de werkelijkheid. ‘Essentially, all models are wrong, but some are useful’⁹¹ zei Box (1987) al. De complexiteit van het echte leven is groot maar het ontslaat ons niet van de noodzaak om toch een poging te doen die te begrijpen, zeker als we onszelf doelen hebben gesteld zoals het beheersen van ondernemingen in hun context en het verbeteren van de lange termijnwaarde.

Ik zou willen beginnen met een paar vooronderstellingen, axioma’s, die we volgens mij onder ogen moeten zien. Het zijn er niet veel en ze zijn niet ingewikkeld te begrijpen.

1. Eeuwige groei kan niet op een aarde die eindig is en dus is circulariteit essentieel

De Club van Rome (1972) heeft daar natuurlijk al spraakmakend over

91 https://en.wikiquote.org/wiki/George_E._P._Box

geschreven en gelukkig zijn hun sombere veronderstellingen niet bewaarheid geworden. Desalniettemin is er serieuze zorg, zo tekende Ayres (2006) op: ‘Nevertheless I am now increasingly convinced that a continuation of exponential growth until 2050 cannot be taken for granted’. De World Business Council for Sustainable Development (WBCSD, 2018) heeft als visie om de wereld duurzamer te maken zodat in 2050 ruim 9 miljard mensen op aarde kunnen leven binnen de grenzen die onze planeet stelt. Raworth (2017) is inmiddels een bekende econome geworden met haar boek ‘Doughnut Economics’ waarin ze duidelijk maakt dat we nu al onze ecologische grenzen overschrijden en dat daarmee groei geen levensvatbaar paradigma kan zijn.

World Overshoot Day⁹² viel dit jaar wereldwijd op 1 augustus, dat wil zeggen dat we op 1 augustus onze grenzen van wat de planeet kan dragen hebben bereikt. Dat is overigens de vroegste datum ooit vastgesteld. Aan het eind van het jaar zullen we dan - voor wat de berekening waard is natuurlijk - 1,7 planeten Aarde hebben opgebruikt. Voor de toehoorder en lezer, de Nederlandse Overshoot Day ligt op 14 april, één dag voor mijn verjaardag dus dat is voor mij gemakkelijk te onthouden. Circulariteit is dan ook de nieuwe norm. Zo is het altijd al geweest in de natuur en zo zou het ook moeten zijn voor de wijze waarop wij omgaan met de wereld. Als we dat idee omarmen is groei nog mogelijk en dan moeten we gezamenlijk een meer dan goede poging doen om binnen de grenzen te blijven van wat mogelijk is. Ook hier speelt natuurlijk het probleem van de korte versus de lange termijn, waarbij op voorhand niet duidelijk is wat over 10 jaar mogelijk is en wat nu nodig is om dat dan mogelijk te maken. Systemen kennen vertragingstijden. Boulding (1956) zei het zo:

‘Anyone who believes exponential growth can go on forever in a finite world is either a madman or an economist’.

92 <https://www.overshootday.org/>

2. We moeten op zoek naar maatstaven voor welzijn die inclusief zijn en samenwerking bevorderen

Zolang we één monetaire maatstaf blijven gebruiken blijft het tobben. Optimaliseren van dat ene leidt onherroepelijk tot afbreuk aan andere criteria of belangen. Ons focussen op shareholder value leidt tot ‘value extraction’ en is daarmee zelfs een ‘onwettige maatstaf’ (Lazonick, 2013).

Het zit hem niet in woorden maar in daden. Zo zijn er dan ook mensen en instituten die spreken over termen als ‘slow capital’, ‘long governance’ (Masouros, 2012), ‘progressive capitalism’, ‘customer capitalism⁹³’, ‘regulatory capitalism’ (H-Y Chiu, 2018), ‘sustainable capitalism’, ‘entrepreneurial capitalism’ (Baumol et al, 2007), Hampden-Turner en Trompenaars (2017), met hulp van collega Tom Cummings, schreven ‘Nine visions of Capitalism’. Er is gelukkig wel een zekere congruentie in wat die termen beogen:

- a. Het gaat vooral om over menselijke waarden, die uiteraard vaak conflicterend zijn maar waar we het dan toch maar met elkaar over eens moeten zien te worden;
- b. Het gaat dan niet alleen over geld en of wat dan uitdrukken in Bruto Nationaal Geluk zoals in Bhutan gebeurt of iets anders maakt niet uit. We vinden vast wel een betere maatstaf dan geld alleen. Hampden-Turner en Trompenaars spreken over ‘superordinate goals and higher purposes’; waarin het – mooie - voorbeeld wordt aangehaald van Whole Foods in de USA;
- c. Het mensbeeld dat gebruikt wordt is onvolledig en bevordert niet het juiste perspectief en het juiste onderzoek en dus ook niet de juiste uitkomsten. Mensen zijn sociale wezens en daarmee ook gericht op anderen. We willen allemaal maar één ding, gezien worden om wie we zijn en goede relaties zijn belangrijk voor ons geluk en onze levensduur⁹⁴.

93 <https://hbr.org/2010/01/the-age-of-customer-capitalism>

94 <https://news.harvard.edu/gazette/story/2017/04/over-nearly-80-years-harvard-study-has-been-showing-how-to-live-a-healthy-and-happy-life/>

Inclusie is daarmee een belangrijk woord en dat geldt ook over de grenzen van ons eigen land en de discussie over immigratie als wereldwijd probleem;

- d. Samenwerking is essentieel en als we niet op wereldschaal opereren dan zal arbitrage plaats blijven vinden en allerlei neveneffecten die altijd ten koste gaan van velen, zo niet op langere termijn van ons allen. De 17 Sustainable Development Goals van de United Nations⁹⁵ (UN) zijn een mooi vertrekpunt om die gezamenlijkheid inhoud te geven. Hampden-Turner en Trompenaars tonen ook aan dat samenwerking tot veel betere resultaten leidt.

3. Lange termijn waardecreatie is belangrijk en daartoe is innovatie een voorwaarde

Innovatie is een drijvende kracht en ik geef hier graag een quote weer van William Blake:

‘Innovation requires that we mix equality with excellence, association with distance, vertical with lateral thinking, the serious with the playful, preparation with good fortune, blindness with watchfulness, low costs with premium value, lines with circles, separation with symbiosis, conflicts with reconciliation, and inspiration with perspiration for ever more’.

Zonder innovatie geen:

- Vooruitgang;
- Energietransitie;
- Circulaire economie;

95 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

- Behoud van diversiteit;
- Nieuwe vervoersconcepten;
- Nieuwe medicijnen;
- Etc.

Kortom, geen innovatie is geen optie. Daarvoor moeten we investeren, vooral in kennis en dus in mensen. Goed voor Nyenrode, maar dat is een prettige bijkomstigheid.

4. Het geheel is meer dan de som der delen; systeemdenken is dus cruciaal

We hebben de neiging aan symptoombestrijding te doen. Trappenburg⁹⁶ noemt dat de risico-regel-reflex: er gaat wat mis, dat willen we niet en dus moeten er regels komen en liefst snel. Dat verhoogt de complexiteit zoals we hebben gezien en het verhoogt het risico dat er weer regels worden overtreden, immers, er zijn er meer. Daarmee dreigen we in een vicieuze cirkel te komen. Het gaat dus om inzicht in de samenhang der dingen en dat is knap ingewikkeld. Daarin zullen we waarschijnlijk ook niet snel tot in perfectie in slagen maar de adelaarsblik en het gebruikmaken van systeemdenken kan ons helpen.

Nu de axioma's zijn bepaald wil ik de belangrijkste vragen proberen te beantwoorden:

1. Hoe meten we de lange termijn waardecreatie?
2. Hoe ziet het speelveld van corporate governance er uit;
3. Wat is het doel van corporate governance? en
4. Wie gaan op welke manier de belangrijke keuzes maken?

96 <https://i1.wp.com/margotrappenburg.nl/wp-content/uploads/2014/12/nrc-artikel-risico-regelreflex-kopie.jpg>

AD 1. HOE METEN WE DE LANGE TERMIJN WAARDECREATIE?

We weten nu dat de dominantie van shareholder value denken ons veel heeft gebracht. We zijn nog nimmer zo welvarend geweest, in economische termen uiteraard. We hebben grote stappen gezet in het bestrijden van armoede, ziektes en het verheffen van de massa's. Desalniettemin hebben we met z'n allen de 17 SDG's van de UN opgesteld omdat er wereldwijd nog veel te winnen is. Bovendien is er vast te stellen dat voor de geluksbeleving van mensen die toegenomen welvaart niet heel veel verschil maakt. In Nederland staat de score al tientallen jaren op ongeveer 7,5 (op een schaal van 1-10), ondanks die toegenomen welvaart⁹⁷. Geluk zit hem dus kennelijk niet alleen in welvaart. De hoogst scorende landen in de World Happiness Index zijn de Nordic landen en Nederland staat op een meer dan verdienstelijke 6^e plaats in 2018.

Het zijn niet alleen welvarende landen maar ook landen met de laagste GINI-coëfficiënt, een waarde waarmee de gelijkheid in een land wordt uitgedrukt (hoe lager, hoe gelijkjer de inkomens zijn verdeeld). Die uitkomsten verhouden zich heel goed met het eerdergenoemde onderzoek van Wilkinson, waarbij de data laten zien dat er een zekere correlatie is tussen de mate van gelijkheid en allerlei andere gegevens zoals levensverwachting, criminaliteit, tienerzwangerschappen en nog veel meer⁹⁸. Er lijkt dus enige grond te vinden in de claim dat het voor een samenleving goed is te streven naar gelijkheid en welzijn voor allen. Alweer, wat de oorzaak en wat het gevolg is laat zich niet eenvoudig vaststellen, maar ik hou maar even vast aan dit idee.

Ergo, we dienen dus te streven naar een meer gelijke samenleving en te zoeken naar andere maatstaven dan GDP of shareholder value als anker-

97 <http://worldhappiness.report/ed/2018/>

98 <https://www.equalitytrust.org.uk/resources/the-spirit-level>

punt. We moeten dat idee wel loslaten zeggen Belinfanti en Stout (2018) omdat als we de lange termijnwaarde als vertrekpunt nemen, dan is er een niet te nemen barrière als we shareholder value zouden blijven hanteren en dat is het probleem van onzekerheid. Onzekerheid in onze termen betekent dat we niet in staat zijn toekomstige kasstromen of andere uitkomsten te modelleren en berekenen. Daarmee is het bepalen van de aandeelhouderswaarde alleen om die reden een onmogelijkheid (2018, 597). Ik kom hieronder nog terug op die lange termijn waardecreatie.

Kramer en Porter (2011) hadden het dan over Shared Value Creation⁹⁹, waarbij ze beoogden om niet alleen kapitalisme weer opnieuw uit te vinden maar vooral een nieuwe golf van innovatie en groei te bevorderen. Zij definiëerden dit als volgt:

‘The concept of shared value can be defined as policies and operating practices that enhance the competitiveness of a company while simultaneously advancing the economic and social conditions in the communities in which it operates. Shared Value creation focuses on identifying and expanding the connections between societal and economic progress’.

Daarmee is weliswaar de meeteenheid nog niet erg precies gedefinieerd maar het idee is helder. Ze geven ook aan dat meer innovatie noodzakelijk is en er wat zij noemen ‘phase in periods’ nodig zijn. Immers, innovatieve oplossingen vinden duurt even, zeker voor ze geld opbrengen en dus moeten we die tijd ook nemen. Ook stellen zij dat er geen schade mag worden toegebracht aan klanten, de gezondheid van mensen en de veiligheid van de samenleving.

Weitzner en Perides (2011) spreken dan over ‘corporate social performance’ maar definiëren dat nog minder scherp om verder in hun paper te suggereren dat shared value van Kramer en Porter wellicht beter past. Hart en

99 <https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>

Zingales (2017) spreken over ‘Shareholder Welfare’ zoals we zagen maar ze laten na te definiëren wat dat dan precies is en hoe je dat moet bepalen. Strikwerda (2018) spreekt dan over de gecreëerde waarde in welvaartstheoretische zin. Dat is de waarde die de onderneming creëert door het verschil te bepalen tussen de zogeheten ‘maximum-willingness-to-pay’ door afnemers enerzijds en de kosten van de productiemiddelen anderzijds. In die laatste dienen dan wel de negatieve externalities te zijn meegenomen uiteraard. Deze waarde wordt gemaximaliseerd door innovatie en door efficiënt te werken, de prijs komt dan tot stand in de markt.

Bhasa (2017) haalt de Value Theory van Hutcheon aan waarbij de ‘value’ afhankelijk is van de subjectieve waarden en normen van individuen en hun gevoeligheden. Die zijn weer situationeel gebonden uiteraard en het is dus zaak zoveel mogelijk data te verzamelen over hoe mensen op bepaalde situaties reageren, hun motieven te kennen en vervolgens acteren om daarmee in staat te zijn een inschatting te kunnen maken van die toegekende waarde. Ook dit perspectief helpt niet direct natuurlijk. Het maakt slechts duidelijk dat weinigen in staat zijn te bepalen hoe te komen tot een waardebeoordeling. Dat accountants daar manieren voor gevonden hebben is mooi, maar dat die manieren niet altijd helpen bij het corporate governance vraagstuk en de afweging van belangen mag duidelijk zijn.

De welvaart moet ‘equitable’ zijn, dat wil zeggen ook werkelijk op een rechtvaardige manier verdeeld kunnen worden omdat anders de samenleving instabiel wordt (Rayman-Bacchus, 2003).

Het probleem is dat ik na het lezen van die duizenden pagina’s geen definitie ben tegengekomen van wat lange termijn waardecreatie dan exact is. Ik ben zelfs niet tegengekomen wat ‘lang’ is. Barton (2011) is een van de weinigen die een termijn noemt. Bij McKinsey vinden ze vijf tot zeven jaar wel een mooie lange termijn.

Serafeim (2017) concludeert op grond van zijn onderzoek dat ‘companies’ stock returns and earnings converge over a periode of 10 years’. De indianen in de USA hanteren het zevende generatie principe¹⁰⁰, dat wil zeggen dat bij het nemen van een besluit nagedacht dient te worden over de mogelijke impact zeven generaties verder. Dat is wel een heel andere tijdshorizon dan die van McKinsey of van Serafeim.

Persoonlijk voel ik meer voor de benadering van de indianen. Het gaat om ons nageslacht en als vader en opa kan ik me daar in ieder geval al voor twee generaties iets bij voorstellen. Mijn voorstel is dan ook om als uitgangspunt voor de lange termijn uit te gaan van het zoveelste generatieprincipe en daarmee zou ons lange termijnperspectief toch tenminste tientallen jaren dienen te omvatten. Het gaat dan om het creëren van welvaart en welzijn voor allen en het proberen te vermijden van schade aan toekomstige generaties. Eventuele onvermijdelijke schade wordt in mindering gebracht.

Voor diegenen die nog ideeën willen opdoen heb ik in de voetnoot een aantal sites opgenomen die kunnen helpen zoals die van ‘The Institute for New Economic Thinking’¹⁰¹ en ‘Focusing Capital on the Long Term’¹⁰². Het World Economic Forum¹⁰³ heeft ook ‘The New Paradigm’ ontwikkeld met daarin goede aanknopingspunten, alhoewel de ideeën nog behoorlijk instrumenteel en niet echt vernieuwend zijn, het is dan ook opgesteld door Harvard.....¹⁰⁴. Kate Raworth (2017) heeft er goed over nagedacht¹⁰⁵ en

100 <http://7genfoundation.org/7th-generation/>

101 <https://www.ineteconomics.org/>

102 <https://www.fcltglobal.org/>

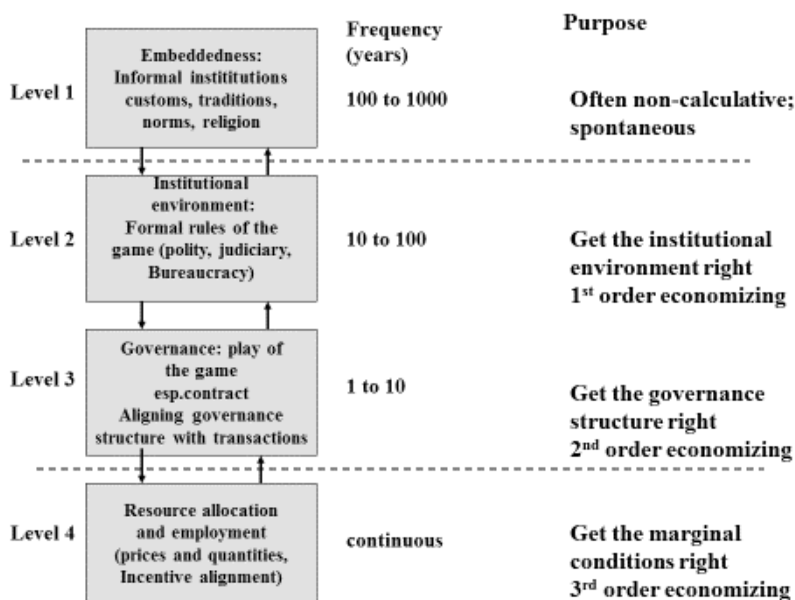
103 <https://www.weforum.org/agenda/2015/08/9-economists-whose-ideas-are-changing-the-world/>

104 <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/>

105 <https://www.kateraworth.com/>

natuurlijk ook de United Nations¹⁰⁶. Ik hou me aanbevolen voor uw tips en suggesties, zo helpen we elkaar. We hebben vast even tijd nodig want zoals we uit het onderstaande schema van de eerdergenoemde Williamson kunnen afleiden duurt het veranderen van instituties en samenlevingen sowieso al tussen de 10 en de 100 jaar!

