

## DE VERMAATSCHAPPELIJING VAN DE VERMOGENSVOORZIENING

*door Prof. Dr. H. C. Wytzes*

### 1. Inleiding

Het onderwerp van deze bijdrage tot het bijzonder nummer is veelomvattend. Het woord „vermaatschappelijking” wekt de indruk alsof er sprake is van een proces dat in elk geval een duidelijk aanwijsbaar begin heeft maar voorts ook een „eenduidig” verloop. Wanneer wij evenwel het begrip vermaatschappelijking interpreteren als de totaliteit van maatschappelijke en politieke invloeden · politiek is vaak immers de uitdrukking van een maatschappelijke wenselijkheid · dan blijken deze invloeden op de omvang en de richting van de vermogensstromen en op het financieel systeem reeds lang te hebben bestaan, naast de puur economische motieven (te weten rendement en risico) op dit gebied. Iedereen die studie gemaakt heeft van de historische ontwikkelingen van de diverse financiële systemen is hiermee bekend. De oprichting van de Bank of England in 1694 was duidelijk een daad met politieke achtergrond (zie bijv. (1)). Vele centrale banken hebben voorts reeds lang de weg afgelegd van commerciële instelling naar instelling van openbaar nut, werkzaam ten behoeve van het financiële systeem als zodanig. De voormalige Nederlandse Handelmaatschappij werd opgericht door Koning Willem I, die zelfs een dividendgarantie verstrekke. ((2) p. 64 en p. 103). Bekend is hoe de Second Bank of the United States inzet was van politieke twisten (zie (3) en (4)). Politieke invloeden manifesteerden zich voorts bij het toelaten van staatsleningen op de nationale kapitaalmarkten van West-Europa in de tweede helft van de 19e eeuw. Gemeentelijke banken van lening werden reeds eeuwen geleden opgericht ter bestrijding van woeker (zie (5)) en het renteverbod heeft gedurende verschillende eeuwen een grote invloed gehad.

Wat is voorts de invloed van het opkomen van de verzorgingsstaat? Men denke zich een situatie in, waarin ieder economisch subject zijn ontvangsten en uitgaven voor zijn gehele verwachte leven zelf zou moeten regelen, zonder een beroep op derden te kunnen doen, en ook, desnoods via de tussenkomst van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen, zelf zijn oude-dagverzorging zou moeten regelen. In een dergelijke situatie zou waarschijnlijk de vermogensvorming er geheel anders uitzien dan in een situatie waarin de overheid allerlei voorzieningen heeft getroffen tegen ziektekosten, werkloosheid, oude dag inclusief invaliditeit, om enkele punten te noemen.

Fiscale invloeden hebben eveneens een overduidelijk effect. Wat is, zo kan men vragen, de invloed van de fiscale aftrekbaarheid van de rente op vreemd vermogen op de vermogensstructuur der ondernemingen? Leidt zij tot een te groot gebruik van dat vermogen? In elk geval heeft een Amerikaans onderzoeker de suggestie gedaan om, ten einde een ongewenst groot gebruik van vreemd vermogen tegen te gaan, eigen en vreemd vermogen in fiscaal opzicht op gelijke wijze te behandelen (zie (6) p. 182). Leidt het feit, dat voor de inkomstenbelasting de rente

als een buitengewone, aftrekbare last wordt beschouwd misschien tot een te grote geneigdheid van de particulier om schulden aan te gaan? Zou voorts dezelfde particulier meer sparen als hij dat belastingvrij kon doen? Als wij het fiscale systeem zien als een element dat van buiten door de maatschappij aan vermogensvorming en -besteding wordt opgelegd, dan is de conclusie reeds terstond geoorloofd, dat het tot een vertekening zal leiden van de omvang en de richting van de vermogensstromen die anders zouden optreden.

Bij vermaatschappelijking denkt men ook aan het verschijnsel dat de kring van economische subjecten die als debiteur dan wel als crediteur in aanraking komen met het financiële systeem de laatste jaren bijzonder sterk is toegenomen. En hier valt ook te wijzen op de opkomst van de aandelen met geringe nominale waarde, of beter gezegd, aan de ontwikkeling waarbij tegenover een gegeven eigen vermogen van de nv een bijzonder groot aantal aandelen uitstaat. Indien er ooit een tijd is geweest dat het financiële systeem vooral functioneerde ten behoeve van kerkelijke en wereldlijke overheden en vorsten, vooraanstaande ondernemingen en welgestelde particulieren, terwijl de „kleine man” op woekeraars was aangewezen, dan is dat tegenwoordig bepaald grondig veranderd. De toenemende rol van de overheid is voorts voor ieder waarneembaar. Er vindt tenslotte beïnvloeding plaats van de kant van actievoerende groeperingen. Wij zullen trachten in deze veelheid van factoren enkele hoofdlijnen te signaleren, waarbij wij afzien van het verstrekken van cijfers, gezien de beperkingen opgelegd aan de omvang van deze bijdrage en de moeilijkheid het vermaatschappelijkingsproces adequaat in getallen weer te geven. De aard van het onderwerp brengt ook mee, dat het niet goed mogelijk is om hetzij een sluitend aprioristisch, deductief betoog op te zetten, hetzij tot generalisaties te komen gebaseerd op een groot aantal waarnemingen. Er is veeleer sprake van een uniek, historisch proces, dat door verschillende waarnemers verschillend kan worden geïnterpreteerd. Wij hebben ons op een enkele plaats een bescheiden waarde-oordeel veroorloofd, gegeven ons uitgangspunt, eigenlijk ook al een waarde oordeel, en de feiten zoals die door ons worden waargenomen.

## **2. Een uitgangspunt**

Gezien de veelheid van invloeden welke van de maatschappij uitgaan op het financiële systeem en gezien de onmogelijkheid het ogenblik vast te stellen waarop voor het eerst van „vermaatschappelijking” sprake was, moeten wij ons behelpen met een denkbeeldig uitgangspunt. Daartoe kiezen wij het volgende. Aan de financiële instellingen en markten wordt de eis gesteld, dat zij de besparingen van de overschothuishoudingen naar de tekorthuishoudingen dirigeren tegen minimale transactiekosten. Dit is de eis van de „operational efficiency”. Daarnaast staat een andere eis: de besparingen moeten daar terecht komen waar zij een maximaal rendement afwerpen. Daar het echter niet vaststaat dat een overeengekomen of in het vooruitzicht gesteld rendement ook in feite zal worden gerealiseerd en gegeven risico-aversie, moet met kwaliteitsrisico rekening worden gehouden. De uiteindelijke formulering houdt dan ook in dat de besparingen in grote vrijheid door het financiële systeem daarheen moeten worden geleid waar de optimale verwachte rendement/risico-combinatie tot stand komt, waarbij het financiële systeem een bepaalde mate van transformatie realiseert (zie (7), passim, over het functioneren van het financiële systeem).

