

De Nederlandse Corporate Governance Code

Noodzaak voor correctie en vernieuwing

Hans Strikwerda

SAMENVATTING Er wordt vaak verwezen naar de Nederlandse Corporate Governance Code (NCGC) als bron voor normen voor goed bestuur van ondernemingen. Wanneer de NCGC tegen het licht wordt gehouden van de feitelijke praktijk in het bedrijfsleven, in het bijzonder de kritische rol van de functie van *management control* en de problemen daarmee, dan vraagt dit om een aantal correcties in de NCGC. Daarnaast speelt een institutionele verandering in de vorm van de gevolgen van de toenemende rol van ongecodeerde en persoonsgebonden kennis voor de eigendomsverhoudingen rond ondernemingen. Deze wordt wel erkend door de kapitaalmarkt, maar niet in systemen voor corporate governance en vormt een *impairment* van de institutionele grondslagen van het systeem voor corporate governance, waarmee in de praktijk rekening moet worden gehouden. Het vertalen van die verschuiving in eigendom in een code voor corporate governance is een internationaal vraagstuk. Vandaar dat in dit artikel een onderscheid wordt gemaakt tussen correcties en vernieuwing. De in dit artikel geformuleerde inzichten hebben consequenties voor hoe om te gaan met de vereiste van pas-toe-of-leg-uit.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK In de praktijk van corporate governance blijkt er sprake te zijn van een aantal onduidelijkheden, die er mee te maken hebben dat de NCGC een te beperkte doelstelling kent en eenzijdig berust op een verouderend concept van de onderneming. Dit artikel biedt inzichten om in de praktijk met meer onderscheidend vermogen tot oordeelsvorming te komen in het proces van toezicht en oordeelsvorming.

1 Inleiding

De Nederlandse Corporate Governance Code (NCGC) is verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen, maar wordt voor andere ondernemingen en ook voor de verschillende non-profitsectoren veelal als uitgangspunt genomen voor sectorspecifieke corporate governance codes. Ook de Hoge Raad stelt dat de Nederlandse Corporate Governance Code mede een

belangrijke bron is voor de eisen aan een behoorlijke taakvervulling waartoe elke bestuurder ingevolge art. 2:9 BW gehouden is.¹

In het algemeen kan gesteld worden dat de achtereenvolgende codes, te beginnen bij de veertig aanbevelingen van Jaap Peters, daarna de code Tabaksblat en nu de NCGC zoals we die sinds 2008 kennen, een heilzame, verbeterende werking hebben uitgeoefend en nog steeds uitoefenen op de verhoudingen tussen aandeelhouders, raden van commissarissen en raden van bestuur. Er is meer bewustzijn over de taken van de raad van commissarissen (RvC), de daarin vereiste deskundigheid; er is meer aandacht voor de samenstelling van de RvC, voor de zelfevaluatie en er zijn ook meer punten benoemd, inclusief normen, waaraan in het proces van corporate governance aandacht besteed dient te worden. Ook zijn er opleidingen voor toezichthouders mede door deze codes tot stand gekomen.

Ook kan gesteld worden dat de NCGC goed wordt nageleefd; in Europa geldt de NCGC als een van de best nageleefde codes (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2007; Wymeersch, 2005). De effecten van de NCGC op de economie (groei, concurrentievermogen) laten zich moeilijk meten vanwege andere factoren die daar invloed op hebben (de financiële crisis), maar de consensus in de wetenschap is dat een goed functionerend systeem van corporate governance in het algemeen individuele bedrijven beter doet presteren en daarmee ook de economie (Brown & Caylor, 2004; Maher & Andersson, 2000), zij het dat deze relatie niet altijd eenduidig of duidelijk is (Larcker *et al.*, 2005).

Het is dus begrijpelijk dat er zich rond de NCGC een zekere sfeer van zelfgenoegzaamheid heeft ontwikkeld. Zeker, verschillende partijen zoals accountants en internal auditors hebben nog wensen, om maar niet te spreken van de politieke druk op bonussen, maar van een kritische houding tegenover de NCGC kan niet worden gesproken.