FIGUUR 15: SCHEMA VOOR DE FREQUENTIE VAN VERANDERINGEN IN DE ECONOMIE (WILLIAMSON)



AD 2. HOE ZIET HET SPEELVELD VAN CORPORATE GOVERNANCE ERUIT?

Met bovenstaand schema wordt tegelijk duidelijk met welke scope we in

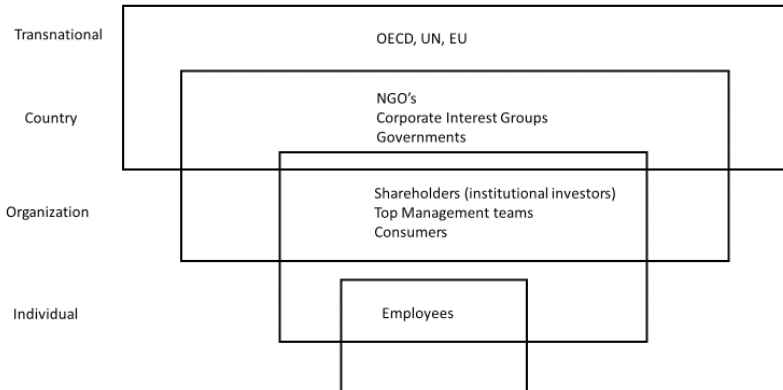
¹⁰⁶ <http://www.un.org/en/sections/what-we-do/promote-sustainable-development/index.html>

mijn ogen moeten kijken naar het vraagstuk van corporate Governance. Je zou kunnen zeggen, met dit schema in de hand, dat het dus gaat om de ‘play of the game’, de ‘2nd ordering economizing’ en dat speelt zich af binnen en tussen ondernemingen en daar hoort een tijdsschaal bij van één tot 10 jaar. Het niveau daarboven gaat over ‘1rd order economizing’, zoals hij dat zo mooi duidt: ‘Get the institutional environment right’, en dat lijkt mij ook de juiste scope om te spreken over corporate governance. We kunnen de manier waarop ondernemingen functioneren niet los zien van de instituties en de omgeving waarbinnen ze functioneren. We moeten ondernemingen uiteraard deelgenoot van de oplossingen maken.

Een definitie van corporate governance dient dus ook zodanig breed te worden gekozen dat de samenleving daar integraal in wordt betrokken. Het gaat om het welzijn van allen en een onderneming maakt gebruik van de resources in een samenleving, heeft baat bij een vestigingsklimaat zoals we terecht vaak horen, waarin de rechtszekerheid hoog is, de mensen goed zijn opgeleid, de infrastructuur op orde is, investeringen en innovatie in goede handen zijn en kunnen worden gedaan zonder al te veel risico dat het weggegooid geld is en waar de sociale cohesie en stabiliteit hoog. Dat is waarom sommige landen, ook Nederland, hoog staan op de lijstjes voor een goed vestigingsklimaat.

Daarmee is wat mij betreft gesteld dat de definitie ook de samenleving omvat, liefst transnationaal maar als dat te moeilijk is op de korte termijn, dan toch tenminste nationaal. Het onderstaande schema van Aguilera et al (2007) is daarbij ook behulpzaam.

FIGUUR 16: ACTORS WITHIN THE MULTIPLE LEVELS EXERTING PRESSURE ON FIRMS TO ENGAGE IN CSR



Weliswaar stelden zij dit schema op in het licht van de discussie over CSR, waarbij zij de ‘S’ graag terug wilden plaatsen in de afkorting CSR en duidelijk maken dat het gaat om ‘social change’ en dat ook betekent dat ondernemingen daarover na moeten denken en mee moeten doen, zeker ook als het multinationale ondernemingen zijn. Daarmee is wat mij betreft in principe ook gerechtvaardigd dat bedrijven in landen opereren die niet passen bij onze normen en waarden en het niet zo nauw nemen met bijvoorbeeld mensenrechten. Mits uiteraard ze datgene doen wat dan vaak wordt gezegd namelijk proberen dat land van binnenuit te veranderen.

Scherer en Palazzo (2007) geven aan dat juist in een tijdperk van globalisering en de macht van individuele staten om de ondernemingsgewijze productie te reguleren afneemt en die ondernemingen dus kunnen arbitrerend, zij juist bij zouden kunnen dragen aan het vinden van oplossingen voor problemen die ze vaak ook zelf hebben helpen creëren.

Als we op deze manier de samenleving in een land, dan wel transnationaal, onderdeel hebben gemaakt van het denken over corporate governance dan hebben we daarmee wat mij betreft ‘society’ ook betrokken en komt het

woord ‘inclusion’ of inclusief in beeld. Daarmee bedoel ik dan dat we alle betrokkenen – stakeholders dus – dienen te betrekken bij vraagstukken van de belangenafweging die een ondernemingsbestuur dient te maken bij het bepalen van haar doelen en de impact daarvan op de samenleving voor de komende tientallen jaren. Levillain et al (2015) spreken dan over een ‘social contract’ waarbij de legitimering van de onderneming dan ook gevonden dient te worden in dat contract met de samenleving. Legitimering is dan het instrument omdat nog niet helder is of zo’n sociaal contract ook goed in rechte af te dwingen is, waarschijnlijk niet omdat het nogal wat complexiteiten zal kennen. Er zal dan veel jurisprudentie dienen te worden ontwikkeld maar daar hebben we in Nederland dan de Ondernemingskamer voor. Wij houden in dit land meer van open normen en een ‘principle based’ benadering dus dat past goed.

Het voorgaande roept dus nog wel de vraag op hoe we in vredesnaam tot een hanteerbare selectie kunnen komen om die stakeholders actief te betrekken. Daarover onder 4 meer.

AD 3. WAT IS HET DOEL VAN CORPORATE GOVERNANCE?

Two down. We hebben nu de lange termijn waardecreatie geadresseerd en ook een aanzet gegeven tot de reikwijdte van de definitie van corporate governance, althans welke actoren deel uitmaken van het speelveld. Dan komt nu het moeilijkste deel – alsof het voorgaande al niet moeilijk genoeg is. Dat betreft dan het citaat van Coase, zie hierboven, die zegt, dat als we na willen denken over ‘welfare economics’ – en dus de welfare van de samenleving in zijn volle breedte - we dan onvermijdelijk uitkomen bij esthetiek en morele waarden.

Dan komt de vraag natuurlijk op welke waarden we dan in ogenschouw willen nemen en hoe we daar in gezamenlijkheid een compromis over weten te sluiten. Coase zei (1937):

‘It is of course, desirable that the choice between different social arrangements for the solution of economic problems should be carried out in broader terms than this [merely market and economic measures] and that the total effect of these arrangements in all spheres of life should be taken into account’.

Het vraagstuk van normen en waarden, ethiek dus, is echter op zijn zachtst gezegd weerbarstig. Op deze plaats breng ik graag de woorden van Ariely over in een interview op 29 juni 2018 in de NRC. Gevraagd naar wat zijn grootste zorgen zijn voor de lange termijn – naar aanleiding van zijn laatste boek over psychologie van geld – is dat als we gaan onderhandelen over wat waar is dan eindig je met handelaren in waarheid¹⁰⁷.

Vele filosofen buigen zich daar al duizenden jaren over. Ook in de discussie over corporate governance komen er velen langs. Aristoteles, Kant, Hume, Smith, Bentham, Locke, Mills, Rawls, Moore, Donaldson, en nog vele andere meer of minder bekende namen.

Zoals Hume aangaf, ‘one cannot derive an ought from an is’ en dat is wat er nu vaak wel gebeurt. Als dat al zou kunnen dan toch pas na zorgvuldige analyse en discussie die dan een verklaring dient op te leveren van de noodzakelijke connectie tussen ‘is’ and ‘ought’. Feiten leiden dus niet per se tot normen, dit wordt ook wel de ‘naturalistic fallacy’, in goed Nederlands de naturalistische dwaling genoemd. De Britse filosoof Moore gaf aan dat altijd de open vraag gesteld dient te worden: ‘Is it good?’ En natuurlijk volgt dan ook nog de vraag, voor wie dat dan goed is (en dus voor wie niet) en of dat in alle gevallen zo is?

107 Je kunt dit ook plaatsen in het licht van de discussie over fake news. <https://www.nrc.nl/nieuws/2018/06/29/zonder-waarden-krijg-je-handelaren-in-waarheid-id-a1608400>

Donaldson (2012) stelt dan ook een ‘impossibility theorem’ op, waarin hij betoogt dat een positivistische economische theorie, die dus feiten over de economie probeert te beschrijven, niet kan leiden tot een governance theorie. Immers, als we normatief willen zijn dan is dat op zich goed, maar dan moeten we wel duidelijk maken welke voorkeuren en aannames we gemaakt hebben. Dat laatste is wat zelden gebeurt in definities en discussies over corporate governance. Dus toegepast op bijvoorbeeld TCE is dan de vraag: ‘Hoezo is het minimaliseren van transactiekosten goed?’

Vergelijkbare vragen kunnen worden gesteld bij de toepassing van agency theory. Zijn de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan agency theory wel correct? Bijvoorbeeld, is het op één lijn proberen te krijgen van de belangen van de agent en de principaal en het daarmee verlagen van de agency kosten wel goed? Overigens ligt hieraan weer ten grondslag dat de veronderstellingen dat ‘property rights’ (eigendomsrechten) en ‘authority’ (de bevoegdheid om gezag uit te oefenen) kloppen. Eigendomsrechten ontslaan iemand niet van morele verantwoordelijkheid; als voorbeeld de eigenaar van de tijger die iemand heeft doodgebeten. En, zijn de uitkomsten van de theorie wel voorspellend? Mag een manager liegen tegen een medewerker om de belangen van de aandeelhouder te dienen? Dit is nog een onschuldig voorbeeld natuurlijk, je kunt ook de vraag stellen of een manager mensenrechten mag schenden om de belangen van de aandeelhouder voorop te stellen? Mag het milieu onnodig worden belast? Mag je liegen over de CO₂ uitstoot van dieselmotoren? Mag je een belastingconstructie opzetten ook al verbiedt de wet dat niet expliciet? U kunt de lijst zelf ongetwijfeld zelf nog veel langer maken.

Donaldson stelt:

‘... any theory meant to guide corporations – that is, meant as a true theory of corporate governance – that fails to include some prescriptive support for corporate cooperation in the preservation of the natural environ-

ment, or that fails to involve, at least under certain circumstances, duties to refrain from damaging the integrity of the broader economic systems, is inadequate’.

U zult het vast met hem eens zijn, ik in ieder geval wel, dat dit nu niet het geval is.

U zou ook – met enig recht – kunnen stellen dat dit allemaal wat ver gaat. Scherer en Palazzo (2007), met Habermas (1994) in de hand, doen echter ook een duit in het zakje:

‘For a corporation to deal with changing societal demands in a reasonable way, it must replace implicit compliance with assumed societal norms and expectation with an explicit participation in public processes of political will formation. We consider this shift the politicization of the corporation (2007, 1108)’.

U wilt mij nu vast voor de voeten werpen dat ik daarmee incongruent ben daar waar ik eerder aangaf dat bedrijven aan lobbying doen en daarmee aan politieke beïnvloeding. Mijn antwoord is dat ik daar niet op tegen ben, mits dat gebeurt op een transparante manier waarbij de discussie breder wordt gevoerd dan in het Torenkamertje of de achterkamertjes van de Tweede Kamer. Dus als Ben van Beurden als CEO van Shell stelt dat zijn bedrijf¹⁰⁸ een apolitiek bedrijf is, dan is dat denk ik bezijden de waarheid en op grond van dit betoog ook onwenselijk. Het impliciete contract met de samenleving vraagt meer. Wat mij betreft geldt hier wat te boek staat als de ‘Corporate Statesman’¹⁰⁹. Dat weten bedrijven als Shell ook wel en ze doen natuurlijk al veel aan CSR maar dat is zoals Sherer en Palazzo zeggen vaak meer van-
wege

108 <https://fd.nl/economie-politiek/1177151/het-moet-niet-imago-zijn-dat-ons-stuurt-in-bedrijfskeuzes>

109 <https://www.bcg.com/publications/2018/case-corporate-statesmanship.aspx>

‘.....strategic reasons but have little or nothing to do with perceived responsibilities or obligations (2007, 114)’.

We moeten dus wegen vinden die ons helpen bij het rechtvaardigen van datgene wat behoedt dient te worden en daartoe wendt hij zich tot de een aantal reeds genoemde filosofen. Donaldson geeft dan twee wegen voorwaarts aan: één waarbij het gaat om ‘bundled identity’ en de ander ‘integrated identity’. Hij bedoelt dan met ‘identity’ de identiteit die een onderneming kan aannemen, u zou ook kunnen zeggen dat dit iets weg heeft van ‘purpose’. Ook de CEO van BlackRock, Larry Fink, laat weten dat de samenleving van ondernemingen verwacht dat ze een ‘social purpose’ dienen¹¹⁰.

Kramer en Porter (2011) stelden dat ondernemingen een beetje de weg kwijt waren geraakt en dienden te zorgen voor een betere band tussen onderneming en samenleving. Legitimering is een belangrijk vraagstuk dat ondernemingen serieus dienen te nemen omdat anders Durkheim gelijk kan krijgen. De Franse socioloog zei ooit dat als mensen het vertrouwen in instituties kwijtraken dat dan een situatie van anomie dreigt, zeg maar normloosheid. Dat laatste is dan direct een bedreiging voor de stabiliteit van de samenleving in haar geheel.

Er zal dan ook vanuit deze lijn van redeneren geen plaats zijn voor een ‘one size fits all’ benadering omdat de contexten verschillend zijn, de belangen zijn anders, culturen verschillen, omstandigheden variëren, ook in de tijd gezien. En dus komt Donaldson uit bij wat Weber et al (2004) hebben genoemd de ‘logic of appropriateness’ (waarover zo nog wat meer). Daarmee moeten we dus het idee dat een onderneming slechts een ‘nexus of contracts’ is verwerpen. Niet alleen expliciete contracten doen ertoe, ook impliciete contracten zijn belangrijk.

110 <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

Als we de ‘nexus of contracts’ verwerpen heeft dat in potentie nogal wat consequenties voor de huidige manier van denken over corporate governance, zeker in het Angelsaksische domein. Er is een alternatief in de vorm van ‘team production’ zoals dat is aangedragen door Blair en Stout (1999). Langs deze lijn van denken komt dan ook weer de term ‘social contract’ in beeld, een term die ooit door Rousseau is bedacht, waarmee ondernemingen ook de impliciete plicht krijgen om samen te werken in het behouden en opbouwen van het economisch systeem waarin ze acteren en daarmee dus ook in de samenleving als geheel.

Veldman (2013) geeft aan dat de onderneming een wettelijk construct is dat op macro-economische schaal bijdraagt aan de herverdeling van kennis, kunde en welvaart en welzijn en via dat sociaal contract en de uitvoering ervan bijdraagt aan de legitimiteit van dat construct, zowel intern als extern. Daarvoor is dus wel een taxonomie van actoren, hun belangen en tijdschalen belangrijk om te kunnen bepalen wie meedoet bij het formuleren van dat sociaal contract. Die zal ik u onder 4 ook voorleggen.

Een van de grootste filosofen van deze eeuw is Rawls. Hij ontwierp ‘A Theory of Justice’ (1999/2009). Norman (2015) houdt een pleidooi dat op grond van die theorie politiek gedreven filosofen nogal eens ten onrechte voorbijgingen aan de ondernemingsvorm als institutionele speler en dat het hoog tijd wordt om die zwarte doos open te maken. Rawls zelf zag ook wel in dat ondernemingen belangrijk waren en dat markten en het prijsmechanisme bijdroegen aan efficiëntie, een efficiëntie die volgens hem ook niet via de overheid of regulering te bereiken was. Ook zag hij in dat het daarmee niet gegarandeerd was, to say the least, dat gelijkheid werd gediend.

Norman stelt het nog eens: ‘... governance structures matter’ en dat in markten waar sommige spelers het niet zo nauw nemen met de regels, het risico dat diegenen die dat wel doen dus slechter af zijn en daarmee min of meer gedwongen worden ook het slechte gedrag te gaan vertonen. The

bad drive out the good, zegt Heath (2011) dan. Je hebt geen keuze want de concurrentie maakt dat je anders out of business bent en dus zegt Heath ‘acting ethically... means losing the competition’.

Hart en Zingales (2017) stellen dan ook:

‘Thus, the market for corporate control will push a board who wants to choose clean into a choice of dirty: we call this an “amoral drift”.’

Dat betekent dan ook dat we uit alle macht zullen moeten proberen dat slechte gedrag in te dammen of te voorkomen en als het zich voordoet ook hard te bestraffen want anders is de race naar de bodem onvermijdelijk.

Op grond van het door Hart en Zingales ontwikkelde model komen ze tot de conclusie dat Friedman met zijn stellige keuze om de onderneming vooral geld te laten maken en de ethische issues over te laten aan het individu of de overheid alleen opgeld doet als de winstgerichte activiteiten en de schadeveroorzakende activiteiten die daarmee gepaard gaan te scheiden zijn dan wel dat de overheid op een perfecte manier de externalities door wet- en regelgeving kan laten internaliseren. Dat is nu zeker niet het geval zoals we gezien hebben en het zal ook niet eenvoudig zijn en alleen daarom al moet de onderneming zich dus richten op ‘shareholder welfare’. Ondernemingen worden dan medeverantwoordelijk gemaakt en dat lijkt mij uitermate belangrijk.