Het is bekend dat het vinden van dit punt bepaalde moeilijkheden met zich brengt. Weliswaar kan het kwaliteitsrisico in vergaande mate worden geëlimineerd door portefeullevorming, zodat slechts het systematisch risico blijft, en de belegger alleen het raakpunt behoeft te bepalen tussen zijn indifferentiecurve en de kapitaalmarktlijn. (Uitvoerig hierover (8).) Er zijn evenwel vele andere beleggingsmogelijkheden en een bijzonder groot deel van de besparingen vloeit bovendien via de financiële instellingen naar de uiteindelijke tekorthuishoudingen. De besturen van deze financiële instellingen hebben hier een duidelijk probleem wanneer zij over financieringsaanvragen moeten beslissen. Hoe dienen zij zich te gedragen resp. hoe gedragen zij zich in feite? Er zit niet veel anders voor hen op, dan dat zij hun eigen houding vaststellen ten aanzien van de mate waarin rendement moet worden nagestreefd, rekening houdende met risico. Ook zij zullen een bepaalde risico-afkeer hebben en naar doelstellingen voor „hun” instellingen streven zoals een bepaalde winstgevendheid alsmede soliditeit, een en ander te realiseren in rivaliteit met andere financiële instellingen en met de eigen financierings- en investeringsmogelijkheden van de uiteindelijke overschothuishoudingen. In deze zin vindt er ook in de besluitvorming van de besturen van financiële instellingen waarschijnlijk een „ruil” plaats tussen rendement en risico.

Het is niet helemaal onredelijk te veronderstellen dat, gegeven adequate rivaliteit tussen de financiële instellingen onderling, de activiteit van de besturen en staf van deze instellingen, hun speuren naar winstgevende en niet al te riskante financieringsmogelijkheden, in combinatie met de activiteiten van vele particuliere geldgevers die rechtstreeks beleggen, leiden tot een verdeling van de besparingen op een wijze die voor de maatschappij als geheel niet ver van een optimum zou behoeven te liggen. Projecten die geen voldoende rendement afwerpen, komen niet in aanmerking: een situatie waarop op het eerste gezicht niet veel valt aan te merken, gegeven het feit dat „kapitaal” een schaars artikel is; projecten die te riskant zijn evenmin en ook dat is gezien dezelfde overweging niet erg bezwaarlijk; projecten die wel een bepaalde mate van rendement beloven maar niet hoog genoeg om het aanwezig geachte risico te dekken, blijven eveneens onuitgevoerd. De hier genoemde drie redenen om financieringsprojecten af te wijzen gelden uiteraard ook voor investeringsprojecten en wij verwijzen naar onze opmerkingen hierover in (9).

In het voorgaande vinden wij echter twee aanknopingspunten voor beïnvloeding van het financiële systeem, waarin de vermogensstromen vloeien:

- a. zijn inderdaad de afgewezen financieringsprojecten (= investeringsprojecten) zo verwerpelijk? Zouden er geen „maatschappelijke” motieven kunnen bestaan om ze toch tot uitvoering te brengen?
- b. is het financiële systeem en zijn met name de financiële instellingen inderdaad wel zorgvuldig met de aanwending van de aan hen toevertrouwde gelden?

Beide punten zullen wij in de paragrafen 3, 4 en 5 nader onderzoeken.

### **3. Aangrijpingspunten voor overheidsbeleid**

Gegeven de drie motieven die wij boven hebben onderscheiden om investeringsvoorstellen af te wijzen, heeft het overheidsbeleid op dit gebied hierin ook zijn aangrijpingspunten.

- I. Indien de situatie zich voordoet, dat het met stelligheid te verwachten rendement lager is dan de vermogenskosten, staan de overheid verschillende methoden ter beschikking om in te grijpen. Niet alleen kan zij rentesubsidies verstrekken maar zij kan ook exploitatieresultaten, indien van te voren duidelijk is dat deze onvoldoende zullen zijn, aanvullen tot het niveau waarbij de desbetreffende economische eenheid aan haar financiële verplichtingen kan voldoen. Hierbij speelt de opkomst van „echte” non-profit-instellingen - die naar hun aard nooit kostendekkend zullen kunnen zijn - en „quasi” non-profit-instellingen - die althans serieus naar kostendekking kunnen streven - een belangrijke rol. (Zie voor een aantal beschouwingen over non-profit-instellingen (10)). Een dergelijke subsidie kan ook gegeven worden op het gezinsinkomen bv. in het kader van de volkshuisvesting. Als gevolg hiervan vinden financieringen plaats die anders achterwege zouden blijven.

Voorts kan de overheid optreden als financieel intermediair. In dat geval trekt zij op de verschillende vermogensmarkten middelen aan die zij tegen een lage rente of renteloos doorgeeft aan daarvoor naar haar mening in aanmerking komende economische eenheden of projecten. De overheid kan deze rol van financieel intermediair met groot succes spelen, aangezien vorderingen op de overheid als risicoloos worden aangemerkt. (11)

- II. Het tweede motief dat wij onderscheiden - wij behandelen dit hier tezamen met het derde - is een te groot risico, volgens de inzichten van de particuliere vermogensverschaffers of besturen van financiële instellingen. Ook hier kan de overheid weer op verschillende wijze ingrijpen.

a. Allereerst kan zij weer fungeren als financieel intermediair vis à vis het desbetreffende project en zelf de financiering ter hand nemen. De overheid kan het gehele project financieren, zij kan ook een deel van de financiering voor haar rekening nemen. In dit laatste geval brengt dat mee, dat de overheid risicodragend vermogen fourneert in de vorm van gewoon of preferent aandelenvermogen, of achtergestelde leningen in diverse uitvoeringen. De overheid kan zich hier uiteraard bedienen van bepaalde financiële instellingen.

b. De overheid kan voorts garanties afgeven tegenover de geldgevers zodat geldvragers volledig credietwaardig worden, die dat zonder een dergelijke garantie niet of niet voldoende zouden zijn. Deze garanties kunnen weer de vorm hebben dat de overheid zich verplicht de exploitatieresultaten voor zover nodig aan te vullen.

c. In de derde plaats kan de overheid subsidies verstrekken op de te verrichten investeringsuitgaven waardoor deze tot een zodanig peil worden gereduceerd dat over het resterende investeringsbedrag dat voor rekening en risico van de investerende eenheid komt, een voldoende rendement mag worden verwacht.

Een uiterste vorm van de hier onder I maar speciaal onder II bedoelde financieringen treedt op als de overheid verliesfinanciering gaat verzorgen. Van verliesfinanciering is sprake als uitgaven plaats vinden waarvan vast staat dat zij nimmer zelf tot adequate ontvangsten zullen leiden. Hieronder ressorteren allereerst de reeds genoemde non-profit-instellingen, maar het begrip verliesfinanciering fungeert in wezen in situaties waarin naar een positief rendement wordt gestreefd voor de totaliteit van de eenheid die de uitgaven verricht. Verliesfinancieringen

van dit type moeten een zelfstandige eenheid die naar winst streeft, helpen uitgaven te verrichten waardoor de desbetreffende eenheid weer tot rendabiliteit kan komen. Beschouwt men investeringsprojecten als een reeks van uitgaven die vervolgens hopelijk ontvangsten genereren, inclusief adequaat rendement, terwijl daartegenover simultane financieringsprojecten staan - ontvangsten gevolgd door uitgaven - dan is het duidelijk dat van een normale investering bij verliesfinanciering geen sprake kan zijn omdat verliesfinancieringen uitsluitend uitgaven omvatten. Een normale financieringsopzet is derhalve ook niet mogelijk. Verliesfinanciering vindt plaats uit ingehouden winsten of cash flow; naderhand wordt dividendbetaling wellicht hervat maar de verrichte uitgaven leiden niet tot een winst- of dividendgroei. Is winstinhouding niet voldoende als bron van middelen, dan kan de overheid bijspringen op een van de verschillende hierboven vermelde wijzen.