Het ontbreken van een kritische houding tegenover de NCGC houdt een risico in. Immers, de mens is niet in staat zijn intenties perfect te kennen en evenmin om die perfecties die hij denkt te kennen perfect te vertalen in de instrumenten, in dit geval de NCGC, waarvan hij zich bedient. Nu heeft de mens het vermogen om ook met niet-perfecte instrumenten goed uit te voeren te kunnen, maar daaraan kleven kosten en risico's.

Thorbecke, na jaren zwoegen op een nieuwe grondwet, merkte eens ietwat zuur op dat uiteindelijk ook een grondwet maar gelegenheidswetgeving is. Dat wil zeggen dat de grondwet zoals wij die kennen de omstandigheden en inzichten reflecteert van de periode waarin een grondwet wordt geschreven; andere tijden andere wetten.

Zo is ook de NCGC een product van een specifieke periode met zijn specifieke omstandigheden. Hierbij moet dan niet zozeer gedacht worden aan de periode van begin jaren negentig tot 2008. De NCGC is gebaseerd op uitgangspunten en omstandigheden zoals die golden voor de economie van de tweede industriële revolutie. In het algemeen wordt aangenomen dat we ons nu bevinden in de economie van de derde industriële revolutie (Jänicke & Jacob, 2009). Het omslagpunt van de tweede naar de derde industriële revolutie wordt doorgaans rond 1975 genomen, met als symbool de IBM360, als de investeringen in ICT materieel beginnen te worden (Greenwood, 1999). Er is een belangrijk verschil tussen de omslag van de eerste industriële revolutie (1760 – 1875) naar de tweede industriële revolutie (1875 – 1975) en die van de tweede naar de derde industriële revolutie. Bij de omslag rond 1875 werden, om de exploitatie van toen nieuwe technologieën mogelijk te maken en om investeringen in research and development (R&D) te stimuleren drie belangrijke institutionele veranderingen doorgevoerd:

1. de institutioneel opgevatte vennootschap, met de scheiding van kapitaal en arbeid en de scheiding van privékapitaal en vennootschappelijk kapitaal en daarmee de eigen rechten en plichten van de vennootschap tegenover de eigenaar respectievelijk aandeelhouders;
2. een arbeidsrecht waarmee de voorlieden werden uitgeschakeld zodat de leiding van de onderneming zeggenschap verkreeg over werkmethoden op de werkvloer;
3. een wijziging van het eigendomsrecht, naar een recht op uitsluiting van anderen van gebruik van een eigendom, vooral bedoeld voor patenten om zo investeringen in kennisontwikkeling te stimuleren.

Op deze drie wijzigingen zijn tal van zaken met betrekking tot de onderneming gebaseerd, maar door het succes van de drie genoemde wijzigingen wordt vaak ver-

geten wat de institutionele grondslagen zijn van ondernemingsbestuur, de interne organisatie van de onderneming, functies als management control en human resource management (HRM) (Strikwerda, 2003). Waarom bij de omslag van de tweede naar de derde industriële revolutie niet een vergelijkbare wijziging van de instituties is doorgevoerd is op dit moment nog steeds niet helder. Mogelijk is een verklaring dat de maatschappelijke, institutionele en economische effecten van de ICT pas in de tweede helft van de jaren negentig begrepen te worden. Een andere mogelijke verklaring is dat degenen die toen belang hadden bij het handhaven van de gevestigde orde het ontbrak aan economische macht en dus ook politieke macht om de toen doorgevoerde institutionele vernieuwingen tegen te houden. De econoom Kenneth Arrow wijst er in een artikel over de economische betekenis van informatie op dat er nu opnieuw de noodzaak is om tot institutionele vernieuwing te komen, maar dat gezien de gevestigde belangen dat een uiterst moeizame zaak zal worden (Arrow, 1996).