Ook Norman ziet dat zo en vindt dat we toch een manier moeten zoeken om een rechtvaardige samenleving te creëren waarbij we gebruik kunnen blijven maken van de markt en de ondernemingsvorm en dus:

‘... try to design institutions in which ‘mutually disinterested’ citizens, to use Rawls’s term, pursue their own interests in a competitive context that yields net benefits for the greater good of society. In short, you can use

the visible hand of an honourable elite, or the invisible hand of a well-designed competition.'

Volgens Norman blijven er dan uiteindelijk maar twee manieren over: 'liberal socialism' en 'property-owning democracy'. Echter, beide zijn nog nimmer ergens in de wereld geprobeerd. Hij is zich daar zeer bewust van en houdt desalniettemin een lang betoog om daar toch een oplossing voor te vinden want in de 21^e eeuw:

'We can no longer talk about social justice without talking about markets [...] and we can't talk about markets seriously without talking about corporations (and other types of firms) and corporate governance'.

Wat u ook vindt van deze lijn van denken, het is belangrijk om bij het ontwerpen van theorieën inzake corporate governance erg duidelijk te zijn over de veronderstellingen en aannames die ten grondslag liggen aan de normatieve uitspraken die er worden gedaan. Dit zorgt ervoor dat we dan ook de juiste vragen kunnen stellen en weer stapjes verder komen. Dat het ingewikkeld is ben ik direct met iedereen eens.

Ik maak persoonlijk de keuze dat de onderneming inderdaad een impliciet sociaal contract heeft met de samenleving om bij te dragen aan het welzijn van allen daarin en daarmee een bijdrage dient te leveren aan 'just society'. Daarmee dienen de overduidelijke schendingen zoals ik die hiervoor heb beschreven geadresseerd te worden en zijn ondernemingen daar in rechte op aan te spreken. Als het recht dat nog niet toelaat dan moet het recht daarop worden aangepast. Elhauge (2005) is het met me eens maar geeft wel aan dat je er op voorhand niet al te veel van moet verwachten. Maar, zegt hij:

'But although only a fool designs a system on the assumption that people will be public-spirited, only a cynical fool precludes the possibility (2005, 229)'.

Hij stelt ook dat nergens in de wet is opgenomen dat het maximaliseren van winst een afdwingbaar recht is en dat managers dus altijd al de discretionaire ruimte hadden en hebben om in het publieke belang een deel van de winst op te offeren ‘for the greater good’.

Ik realiseer me dat ik het punt van de normen en waarden wel heb geadresseerd maar niet opgelost. Dat kan denk ik ook niet op een éénduidige wijze omdat het zoals gezegd afhangt van culturen, contexten, de institutionele inrichting, de tijd, de omstandigheden, etc. Elke onderneming en samenleving dient dat in een zekere gezamenlijkheid op te lossen en daarvoor zijn wel ideeën aan te dragen, maar liever geen best practices omdat die laatste ergens anders vandaan komen en wellicht niet helpen. Zelf blijven nadenken dus. Levillain et al (2015) spreken dan over een ‘open structure’ waarbij de onderneming zelf invulling kan geven zoals zij dat passend vinden voor de onderneming en de context waarbinnen die opereert:

‘By approaching corporate governance as a fundamentally open structure of rights and obligations, the use of specific means – like articles of association, purpose statements, certification, share structures, sets and rights attached to shares, fiduciary duties, reporting standards, incentive structures, and external regulation – can then be used to unpack existing configurations of rights and obligations. It can also provide new configurations that can help embed and protect specific privileges, claims, and protections in the governance architecture of organizations, including for-profit corporations’.

Uit die laatste woorden kunt u opmaken dat ze dit idee in eerste instantie loslieten op iets anders - social enterprises - maar het ook toepasbaar vinden op for-profit ondernemingen en ik zou zeggen, waarom ook niet.

Aguilera et al (2018) bieden een uitstekend model om zelf te blijven nadenken over de vraag of bepaalde regels en practices voor een onderneming

passend zijn of niet. Met hun model in de hand kan een onderneming zelf nagaan wat wel past en wat niet. Hun advies luidt als volgt:

‘... that directors should not dogmatically adopt only governance practices that are prescribed by the dominant governance logic’ (2018, 104).

AD 4. WIE GAAN OP WELKE MANIER DE BELANGRIJKE KEUZES MAKEN?

Dan rest op mij nu de plicht om duidelijk te maken hoe we tot een keuze komen van de te betrekken stakeholders. De kring is op voorhand in potentie immens, zeker als ook potentiële stakeholders en zelfs toekomstige generaties op de een of andere wijze betrokken dienen te worden. Op voorhand kan ik u melden dat ik een raamwerk heb gevonden dat daarbij kan helpen maar ook dat leidt niet tot éénduidige antwoorden. Maar, op dezelfde manier als voor normen en waarden, geldt ook hier dat dat niet kan. Telkenmale zal moeten worden gezocht naar de juiste mix en samenstelling van de stakeholders en het proces om te komen tot een belangenafweging die, onvermijdelijk, een compromis inhoudt. Die stap is dus context specifiek en zal voor elke onderneming met enige regelmaat dienen te worden gedaan.

Het World Economic Forum ontwikkelde in 2009-2010 een ‘Global Redesign Initiative’ waarin gesproken wordt over multi-stakeholder governance¹¹¹. Weliswaar was dat idee vooral gericht op het governance vraagstuk wereldwijd en hoe voor grote vraagstukken waar de wereld voor staat te komen tot een manier van werken die passend is. Echter, de gedachte erachter is ook bruikbaar voor ondernemingen. De relevante vragen waar een antwoord op gegeven dient te worden zijn de volgende:

- a. Hoe selecteren we categorieën van stakeholders dan wel bepalen we

¹¹¹ <https://www.opendemocracy.net/harris-gleckman/multi-stakeholder-governance-corporate-push-for-new-global-governance>

wie niet mee mag doen?

- b. Hoe zorgen we voor een balans tussen de diverse actoren en hun verschillende gewichten en macht?
- c. Wie selecteert de organisaties en individuen die de diverse categorieën representeren?
- d. Welke standaarden of criteria hanteren we daarvoor?
- e. Wat zijn de 'terms of reference' voor de gehele groep, hoe werken ze dan gezamenlijk?
- f. Wie gaat dat betalen (deze vraag is gemakkelijk, van de onderneming die het betreft)?
- g. Hoe worden besluiten genomen?
- h. Wat zijn de verplichtingen, hoe en wie is gebonden?

Ik denk dat voor elke vraag een adequaat antwoord gegeven kan worden en hieronder doe ik die poging maar het blijft maatwerk.

Crane en Ruebottom (2011) ontwikkelden bijgaand schema voor het identificeren van stakeholders:

FIGUUR 17: STAKEHOLDER AND SOCIAL IDENTITY GROUP CROSS-MAPPING

		Traditional Stakeholder Roles							
		Investors	Customers	Employees	Competitors	Suppliers	Government	Media	NGOs
Social Identities	Age-based groups, e.g. children, seniors								
	Racial, national or ethnic based groups								
	Gender or sexuality based groups								
	Ability-based groups, e.g. blind, deaf, mental health								
	Political or issue based groups								
	Location-based groups								
	Role-based groups, e.g. parents, grandparents, students.								
	Other social groups								

Op de verticale as staan de ‘social identities’ en daarmee bedoelen ze de op grond van wederzijdse overeenstemming vastgestelde unieke karakteristieken waarmee leden van een groep zich onderscheiden van diegenen die geen lid zijn. In de ogen van Crane en Ruebottom is het belangrijk om die ‘social identities’ te onderscheiden omdat daarmee beter vastgesteld kan worden welke relevante groepen er zijn. Mensen kunnen immers tot meerdere ‘identities’ horen en de samenstelling kan dus afhankelijk zijn van de context en de omstandigheden die maken dat men bij zo’n groep wil horen op dat moment. Daarmee zijn ze fluïde en polygaam van karakter, en dat maakt het er in de praktijk natuurlijk niet eenvoudiger op.

Op de horizontale as staan de traditionele stakeholder rollen zoals we die kennen: Investeerders, klanten, medewerkers, concurrenten, leveranciers, de overheid, media en NGO’s. Door de matrix in te vullen is het beter mogelijk de belanghebbenden goed in kaart te brengen. Mitchell et al (1997) spreken voor dat doel dan over het aanstellen van een Stakeholder Identi-

fication Officer. Het komt mij voor dat dit een taak is voor elke RvB en dat deze verbijzonderde functie vaak al in enigerlei vorm bij grote ondernemingen bestaat. Ik denk dan aan functies als Investor Relations, ESG Officers, Chief Governance Officers, etc.

Heath (2006) stelt weliswaar dat de ideeën van Crane en Ruebottom bijdragen aan ‘the squeaky wheel of stakeholder theory’ maar komt zelf niet verder voor de oplossing van het probleem dan een vergelijking met ‘good sportmanship’, immers, in de sport gaat het om winnen maar niet ‘by all means’ en dat zou dan ook goed genoeg moeten zijn voor bestuurders. Dit lijkt mij nu een uiterst naïef idee, je hoeft maar te kijken hoe het in de sport gaat om te weten dat dat idee ook zijn beperkingen kent helaas.

Met bovenstaande aanpak wordt de onderneming niet als vertrekpunt genomen maar meer gekeken vanuit het perspectief van het netwerk waarin een onderneming zich bevindt en de onderlinge relaties die er bestaan. Daarmee kan de ondernemingsleiding dus de stakeholders identificeren en selecteren. Voor die selectie is het nodig om criteria te definiëren en te bepalen of en hoe met de relatieve zwaarte dient te worden omgegaan van de representanten.

Voor dat laatste hanteren we het mooie accountantsbegrip materialiteit. Het Integrated Reporting Framework¹¹² van de International Integrated Reporting Council (IIRC) biedt een uitstekend raamwerk om op geïntegreerde wijze verantwoording af te leggen waarbij materialiteit een belangrijk uitgangspunt is. Ik verwijs u graag naar de website.

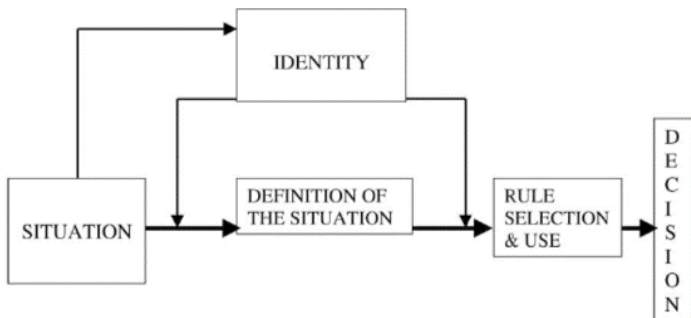
Eccles en Youmans (2016) hebben die ideeën gebruikt in een artikel ‘Materiality in Corporate Governance: The Statement of Significant Audiences and Materiality’. Zij vullen het IIRC framework aan met de stap van het identificeren van relevante stakeholders die zij ‘audiences’ noemen. Met de mate-

112 <http://integratedreporting.org/>

rialiteitsafweging wordt de relatieve zwaarte van de diverse stakeholders bepaald waarna met de vragen uit het IIRC framework de verdere stappen en rapportageverplichtingen kunnen worden bepaald. Daarmee worden stappen gevolgd die borgen dat een relatie wordt gelegd tussen de diverse belangen en de effecten van de ondernemingsactiviteiten op de gecreëerde waarde. Zij hebben een initiatief ontplooid en ik verwijs u graag naar die website¹¹³. Hiermee zijn de vragen a t/m d van de bovenstaande acht beantwoord.

Er ontbreekt nu nog een proces om te komen tot een formulering van het probleem of te nemen besluit waarmee alle belangen worden afgewogen. Daartoe maak ik gebruik van de ideeën van Weber et al (2004). Zij bouwden voort op de ideeën van March die een zogenaamde ‘logic of appropriateness’ heeft ontwikkeld om tot besluiten te komen bij sociale dilemma’s. Het basisschema ziet er als volgt uit:

FIGUUR 18: EEN SCHEMATISCHE WEERGAVE VAN HET ‘APPROPRIATENESS FRAMEWORK’



Degenen die een besluit willen nemen, kijken naar een bepaalde situatie en nemen de situationele omstandigheden in ogenschouw en betrekken

113 <https://sloanreview.mit.edu/article/why-boards-must-look-beyond-shareholders/>

de geselecteerde ‘identities’ om vervolgens tezamen een definitie van de situatie opstellen. Het is daarbij belangrijk om persoonlijke ervaringen met vergelijkbare situaties te inventariseren, alsmede karaktereigenschappen, persoonskenmerken, normen en waarden, de kijk op de zaak en hoe die begrepen wordt, en de drijfveren van de betrokkenen. Uiteindelijk is de definitie van de situatie dus heel belangrijk, daarover moet overeenstemming worden gerealiseerd.

De situationele factoren kunnen er ook vele zijn: de taak die voor ligt, relevante wet- en regelgeving, onzekerheden die in het spel zijn, macht en status, de omvang van de groep, de dynamiek binnen de groep, welke ‘pay off’ er in het geding is, de communicatie en eventuele protocollen die gelden.

Daarna kan op grond van vooraf bepaalde spelregels, die weer verschillend kunnen zijn afhankelijk van het besluit dat dient te worden genomen – je zou kunnen zeggen besluitvormingsprotocollen – het finale besluit worden genomen. Omdat het vaak zal gaan over ingewikkelde en belangrijke besluiten oogt dit weliswaar als een complex proces maar het biedt houvast over de te nemen stappen en het stelt ook in staat te interveniëren op bepaalde momenten gedurende het proces.

Teixeira et al (2017) hebben een min of meer vergelijkbare aanpak onderzocht die gebruikt is bij een coöperatieve onderneming. In een case-study hebben ze onderzocht hoe in die omgeving met multi-stakeholders de besluitvorming werd georganiseerd. Dat is weliswaar een bijzondere ondernemingsvorm die al gewend is te werken met een grote(re) groep belanghebbenden maar het experiment is het lezen waard. Ze noemden dit ‘the hybridization of organizational forms of cooperativism and corporate governance’. Hiermee zijn de vragen e en f beantwoord.

Dan blijft er nog slechts één belangrijke vraag over en dat is hoe te komen tot de keuze om te bepalen wie er aan tafel zitten om het besluit te nemen?

Immers, een Poolse landdag is onwenselijk en dus dat kunnen beter maar niet al die belangenvertegenwoordigers zelf zijn is mijn idee. Ook daar is een mogelijke oplossing voor.

Zeitoun et al (2014) stellen voor om te leren van het oude Athene als bakermat van onze democratie. Zij ontwierpen een model om te komen tot een keuze gebaseerd op random selectie bij het benoemen van vertegenwoordigers van stakeholders in boards in het kader van corporate governance. De Grieken maakten daarbij gebruik van het lot en noemden dat ‘demarchie’.

Uiteraard is random selectie te clausuleren om de zichtbare nadelen van zo’n idee in te perken. Daarbij kan gebruik worden gemaakt van representatieve stemprocedures. De omvang van een besluitvormend orgaan kent zijn beperkingen, alhoewel sommige parlementen bepaald niet klein te noemen zijn. Vervolgens kan er een duale structuur worden bedacht zoals vele parlementen die ook kennen en wij in de vorm van een Eerste en een Tweede Kamer in de landspolitiek.

Eigenlijk kennen wij dat ook al bij ondernemingen omdat we een ‘two tier’ structuur kennen en daarmee zou de RvC ‘slechts’ behoeven te worden uitgebreid met representanten via demarchie verkozen. Ook dat kennen we al in de vorm van de Commissaris benoemd op voordracht van de Ondernemingsraad. Natuurlijk is het onwenselijk om de RvC ongebreideld uit te breiden. Onderzoek leert dat grotere boards dan 6-7 personen minder effectief zijn. Maar we zouden wel kunnen overwegen om bij de selectie van die 6-7 personen dit principe te hanteren, misschien ook niet voor alle zetels maar dan toch op zijn minst voor een aantal en wellicht zou het werken met meerdere subcommissies ook een oplossing kunnen bieden.

Natuurlijk kan dit model ook worden toegepast op het niveau van de RvB. Immers, veel ondernemingen kennen al Patiëntenraden, Cliëntenpanels,

Ledenraden, Stakeholderdialogen, etc. en daarmee is dit idee meer een mogelijke uitbreiding dan totaal nieuw. Het verschil is wel dat de RvB zich wel dient te binden aan de op deze wijze tot stand gekomen besluiten. Dat is dan weer te regelen in statuten en reglementen. Daarmee zijn de laatste twee vragen beantwoord.

De voordelen zijn helder. De random selectie voorkomt al te opzichte belangen en banden met ‘interest groups’. Verder kan het de te maken kosten zeer beperken en is er zo echt sprake van een vertegenwoordiging zonder last of ruggenspraak. Het kan ook nog helpen bij het verkrijgen van nieuwe inzichten en kan daarmee de stabiliteit en continuïteit ook worden gediend. De nadelen zijn ook snel te duiden. Hoe te discrimineren tussen experts en leken? Hoe zit het met de ‘accountability’ van de vertegenwoordigers? Op dit punt denk ik overigens dat een wettelijke verankering daarbij kan helpen. Zo hebben bestuurders en commissarissen altijd een wettelijk kader waarin deze ideeën ook opgenomen kunnen worden en waarmee die accountability ook inhoud kan krijgen. Dat er arbitraire en misschien ook zelfs irrationele elementen in zitten, neem ik graag voor lief. De pure vorm van demarchie is daarmee wellicht teveel gevraagd maar zo’n experiment lijkt mij het proberen meer dan waard. Ik zou beginnen met vraagstukken en afwegingen waar zwaarwegende en meerdere generaties omvattende consequenties aan verbonden zijn.