Als zodanige verliesfinancieringen komen ook uitgaven voor fundamenteel onderzoek naar voren. Volgens Freeman (12) hebben ondernemingen, zowel in kapitalistische als in socialistische economieën, een te korte horizon om inderdaad fundamenteel onderzoek te verrichten zodat hier een rol voor de overheid is weggelegd. Maar in een periode van economische stagnatie voor de economie als geheel dan wel voor bepaalde bedrijfstakken treedt de overheid wel op om in moeilijkheden verkerende ondernemingen van middelen te voorzien om hen te helpen deze periode door te komen; anderzijds wordt financiële hulp geboden om een abrupte, sociaal niet-aanvaardbare liquidatie te voorkomen.

#### 4. Enig commentaar

Met haar subsidies en andere steunmaatregelen voor in moeilijkheden verkerende ondernemingen treedt de overheid dus eigenlijk op als „lender in last resort” (zie (13)). De rol die de overheid hier vervult is echter nog moeilijker te definiëren dan die welke centrale banken op zich nemen resp. namen in perioden van financiële crises. Dezelfde vragen doen zich voor:

- a. op welk moment en in welke mate moet worden ingegrepen door het fourneren van fondsen onder enigerlei titel;
- b. zal het ingrijpen doeltreffend zijn of zal er sprake zijn van verspilling;
- c. is een „natuurlijke” sanering van een in moeilijkheden verkerende bedrijfstak of bedrijf niet beter dan een massale inzet van publieke fondsen met onzekere afloop;
- d. is er voldoende controle mogelijk op de juiste besteding van de eventueel beschikbaar gestelde middelen.

Hoe moeilijk het ook is deze vragen te beantwoorden zodat men mag verwachten dat hier een forse kans op verspilling bestaat, er is aan de andere kant een grote mate van consensus, dat het niet verantwoord is een aantal belangrijke bedrijfstakken binnen een korte tijd te laten ondergaan. Een „bestuurd” is dan ook inderdaad beter dan een „natuurlijk” saneringsproces, aannemende dat dergelijke processen zich laten besturen en dat er duidelijke criteria bestaan waarnaar verwachte uitkomsten van het ene dan wel van het andere alternatief a priori kunnen worden gemeten.

Vergelijkbare vragen doen zich voor bij het uitgebreide systeem van subsidies en premies dat is opgebouwd niet alleen om de investeringen te bevorderen -

overigens al moeilijk genoeg - maar deze ook nog een bepaalde richting te geven, zoals kleinschaligheid, bevordering van de werkgelegenheid, innovatie, ruimtelijke ordening e.d. Over de doeltreffendheid van deze maatregelen valt a priori niet veel te zeggen; het is duidelijk dat hier politici aan het werk geweest zijn, geïnspireerd door hun specifieke motieven. Men mag hopen, dat een aantal investeringsprojecten die zonder subsidie net niet tot stand zouden worden gebracht, nu wel over de streep worden getrokken, al lijkt het wel waarschijnlijk dat zonder constructies als vervroegde afschrijvingen, investeringsaftrek, nu vervangen door een systeem van premies, er bij vigerende belastingtarieven nog minder zou worden geïnvesteerd. (Zie voor Engelse ervaringen met vergelijkbare instrumenten (14)).

Maar natuurlijk, de overheid „geeft” en neemt. De premies en subsidies worden gegeven aan eenheden die daarvoor naar het oordeel van de bestuursorganen van de overheid of volgens bepaalde wettelijke voorschriften in aanmerking komen nadat de bewuste bedragen via het belastingstelsel eerst aan andere eenheden zijn onttrokken - of misschien wel aan dezelfde! Indien er meer gematigde tarieven van vennootschaps- en inkomstenbelasting zouden bestaan, dan zouden de resulterende besparingen over het financiële systeem lopen dan wel als ingehouden winst in de ondernemingen blijven. De overheid beperkt zich derhalve niet tot de rol van financieel intermediair met eigen normen, maar verhindert ook dat ondernemingen of particulieren besparingen tot stand brengen, die via het financiële systeem zouden worden geleid, volgens de daar heersende eisen, rendement en risico. In plaats daarvan komen de desbetreffende bedragen als belastingopbrengst bij de overheid terecht om over middelen vragende c.q. investerende eenheden te worden verdeeld. Bij deze verdeling spelen rendement en risico geen rol; het gaat uiteraard niet aan om een rentevergoeding te vragen over bv. de zg. WIR-premies. (Wij abstraheren hier gemakshalve van de stellig aanwezige de motiverende invloed van hoge (marginale) belastingtarieven).

Financiering van non-profit-instellingen leidt wederom tot aanwending van vermogen op een wijze zoals die door het financiële systeem zelf niet zou worden geëntameerd. Sociaal wenselijk geachte activiteiten worden door dit overheidsingrijpen mogelijk gemaakt, stellig volgens een groot deel van de bevolking terecht maar waar liggen de grenzen van dit alles? In zijn beschouwingen over het overheidsingrijpen op de vermogensstromen merkt Van Horne het volgende op: „However, seldom are the social and economic costs of a program (te weten gericht op sociale allocatie van fondsen, W.) evaluated in their totality. These costs not only involve the *out of pocket cost* to the government in administering the subsidy, but also the *opportunity cost* of the restrictions imposed on the efficiency of financial markets, the opportunity cost of lessened economic growth which in turn results from directing savings towards projects on the basis of social return as opposed to economic return . . .” (zie (15) p. 218 en 219; accentuering in de tekst). Daarbij komt dat het vertragen van de economische groei - deze laatste overigens voor velen nauwelijks meer nastrevenswaard - slechts met grote moeite is waar te nemen, hetgeen uiteraard niet betekent dat zij niet optreedt. Er kan zeer veel worden verspild voor de bevolking gaat morren. In hoeverre spelen voorts politieke motieven zoals het winnen van de volgende verkiezing een rol bij het hier besproken beleid? De bedrijfseconoom, die het al moeilijk genoeg heeft met het bepalen van verwacht rendement en risico, bevindt zich hier in een

wereld, waarin criteria worden gehanteerd voor besteding van middelen die hem in principe vreemd zijn. Moet hij een ontwikkeling voorzien waarbij er door de overheid naar wordt gestreefd op een zo gering mogelijk „draagvlak” een zo groot mogelijk gebouw van premies, subsidies en verdere „verliesfinancieringen” op te bouwen? Is een dergelijke ontwikkeling onontkoombaar in een democratie waarbij de politieke partijen tegen elkaar moeten opbieden met subsidies e.d.?