Een nadere beschouwing van de NCGC leert niet alleen dat de NCGC gebaseerd is op de instituties van de tweede industriële revolutie maar dat binnen de logica daarvan de NCGC een aantal bepalingen kent die niet stroken met praktijken en inzichten uit de vakgebieden ondernemingsbestuur respectievelijk de leer van de interne organisatie van de onderneming. Vandaar dat in de titel van dit artikel wordt gesproken over *correctie* en *vernieuwing*. Allereerst zal worden behandeld wat een aantal noodzakelijke correcties zijn in de NCGC en waarom (paragraaf 2). Vervolgens zal worden besproken wat een aantal noodzakelijke vernieuwingen is (paragraaf 3). Deze volgorde is bewust zo gekozen omdat de noodzakelijke vernieuwingen een moeizaam traject zullen zijn, en ook een internationale aanpak zullen vergen. Onderwijl zullen we moeten roeien met de riemen die we hebben maar laten dat dan wel goede riemen zijn en ons ervan bewust zijn dat deze draaien op dollen die aan slijtage onderhevig zijn.

2 De noodzakelijke correcties in de NCGC

De noodzakelijke correcties in de NCGC kunnen worden onderscheiden in twee categorieën; de eerste is die met betrekking tot het doel van de NCGC en de uitgangspunten met betrekking tot de functie van de onderneming in de samenleving; de tweede is die met betrekking tot inzichten in en praktijken van ondernemingsbestuur.

2.1 Het doel van de NCGC

De theoretische onderbouwing van corporate governance wordt doorgaans gezocht in de *agency theory* en in het vakgebied corporate finance. Op het systeem van corporate governance, in het bijzonder de werking daarvan,

zijn ook andere theorieën van toepassing, zoals die van de *administrative behavior*, maar die gelden niet het *doel* en de *opzet* van een systeem voor corporate governance. Wanneer het gaat om het doel van een systeem voor corporate governance dan valt in Nederland te beluisteren dat het gaat om een goede relatie tussen aandeelhouders, raad van commissarissen en de raad van bestuur. Die verhouding is geregeld in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek; de NCGC vult de open normen daarvan verder in. Veelal wordt ook gesteld dat het er om gaat dat aandeelhouders zich verzekeren van een rendement op hun investeringen (Shleifer & Vishny, 1996). Deze opvatting staat bekend als *the narrow and orthodox view of corporate finance* (Tirole, 2006).

De NCGC gaat impliciet uit van deze *narrow view of corporate finance*. Hiertegenover staat een bredere opvatting van corporate governance, geformuleerd door Claessens (2006) die ook te vinden is in de Cadbury Code voor Corporate Governance (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). Hierin geldt dat een systeem van corporate governance tot doel heeft om de handel en wandel van ondernemingen en hun bestuurders ingebed te houden in maatschappelijke verhoudingen. De recentere aandacht voor de rol van instituties in de samenleving en voor de economie en een beter begrip van de rol van instituties onderschrijft de noodzaak van deze institutionele rol van corporate governance (Greif, 2006; Nooteboom, 2006; Polanyi, 2001).

Hierbij speelt de vraag wat een onderneming is. In weerwil van het ubiquitaire karakter van de onderneming bestaat er nog steeds geen duidelijke *theory of the firm* (Foss, 2000; Jensen, 2000). Er wordt wel onderscheid gemaakt tussen *redistributive entrepreneurship* en *productive entrepreneurship* (Landes *et al.*, 2010). Bij *redistributive* ondernemingen gaat het om winstbejag door middel van geweld, diefstal, bedrog, *rent seeking*, *litigation* e.d. Bij *productieve* ondernemingen gaat het om activiteiten die bijdragen aan de economische groei en welvaart van de samenleving, naast dat de ondernemer door die activiteiten voorziet in een persoonlijk inkomen en een persoonlijk vermogen creëert of doet groeien. Het definiërende kenmerk van een productieve onderneming is dat daarin het maatschappelijk belang en het eigenbelang harmonieus samengaan. Deze opvatting gaat terug op Adam Smith (1776). Daarmee is de functie van een systeem van corporate governance niet het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde, maar: “the objective of a good corporate governance framework would be to maximize the contribution of the firms to the overall economy, including all stakeholders” (Claessens, 2006).