Ik denk dat dit idee bij kan dragen aan:

- Legitimiteit van de onderneming;
- Draagvlak voor genomen besluiten;
- Betere besluiten met een grotere oriëntatie op de toekomst van generaties na ons;
- Zorgvuldiger belangenafweging dan alleen het belang van de vennootschap, de continuïteit daarvan en de claims van aandeelhouders en de focus op die waarde;
- Minder rechtszaken en gedingen;

- Adequater informatie-uitwisseling en communicatie inzake besluiten met de omgeving;
- Minder corruptie, fraude, en allerlei andere ongemakken;
- Grotere betrokkenheid van en beter geïnformeerde stakeholders; en
- Wellicht kunt u er nog meer bedenken. Ik hou me aanbevolen.

In zekere zin zou je het bovenstaande een uitbreiding van de stakeholdertheorie kunnen noemen, één waarbij de ideeën van Stewardship overigens worden geïncorporeerd. In ieder geval gaat het om het idee dat door de betrokkenheid van partijen te vergroten en daarmee bij te dragen aan een groter commitment aan de belangen van ons allemaal.

Met de bovenstaande aanpak zou dat probleem tot op zekere hoogte geadresseerd kunnen worden. Of het ‘generally agreed’ zal worden is natuurlijk nog de vraag.

Tot slot wil ik u de volgende quote van Hernandez (2012) niet onthouden:

‘Stewardship behaviors can intensify collectivistic tendencies within a hybrid identity orientation, which can then influence the structural factors of the organization through intrinsic rewards by emphasizing common agendas and shared leadership processes. Through their stewardship behaviors, individuals collectively and systematically push the pendulum from agency toward stewardship governance by broadening the organization’s conceptualization of its stakeholders and, thus, its circle of moral regard.’

Afrondend, de problemen zijn benoemd, de te gebruiken perspectieven, lenzen en hun onderliggende waarden geadresseerd, het doel bepaald en dan is het nu zaak om de definitie van corporate governance te kalibreren. Mijn definitie van corporate governance luidt als volgt:

Corporate Governance gaat over de institutionele inbedding van ondernemingen in de samenleving waarbij het doel maatschappelijk welzijn op de lange termijn is. Daartoe staat innovatie hoog op de agenda en worden de principes van rentmeesterschap (circulair en inclusief) gehanteerd. Bevoegdheden, rechten en plichten worden zodanig ingeregeld dat:

- alle relevante stakeholders zijn gerepresenteerd bij de besluitvorming over de hiervoor te maken keuzes;*
- besluiten zeven generaties vooruit geen nadelige consequenties hebben;*
- de gecreëerde waarde op faire wijze over alle belanghebbenden wordt verdeeld;*
- op geïntegreerde wijze verantwoording wordt afgelegd aan de samenleving;*
- en waarbij alle 'externalities' worden meegenomen.*

Daarmee is sprake van een sociaal contract dat de legitimiteit van de onderneming borgt en waarbij de noodzakelijke randvoorwaarden daartoe worden opgenomen in de wet, statuten en reglementen.

MOGELIJKE SYSTEEMINTERVENTIES

Dan is het nu tijd om een aantal suggesties te doen voor interventies in het bestaande systeem van corporate governance. De mogelijkheden die systeemdenken ons biedt en zoals Meadows (2008) die heeft opgeschreven, komen hierna aan de orde. Ze lopen van minst naar meest effectief, vandaar ook de aflopende nummering. Uiteraard zijn vele ideeën niet nieuw en al eerder beschreven. Ook heb ik geenszins de pretentie volledig te kunnen zijn. Systemen zijn complex en in dit geval met vele variabelen die onderling op elkaar inwerken.

Wel spreek ik nogmaals de hoop uit dat u als lezer/toehoorder mij wilt helpen om mee te denken en waar mogelijk ideeën aan te dragen die een bijdrage kunnen leveren aan een beter ingeregeld systeem inzake corporate governance. U vindt aan het eind mijn mailadres, telefoonnummer en twitteraccount. Samen komen we verder en het belang is groot. Ik reken op u.

12. Numbers; constanten en parameters zoals subsidies, belastingen en standaarden

Dat we afscheid dienen te nemen van shareholder value als maatstaf had u al lang begrepen dus die stond al op de lijst. Ook de maatstaf GDP is nauwelijks relevant voor het maken van welke keuze dan ook, het is een resultante die ook nog erg eenvoudig te manipuleren is en zegt niets over de toekomst maar alleen over het verleden.

Wat dan wel? We leven de Parijse akkoorden na, geen idee of ze toereikend zijn maar we hebben er met velen lang over gesproken. Ook hanteren we de 17 SDG's van de UN als parameter voor alles wat we doen. Voor belastingen wordt geen gebruik meer gemaakt van belastingontwijking dan wel – ontduiking. Tax havens gaan in de ban. Jaarlijks wordt bepaald wat het bedrag is dat de BV Nederland nodig heeft om het welzijn van iedereen zo adequaat mogelijk te organiseren en wie welk deel op zal brengen. De vervuiler betaalt en de sterkste schouders dragen de zwaarste lasten. Belastingen worden ook beter afgestemd op het doel van het bereiken van maatschappelijke welzijn. Het is een middel om welvaart te herverdelen en daarom zijn belastingen progressief, denivellering wordt beëindigd.

We zoeken naar betere boekhoudregels dan die van nu. IFRS wordt kritisch gezien en belangrijk ingekort. Er zitten zoveel subjectieve elementen in dat het zijn doel al lang voorbijgeschoten is. Fair value is in veel gevallen nauwelijks te bepalen. De verstandige leek snapt het ook niet meer, het is te ingewikkeld geworden. Voor de verantwoording door bedrijven gebruiken we het IIRC framework. Auditors controleren de rapportages en geven een positief oordeel (en niet langer een negative assurance). Daarmee krijgen ze een breder mandaat en ze krijgen een door ons allen vastgesteld mooi salaris want ze verlenen een maatschappelijke dienst.

We stoppen met het rondpompen van geld in de vorm van subsidies maar geven het daar waar het direct nodig is (en niet indirect). Iedereen die dat nodig heeft krijgt een basisinkomen. We stellen ook vast wat de maximale vermenigvuldigingsfactor mag zijn voor het loon van de hoogstverdienende versus dat van de laagstverdienende. Het meerdere wordt 100% belast. Bedrijven – zeker de koninklijke – geven het goede voorbeeld in het realiseren van een rechtvaardige en dus inclusieve maatschappij en krijgen dus niet alleen meer belasting te betalen maar ook een quotum voor minderheden en mensen met een beperking tot de arbeidsmarkt; iedereen telt mee.

11. Buffers; de omvang van de stabiliserende voorraden ten opzichte van de in- en output stromen

De meeste buffers zijn nauwelijks te beïnvloeden, ze zijn kostbaar om aan te leggen dus we spenderen daar niet te veel tijd aan. Dat geldt niet alleen voor bedrijven maar voor de gehele economie. We stellen vast dat onze natuurlijke hulpbronnen eindig zijn en werken dus volgens het principe van de circulaire economie. Ook bepalen we de omvang van die resources en beloven die vanaf heden zoveel mogelijk in stand te houden. De jaarlijkse Overshoot Day is vastgesteld op 31 december van enig jaar of zoveel later zodat de resources weer worden aangevuld waar nodig. Dat betekent dat we op nationaal niveau die grenzen dienen vast te stellen en te zoeken naar een adequate manier van verdelen van die rijkdom.

De menselijke kennis wordt vermeerderd via opleidingen, die op een zodanige manier bekostigd worden dat iedereen daar toegang toe heeft. Kennis is belangrijk als aanjager van innovatie en die voorraad zouden we zo groot mogelijk moeten proberen te maken omdat die ook nodig is om oplossingen te vinden voor de problemen van vandaag. Wel is het noodzakelijk dat we sturend optreden in de keuzemogelijkheden zodat we investeren in kennis die ook relevant is voor de samenleving. Immers, als het vooral wordt bekostigd uit de publieke middelen dan moeten we daar ook gezamenlijk keuzes in maken, zie ook onder 07.

10. Stock-and-Flow Structures; fysieke systemen en hun knooppunten waar ze elkaar treffen

We denken vooraf goed na over de logistieke infrastructuur van een land (en de wereld) omdat als die er eenmaal is, ze niet eenvoudig aan te passen is. Daarbij proberen we te voorkomen dat er onnodig dient te worden gesleept met materialen en is dus productie dichtbij degene die het nodig heeft te prefereren. Outsourcing naar verre landen verdient dan een stevige onder-

bouwing en anders is het motto ‘dichtbij huis’. Moderne technieken als 3D printing kunnen een oplossing bieden, evenals hergebruik van materialen. Subsidies voor dat doel zijn mogelijk maar in beperkte mate. De kost gaat voor de baat uit en dus dienen de benodigde gelden vooral door de bedrijven zelf te worden opgebracht, dat is nu eenmaal nog het prerogatief van de markt, die we dus in stand houden met inachtneming van een aantal interventies.

09. Delays; de duur in relatie tot snelheid waarmee het systeem verandert

Zoals Henk Kievit wel eens zegt, het is eenvoudiger je begeerte te bedwingen dan je verdienvermogen te vergroten. We gaan dus werken aan minder-minder – maar dan in de goede zin van het woord – en tomen onze behoeftes in want systemen veranderen meestal niet snel. Groei als *adagium* hadden we sowieso al losgelaten, we kunnen hooguit groeien binnen de beperkingen die we onszelf hebben opgelegd.

We werken ook aan modellen en informatievergaring en analyse om beter zicht te krijgen op de werking van het systeem in haar volle omvang zodat we betere besluiten kunnen nemen. Dat is een van de geneugten van Big Data en Artificial Intelligence (AI). Voor die laatste stellen we subiet ethische grenzen vast om te voorkomen dat sommige bedrijven met onze gegevens aan de haal gaan met de verkeerde doeleinden.

Voor deze interventiemogelijkheid moeten we ons elke keer vooraf goed afvragen wat we doen, want als we ons vergissen dan is dat een kostbare zaak. Gedrag kan snel veranderd worden door het aanpassen van de prikkels en de bijbehorende beloning maar ‘the law of unintended consequences’¹¹⁴ kan ons wel eens in de staart bijten. Dus sommige veranderingen

114 De Franse econoom Bastiat schreef daar een mooi essay over. Zie ook <https://www.econlib.org/library/Enc/UnintendedConsequences.html>

duren even voor ze zich manifesteren maar als ze zich manifesteren kan het snel gaan.

o8. Balancing Feedback Loops; de kracht van de feedback ten opzichte van de impact die we proberen te hebben

Het gaat hier dus veelal om informatie en het reguleren daarvan. We nemen overigens direct afscheid van zelfregulering als idee en instrument. Choud-bury en Petrin (2018) tonen aan dat zelfregulering niet goed werkt. De remmen en gaspedalen zijn van grote waarde voor het reguleren van een systeem en daar moeten we dus zuinig op zijn en goed naar kijken voordat we gaan sleutelen. Als niet helder is wat het mogelijk effect is van wat dan ook, dan doen we het niet. Bij twijfel niet inhalen.

Bij het vaststellen van prijzen gaan we uit van de integrale kostprijs en dus worden externalities meegenomen. Daarmee zorgen we ook dat de vervuiler betaalt voor het gebruik van iets. Als de prijs te hoog is dan zal dat vanzelf leiden tot een afname van de vraag. Dus sterk vervuilende producten zullen minder gekocht worden. Zo heeft het beprijzen van de plastic zak al geleid tot een significante daling van het gebruik ervan.

Daarmee krijgt Peter Bakker van de WBCSD alsnog gelijk dat accountants de wereld gaan redden. Ze gaan dus ook zorgen dat Integrated Reporting een hoge vlucht krijgt. Die rapportages moeten we goed controleren, niet dat slappe gedoe van vandaag, we zijn genoeg voor de gek gehouden en de bedrijven gaan ook die kosten integraal dragen en doorberekenen. Het IIRC Framework wordt daarbij als leidraad genomen.

Informatie wordt vrijelijk aan iedereen ter beschikking gesteld (behalve de persoonlijke) en zeker die van de overheid. Restricties op die vrijheid van informatie zijn de dood in de pot en hebben de wereld veel onheil gebracht. We wijzen ook iedereen op zijn verplichtingen. Ondernemingen gaan geen

producten meer op de markt brengen die ziektes veroorzaken zoals diabetes en obesitas, laat staan nog erger. Ook worden mensen via ‘nudging’ aangezet gezonder te leven omdat preventie nog altijd het beste medicijn is.

Klokkenluiders krijgen een lintje van de koning en een beloning voor hun moedige optreden, natuurlijk nadat is vastgesteld dat ze met recht op het fluitje hebben geblazen. Monitoring en surveillance is goed als dat gericht is op het beschermen van het welzijn van ons allen.

Een sterke en regulerende overheid is nodig want snelle technologische veranderingen maken dat er ook snel ingegrepen moet kunnen worden. Zo heeft informatietechnologie mogelijk gemaakt dat er in korte tijd tech-giganten konden ontstaan met veel macht en een grote hoeveelheid informatie over ons waarmee manipulatie en marktmisbruik op de loer ligt. Cambridge Analytica en Facebook zijn voorbeelden. Die molochs worden indien nodig opgedeeld in kleinere brokken. Antikartel regels zijn van levensbelang.

07. Reinforcing Feedback Loops; de kracht van de drijvende krachten/loops

Zelfversterkende feedback loops zijn gevaarlijk. Het woord zegt het al, ze versterken zichzelf en dat gaat door tot het systeem helemaal vastloopt. Het voorkomen dat de ‘success to the successful’ loop zich kan voordoen, is beter. Het is dus veel effectiever om deze zelfversterkende feedback loops af te zwakken. Voorbeelden daarvan zijn progressieve belastingtarieven, erfbelasting, vrijheid van onderwijs, etc.

Tot slot is het belangrijk zegt Meadows om te zoeken naar de ‘leverage points’ waarmee dus een reinforcing feedback loop wordt bevorderd. Voorbeelden zijn rente, geboortecijfers, erosieratio's, etc.; dus daar waar

meer alleen maar leidt tot nog steeds meer. Voor de modellering van de besluitvorming binnen ondernemingen verwijs ik u graag naar Roobeek et al (2018) die een ‘Responsible Business Simulator’ hebben ontwikkeld die in staat stelt met gebruik van big data te komen tot beter afgewogen besluiten onder onzekerheid.

06. Information Flows; de structuur wie bepaalt wie toegang heeft tot welke informatie

Hier gaat het om het leggen van de verantwoordelijkheid daar waar hij hoort. Er zouden wellicht minder oorlogen zijn als de bedenkers ervan – meestal politici en generaals samen, maar de eerste zeker – zelf voorop zouden moeten gaan in de strijd en de consequenties moeten dragen van dat door hen genomen besluit. Dus als een bedrijf afval produceert is het zelf verantwoordelijk voor het opruimen en kan het niet gedumpt worden op de vuilnisbelt, ergens op de kust van India of in een ver weg gelegen land. Ook kan het niet stiekem geloosd worden of in de grond worden gestopt en dan maar zien of het zeven generaties later niet toch een probleem oplevert, of eerder.

Ontbrekende informatie is een belangrijke reden waarom systeem niet goed functioneren en daarmee is de tijdige beschikbaarheid van die informatie van levensbelang. Het is dus een doodzonde als bedrijven weten dat hun producten niet goed zijn en ze er toch mee doorgaan. De tabaksindustrie is dus gedoemd en bedrijven die woekerpolissen leveren of hebben geleverd zijn de klos en worden uitgesloten van het verder doen van zaken. Hun bezittingen worden verbeurd verklaard.

Een ander idee is het werken met het voorbeeld van de luchtvaart waar piloten incidenten ‘blame free’ mogen melden zodat we snel toegang hebben tot informatie en dus daarvan kunnen leren en het systeem waar nodig aanpassen. Een ander middel in dat verband is de ‘formative evaluation’

(Cummings, 2012) waarmee we in staat zijn vragen te stellen en te zoeken naar hoe het systeem werkt in plaats van al direct ‘summative evaluation’ toe te passen. In het Nederlands onderwijssysteem wordt daarmee al volop gewerkt en geëxperimenteerd en met meer dan bemoedigende resultaten. De informatie is dan snel beschikbaar en er kan snel worden teruggekoppeld en geleerd. De lerende organisatie krijgt zo vorm.

05. Rules; Incentives, straffen, beperkingen

De wet deugt natuurlijk niet. Als dat wel zo zou zijn hadden we niet zoveel bijwerkingen. Hij ijlt altijd na en heeft altijd neveneffecten. Sterker nog, zoals we hebben gezien zijn wetten vaak de aanjager van de volgende crisis. Ergo, misschien is een beetje minder wetgeving wel een goed idee omdat dat ook minder complexiteit betekent en minder kosten. Afdwingen is ook vaak weinig effectief. Dubbink (2007) gaf zijn artikel niet voor niets de mooie titel mee: ‘Transparency Gained, Morality Lost’. Terughoudendheid is hier dus een goed idee.

Echter, we hebben wel een paar duidelijke grenzen nodig. Zo worden beloningen afgetopt, strengere regels opgelegd in het kader van ‘regulatory capture’ of ‘revolving doors’ zodat politieke beïnvloeding wordt voorkomen. Uiteraard is het goed om met elkaar te overleggen maar de besluitvorming behoort toe aan de democratisch verkozen organen. Als transparantie vooraf niet wenselijk of mogelijk is, dan wordt achteraf verantwoording afgelegd.

CEO’s gedragen zich als ‘corporate statesmen’ en mogen zeker aan politiek doen mits ze het algemeen belang dan ook duidelijk vooropstellen. Bovendien zijn we transparant en worden achterkamertjes verboden. Ze kennen een beroepseer en leggen ook een eed af om de samenleving te dienen zoals dat in de financiële wereld al gebruikelijk is.