##### **5. Maatschappelijke beïnvloeding van het financiële systeem als zodanig**

Het financiële systeem, gevormd door de financiële instellingen en markten, vervult een bijzonder belangrijke taak in iedere ontwikkelde volkshuishouding. Het trekt vermogensstromen aan en verdeelt deze weer, na ze te hebben getransformeerd waardoor zowel aan de eisen en verlangens van de uiteindelijke vermogensvragers als aan die van de uiteindelijke aanbidders beter is voldaan. In de moderne financieringstheorie wordt groot ophef gemaakt van het efficiënt functioneren van perfecte vermogensmarkten zodat de argeloze lezer wellicht denkt dat er met het financiële systeem niet alleen niets aan de hand is maar dat hier sprake is van een onderdeel van de volkshuishouding dat de economische subjecten in diepe dank moeten aanvaarden. Anderzijds herinnert hij zich misschien diepgaande financiële crises en neemt hij een geheel van toezichthoudende instanties waar (Vereniging voor de Effectenhandel, de Nederlandsche Bank, de Verzekeringkamer, diverse ministeries en andere organisaties) die dit financiële systeem in een net van voorschriften hebben ingesponnen en argwanend de bewegingen van het gevangen monster volgen.

Het financiële systeem bergt, zo valt te betogen, een destabiliserend potentieel in zich waardoor het in staat is de volkshuishouding aan ongewenste schokken en schommelingen bloot te stellen. (Wij verwijzen naar de bundel „Financial Crises”, vermeld in noot (6) en in het bijzonder naar de bijdrage daarin van Minsky, getiteld „A theory of systemic fragility”). In het geheel van maatregelen dat er op is gericht deze potentieel destabiliserende invloeden tegen te gaan is allereerst een groep van maatregelen te onderscheiden, waarvan wij kunnen zeggen, dat zij financiële instellingen tegen zichzelf moeten beschermen. Immers deze instellingen zouden in hun verlangen naar expansie en winstgevendheid bepaalde bedrijfseconomische desiderata uit het oog kunnen gaan verliezen, ten nadele uiteindelijk van de samenleving waarin zij functioneren. Uit de veelheid van voorschriften die in dit kader (kunnen) worden uitgevaardigd noemen wij de volgende:

- a. voorschriften ten aanzien van de opbouw van de passiva en met name van het handhaven van een adequate verhouding tussen eigen resp. aansprakelijk vermogen enerzijds en de totaliteit van de toevertrouwde middelen anderzijds;
- b. voorschriften betreffende de activaportefeuille der financiële instellingen: adequate hoeveelheid liquide middelen, spreiding in de uitzettingen, toezicht op de aard van deze uitzettingen e.d.;
- c. voorschriften ten aanzien van de minimumrente in rekening te brengen aan debiteuren en maximumrente te vergoeden aan crediteuren, waardoor er een adequate rentemarge of liever gezegd rendementsmarge gehandhaafd blijft, omdat excessieve prijsconcurrentie wordt voorkomen.

Deze maatregelen, vaak aangeduid als bedrijfseconomisch toezicht, hebben tot doel te voorkomen dat door het intermediair van de financiële instellingen de totaliteit van het kwaliteitsrisico in de volkshuishouding wordt vergroot. Er zou zich, wanneer in dit opzicht niet opgetreden wordt, een zwakke stee in het geheel van financiële relaties kunnen ontwikkelen en gezien de importantie van het financiële systeem zou dit tot onaangename gevolgen voor de volkshuishouding als geheel kunnen leiden.

Een verder potentieel destabiliserend effect zou kunnen optreden als de financiële instellingen aan het publiek - dit begrip op te vatten in de ruimste zin van het woord, omvattende ondernemingsbesturen, overheidsinstanties en particuliere gezinshuishoudingen - in te grote mate middelen zouden fourneren, waartoe dit systeem in staat is door zijn liquiditeitsvergroterend vermogen. Onderlinge rivaliteit en de begeerte om zaken te doen zouden tot een te grote en te gemakkelijke credietverlening kunnen voeren met als eventuele onaangename gevolgen inflatie, prijsopdrijving op bepaalde markten, overinvesteringen, tenslotte gevolgd door een financiële en economische crisis. Men spreekt hier veelal van sociaal-economisch toezicht, gericht op het realiseren van een gezonde conjuncturele ontwikkeling. De lezer denke in dit verband ook aan de voorschriften gericht op een beheersing van de consumptieve kredietverlening. Hier worden maatregelen genomen om het publiek tegen zichzelf te beschermen.

Een verder terrein van overheidscontrole op het financiële systeem ligt in het voorkomen van het ontstaan van ongewenste machtsposities bij de financiële instellingen. Als onderdeel van deze component van het beleid wordt toezicht gehouden op het tot stand komen van fusies tussen financiële instellingen onderling alsmede worden met name de banken belemmerd in het nemen van participaties in niet-financiële ondernemingen. Wij noemen hier ook de voorschriften inzake de maximum-debetrentes bij consumptief crediet. Het publiek wordt hier tegen de financiële instellingen beschermd.

De beïnvloeding van het financiële systeem neemt duidelijk een belangrijke plaats in in het geheel van maatregelen waardoor de samenleving, hier o.m. vertegenwoordigd door de overheid, invloed uitoefent op de omvang en de richting van de vermogensstromen. Er is hier zoals bekend niet sprake van recente ontwikkelingen; reeds geruime tijd zijn maatregelen van het hiervoor weergegeven type overwogen, ingevoerd, verbeterd en uitgebreid en slechts zelden afgeschaft, om de stabiliserende invloeden en ongewenste machtsposities te voorkomen die hun oorsprong in het geheel van financiële instellingen en markten zouden kunnen hebben.

De doelstelling dat het financiële systeem een grote „operational” en „allocational efficiency” aan de dag moet leggen, komt echter licht in strijd met de doelstellingen die de overheid of, algemener, toezichthoudende lichamen nastreven: soliditeit van het financiële systeem, een begrenzing van de productie van crediet en een „gezonde” structuur van de bedrijfstak waarin de onderlinge rivaliteit de bekende zegeningen afwerpt. „In the meantime the pricing policy and portfolio selection of financial intermediaries especially of the banks, is constrained by various monopolistic or cartelised practices *and to an even greater extent by direct controls imposed on them by the authorities.* Such restrictions tend to reduce the volume and raise the price of intermediation, causing welfare losses to the community.” Aldus Goodhart in (16) p. 249; accentuering van ons. Een kosten/batenanalyse



van het toezicht op het financiële systeem is moeilijk op te stellen. Zullen de financiële instellingen, aan zich zelf overgelaten, een wedren naar de ondergang beginnen? Of zullen zij uit eigen belang de doelstellingen toch wel nastreven die de overheid hun nu oplegt? Wie het weet mag het zeggen maar een toezichthoudende instantie die zichzelf overbodig verklaart is een zeldzaamheid, ook al berusten haar bezigheden althans voor een deel op de vaagste gronden.