Toezichthouders worden beter betaald (Admati, 2017), bijten harder bij overtredingen en brengen mensen ook werkelijk voor het gerecht als daar aanleiding toe is.

Inkoop van eigen aandelen wordt weer wettelijk verboden. Belonen in aandelen ook.

04. Self-organization; de kracht om iets toe te voegen, te veranderen en daarmee het systeem te laten evolueren

Nu wordt de interventie steeds krachtiger maar ook ingewikkelder. Immers, homeostase in biologische systemen als zelf-organiserend mechanisme werkt aantoonbaar goed, althans meestal. Hoe dat dan bij ondernemingen moet is minder eenvoudig voor te stellen. Op zijn best onderkennen we dat biodiversiteit belangrijk is voor de natuur en daarmee ook voor de mens en bedrijven. Diversiteit naar allerlei maatstaven is dan daarmee een belangrijk uitgangspunt bij het inrichten van bedrijven.

Ook is het belangrijk dat autonomie wordt geboden aan mensen, niet alleen omdat ze dat graag willen maar ook omdat dat bijdraagt aan de flexibiliteit en weerstandsvermogen van de organisatie. Loose control, empowerment en professionele autonomie zijn dan een goed vertrekpunt als inrichtings-principe. Daarmee is modulair organiseren en decentralisatie ook een goed idee, zeker als het gaat om de mogelijkheid besluiten te nemen die binnen ieders gezichtsveld en beïnvloedingsmogelijkheden liggen.

Nieuwe organisatievormen zoals Benefit-Corporations¹¹⁵, Community Interest Companies¹¹⁶ (CIC's in de UK), Vennootschap met Sociaal Oogmerk¹¹⁷

¹¹⁵ <https://bcorporation.net/>

¹¹⁶ <https://www.gov.uk/government/organisations/office-of-the-regulator-of-community-interest-companies>

¹¹⁷ <https://www.vzwstart.be/nl/voorschriften/vennootschap-met-sociaal-oogmerk>

(VSO) in België, Social Enterprises¹¹⁸ (SE's in Nederland), het Universal Fund¹¹⁹ (Stout en Grammito, 2017) verdienen steun en nader onderzoek om wellicht als voorbeeld te kunnen dienen voor andere bedrijven. Ze zijn in opkomst en wellicht een goed alternatief. Ook Maria van der Heijden¹²⁰ doet in het Financieel Dagblad een oproep tot een nieuw type onderneming waarin stakeholders gelijkwaardig zijn aan aandeelhouders. Ook met andere vormen voor de inrichting van ondernemen zoals netwerken, partnerships en 'holacracy', kan worden geëxperimenteerd. Het voorbeeld van de Volksbank¹²¹ en Triodos Bank verdient applaus en navolging en dient zeker door de Staat met beide armen te worden omarmd.

RvC's worden dus breder samengesteld en daarin worden stakeholders ook opgenomen. ZE hoeven niet groter te worden maar bij de samenstelling wordt daar rekening mee gehouden. Dat kan ook vertaald worden in andere vormen en commissies die dan wel mandaat behoeven teneinde bindende besluiten te kunnen nemen over de belangrijke besluiten.

03. Goals; het doel van het systeem

Het maatschappelijk welzijn is het doel en we zoeken naar goede maatstaven om dat te meten. Circulair, inclusief en gericht op de ander en het helpen van elkaar; zijn vanaf heden de na te streven doelen, evenals de Parijse akkoorden en de 17 SDG's van de UN.

Innovatie is belangrijk en daartoe investeren we in menselijk kapitaal en kennis van mensen via opleidingen. Dat is een immaterieel actief dat we

118 <https://www.social-enterprise.nl/sociaal-ondernemen/nederland/>

119 https://www.lawschool.cornell.edu/academics/clarke_business_law_institute/corporations-and-society/upload/Blueprint-Stout-Gramitto.pdf

120 <https://fd.nl/ opinie/1211498/nieuw-type-onderneming-nodig-om-ongewenste-overnames-te-voorkomen>

121 <https://fd.nl/beurs/1265949/volksbank-doet-eerste-stap-richting-exit>

ook op de balans mogen activeren en niet meer als kosten hoeven te verantwoorden.

Nyenrode heeft een mooie missie: ‘Serving Society by Shaping Responsible Leaders’ en als wij het zo kunnen formuleren moeten anderen dat ook kunnen. Needless to say, het bovenliggende doel moet niet alleen passend zijn bij het bovenstaande maar bovenal nageleefd worden. Practice what you preach heet dat. Dat betekent dus dat leiderschap een belangrijke factor is en we weten dat dit een groot verschil kan maken. For better, en helaas vaak ook, for worse. Lord Acton zei het al: ‘Great men are almost always bad men’. We hoeven voor voorbeelden niet ver te zoeken vandaag de dag.

Leiders leggen niet alleen een eed af, ze tekenen ook ‘The Compact for Responsive and Responsible Leadership’¹²², ze mogen zelf meedenken over de formulering ervan. De aandeelhouder tekent het door Barbara Bier voorgestelde aandeelhoudersstatuut¹²³. Ik geef graag quote hier weer:

‘De vennootschap is geen doosje After Eight, waar je de chocolaatjes kan opeten, maar de lege papiertjes in het doosje laat zitten.’

02. Paradigms; de mind-set en de daaronder liggende paradigma, doelen, structuren en regels, waarmee het systeem is ontworpen of waaruit het systeem is voortgekomen

Een paradigma is de bron van elk systeem en een paradigmawisseling kan in een split second gebeuren, het kwartje valt (of niet) en vanaf dat moment kunnen we het niet anders meer zien. Iedereen heeft die ervaring op kleine

122 http://www3.weforum.org/docs/Media/AM17/The_Compact_for_Responsive_and_Responsive_Leadership_09.01.2017.pdf

123 Zie bladzijde 16 voor het statuut. <https://www.nyenrode.nl/docs/default-source/pdf's/pdf's---faculteit-research/entrepreneurship-governance-stewardship/team/barbara-bier-inaugural-lecture.pdf>

of grotere schaal opgedaan: ons perspectief op die ene persoon dat veranderde toen we ontdekten dat.....

Alhoewel er hele dikke boeken zijn geschreven over rechtvaardigheid denk ik dat nagenoeg iedereen een goed ontwikkeld gevoel heeft voor wat rechtvaardig is en wat niet. Leaders van ondernemingen hebben dat ook en Paul Polman is daarin zeker een lichtend voorbeeld maar niet de enige. Feike Sybesma van DSM kan ook in die categorie geschaard worden, ook al verdienen ze beiden natuurlijk veel te veel. Corporate Statesmen geven het voorbeeld en leiden ons allen.

Zoals de quote van Max Planck al duidelijk maakt, als je de manier van kijken naar de wereld verandert dan verandert de wereld zelf. Thomas Kuhn zei al, paradigma's sterven uit met hun verdedigers en nieuwe ontstaan door nieuwe onderzoekers en via een sociaal proces. We hebben ooit ontdekt dat de aarde niet plat is maar rond en dat veranderde veel en opende deuren. Diezelfde Kuhn zei ook dat je moet blijven wijzen op tekortkomingen, luid en met zelfvertrouwen, zeker omdat de kans groot is dat je wordt uitgelachen en – figuurlijk – op de brandstapel eindigt en voor naïef wordt versleten.

01. Transcending Paradigms

We realiseren ons dat geen enkel paradigma waar is en dat de wereld om ons heen immens complex is en dat we om die te kunnen begrijpen heel veel tekortschieten. Daarmee wordt het belangrijk tenminste meerdere paradigma's – multi-perspectieven – te willen gebruiken en te verkennen in de wetenschap dat we dan voortdurend bereid moeten zijn om onze veronderstellingen ter discussie te stellen en tegen het licht te houden. We moeten ons realiseren dat Meadows op dit punt aangekomen zei:

‘The higher the leverage point, the more the system will resist changing it – that’s why societies often rub out truly enlightened beings’ (2008, 165).

Hij die wil veranderen moet op weerstand rekenen zei Machiavelli al.

Nog een enkel woord over interventies en veranderen. Karl Polanyi schreef in 1944 'The Great Transformation'. Zijn idee was dat het kapitalisme historisch gezien een anomalie was en dat de economie niet gebaseerd moest worden op winst oogmerk maar op de sociale relaties waarin wederkerigheid, herverdeling en ruil de distributiesystemen waren. In de markt van nu bestaat vooral alleen nog de ruil, de andere twee zijn verloren gegaan.

Hij baseerde zijn ideeën op de geschiedenis van het Speenhamland systeem in het VK, dat in 1795 werd ontwikkeld om de grootschalige armoede te adresseren en daarmee de maatschappelijke onrust. Het loon voor arbeiders werd bepaald op het niveau van twee broden per week. Daarmee werd een koppeling gemaakt tussen de prijs van graan en het loon van arbeiders. Het effect was natuurlijk dat dit de werkgevers aanzette om minder te gaan betalen omdat er toch compensatie plaats vond. Ook arbeiders werden niet aangemoedigd te werken want het basisinkomen was verzekerd. In 1834 werd dan ook geconstateerd dat dit systeem interfereerde met de markt, niet werkte en het werd losgelaten en vervangen door werkhuizen waar in 1841 zo'n 200.000 Engelsen feitelijk waren opgesloten. Het gevolg was echter dat de markt vrij spel kreeg en met de opkomst van de industriële revolutie en bijbehorende wetgeving werd de cohesie in de maatschappij dus verder onder druk gezet, aldus Polanyi. Baars (2011) schrijft:

'... that market society is unsustainable because it is fatally destructive to the human and natural context it inhabits'.

De Gouden Standaard was volgens Polanyi de oorzaak van niet alleen de Great Depression uit 1929 maar ook twee wereldoorlogen, met name omdat het financiële systeem vooral in handen was van twee families.

Wat u van dat idee ook mag vinden, er is in ieder geval het nodige geprobeerd om de markt te temmen. Het streven was of is om meer oog te hebben voor stakeholders en het idee van stewardship. De conclusie kan op dit moment weinig anders zijn dan dat daar nog niet veel van terecht is gekomen. Het probleem is dat ook Polanyi wel het probleem zag maar niet goed wist hoe dat op te lossen. Wie wel?

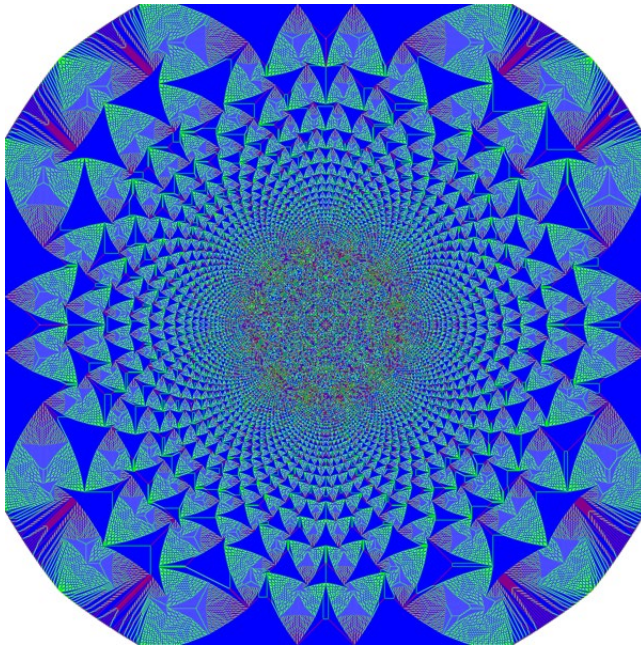
Als we dus gaan sleutelen onder de motorkap – en dat is zeker nodig – dan moet met de nodige omzichtigheid gebeuren, systeemdenken zegt dat ook en helpt daarbij. Klakkeloos invoeren van andere recepten en ideeën is onverstandig.

Als aanhanger van de complexiteitstheorie en daarbinnen de chaostheorie weet ik wel dat systemen nu eenmaal niet lineair zijn. Dat is voor een deel jammer maar ook prettig in die zin dat als we een interventie plegen, hoe klein ook, die grote gevolgen kan hebben. De moderne technieken die ons ter beschikking staan kunnen helpen om betere modellen te maken en betere scenario's en oplossingen te vinden.

Sun Tzu, de Chinese veldheer die de kunst van het oorlog voeren tot wasdom heeft gebracht, streefde er naar het gevecht te vermijden. Het systeem – of de vijand – duwt uiteraard terug. Dus zijn oplossing was om de doorwaadbare plaats te zoeken, de vijand zichzelf te laten uitputten en alternatieve strategieën te vinden die met minimale inspanning een maximaal resultaat kunnen hebben. Voor liefhebbers kan ik dan het boek aanraden van Joshua Cooper Ramo (2009). Daarin beschrijft hij dat de Amerikanen de Vietnamoorlog verloren ondanks dat ze meer bommen op dat land hebben gegooid dan er in de hele tweede Wereldoorlog zijn gegooid. Enkele jaren later is begonnen met de analyse van de vraag wat ze anders hadden kunnen doen. Één van de conclusies was dat minder bommen wel eens veel effectiever geweest zou kunnen zijn geweest. Ook het investeren in relaties met mensen en het daarmee winnen van de harten had kunnen helpen om de

oorlog überhaupt te voorkomen en eerder op te lossen. Met andere woorden een integraal perspectief op het vraagstuk had tot een betere oplossing kunnen leiden met veel minder leed tot gevolg.

In datzelfde boek staat het voorbeeld van Per Bak¹²⁴ en de zandheuveldie zich vormt door zand korrel voor korrel te laten vallen. De heuvel groeit tot op een zeker moment hij instort, non-lineair gedrag. 28 Miljoen zandkorrels zien er uitgestort zo uit:



Zand is passief, wij hoeven dat niet te zijn. Wij hebben een keuze en hoeven ons niet naar de laatste boom te laten brengen. We kunnen opstaan en het Plakkaat van Verlatinge tekenen, al of niet figuurlijk, en op zoek gaan naar een betere weg met meer maatschappelijke cohesie, weg van een wereld die steeds meer polariseert en ons in gevaar brengt. Wouter Bos gaf ten tijde

124 https://en.wikipedia.org/wiki/Abelian_sandpile_model

van de financiële crisis ons allen de schuld en hij had zeker gelijk. We hoeven niet lijdzaam toe te zien en de gemakkelijke weg te volgen. Een andere keuze bij het doen van boodschappen is mogelijk, de € 0,10 was kennelijk nodig om ander gedrag te bewerkstelligen maar was zo miniem dat we ook zonder dat hadden kunnen besluiten de plastic tas te laten staan.

Vele menselijke zandkorrels maken mooie patronen en kleine veranderingen in het begin kunnen leiden tot grote veranderingen aan het eind. Daar toe is kennis voorwaardelijk en het kennen van de feiten belangrijk. Er is een verschil tussen 'is' en 'ought to be' zoals u nu weer weet. Onderzoek uw mentale modellen, praat er over en test en onderzoek ze. Datgene wat er werkelijk toe doet laat zich niet goed meten: rechtvaardigheid, democratie, vrijheid, waarheid, liefde, etc. Maar als we alleen aandacht geven aan wat wel te meten is dan vrees ik de einduitkomst. De keus is aan u en mij. Help mij en ons allen door beter te kijken, te denken en te kiezen.

Boulding schreef het mooi op:

'There is a great deal of historical evidence to suggest that a society which loses its identity with posterity and which loses its positive image of the future loses its capacity to deal with present problems, and soon falls apart... There has always been something rather refreshing in the view that we should live like birds, and perhaps posterity is for the birds in more senses than one; so perhaps we should all ... go out and pollute something cheerfully. As an old taker of thought for the morrow, however, I cannot quite accept this solution...'

En ik ook niet. Systeemdenken helpt ons de oogkleppen van het paard te verwijderen. We zien dan beter en als we de adelaar proberen te volgen zien we meer. Dat leidt wel tot een beter overzicht maar zonder actie wordt het nog niks.

‘Companies die because their managers focus on the economic activity of producing goods and services, and they forget that their organizations’ true nature is that of a community of humans.’

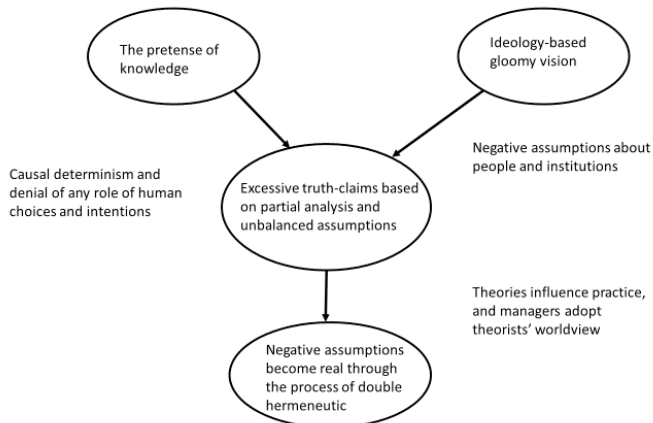
Arie de Geus, 1997

LEADERSHIP, ENTREPRENEURSHIP EN STEWARDSHIP FLOREEREN

Aan het eind gekomen wil ik toch het voorgaande koppelen aan onze drie kernwaarden: Leadership, Entrepreneurship en Stewardship. Ik begin met het belangrijkste, Leiderschap.