## 6. Invloeden op zeggenschap

Hebben wij in paragraaf 2 verondersteld, dat in principe de besparingen daaraan vloeien waar zij een maximaal rendement afwerpen, rekening houdende met risico, hier brengen wij een ander uitgangspunt naar voren en wel de gedachte dat aan degene(n) die risicodragend vermogen ter beschikking stellen ook een belangrijke mate van zeggenschap moet toekomen en misschien zelfs wel de uiteindelijke zeggenschap in het gefinancierde project. En om ook hier een uitgangspunt voor een proces van „vermaatschappelijking” te kiezen, stellig is er een periode geweest waarin het houderschap van risicodragende en dus bevoegdheidsverlenende titels inderdaad van grote betekenis was, en beperkt tot een kleine groep „kapitalisten”. Geld belegd in aandelen bracht een bepaalde vorm van macht mee en wij zullen deze macht met name zoeken in situaties waarin oprichters en familieleden van oprichters resp. erfgenamen deze aandelen hielden resp. hielden en het aandelenbezit en de daarbij behorende macht derhalve geconcentreerd was op een bepaalde onderneming. Het is echter evenzeer bekend, dat de nv-vorm een middel is geweest en nog is om de kring van aandeelhouders sterk uit te breiden, daardoor middelen mobiliserend die anders niet risicodragend zouden zijn geïnvesteerd. Maar hierdoor werden en worden met name beleggers bereikt wier hoogste wijsheid in het begrip diversificatie lag opgesloten. Was het daardoor al moeilijk voor deze „nieuwe” groepen aandeelhouders, gezien hun geringe bezit per onderneming, reële invloed op het beleid uit te oefenen, de gezamenlijke inspanning van ondernemingsbesturen - via de alomtegenwoordige beschermingsconstructies - en van wetgever en rechtspraak hebben deze invloed voor zo ver nodig nog verder verzwakt. Als gevolg daarvan is de positie van de doorsnee-aandeelhouder teruggebracht tot die van een crediteur met een niet-afdwingbare aanspraak op een deel van de winst en op een evenredig deel van een batig saldo bij een evenmin afdwingbare liquidatie.

De details van dit proces dat evenzeer vele decennia aan de gang is, behoeven hier niet te worden uiteengezet. Het aandeel is „vermaatschappelijkt” in de zin dat de kring van aandeelhouders aanzienlijk is verruimd en deze vermaatschappelijking is gepaard gegaan met een zeggenschapserosie. Bij vele grote ter beurze genoteerde ondernemingen is het aandelen- c.q. certificatenbezit over een groot aantal houders gespreid en daarin kunnen wij, zo mag worden aangenomen, drie groepen onderscheiden, te weten familiebezit, in betekenis afnemend; bezit van financiële instellingen en voorts de particuliere aandeelhouder met slechts relatief geringe porties aandelen. De desbetreffende financiële instellingen zijn zelf ook als relatieve nieuwelingen te beschouwen en men denke hier aan de levensverzekeringsmaatschappijen, de pensioenfondsen en de beleggingsinstellingen.

Wat betreft deze instellingen onderscheiden wij twee kenmerken:

- a. het bezit is veelal geconcentreerd op zg. „blue chips”, een proces dat uitvoerig is bestudeerd in de literatuur en wij verwijzen naar (17). Hierdoor is de bekende „two tier-market” ontstaan. Er bestaan natuurlijk, speciaal met betrekking tot de beleggingsfondsen, de nodige uitzonderingen op deze concentratie van het bezit in „blue chips”.
- b. in de tweede plaats kunnen wij zeggen dat de instellingen zich nauwelijks met het beleid van ondernemingsbesturen inlaten, voor zo ver dit al beïnvloedbaar is in algemene vergaderingen van aandeelhouders; zij conformeren zich nagenoeg steeds aan de voorstellen van de leiding. Dit is de zg. Wall Street-rule; zie (18). Indien de gang van zaken in een onderneming zich ongunstig laat aanzien zal de desbetreffende instelling veeleer het aandelenbezit afstoten. Wellicht gaat er evenwel een preventieve invloed uit op de voorstellen die de ondernemingsbesturen doen in de algemene vergaderingen van aandeelhouders en op het te voeren beleid.

Via direct en indirect houderschap van aandelen is dus de kring dergenen die als risico-dragend geldverschaffer bij het wel en wee van een onderneming zijn betrokken aanzienlijk uitgebreid. Helaas ontbreken recente onderzoekingen voor wat betreft Nederland; wij verwijzen evenwel naar (19).

Het proces van vermaatschappelijking dat zich hier heeft voltrokken heeft dus de volgende drie kenmerken:

- a. zeggenschapserosie bij aandeelhouders;
- b. spreiding van het aandelenbezit tot ver buiten de kringen van de aanvankelijke oprichters en hun families;
- c. de opkomst van bepaalde financiële instellingen als aandeelhouders van importantie, maar met een passieve opstelling tegenover het bestuur.

Volledigheidshalve noemen wij het directe en indirecte aandelenbezit bij de overheid, vaak opgekomen als gevolg van saneringsoperaties.

In dit verband vermelden wij tenslotte met een enkel woord ook het verschijnsel dat het aantal economische subjecten die als debiteur of crediteur bij de vermogensvoorziening zijn betrokken geraakt, aanzienlijk is vergroot. Het aantal Nederlanders dat tegoeden bij of schulden aan financiële instellingen heeft is sterk toegenomen. Men denke slechts aan de hypothecaire credietverlening, het eigenlijke consumptieve crediet en de talloze spaar- en betaalrekeningen. Stellig mogen wij dit proces ook als vermaatschappelijking van het financiële systeem beschouwen.

Heeft de zeggenschapserosie kwalijke consequenties? Leidt de verzelfstandiging van de ondernemingen vis à vis de aandeelhouders tot een reeks van zwaarlijke gevolgen? Deze zouden hierin moeten bestaan dat de ondernemingsbesturen hun eigen belangen laten prevaleren, niet voldoende kostenbewust zijn, laag renderende of te riskante projecten tot stand brengen of excessief winst inhouden en deze winst niet nuttig besteden. Ook hier is weer het probleem dat de onderzoeker niet twee scenario's met duidelijk meetbare kenmerken naast elkaar kan leggen. Hij is aangewezen op de methode van het „casual empiricism”, gevormd door eigen algemene indrukken en dan lijkt het wel mee te vallen; of op a priori betogen volgens welke het veronachtzamen van winstmaximalisatie leidt tot economische bezwaren van het type zoals die in het hiervoor gegeven citaat van Van Horne worden genoemd: vertraging van de economische groei.

## 7. Maatschappelijke groeperingen

Het vormen van waarde oordelen is niet een bijzonder inspannende bezigheid met name wanneer zij het gedrag van anderen betreffen. Daar een ethiek gebaseerd op compromissen slechts weinigen bekoort, hebben deze oordelen veelal een verabsolutering in zich van bepaalde standpunten. Het woord „radicaal” doet opgeld. Dit aspect wordt nog versterkt door de nog steeds doorwerkende Christelijk-Joodse ethiek die ook niet wars is van absolute geboden. Zo verhieven en verheffen talrijke maatschappelijke groeperingen hun stem en houden de ondernemingsbesturen en besturen van financiële instellingen normatieve uitspraken voor waaraan zij zich hebben te houden. Hierbij voegden zich kerkelijke organisaties op zoek naar een nieuwe rol. Links en rechts - deze uitdrukkingen niet politiek bedoeld! - nam men vanuit Nederland verwerpelijke regimes waar in het buitenland, waar schending van mensen- en vakbondsrechten plaats vond en de conclusie was dat dergelijke regimes verstoken zouden moeten worden van investeringen en financieringen; niet alleen zouden deze regimes niet zelf in aanmerking mogen komen als geldvragers maar ook instellingen en ondernemingen gevestigd in de desbetreffende landen zouden niet meer van middelen mogen worden voorzien. Het impliciete scenario van deze groeperingen is daarbij niet zelden tamelijk wreed. Immers door geen financiële middelen meer ter beschikking te stellen en zelfs aanwezige investeringen terug te trekken zou de economische ontwikkeling vertraagd worden hetgeen tot ontevredenheid zou leiden bij de bevolking. Deze zou zich dan ook na verloop van tijd, desnoods met geweld, van de verwerpelijke regimes ontdoen waarop vervolgens een toestand zou intreden meer in overeenstemming met de waardeschema's van de actievoerende groeperingen, die daarbij uit het oog verloren dat de menselijke ervaring met revoluties in het algemeen niet erg gunstig is geweest. Men wekte zelfs de indruk begrip te hebben voor het ontvoeren van een directeur van een dochteronderneming van een multinational.

Ook al waren voor de desbetreffende bevolking aan de investeringen van de multinationals voordelen verbonden, zichzelf respecterende kerkelijke en universitaire instellingen werden opgeroepen zich te ontdoen van de aandelen in ondernemingen die, volgens de inzichten van de hier bedoelde groeperingen, bijdroegen tot het in het zadel houden van verschillende verwerpelijke regimes. Ook het beleggen van vakbondsgelden in aandelen van deze ondernemingen dan wel van multinationals in het algemeen was een verwerpelijke daad. Verontruste vakbondsleden kwamen voorts tot de conclusie, dat met vakbondsgelden eigenlijk ook geen Nederlandse staatsobligaties mochten worden aangeschaft. Het regiem Van Agt-Wiegel sluisde de gelden in kwestie immers door naar de zojuist genoemde ondernemingen waarvan men net de aandelen had afgestoten of kocht er wagens voor.

Was en is hier nog sprake van besteding van middelen op onoirbare wijze, volgens de inzichten geschonken aan de genoemde groeperingen, het is mogelijk hierin nog verder te gaan. Ook al was op de feitelijke beleggingen niets aan te merken, men kon gemakkelijk de verdere vraag stellen of in positieve zin de juiste doelstellingen wel werden nagestreefd. Zouden pensioenfondsen eigenlijk hun middelen niet moeten onderbrengen in projecten met een duidelijk „sociale” strekking, zoals goede en goedkope woningen? Was het streven naar een maximaal rendement voor zover compatibel met risico, eigenlijk niet een veel te be-

drijfseconomische benadering die vervangen zou moeten worden door de „sociale” benadering, waarbij het nut of belang van de gemeenschap of een belangrijk, liefst „gedepriveerd” gedeelte daaruit voorop stond? In ditzelfde vlak ligt de omstandigheid dat de verkoop van onroerend goed - huizen en winkels - door de Rijkspostspaarbank en het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds aanleiding was tot uitvoerige vragen in de Tweede Kamer. Genoemde instellingen, actief op zoek naar maximaal rendement, lieten, aldus werd betoogd, de financiële belangen der huurders niet voldoende meewegen. Een en ander leidde er zelfs toe dat tijdens de kabinetsformatie in 1977 - toen nog gestreefd werd naar een coalitie tussen CDA, PvdA en D'66 - overeengekomen werd, dat de Centrale Beleggingsraad, het bevoegde orgaan om te beslissen inzake de beleggingen van ABP en RPS, slechts een adviserende taak zou overhouden en dat de beslissingen omtrent de beleggingen door de Minister van Financiën zouden moeten worden genomen.

In de eindeloze discussie die hier, gezien de aard van de probleemstelling, mogelijk is willen wij ons niet begeven maar wij hebben wel sympathie voor het standpunt dat de besturen van financiële instellingen als taak hebben de belangen van de vermogensverschaffers en van de instelling als zodanig te behartigen. De besturen van financiële instellingen - en niet-financiële instellingen - zijn voor dat doel „ingehuurd”. Zeker gaat het niet aan de banken er een verwijt van te maken indien zij in situaties van déconfiture het nodige doen om hun vorderingen veilig te stellen. Men vergelijkte onze opmerkingen in paragraaf 5 inzake de zo noodzakelijke gezonde structuur van het bankwezen en financiële instellingen in het algemeen. Maar wat moet een werknemer bij een multinational waarvan de aandelen door zijn vakbond om ethische gronden worden afgestoten?

Over de kwantitatieve invloed van de hier besproken vermelde groeperingen valt weinig te zeggen; zij worden evenwel niet onderschat. In noot (20) hebben wij enig materiaal vermeld dat ons van pas is gekomen bij het opstellen van deze paragraaf.

## 8. Slotbeschouwing

In dit artikel hebben wij een aantal in onze ogen belangrijke aspecten van een vermaatschappelijkingsproces de revue laten passeren, te weten:

- a. de activiteiten van de overheid indien het financiële systeem op de eigen motieven niet tot financiering wil komen;
- b. de invloed van toezichthoudende instanties op het financiële systeem als zodanig;
- c. invloeden op zeggenschap in combinatie met de uitbreiding van het aantal economische subjecten dat in aanraking komt met het financiële systeem;
- d. de activiteiten van maatschappelijke groeperingen.

In een andere benaderingswijze die te overwegen valt, zou gezocht kunnen worden naar de vermaatschappelijking van de herkomst en besteding van fondsen in de maatschappij. Vermaatschappelijking van de herkomst zou dan onderzocht kunnen worden op de vraag: wie zijn thans de uiteindelijke overschothuishoudingen en dan zou men waarschijnlijk vinden dat deze groep van overschothuishoudingen is uitgebreid. Men denke ook aan de rentesubsidies bij spaarregelingen, winstdelingsregelingen e.d. Vermaatschappelijking van de besteding zou in deze optiek gezocht moeten worden in de sterk uitgebreide kring van geldnemers en

in de financiering van onrendabele projecten in de ruimste zin van het woord. Daarbij zou de rol van de overheid als financieel intermediair van een bijzonder type moeten worden bestudeerd. Hoe belangrijk een dergelijke benadering ook zou zijn, zij zou de krachten van een afzonderlijke onderzoeker ver te boven gaan en voorts waarschijnlijk slechts een deel, zij het een belangrijk deel van het proces dat als vermaatschappelijking kan worden aangeduid, bestrijken. Afzonderlijke aandacht zou ook in deze benadering nog moeten worden besteed aan de gevolgen van de zeggenschapserosie en de daarmee samenhangende verzelfstandiging van de ondernemingen tegenover de verschaffers van risico-dragende fondsen. Toch hopen wij in deze bijdrage tot het onderwerp, al is het in eerste aanzet, een aantal belangrijke aspecten te hebben belicht.