Ik kom dan even terug op de dominante theorieën die al eerder langs kwamen. Die theorieën hadden niet alleen invloed op corporate governance maar ook op managementtheorieën. Die invloed is in de ogen van Sumanthra Goshal (2005)¹²⁵ bepaald negatief. Hij sprak over ‘de-humanization’ van organisaties. In onderstaand schema toont hij aan hoe dat werkt:

FIGUUR 19: THE PROCESS OF BAD THEORIES DESTROYING GOOD PRACTICE



125 <http://laszlo-zsolnai.net/sites/default/files/3/documents/Reading%201b%20Goshal.pdf>

Met dit schema in de hand verwijt hij business schools, dus ook ons:

‘.....by propagating ideologically inspired amoral theories, business schools have actively freed their students from any sense of moral responsibility.

Hij haalt ook Von Hayek aan met zijn ‘pretense of knowledge’ – zie mijn citaat - en stelt dat we door ideologisch gedreven perspectieven en negatieve mensbeelden gezocht hebben naar theorieën die morele en ethische overwegingen overboord kieperden en dus leiden tot een bevestiging van onze aannames namelijk dat mensen opportunisten zijn en niet te vertrouwen. Theorieën in het sociale domein zijn dus vooral ‘self-fulfilling’. Hij stelt agency theory en shareholder dominance zeer ter discussie en stelt de vraag ‘Why do we not fundamentally rethink the corporate governance issue?’ Zijn antwoord is omdat de modellen en de wiskunde ontbreekt om dat te doen....

We moeten dan terugvallen op andere manieren waarbij we gebruikmakend van onze gezond boerenverstand (mijn vertaling) en proberen chocola te maken van ‘what is’ versus ‘what ought to be’ om daarmee de enorme complexiteit van het vraagstuk te lijf te gaan.

Het probleem is, zegt hij, dat op universiteiten dit niet meer wordt toegestaan. Het scoort niet en je komt er niet mee in de wetenschappelijke journals waarmee wij dus meedoen aan het binnen de bestaande kaders denken en daarmee het probleem verergeren in plaats van op te lossen. Wij leveren leiders af die geloven in wat ze is geleerd, niet meer kritisch hebben leren denken en kijken en dus uiteindelijk meer van hetzelfde opleveren en dat is niet goed genoeg.

Ghoshal haalt Ernest Boyer aan die schreef dat er vier verschillende vormen van ‘scholarship’ zijn:

1. scholarship of discovery (research);

2. scholarship of integration (synthesis);
3. scholarship of practice (application);
4. scholarship of teaching (pedagogy).

‘Historically, business schools have celebrated and accommodated as equals the practitioners of all four kinds of scholarship. Over the last 30 years, we have lost this taste for pluralism [en zijn we vooral de laatste drie kwijtgeraakt]’.

Nyenrode is een universiteit waar die pluriformiteit nog voor een deel aanwezig is, zei het in afnemende mate. Dat is in mijn ogen onze kracht maar als we dus de kant opgaan die we nu opgaan – met alle begrip dat ook wij in een keurslijf zitten van NVAO, EQUIS, AMBA en straks AACSB – dan blijft ook hier alleen research over. Ik deel dan ook de zorg van Ghoshal dat dat de dood in de pot is, juist voor onze signatuur als business universiteit en juist voor dit domein. We zullen dus juist op ons domein ook veel ruimte moeten inbouwen voor de andere drie ‘scholarships’ en in ons onderzoek ook juist de ideeën van de ‘homo economicus’ moeten laten varen en uitgaan van een positiever mensbeeld.

De door collega Bas Steins Bisschop bewonderde Amartya Sen zei het zo:

‘...in acknowledging the possibility of prudential explanation of apparently moral conduct, we should not fall into the trap of presuming that the assumption of pure self-interest is, in any sense, more elementary than assuming other values. Moral or social concerns can be just as basic or elementary’

De eerder aangehaalde Friedman zei ook ooit: *‘...a major aim of the liberal is to leave the ethical problem for the individual to wrestle with’*. De mens was imperfect in zijn ogen – en niet alleen de zijne overigens – en dat was dan jammer. Twee keer pech gezegd, je bent imperfect en je moet het

zelf maar uitzoeken. En dus constateert Ghoshal dat we dus langs die weg slechts met een ideologische bril – oogkleppen dus - hebben gekeken naar de negatieve kant van het vraagstuk en dus onvolledig waren in onze zoektocht. Vanuit een negatief mensbeeld hebben we gezocht naar managementtheorieën die konden helpen bij het besturen van ondernemingen en organisaties. Die theorieën waren dus self-fulfilling en bevestigden wat we al dachten. Nog erger is dat daardoor het probleem verergerd wordt; je komt in een vicieuze cirkel terecht. Er is dan steeds meer control en beheersing nodig en elke keer weer blijkt dat niet goed genoeg te zijn.

Dat strookt ook met de genoemde risico-regel-reflex van Trappenburg en de toenemende regeldruk die we allemaal waar kunnen nemen in ons huidige leven en binnen bedrijven. De regeldrift is enorm en de kosten van compliance nemen hand over hand toe. Uiteraard lijden nieuwe regels tot een grotere complexiteit en meer ongelukken en dus nog meer regels. Die regels maken het probleem eerder erger en bovendien gaan mensen er ook rekening mee houden en kijken als het mis gaat verontwaardigd om zich heen en geven de toezichthouder¹²⁶ de schuld, want die had moeten opletten. We spannen het paard – al of niet met oogkleppen op – achter de wagen. Datgene waar je aandacht op vestigt wordt er groter door, zegt de sociaal constructivist in mij. Dus monitoring en controlling leiden tot wantrouwen en maakt mensen onzeker en uiteindelijk ongemotiveerd.

In zijn boek ‘Happiness’ laat Richard Layard ook zien dat van werken mensen niet gelukkig worden, een 2,7 op een schaal van 1 tot 5 en daarmee net niet onderaan de lijst, daar staat forensen. Gevraagd naar met wie ze graag tijd doorbrachten stond de manager eenzaam onderaan met een 2,4. Men prefereert alleen zijn met een 2,7 meer dan met de manager te moeten verkeren..... Leiderschap wordt dus kennelijk niet gewaardeerd en werkt dan ook niet. Of er een causaal verband is, vertelt het verhaal niet maar het zou zo maar kunnen. Het is het onderzoeken in ieder geval waard.

126 <https://fd.nl/weekend/1265014/de-toezichthouder-heeft-het-altijd-gedaan>

Ghoshal propageert dan ook een radicale wending van een perspectief waar we uitgaan van ‘Contract-Control-Compliance-Constraints’ naar ‘Stretch-Self-discipline-Support-Trust’. Ondernemingen kennen volgens hem nu veelal een klimaat dat vergelijkbaar is met Calcutta in het midden van de zomer¹²⁷, in zijn ogen de laatste plaats waar je dan wilt zijn ook al is het zijn geboorteplaats.

Wat betekent dit dan voor Leiderschap? Govert Buijs (2016) haalt de lessen uit oude fresco’s in het stadhuis van Siena aan. De goede leider dient te beschikken over de volgende karakteristieken:

- Een moreel kompas;
- Oefent in de klassieke deugden probeert die zoveel mogelijk te internaliseren;
- Ziet liefde als hoogste inspiratiebron; en
- Faciliteert de gedeelde bloei en is daarmee gericht op de ander.

Hij beschrijft dat vanuit de wereldhistorische megatrend van ‘verticalisering’ naar ‘horizontalisering’. Van imperium-denken (verticaal) naar gemeenschap-denken (horizontaal). Hij roept leiders op tot het omkeren van de gerichtheid op ‘zelfontplooiing’ naar een gerichtheid op ‘gemeenschapsontplooiing’. De fundamentele gelijkwaardigheid tussen jou en de ander is waar het om draait. De goede leider werkt dan aan het bouwen van talenten en kennis en biedt een context waarin dat ook kan. Hij raadt leiders aan zich aan te sluiten in wat vroeger een gilde heette om met elkaar daarover te spreken. Reflectie is belangrijk maar een beroepscode dient absoluut te worden vermeden. Ik voeg er graag aan toe dat een en ander te trainen is en natuurlijk ook op Nyenrode.

Ik zou graag vanuit mijn eigen perspectief daar nog aan willen toevoegen dat leiderschap ook over tenminste vijf V’s gaat:

127 Zie zijn bijdrage op het World Economic Forum <https://www.youtube.com/watch?v=J4lA1o8RP6E>

1. Visie;
2. Veiligheid;
3. Vertrouwen;
4. Verbinding; en
5. Vooropgaan.

Dat ligt niet misschien niet ver af van wat Buijs zegt maar voegt denk ik nog iets toe. Een zekere visie op de toekomst van een onderneming is belangrijk. Strikwerda (2018) zegt ook: ‘Voor goed bestuur zijn in de eerste plaats visionaire bestuurders nodig’. Een visie die ook uitdagend dient te zijn en die het doel van de onderneming zodanig beschrijft dat harten er sneller van kunnen gaan kloppen. Het mijne klopt nog altijd een beetje harder als we onze missie herhalen: ‘Serving Society by Shaping Responsible Leaders’.

Als de verbinding tussen mensen belangrijk is voor het welbevinden en het delen van kennis. Als het tijdig signalen ontvangen over wat er beter kan en wat er mis is, dan is veiligheid onontbeerlijk. Mensen dienen zich te durven uitspreken en uit veel ervaring kan ik u verzekeren dat dat allerminst gebruikelijk is. Mensen zijn conformisten en gaan mee met de stroom en die stroom is vaak het niet dulden van tegenspraak. De homo apertus wordt meestal gezien als degene die het feestje bederft en dat leidt tot excommunicatie of erger. Ik mocht in mijn PwC tijd regelmatig een bedrijf doorlichten waar een kalf in de bekende put was verdronken. In alle gevallen was al lang bekend wat eraan schortte maar men had het wel gemeld maar was na een tijdje maar gestopt want geluisterd werd er toch niet of men werd zelfs de oren gewassen door de leiding. Het bevorderen van die veiligheid en daarmee een gezonde cultuur is Chefsache.

Als die veiligheid er is dan is het realiseren van onderling vertrouwen ook een stuk eenvoudiger geworden. Iedereen wil gezien worden voor zijn of haar bijdrage en het vertrouwen hebben dat hij of zij zichzelf mag zijn in al zijn of haar talenten en tekortkomingen. Beoordelingssystemen zijn nu

veelal ondingen en kunnen maar beter snel afgeschaft worden omdat ze vooral gaan over afrekenen en wat niet goed ging. We weten uit onderzoek dat het geven van complimenten een veel effectievere manier is om de prestaties van mensen en dus van ondernemingen te bevorderen. Beoordelingssystemen worden vooral gebruikt om het dossier te vullen, noodzakelijk als je iemand wilt ontslaan.

De verbinding is in mijn ogen belangrijk om samenwerking te kunnen bevorderen, het gemeenschapsgevoel te versterken (zoals De Geus (1997) dat ook benoemt als een belangrijke factor voor het lange termijn overleven van een onderneming) en daarmee ook kennis te delen, zo nodig voor innovatie en experimenteren. Ook draagt dat bij aan het welbevinden van mensen, zie de resultaten van het onderzoek van Richard Layard. Collega's zijn belangrijker dan de manager, zeker als het ook nog eens vrienden zijn.

Vooropgaan haal ik uit mijn opleiding aan de militaire academie. 'Er bestaan geen slechte soldaten, alleen slechte officieren', zie de toenmalige gouverneur van de KMA, Von Meyenfeldt. Als het niet goed gaat dan moet je eerst bij jezelf te rade gaan. Je staat voor je mensen en je gaat werkelijk voorop en of ze je volgen zal vooral afhangen van je voorbeeldgedrag. Zo lees ik met enige ontzetting dat de top van Volkswagen de schuld voor het dieselschandaal af wil schuiven op de lagere echelons terwijl toch al lang duidelijk is dat zij het wisten. Ik vrees dat de top van Volkswagen nog jarenlang de prijs gaat betalen van afgenomen vertrouwen in en loyaliteit aan het leiderschap en angst om door je eigen bazen verraden te worden.

Op de muren van het Koninklijk Instituut voor de Marine staat het zo mooi: 'Kennis is macht, karakter is meer'. Leiderschap toont zich in de daden en laat zich vooraf niet goed kennen. Je weet nooit wie op het beslissende moment naar voren stapt en de leiding neemt. 'In know it when I see it'¹²⁸.

128 Zie het boek van John Gaspari dat hij schreef over kwaliteit: <https://www.goodreads.com/book/show/5801541-i-know-it-when-i-see-it>

Als we innovatie – en u mag van mij voor dat woord ook Ondernemerschap invullen – meer aandacht willen geven omdat daarmee de maatschappelijke lange termijn waardecreatie vorm en inhoud krijgt, dan dient zich dat te vertalen in een manier van werken die dat bevordert. Dat begint natuurlijk met het stellen van doelen op dat punt en het definiëren van key performance indicatoren, kpi's, die aangeven of dat doel wordt gerealiseerd. Het grote probleem bij innovatie is dat het uiterst onzeker is of het zal slagen. Onzekerheid is inherent als het gaat om de toekomst en daarmee is model-leren van kansen en mogelijkheden en de consequenties daarvan onmogelijk omdat nu eenmaal de benodigde data ontbreekt. Echter, er zijn wel methoden en technieken om met die onzekerheid om te gaan en dat – niet limitatieve – en vrij naar Strikwerda (2018) rijtje ziet er als volgt uit:

- Investeren in kennis;
- Abstract leren denken en om leren gaan met complexiteit; sommigen noemen dat ook holistisch denken (the law of unintended consequences);
- Ontvankelijkheid voor ambigue informatie ontwikkelen en 'weak signals' leren waarderen. Daarmee dienen we ook de 'homo apertus'¹²⁹ meer ruimte en veiligheid te bieden om zich uit te spreken;
- (Cognitieve) diversiteit om te zorgen dat vanuit meerdere invalshoeken een probleem of een mogelijkheid kan worden bekeken;
- Systeemdenken kan helpen om grotere verbanden in kaart te brengen;
- Scenarioplanning;
- Rolling forecasts in plaats van budgetten (die we sowieso zo snel mogelijk moeten afschaffen);
- Loose control om daarmee mensen meer autonomie over hun werk te geven en daarmee de lerende organisatie te bevorderen en de creativiteit op een hoger niveau te brengen;

129 Voor een mooi artikel hoe dat werkte ten tijde van de financiële crisis hierbij de volgende link <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.462.4048&rep=rep1&type=pdf>

- Organisatievormen die niet gebaseerd zijn op ‘command and control’ maar bijvoorbeeld uitgaan van holacracy¹³⁰;
- Meer interactie met de buitenwereld en dat kan in vele vormen;
- Modulair organiseren waarmee flexibiliteit wordt bevorderd en het verlies van een component niet het einde hoeft te betekenen van het geheel;
- Open business models en werken in netwerken;
- De Responsible Business Simulator van collega’s Roobeek en De Swart;
- Gebruik maken van big data en de snelle analyses die mogelijk zijn met gebruik van moderne technieken zoals DeepMind¹³¹;
- Experimenteren;
- Toepassen van risicomanagement.

Dan nu Rentmeesterschap (Stewardship). Eigenlijk is dat eenvoudig omdat in het voorgaande duidelijk is geworden dat de focus dient te liggen op maatschappelijk welzijn, inclusief en circulair denken en het vermijden van wel doorbelasten van ‘externalities’ (de vervuiler betaalt). Ook het incorporeren van een lange termijnperspectief van zeven generaties is daar een uitwerking van. Daarmee denk ik voldoende inhoud te hebben gegeven aan die waarde en zijn alle drie onze kernwaarden geadresseerd.

Dit betekent ook dat we onze programma’s zullen dienen te enten op de bovenstaande uitgangspunten. Zo zijn we ook bezig onze Board & Governance programma’s, toch vooral de programma’s waarin corporate governance aan de orde komt te herzien en waar nodig aan te passen. Dat hebben we dan weer meer zelf in de hand en daarmee kan een basis worden gelegd om de toekomstige generaties bestuurders en toezichthouders een andere oriëntatie mee te geven.

130 Holacracy gaat ook uit van zelforganisatie en hanteert het uitgangspunt dat medewerkers empowered worden om zelf besluiten te nemen <https://www.holacracy.org/>

131 <https://deepmind.com/>

Ook zullen we meer onderzoek moeten doen, niet alleen om onze scores in de journals te verhogen, maar ook om op zoek te gaan naar andere inzichten waarbij ik zelf graag gehoor geef aan de oproep van Ghoshal om de andere drie scholarships niet uit het oog te verliezen. Wij hebben een stevige band met het bedrijfsleven waar we ook gebruik van kunnen maken om onderzoek te doen en data te verzamelen. Dat vergt natuurlijk ook man- of vrouwkracht. Het Nyenrode Corporate Governance Instituut is daarvoor het platform. We treffen elkaar daar in een multidisciplinair verband en proberen te komen tot een gezamenlijke onderzoeksagenda waarbij Andre Nijhof en ik ook contractonderzoek doen, onder andere met onze partner Deloitte Risk Consulting. André, mijn verhaal is, om met jouw woorden te spreken, ‘highly systemic and deeply personal’.

Het doet mij plezier om te zien dat andere collega's ook willen aansluiten. Melanie de Rooter en Pascale Peters doen onderzoek op het terrein van het psychologisch contract. We zijn ook bezig met de werving voor een onderzoeker en de eerste gesprekken zijn gevoerd. Met dank aan Henk Kievit en Ruud Kok zijn de middelen daarvoor vrijgemaakt.

Tineke Lambooy, René Orij, André Nijhof en Steven Schuit en ondergetekende zijn de trekkers van vier onderzoeksprojecten die ook reeds vruchten afwerpen. Met de O van Onderzoek voeden we de O van Onderwijs en de O van Opinie. Die O wordt met dank aan Carla de Roover als manager van het NCGI met verve ingevuld met een Nieuwsbrief die inmiddels 2.300 lezers kent. Waar mogelijk kunnen we zien of er daarna nog ruimte is voor de vierde O, die van Oplossingen voor bestaande problemen bij klanten. Voorshands hebben we aan de eerste drie onze handen al behoorlijk vol.

MIJN PLAKKAAT VAN VERLATINGS

Mijn Plakkaat van Verlatings is simpel:

‘Vandaag, 6 september 2018, verlaten wij Koning Shareholder Value en besluiten dat onderneming en aandeelhouder niet langer centraal staan maar het maatschappelijk welzijn van ons allen. We verbieden dan ook eenieder dat begrip nog langer te gebruiken. Uw tirannie heeft teveel bijwerkingen en u gedraagt zich als ‘rupsje nooit genoeg’, die de aarde uitwoont en daarmee het leven voor ons en generaties na ons onmogelijk dreigt te maken. Ons aller welzijn, nu en in de toekomst, dient voorop te staan. Wij stervelingen zijn wat het woord zegt stervelingen, en kunnen ook geen ander doel hebben dan het welzijn van moeder aarde, hun bewoners en alles dat hen lief is’.

Was getekend, Leen Paape.

‘Forgive me my vehemence, which has deep causes in my hope for the future. This is my subject. I know, or partly know, what I want. I know, and clearly know, what I fear.’

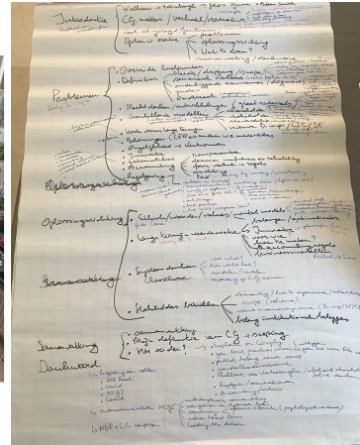
John Maynard Keynes to Dean Acheson, August 1941

AFSLUITING EN DANKWOORD

Hoe zag het pad dat ik gevolgd heb er uit? Ik kan u verzekeren het was een zware bevalling. Toen Henk Kievit bijna een jaar geleden opperde, eigenlijk stelde, dat ik nog een oratie zou dienen te houden dacht ik ‘waarom niet, vooruit dan maar’. Zoals mijn echtgenote Annette goed weet heeft Leen zelden een doordacht plan, hooguit een paar ideeën. Dat was ook nu zo en ik heb daar menigmaal over nagedacht en in de eerste maanden van het nieuwe jaar ook over gesproken met deze en gene. Zo ergens in het voorjaar gaat dan de zoektocht naar literatuur beginnen en van het een komt het ander. Na enige tijd begint de stapel grote vormen aan te nemen want u moet weten, ik ben wel nieuwsgierig, eigenlijk leesgierig moet ik zeggen. Dus van het ene boek en artikel komt het andere en op enig moment denk je, nu moet ik toch eens gaan ordenen. Maar ja, dat kan ook wel na de vakantie, naar Schotland zoals u nu weet.

Vanaf medio juli begint het dan serieus te worden en het geval wilde dat het bloedheet was. Vrienden vragen dan: ‘Leen, heb je nog leuke dingen gedaan deze zomer?’ Ik begin dan enthousiast over mijn oratie te spreken maar ik zie in hun ogen dat ze denken, ‘Leen, Leen, waar ben je mee bezig?’ Annette en kinderen hebben mij niet veel meer gezien helaas. What’s new.

Ik verhuisde dus na enige doorweekte dagen achter mijn bureau naar de woonkamer. U ziet hier een paar foto’s om te laten zien hoe dat er dan uit ziet.



U kunt vaststellen dat er toch wel enige structuur in mijn manier van werken zit. U ziet overigens niet alle boeken en papers want hierna is de collectie nog belangrijk uitgebreid waardoor het lezen veel tijd nam. In al die maanden kost dit proces dus ook de nodige nachtrust, je wordt wakker 's nachts en dan gaan de hersenen direct op aan. Dat is dan weer minder.

Het schrijfproces kostte iets meer dan vier dagen en het leidde wel tot te veel bladzijden! Vervolgens is het twee weken voor de oratie zelf en is er toch wel enige noodzaak tot schrappen..... U kent het wel, neem mij niet kwalijk voor het schrijven van deze lange brief, ik had geen tijd voor een korte.

Erger was dat ik me realiseerde dat ik mezelf had voorgenomen een poging te doen te voldoen aan het citaat van Max Planck: Als je de manier van kijken verandert dan verandert datgene waar je naar kijkt. Ook wilde ik een poging doen 'out of the box' te denken. Achteroverleunend dacht ik: Leen, dat is dus niet gelukt. Dat kan ook niet anders als je weer zoveel leest dat je daardoor als vanzelf terug in de doos wordt getrokken en de manier van kijken weer toepast waar je nu net van weg wilde blijven. Ik stel dan ook vast dat alles al eens is gezegd en geschreven, niets nieuws onder de zon.

Je kan het opnieuw verpakken, een beetje husselen en schudden en een ander verbandje leggen maar daar raakt de wereld niet opgewonden van. Dus Leen als je impact wilt hebben dan is dit niet de manier.

Enige frustratie maakte zich dus van mij meester en het toeval – sommigen noemen het serendipiteit – wilde dat ik een aantal gesprekken had waarbij ik direct mijn gesprekspartners misbruikt heb om mijn frustratie op bot te vieren. Dat leidde tot mooie gesprekken en iets andere inzichten die ik nu ter afsluiting met u wil delen.

We zijn de connectie kwijtgeraakt met waar het echt om gaat. Het verhaal van materiële welvaart heeft bezit van ons genomen en we zijn ‘locked in’ geraakt in een ‘frame’ van voortdurende groei en al maar toenemende behoeftes die vervuld moeten worden want anders voelen we ons niet gelukkig. De generatie van onze kinderen is op zoek naar een voortdurende bevestiging van zichzelf en ‘likes’. Ze zijn zeker ook gericht op meer dan alleen maar inkomen en hebben een wens zich te ontwikkelen en de wereld te zien en te verkennen. Dat is mooi maar tegelijkertijd is de zorg dat de onzekerheid toch groot is en in hun zoektocht door het leven zoveel tegelijk willen dat een burn out toeslaat. Dus ook bij hen is het meer- meer-meer, weliswaar van iets anders maar toch. Het is een ‘frame’ dat ons niet snel loslaat.

Indachtig de woorden van gouverneur Von Meyenfeldt op de KMA denk ik dan, dat heeft onze generatie bewerkstelligd. Hoe gaan we ze helpen om daarvan af te komen? Dat kan natuurlijk pas nadat het mijzelf geen parten meer speelt. Ik moet bekennen dat ik dan op mijn 62^e merk dat ik het probleem wel zie maar nog niet precies de oplossing.

In ieder geval heb ik zelf het gevoel dat ik in mijn zoektocht naar ‘meer-meer’ niet altijd de juiste keuzes heb gemaakt en nu met enige onzekerheid mijzelf de vraag stel welk verhaal ik dan ga vertellen om los te komen van

het huidige frame. Ik heb er hulp bij nodig, net zoals bij het bedenken van de weg voorwaarts voor de inrichting van corporate governance. Ik vrees dat ik ook nu weer uw tijd misbruik om mijn eigen gedachten te ordenen en uw hulp in te roepen voor een toekomst waarin verbinding tussen mensen weer beter tot stand kan komen en waarbij we nadenken over wat we als samenleving willen. Dan hebben we ander leiderschap nodig en geen premier die zegt dat je voor visie bij de opticien moet zijn. Die nieuwe leiders zijn er zeker en Buijs heeft al aangegeven wat de karakteristieken zijn. Laten we daarover ook vooral het gesprek aan gaan met elkaar.

Ik dank allereerst het College van Bestuur voor het in mij gestelde vertrouwen. Die dank geldt ook Henk Kievit en de Academic Board die mijn benoeming mogelijk hebben gemaakt. Dank aan de vele collega's die mij welkom hebben geheten op de 3^e verdieping na een lange periode op de 1^e te hebben gezeten. Het is altijd goed weer terug te keren tussen de rank and file van de universiteit. De overgang ging gladjes en desalniettemin werd ik me gewaar van het feit dat ik wel veel wist hoe het echt ging op Nyenrode maar als je er weer tussen zit dan is het toch net weer anders.

Dank aan alle collega's van het NCGI. Carla de Roover voorop en Herman Mulder voor het achterlaten van een mooi geploegd en ingezaaid veld. We gaan er in de komende jaren iets moois van maken en het is mijn stellige voornemen om, als ik over 5 jaar met pensioen ga, te zorgen dat er een nog beter onderzoeksinstituut staat met een naam en faam dat ertoe doet.

Dank aan de collega's van de Board & Governance programma's. Ruud Kok als program director die ik al zo lang ken en die ik nu als academic director mag bijstaan. Het gaat die programma's goed en dat is mede te danken aan de inzet van het hele team: Krista, Heleen, Ingrid, Meldy en binnenkort Marion.

Speciale dank aan Bas Steins Bisschop, Steven Schuit, Jeroen Veldman, Edgar Karssing en Hans Strikwerda waarmee ik in de afgelopen periode een

aantal keren heb mogen sparren ter voorbereiding op deze oratie. Bas, het spijt mij, het is toch min of meer een omgevallen boekenkast geworden.

Het is me een groot genoegen vertegenwoordigers, collega's mag ik zeggen, te treffen vanuit mijn rol als commissaris/toezichthouder/adviseur bij de Stichting Carmelcollege, Pensioenfonds SNS Reaal, Univé Dichtbij, de gemeente Rotterdam, de Goldschmeding Foundation en de projecten die ik mag superviseren, de Broedercongregatie Onze Lieve Vrouwe der 7 Smarten, de jury van de Kristalprijs en de Stichting Stimuleringskader Integere Organisatie. U zult niet verbaasd zijn dat ik me met de doelstelling van deze organisaties goed kan verenigen omdat ze allen ook een gezamenlijk belang voor ogen hebben.

Ik ben ook erg blij met de hier aanwezige vriendengroepen. Zoals de vrienden van de middelbare school die elkaar elk jaar weer treft om bij te praten over huidige en lang vervlogen tijden. De jaargenoten van de KMA waaraan ik schatplichtig ben voor alle geleerde lessen en gedeelde lief en leed sinds 1975. Semper Fidelis is het motto dat ons dierbaar is. De 'Boxing Beauties' waarmee ik op dinsdagavond de nodige zweetdruppels laat in de bokszaal en het lijf in vorm probeer te houden. De vrienden van De Komeet, waarmee we soms een golfbal weg slaan maar meestal een goed glas wijn drinken omdat dat veel gezelliger is.

Uiteraard alle andere vrienden die ik met naam en toenaam had willen noemen, jullie zijn me dierbaar ook al ben ik bang dat ik zelf die vriendschap niet altijd voldoende eer aan doe bij gebrek aan tijd. Dank voor jullie aanwezigheid.

Tot slot mijn familie. Mijn vader is helaas vorig jaar overleden, 94 jaar is een mooie leeftijd en het was mooi geweest. Hij was mijn voorbeeld als het over rechtvaardigheid gaat. Mijn moeder is er nu helaas niet, 86 jaar, en onlangs ernstig ziek in het ziekenhuis opgenomen maar het gaat weer beter. Zij was

en is de zorgzaamheid zelve en een echte oma voor klein- en achterkleinkinderen. Zonder hun steun was ik niet hier gekomen.

Mijn kinderen Iris, Jop, Thomas, Amber, Marleen en Jasper. U zult denken, ik wist niet dat hij zoveel kinderen had! Ik neem ook hun partners mee, vandaar. Het is mooi te zien hoe jullie, ondanks een gedeeld DNA toch zo verscheiden, je door het leven bewegen en keuzes maken. Het komt soms voor dat ik denk dat had ik anders gedaan, maar meestal denk ik, dat had ik ook moeten doen. Ik ben erg trots op jullie en ben me zeer bewust dat ik teveel tijd zelf heb genomen en er daarmee niet altijd genoeg voor jullie overbleef. Jade en Nova, mijn kleinkinderen van 5 en 3, onbevangen en speels als jullie zijn met toch ook al heel kenmerkende karaktereigenschappen. Vooral voor jullie wil ik deze bijdrage leveren aan een betere wereld. Jullie zijn de spiegel die mij - soms pijnlijk - bewust maken dat de tijd snel vervliegt en dus goed besteed moet worden.

Tot slot, Annette, mijn dierbare echtgenote die, niet alleen in de afgelopen periode, het vaak alleen moest doen. Als er één is die verbinding hoog in het vaandel heeft staan en die altijd oog heeft voor de belangen van anderen en die daarmee iedereen probeert te dienen, vaak ook ten koste van jezelf, dan ben jij dat wel. Jij weet immer door te dringen tot de vragen die ertoe doen. Dat is soms lastig maar o zo belangrijk. Ik ben je zeer dankbaar voor je liefde en steun en ik realiseer me dat ik dat veel vaker zou moeten uitspreken maar nu doe ik het dan met liefde voor deze zaal. Dank voor alles.

Dames en heren, ik heb gezegd!

LITERATUURLIJST

- Admati, A. R. (2017). A Skeptical View of Financialized Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 131–150. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.131>
- Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A., & Ganapathi, J. (2007). Putting the s back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of Management Review*. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.25275678>
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4(1), 485–556. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495525>
- Aguilera, R. V., Judge, W. Q., & Terjesen, S. A. (2018). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 87–109. <https://doi.org/10.5465/amr.2014.0394>
- Ardalan, K. (2007). Corporate governance: A paradigmatic look. *International Journal of Social Economics*, 34(8), 506–524. <https://doi.org/10.1108/03068290710763035>
- Ariely, D. (2009). The end of rational economics. *Harvard Business Review*. <https://doi.org/Article>
- Ariely, D. (2010). You Are What You Measure. *Harvard Business Review* <https://hbr.org/2010/06/column-you-are-what-you-measure>
- Ayres, R. U. (2006). Turning point: The end of exponential growth? *Technological Forecasting and Social Change*, 73(9), 1188–1203. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2006.07.002>
- Baars, G. (2011). “Reform or Revolution?” Polanyian Versus Marxian Perspectives on the Regulation of the Economic. *SSRN ELibrary*.
- Bakan, J., (2004). *The Corporation*. Simon & Schuster, London
- Banerjee, A.V. & Duflo, E. (2011). *Poor Economics*. Penguin Books

- Barrese, J., Pooser, D., & Wang, P. (2018). Institutional Ownership in Financial Services: Performance and Risk. *Ssrn*, 1–24. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3174755>
- Barton, D. (2011). Capitalism for the Long Term. *Harvard Business Review*
- Barton, D. & Wiseman, M. (2014). Focusing Capital on the Long Term. *Harvard Business Review*
- Baumol, W. J., Litan, R. E., & Schramm, C. J. (2007). *Good Capitalism, Bad Capitalism, and the Economics of Growth and Prosperity*. Yale University Press
- Bavel, B. van. (2018). *De onzichtbare hand*. Amsterdam: Prometheus.
- Bebchuk, L. A. (2005). The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.631344>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Becht, M., Jenkinson, T., & Mayer, C. (2005). Corporate governance: An assessment. *Oxford Review of Economic Policy*. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grio09>
- Belinfanti, T., & Stout, L. (2018). Contested Visions: The Value of Systems Theory for Corporate Law. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166, 3. 579–631
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. *California Law Review*. <https://doi.org/10.2307/3475545>
- Bernhart, P., Slagter, J.M. (2016). *De Koude Kermis van KPN*. Prometheus, Amsterdam
- Bhasa, M. P. (2017). Normative Ethical Theories as Frameworks for Better Corporate Governance: A Practitioner's Perspective. *Journal of Corporate Governance*, 16(2), 29–38. Retrieved from <http://ezproxy.leedsbeckett.ac.uk/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=125155990&site=eds-live&scope=site>
- Bhimani, A. (2008). Making corporate governance count: The fusion of ethics and economic rationality. *Journal of Management and Governance* (Vol. 12, pp. 135–147). <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9056-7>
- Blair, M. M., & Stout, L. A. (1999). A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*, 85(2), 247. <https://doi.org/10.2307/1073662>

Blom, P. (2017). *Wat op het spel staat*. De Bezige Bij, Amsterdam.

Bollen, L., Mertens, G., Meuwissen, R., van Raak, J., & Schelleman, C. (2005). *Classification and analysis of major European business failures*. Maastricht Accounting, Auditing & Information Research Center, 61. Retrieved from <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Classification+and+Analysis+of+Major+European+Business+Failures#o>

Bonnafeous-Boucher, M. (2005). Some philosophical issues in corporate governance: The role of property in stakeholder theory. *Corporate Governance*. <https://doi.org/10.1108/14720700510569229>

Bonnafeous-Boucher, M., & Porcher, S. (2010). Towards a stakeholder society: Stakeholder theory vs theory of civil society. *European Management Review*, 7(4), 205–216. <https://doi.org/10.1057/emr.2010.14>

Bos, R. ten. (2017). *Dwalen in het antropoceen*. Boom uitgevers, Amsterdam.

Bratton, W. W., & Wachter, M. L. (2009). The Case Against Shareholder Empowerment. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1480290>

Buijs, G. (2016). Waartoe is de manager op aarde? Lessen van oude fresco's. *Goed Bestuur*, (november-december), 7–15.

Buijs, G. (2017). De Markt is een Moreel Succes (Bedreigd door Neoliberalisme). 4 Augustus, (Augustus), 1. Retrieved from <http://www.moralmarkets.org/nl/markt-moreel-succes-bedreigd-door-neoliberalism>

Callon, M. (1998). Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. *The Sociological Review*, 46(1_suppl), 1–57. <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.1998.tb03468.x>

Choudhury, B., & Petrin, M. (2018). Corporate governance that ‘works for everyone’: promoting public policies through corporate governance mechanisms. *Journal of Corporate Law Studies*, pp. 1–35. <https://doi.org/10.1080/14735970.2017.1414984>

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>

Cooper Ramo, J. (2009). *The Age of the Unthinkable*. Little, Brown and Company, London.