Voorts hebben wij ons betoog in een nationaal kader geplaatst. Er is echter eveneens behoefte aan vermogen voor het financieren van projecten door de internationale gemeenschap. Men denke aan internationale milieu programma's, die buiten de jurisdictie van afzonderlijke naties vallen. De belangstellende lezer zij verwezen naar (21).

Maar bij dit type artikel behoort ook een blik in de toekomst, die nog onduidelijker is dan het heden.

Het vermaatschappelijkingsproces, dat onderwerp is van dit artikel, heeft als belangrijke component, dat naast of in de plaats van financieel rendement andere motieven een rol gaan spelen. Deze tendens wordt aangewakkerd door een naar onze mening steeds latent aanwezige afkeer van „rendementsdenken”, misschien in het kader van een dieptepsychologie der massa terug te voeren op het renteverbod. Moeten wij ons door geld een plicht laten opleggen om rendement te kweken? Waarschijnlijk willen wij ons aan deze „rendementsheerschappij” ontworstelen, om haar dan bewust of onbewust terstond in te wisselen voor andere plichten. Daarbij komt de onverzadigbare begeerte, in de samenleving aanwezig, naar steeds beter „voorzieningen”. Iedere regering zal daar sterk rekening mee moeten houden en politici zullen er op in willen spelen. In deze visie is het van belang besparingen buiten de vrije bestedingsmogelijkheid van ondernemingsbesturen te houden maar ook buiten die van de particulier. Deze laatste zal zeker zijn geld niet verstandig besteden; de ondernemingen zijn althans nog nodig als een deel van het draagvlak. Ook al wordt hier misschien licht gechargeerd, symptomen van een dergelijke visie zijn zeer duidelijk waarneembaar. Dan rijst de vraag naar het verdere verloop van dit proces. Welke grenzen als wij dat onaan- gename woord even mogen gebruiken - zijn er aan dit vermaatschappelijkings- proces gesteld? Is het de reeds hier en daar optredende belastingrevolte; zijn het de bankiers van het IMF, die hun orthodoxie aan een volkshuishouding opleggen als de betalingsbalans het uiteindelijk begeeft? Hoe dat ook zij, erg duidelijk zijn de grenzen niet. Hoever kan men de markteconomie terug dringen voordat er problemen ontstaan? En, zo deze er al zijn, kunnen zij niet in eerste aanleg althans worden opgelost of verschoven door nog weer verder te gaan op het subsidie- en premiepad? Nationalisatie van het financiële systeem - waar het rendements- denken nog steeds domineert - is nog steeds voor sommigen? velen? een ideaal; dan pas kunnen de middelen, die dit systeem tot zich trekt, op „juiste” wijze worden besteed. De problematiek komt ver buiten de opzet van dit artikel te liggen. Maar waar halen wij onze criteria voor de verdeling van de besparingen vandaan als het niet langer (alleen) het verwachte rendement mag zijn? Milieu, gezond-

heidszorg, onderwijs, cultuur, stadssanering, verkeer (misschien, maar in elk geval openbaar vervoer), volkshuisvesting, hulp aan onderontwikkelde landen, sociale voorzieningen, rivaliseren steeds met elkaar en met de investeringen die een bepaald rendement moeten afwerpen in financiële zin. In elk geval is het gewaagd de stelling te verkondigen dat het vermaatschappelijkingsproces spoedig zal eindigen, of in intensiteit verminderen, gegeven de onbegrensde verlangens in eigen samenleving en in de wereld, gegeven de onduidelijkheid of het gebrek aan overtuigingskracht van het a priori betoog dat de samenleving er uiteindelijk beter aan toe is als zij terugkeert tot een grote mate van rendementsdenken, gegeven de omstandigheid dat velen niet langer een duidelijk welvaartstekort voelen in hun persoonlijke bestaan, al past wat dit laatste betreft grote bescheidenheid voordat wij tot generalisaties mogen komen, met name wanneer deze hun oorsprong hebben in het denken van hen die het reeds goed hebben.

Aan de andere kant staan nog steeds de begrippen vrijheid en ook economische vrijheid hoog genoteerd en verwachten velen, naar onze mening terecht, van een dergelijke vrijheid meer zegeningen dan van een „subsidie-economie”. Het aanzien van Adam Smith onder de economen is de laatste jaren aanzienlijk gestegen. De hier aanwezige vraagstukken vinden o.m. bestudering in de economische welvaartstheorie en wij verwijzen naar de literatuur vermeld in (22). Maar hier valt in elk geval aan te sluiten bij de inleiding tot dit bijzonder nummer: enerzijds komt de „omgeving” met tal van eisen tot de onderneming en vraagt deze daar rekening mee te houden; anderzijds mag echter van de „omgeving” gevraagd worden dat zij begrip heeft voor de problematiek van het ondernemen.

## Literatuur

- (1) Walter Bagehot, *Lombard Street*, London 1912.
- (2) Dr. W. M. F. Mansvelt, *Geschiedenis van de Nederlandsche Handel-Maatschappij, 1824-1924*, Haarlem z.j.
- (3) Ralph C. H. Catterall, *The Second Bank of the United States*, University of Chicago Press 1960, reprint van de uitgave van 1902.
- (4) Bray Hammond, *Banks and Politics in America*, Princeton, New Jersey 1957.
- (5) J. Melles, *Het Huys van Leeninge*, 's-Gravenhage 1950.
- (6) Henry C. Wallich, „Framework for Financial Resiliency”, in de bundel *Financial Crises*, eds. Edward I. Altman en Arnold W. Sametz, New York 1977.
- (7) H. C. Wytzes, *Financiële Instellingen en Markten*, Leiden 1978.
- (8) Dr. H. G. Eijgenhuijsen, *Risico en Rendement van Aandelenportefeuilles*, Leiden 1977.
- (9) H. C. Wytzes, *Ondernemingsfinanciering, Theorie en Politiek*, Leiden 1978, p. 432.
- (10) Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, speciaal nummer *Instellingen zonder winsttoegemerk* nr. 9/10, oktober/november 1976.
- (11) Het kwaliteitsrisico kan de overheid afwentelen op een zeer groot aantal participanten, te weten de collectiviteit van belastingbetalers. Voor hoofdsomrisico behoeft de overheid geen vrees te koesteren, daar zij nooit met een binnenlands liquiditeitsprobleem te maken behoeft te krijgen; het inkomenrisico is niet van betekenis daar de staat niet met de noodzaak wordt geconfronteerd een rendementsmarge te kweken, al gaat zulks eventueel weer ten koste van de reeds genoemde belastingbetalers en al dreigt het gevaar van een niet-rendabele aanwending van schaarse fondsen.  
Zie over de genoemde risico's uitvoerig de publicatie vermeld in noot (7); vergelijk voorts enkele opmerkingen bij Goodhart in het in noot (16) vermelde werk, p. 104 en 252.
- (12) Christopher Freeman, *The Economics of Industrial Innovation*, Harmondsworth, Middlesex, England, 1974, p. 252 en 253.
- (13) Charles P. Kindleberger geeft een boeiend overzicht van financiële crises en de rol van een „lender of last resort” in *Manias, Panics and Crashes*, London 1978. Zie voorts Jesse Jones, *Fifty Billion Dollars*, New York 1951, voor een overzicht van de activiteiten van Reconstruction Finance Corporation in de jaren 1932-1945 in de Verenigde Staten. Deze instelling trad tot op zekere hoogte op als „lender in last resort” tegenover een aantal in moeilijkheden geraakte ondernemingen.
- (14) W. A. Thomas, *The Finance of British Industry*, London 1978, p. 222 e.v.