Council, F. R. (2012). The UK corporate governance code. London: Financial Reporting Council, (September). <https://doi.org/Retrieved from Financial Reporting Council>

Cowton, C. J. (2011). Putting Creditors in Their Rightful Place: Corporate Governance and Business Ethics in the Light of Limited Liability. *Journal of Business Ethics*, 102(SUPPL.), 21–32. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1190-5>

Crane, A., & Ruebottom, T. (2011). Stakeholder Theory and Social Identity: Rethinking Stakeholder Identification. *Journal of Business Ethics*, 102(SUPPL.), 77–87. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1191-4>

Cummings, B. (2012). Benefit corporations: How to enforce a mandate to promote the public interest. *Columbia Law Review*, 112(3), 578–627. <https://doi.org/10.2307/23238440>

Diamond, J. (2005). *Ondergang*. Het Spectrum, Utrecht.

Dinten, W. van. (2015). *Hebben we hier nu voor gekozen?* Wijk bij Duurstede: Stichting Sezen.

Donaldson, T. (2012). The epistemic fault line in corporate governance. *Academy of Management Review*, 37(2), 256–271. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0407>

Dubbink, W. (2007). Transparency gained, morality lost: A critique of the administrative conceptualization of CSR, illustrated by Dutch policy. *Business and Society Review*, 112(2), 287–313. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8594.2007.00298.x>

Dyck, I. J. A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2015). Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2708589>

Eccles, R. G., & Youmans, T. (2016). Materiality in Corporate Governance: The Statement of Significant Audiences and Materiality. Ssrn. <https://doi.org/10.1111/jacf.12173>

Edmans, A., Fang, V. W., & Huang, A. H. (2018). The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives, (February).

Elhauge, E. (2005). Sacrificing Corporate Profits in the Public Interests. *New York University Law Review*, April, 101–229.

Elkhashen, E. M., & Ntim, C. G. (2018). Accounting and philosophy: The construction of social reality framework. *Journal of Accounting and Taxation*, 3(1), 1–24. <https://doi.org/10.5897/JAT2017.0277>

- Ennis, S. Gonzaga, P., & Pike, C. (2017). Inequality: A hidden cost of market power. www.oecd.org/daf/competition/inequality-a-hidden-cost-of-market-power.htm
- Eisinger, J. (2018). *The Chickenshit Club. Why the Justice Department Fails to Prosecute Executives*. Simon & Schuster, New York
- Financial Reporting Council. (2012). *The UK corporate governance code*. Financial Reporting Council, (September). <https://doi.org/Retrieved from Financial Reporting Council>
- Freedom House. (2018). *Freedom in the World 2018*. Freedom House, 22. Retrieved from <http://www.freedomhouse.org/>
- Freeman, R. E. (1987). The Economic Institutions of Capitalism. *Academy of Management Review*. <https://doi.org/10.5465/AMR.1987.4308003>
- Frentrop, P. (2013). *De geschiedenis van corporate governance: Van VOC naar de 21^e eeuw*. Zwolle: van Gorcum.
- Frey, B.S. & Jegen, R. (2002) Motivation Crowding Theory. *Journal of Economic Surveys*. Volume 15, Issue 5. December 2001, 589-611. <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00150>
- Frey, C.B., & Osborne, M.A., (2013). *The future of Employment: How susceptible are Jobs to Computerisation?* Working Paper, Oxford Martin School, Oxford University
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*. <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>
- Furubotn, Eirik G., R. R. (1998). *Institutions and Economic Theory*. Michigan: The University of Michigan Press.
- Fusso, N. (2012). A systems thinking review for solving short-termism. *Management Research Review*. <https://doi.org/10.1108/MRR-11-2012-0240>
- Geus, A. de. (1997). *De levende onderneming*. Scriptum Management, Schiedam.
- Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning and Education*, 4(1), 75-91. <https://doi.org/10.5465/AMLE.2005.16132558>
- Goldrath, E.M. (1984). *Het doel*. Spectrum, Houten.

- Goshen, Z., & Hannes, S. (2018). The Death of Corporate Law. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3171023>
- Gourevitch, P.A., & Shinn, J. (2010). *Political Power and Corporate Control. The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton University Press, Princeton
- Graafland, J. J., & van de Ven, B. W. (2011). The Credit Crisis and the Moral Responsibility of Professionals in Finance. *Journal of Business Ethics*, 103(4), 605–619. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0883-0>
- Grossmann, S.J., & Hart, O.D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4. (Aug., 1986), pp. 691–719.
- Habermas, J. (1994). Three Normative Models of Democracy. *Constellations*, 1(1), 1–10. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8675.1994.tb00001.x>
- Hackbarth, D., & Wong, T. (2018). Optimal Short-Termism, (January).
- Hail, L., Tahoun, A., & Wang, C. (2018). Corporate Scandals and Regulation. *Journal of Accounting Research*, 56(2), 617–671. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12201>
- Hampden-Turner, C., & Trompenaars, F. (2015). *Nine Visions of Capitalism - Unlocking the Meanings of Wealth Creation*. Oxford: Infinite Ideas Limited.
- Hansmann, H., & Kraakman, R. H. (2000). The End Of History For Corporate Law. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.204528>
- Hansmann, H., & Kraakman, R. (2004). What is corporate law? The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach.
- Hart, O., & Zingales, L. (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3004794>
- Hayek, F. (1974). *Pretence of Knowledge*. Retrieved from http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1974/hayek-%5Cnlecture.html
- Heath, J. (2006). Business Ethics without Stakeholders. *Business Ethics Quarterly*, 16(04), 533–557. <https://doi.org/10.5840/beq200616448>

- Heath, J. (2009). The Uses and Abuses of Agency Theory. *Business Ethics Quarterly*, 19(04), 497–528. <https://doi.org/10.5840/beq200919430>
- Heath, J. (2011). Business Ethics and the “End of History” in Corporate Law. *Journal of Business Ethics*, 102(SUPPL.), 5–20. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1192-3>
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, 37(2), 172–193. <https://doi.org/10.5465/amr.2010.0363>
- Hirst, S. (2016). Social Responsibility Resolutions. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2773367>
- H-Y Chiu, I. (2018). An Institutional Theory of Corporate Regulation, (April). Retrieved from http://ssrn.com/abstract_id=3122029%0Awww.ecgi.org/wp
- Ison, R. (2016). Governing in the Anthropocene: What Future Systems Thinking in Practice? *Systems Research and Behavioral Science*, 33(5), 595–613. <https://doi.org/10.1002/sres.2421>
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, October 1976, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where We’ve Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.561305>
- Judge, W. Q., Fainshmidt, S., & Brown, J. L. (2014). Which model of capitalism best delivers both wealth and equality? *Journal of International Business Studies*, 45(4), 363–386. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.13>
- Kahneman, D. (2011). *Thinking fast, thinking slow*. Interpretation, Tavistock, London.
- Karssing, E. (2011). *De oplossing is het probleem niet!* Wielenga, Capelle aan den IJssel
- Kay, J. (2012). The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making.
- Krenn, M. (2016). Convergence and divergence in corporate governance: An integrative institutional theory perspective. *Management Research Review*, 39(11), 1447–1471. <https://doi.org/10.1108/MRR-05-2014-0103>
- Kusumaningtias, R., Ludigdo, U., Irianto, G., & Mulawarman, A. D. (2016). Rethinking of Corporate Governance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 455–464. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.020>

- Lafarre, A., & Van der Elst, C. (2018). Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism. Ssrn, (March). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3135209>
- Lan, L. L., & Heracleous, L. (2010). Rethinking agency theory: The view from law. *Academy of Management Review*, 35(2), 294–314. <https://doi.org/10.5465/AMR.2010.48463335>
- Langendijk, H., Swagerman, D., Verhoog, W., (2003). *Is Fair Value Fair?* Royal NIVRA, Amsterdam
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2011). Seven Myths of Corporate Governance. Ssrn, 1–9. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1856869>
- Layard, R. (2006). *Happiness*. Penguin Books, London.
- Lazonick, W. (2013). The theory of innovative enterprise: A foundation of economic analysis. University of Massachusetts: *The Academic Industry*, (February), 127–159.
- Lazonick, W. (2017). Innovative Enterprise Solves the Agency Problem: The Theory of the Firm, Financial Flows, and Economic Performance. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3081556>
- Leisen, D., & Swan, P. L. (2018). Were prestigious independent directors responsible for the sub-prime crisis? https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3180259
- Letza, S., Kirkbride, J., Sun, X., & Smallman, C. (2008). Corporate governance theorising: Limits, critics and alternatives. *International Journal of Law and Management*, 50(1), 17–32. <https://doi.org/10.1108/03090550810852086>
- Levillain, K., Mines, E., Parker, S., Hallam, S., Segrestin, B., Mines, E., Veldman, J., Willmott, H. (2015). Protecting long-term commitment: legal and organizational means, 1–28.
- L'Huillier, M. B. (2014). What does “corporate governance” actually mean? *Corporate Governance* (Bingley), 14(3), 300–319. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2012-0073>
- Maddison, A. (1991). Business Cycles, Long Waves and Phases of Capitalist Development. *Dynamic Forces of Capitalist Development*, 1(6 2), 1–30.
- Mansell, S. F. (2010). Capitalism, corporations and the social contract: A critique of stakeholder theory. Capitalism, Corporations and the Social Contract. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139058926>

Mansell, S., Ferguson, J., Gindis, D., & Pasternak, A. (2018). Rethinking Corporate Agency in Business, Philosophy, and Law. *Journal of Business Ethics*, pp. 1–7. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3895-1>

Masouros, P. E. (2012). *Corporate law and economic stagnation: how shareholder value and short-termism contribute to the decline of the Western economies*. Dovenschmidt monographs. Leiden: Leiden University.

Meadows, D. (2008). *Thinking in Systems*. White River Junction: Chelsea Green Publishing.

Melis, D. A. M. (2014). The Institutional Investor Stewardship Myth: A Theoretical, Legal and Empirical Analysis of Prescribed Institutional Investor Stewardship in a Dutch Context. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2445997>

Millon, D. K. (2014). Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*, 10(4).

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886. <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9711022105>

Morrow, P., & Veldman, J. (2017). The Purpose of the Corporation. Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3005396>

Mostovicz, E. I., Kakabadse, N. K., & Kakabadse, A. (2011). Corporate governance: Quo vadis? *Corporate Governance*. <https://doi.org/10.1108/1472070111177019>

Mukunda, G. (2014). The price of wall street's Power: How the financial sector's outsize influence is undermining business. *Harvard Business Review*. Vol. 92, N° 6, 2014. 70-78 <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>

Norman, W. (2011). Business Ethics as Self-Regulation: Why Principles that Ground Regulations Should Be Used to Ground Beyond-Compliance Norms as Well. *Journal of Business Ethics*, 102(SUPPL.), 43–57. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1193-2>

Norman, W. (2015). Rawls on Markets and Corporate Governance. *Business Ethics Quarterly*, 25(1), 29–64. <https://doi.org/10.1017/beq.2015.16>

Ntongho, R. A. (2016). Culture and corporate governance convergence. *International Journal of Law and Management*, 58(5), 523–544. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-04-2015-0016>

Piketty, T. (2014). *Kapitaal in de 21e eeuw*. De Bezige Bij, Amsterdam

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*. <https://doi.org/10.1108/09600039410055963>

Posner, R. (1974). Economic regulation. *Regulation*, (41).

Rawls, J. (2009). *Een theorie van rechtvaardigheid*. Lemniscaat, Rotterdam

Raworth, K. (2017). *Doughnut Economics*. Penguin Books, London.

Rayman-Bacchus, L. (2003). Contextualising corporate governance. *Managerial Auditing Journal*, 18(3), 180–192. <https://doi.org/10.1108/02686900310469899>

Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167–188. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.10.002>

Romano, R. (2005). The sarbanes-oxley act and the making of quack corporate governance. *Yale Law Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.596101>

Ruggie, J. G. (2008). Protect, Respect and Remedy: A Framework for Business and Human Rights. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 3(2), 189–212. <https://doi.org/10.1162/itgg.2008.3.2.189>

Scheidel, W. (2017). *The Great Leveler. Violence and the History of Inequality From the Stone Age to the Twenty-First Century*. Princeton University Press. Princeton and Oxford.

Scherer, A. G., & Palazzo, G. (2007). Toward a political conception of corporate responsibility: Business and society seen from a habermasian perspective. *Academy of Management Review*. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.26585837>

Schumpeter, J. A. (1942). Capitalism and the Process of Creative Destruction. *Monopoly Power and Economic Performance*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>

Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2011). Beyond agency theory, a post-crisis view of corporate law. *British Journal of Management*, 22(3), 484–499. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00763.x>

Sennett, R. (2009). *The Culture of the New Capitalism*. New Haven, Conn.: Yale University Press, 2006. Pp. 216. *American Journal of Sociology* (Vol. 114). <https://doi.org/10.1086/599148>

- Serafeim, G. (2017). Investors as Stewards of the Commons? Ssrn. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3014952>
- Shaxson, N. (2011). *Treasure Islands*. Palgrave MacMillan, New York
- Shrives, P. J., & Brennan, N. M. (2017). Explanations for corporate governance non-compliance: A rhetorical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 49, 31–56. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.08.003>
- Sikka, P. (2008). Corporate governance: What about the workers? *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/09513570810907438>
- Sikka, P., & Stittle, J. (2017). Debunking the myth of shareholder ownership of companies: Some implications for corporate governance and financial reporting. *Critical Perspectives on Accounting*. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.03.011>
- Singer, A. (2015). There Is No Rawlsian Theory of Corporate Governance. *Business Ethics Quarterly*, 25(1), 65–92. <https://doi.org/10.1017/beq.2015.1>
- Smith, A. (2000). *The Wealth of Nations*. The Modern Library, New York.
- Stout, L. A. (2012). *The Shareholder Value Myth*. Berrett-Koehler Publishers.
- Stout, L. A., & Gramitto R. S., (2017). Corporate Governance as Privately-Ordered Public Policy: A Proposal. Ssrn, (17). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3042761>
- Strikwerda, H. (2018). *De Nederlandse Corporate Governance Code; Ingeleid, toegelicht en commentarieerd*. Mediawerf.
- Strine, L.E., (2006). Towards a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America. *Harvard Law Review*, Vol. 119, p. 1759
- Strine, L. E. (2014). Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law. *Columbia Law Review*, 114(3), 449–502.
- Taleb, N.N. (2007). *The black swan: The impact of the highly improbable*. Random House, London
- Teixeira, M. G., De Déa Roglio, K., & Marcon, R. (2017). Institutional logics and the decision-making process of adopting corporate governance at a cooperative organization. *Journal of Management and Governance*, 21(1), 181–209. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9340-x>

The Financial Crisis Inquiry Commission (2013). <https://doi.org/10.1057/9781137311054>

Till van Treeck, & Simon Sturn. (2012). Income inequality as a cause of the Great Recession? A survey of current debates. *Depression*, (39), 2226–8952. Retrieved from http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_187497.pdf

Veldman, J. (2018). Inequality, Inc. *Critical Perspectives on Accounting*. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2018.04.001>

Veldman, J., & Willmott, H. (2013). What is the corporation and why does it matter? *Management (France)*, 16(5), 605–620. <https://doi.org/10.3917/mana.165.0605>

Vis, B., Woldendorp, J., & Keman, H. (2013). Examining variation in economic performance using fuzzy-sets. *Quality and Quantity*, 47(4), 1971–1989. <https://doi.org/10.1007/s11135-011-9637-4>

Weber, J. M., Kopelman, S., & Messick, D. M. (2004). A conceptual review of decision making in social dilemmas: Applying a logic of appropriateness. *Personality and Social Psychology Review*, 8(3), 281–307. https://doi.org/10.1207/s15327957pspr0803_4

Weijde, R. ter. (2017). *Purpose + Profit*. Amsterdam: Warden Press.

Weitzner, D., & Peridis, T. (2011). Corporate Governance as Part of the Strategic Process: Rethinking the Role of the Board. *Journal of Business Ethics*, 102(SUPPL.), 33–42. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1195-0>

Werhane, P. H. (2008). Mental models, moral imagination and system thinking in the age of globalization. *Journal of Business Ethics*, 78(3), 463–474. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9338-4>

White, L. (2001). “Effective governance” through complexity thinking and management science. *Systems Research and Behavioral Science*, 18(3), 241–257. <https://doi.org/10.1002/sres.373>

Williamson, O. E. (1983). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: a Study in the Economics of Internal Organization*. New York, Free Press.

Williamson, O. E. (1996). *The Mechanisms of Governance*. New York, Oxford University Press.

Winter, J. W. (2011). Shareholder Engagement and Stewardship: The Realities and Illusions of Institutional Share Ownership. *Ssrn*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1867564>

Zeitoun, H., Osterloh, M., & Frey, B. S. (2014). Learning from Ancient Athens: Demarchy and Corporate Governance. *Academy of Management Perspectives*, 28(1), 1–14. <https://doi.org/10.5465/amp.2012.0105>

Zolli, A. (2012). Want to build resilience? Kill the complexity. *Harvard Business Review*, (September), 1–7.

NYENRODE BUSINESS UNIVERSITEIT, STRAATWEG 25, 3621 BG BREUKELEN
POSTBUS 130, 3620 AC BREUKELEN

ISBN 978-90-8980-114-2

 L.PAAPE@NYENRODE.NL

NYENRODE.NL