- (15) James C. van Horne, *Financial Market Rates and Flows*, Englewood Cliffs, New Jersey, 1978. Zie ook Kenneth E. Boulding en Thomas Frederick Wilson, eds., „*Redistribution through the Financial System*”, New York 1978.
- (16) C. A. E. Goodhart, *Money, Information and Uncertainty*, London 1975.
- (17) Dr. G. Rietkerk, *Onderneming en Vermogensmarkt*, Leiden 1977, alsmede R. A. Vernon, M. Middleton en D. G. Harper, *Who Owns the Blue Chips*, London 1973. Zie ook Richard J. Briston en Richard Dobbins, *The Growth and Impact of Institutional Investors*, Londen 1978.
- (18) Drs. L. J. de Man, drs. H. Schreuder en dr. H. G. Eijgenhuijsen, „Maatschappelijk Verantwoord Beleggen”, *Intermediair*, 17 nov. 1978. Verwezen zij voorts naar een redevoering van Staatssecretaris Nootboom op 28 november 1978 gehouden voor het Verbond van Verzekeraars in Nederland, waarin deze betoogt vooralsnog niet bevreesd te zijn voor een te sterke beïnvloeding van het bedrijfsleven door de financiële instellingen als verzekeringsmaatschappijen.
- (19) P. Sargant Florence, *The Logic of British and American Industry*, London 1961; Edwin B. Cox, *Trends in the Distribution of Stock-Ownership*, Philadelphia 1963, alsmede de publikatie van Vernon e.a. vermeld onder (18). Voorts zij verwezen naar enquêtes ingesteld in opdracht van de Vereniging voor de Effectenhandel naar effectenbezit en meningen over beleggen in effecten. Hieruit blijkt niet alleen een grote bekendheid van het begrip effect maar ook een tamelijk ruime spreiding in het effectenbezit over de bevolking. Aan de andere kant maken de hoge transactiekosten de houder van een enkel aandeel of een enkele obligatie tot een verliespost voor de intermediaire instellingen.
- (20) Wij vermelden enige literatuur:
- a. Drs. L. J. de Man, drs. H. Schreuder en dr. H. G. Eijgenhuijsen, „Maatschappelijk verantwoord beleggen”, *Intermediair*, 17 november 1978.
  - b. Dr. H. G. Eijgenhuijsen, drs. L. J. de Man en drs. H. Schreuder, „Maatschappelijk verantwoord beleggen en de Vakbeweging”, in *Bedrijfskunde* jaargang 50, 1978/4.
  - c. „A private corporate State”, artikel *The Economist*, november 4, 1978.
  - d. Sandra Mason, „Should Investors be responsible”, in *The Investment Analyst*, nr. 37, december 1973.
  - e. Keith Roberts, „The Seven Veils of Ethical Investing”, *Business and Society Review*, nr. 19, juli 1976.
  - f. Burton G. Malkiel en Richard E. Quandt, *The Moral Dimension to Investment Policy*, Princeton 1970.
  - g. Peter Landau, „Do Institutional Investors Have A Social Responsibility”, *Institutional Investor*, juli 1970.
  - h. Prof. Dr. Leo Schuster, *Macht und Moral der Banken*, Bern und Stuttgart, 1977.
  - i. Enkele bijdragen in „*The University Crisis Reader*”, vol. I. *The Liberal University Under Attack*, New York 1971.
  - j. Karen Orren, *Corporate Power and Social Change*, The Politics of the Life Insurance Industry, Baltimore 1974.
  - k. Paul H. Harbrecht S.J., *Pension Funds and Economic Power*, New York 1959.
  - l. J. A. A. van Doorn e.a. *Investeren in Landen met een Verwerpelijk Regiem*, uitgave van de Stichting Maatschappij en Onderneming.
  - m. K. Fibbe e.a., *Internationaal Ondernemen en de Rechten van de Mens*, Stichting Maatschappij en Onderneming.
  - n. Prof. Dr. H. W. J. Bosman, „De Maatschappelijke Verantwoordelijkheid van het Bankwezen”, in *Maand-schrift Economie* no. 5 1979.
- Voor wat betreft de activiteit van verontruste groeperingen hebben wij ons gebaseerd op de onderstaande weekbladen en dagbladen; de juistheid van de daarin vermelde gegevens hebben wij niet verder onderzocht.
- De vakbondskrant van Nederland, 1 juni en 8 december 1978;  
 De Volkskrant van 5 oktober 1976, 1 april, 23 maart en 21 juli 1977; 18 november 1978;  
 Vrij Nederland, 10 juni 1978;  
 De Vakbeweging, 20 mei 1976;  
 De Nieuwe Linie, 23 augustus 1978;  
 Het Financiële Dagblad, 10 augustus 1978, 14 maart en 26 april 1979;  
 Algemeen Handelsblad NRC, 7 juli 1979.
- Zie inzake de activiteiten van het ABP en de RPS het verslag van de handelingen van de Tweede Kamer der Staten, 1976-1977, 69e vergadering, donderdag 31 maart 1977, p. 3935 e.v.; het aanhangsel van de handelingen van de Tweede Kamer, Zitting 1977 p. 333 e.v.; de Nederlandse Staatscourant van 10 augustus 1977.
- (21) Eleanor B. Steinberg and Joseph A. Yager, with Gerard Brannon, *New Means of Financing International Needs*, The Brookings Institution, Washington D.C. 1978.
- (22) Uit de omvangrijke literatuur noemen wij slechts:
- a. Henri Lepage *Demain le Capitalisme*, Parijs 1978.
  - b. R. J. in 't Veld, *Meerderheidsstelsel en Welvaartsstheorie*, Leiden 1975.
  - c. James M. Buchanan en Richard Wagner, eds. *Fiscal Responsibility in a Constitutional Democracy*, Leiden/Boston 1978.