Deze opvatting weerspiegelt het economisch inzicht dat een onderneming niet in *splendid isolation* waarde

creëert, maar dit doet als onderdeel van een groter economisch systeem, tezamen met toeleveranciers, afnemers, kapitaalverschaffers, onderwijs, door overheden in stand gehouden infrastructuren, en dat die zo gecreëerde waarde *equitable* verdeeld moet worden over allen die daaraan bijdragen (Porter & Kramer, 2011). Als gevolg van een fundamentele verandering in onze economie (zie verderop in dit artikel), is aandeelhouderswaarde niet langer gelijk aan de door de onderneming gecreëerde waarde in welvaartseconomische betekenis. In het *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance* (2010, p. 24) wordt gesteld: “The Commission also recognized that in addition to these three groups [aandeelhouders, niet-uitvoerende bestuurders en uitvoerende bestuurders], other corporate stakeholders have critical interests in the long-term success of the corporation, including, for example, the corporation’s employees who rely on the corporation to provide jobs and wages, the corporation’s customers and vendors, as well as the communities in which the corporation operates and society at large, which look to the corporation to help address society’s challenges, to innovate and to promote durable and sustainable economic growth” (New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance, 2010). Ofwel de verantwoordelijkheid van het bestuur van een onderneming is ruimer en gaat verder dan het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde op lange termijn, zoals nu als uitgangspunt geldt in de NCGC.

De verantwoordelijkheid van de onderneming met betrekking tot het algemeen belang is in Nederland door de wetgever geregeld in artikel 2 van de Wet op de Bedrijfsorganisatie: “De [Sociaal Economische] Raad heeft onverminderd de hem bij de vijfde titel van dit hoofdstuk opgedragen adviserende functie [aan de Regering], tot taak een het algemeen belang dienende werkzaamheid van het bedrijfsleven te bevorderen, alsmede het belang van het bedrijfsleven en de daartoe behorende personen te behartigen”. Aan die ‘het algemeen belang dienende werkzaamheid’ is invulling gegeven door de sociaal-economische doelstellingen, waaronder het bevorderen van een evenwichtige groei van de Nederlandse economie. Daarmee stond in Nederland economische groei op de maatschappelijke agenda en dat heeft ook goed gewerkt. Nu de Sociaal Economische Raad (SER) al ruim tien jaar niet meer goed functioneert (zie de Harvard case *The Netherlands: Is the Polder Model Sinking?*, Pill *et al.*, 2002), en gezien de verschuiving van de aandacht in de samenleving naar het vlak van corporate governance, ligt het voor de hand, naar voorbeeld van de corporate governance-principes van de NYSE, om mede als doelstelling in de NCGC op te nemen dat bestuurders van ondernemingen ook op evenwichtige wijze aandacht geven aan het

vraagstuk van een evenwichtige en duurzame economische groei; wat niet op de maatschappelijke agenda staat gebeurt ook niet. Overigens past dit goed in de Nederlandse bestuurstraditie waarin maatschappelijke verantwoordelijkheid van de bestuurder van oudsher al een belangrijke rol speelt (Kuin, 1977).

Tot welke correcties zou dit moeten leiden in de NCGC? In principe I van de NCGC staat dat een 'afvinkmentaliteit' moet worden vermeden in de beoordeling van de werking van de corporate governance van een onderneming. Een 'afvinkmentaliteit' is typisch voor regels die dan wel zijn afgesproken, maar niet geworteld zijn in de moraliteit van de samenleving en niet de onderliggende zorgen van de samenleving adresseren. Dat was wel het geval met de sociaal-economische doelstellingen: naast de al genoemde evenwichtige economische groei, golden als doelen toegang tot welvaart, spreiding van inkomen en daartoe spreiding van kennis (zie hierover ook: R. Rajan, 2010; Stiglitz, 2012).

Daartoe zou in de NCGC de definitie van onderneming kunnen worden opgenomen zoals hiervoor geformuleerd. Daarmee kan dan het uitgangspunt als dat het bestuur van de onderneming zich primair zou moeten richten op de aandeelhouderswaarde komen te vervallen. Het is aan de onderneming zelf, niet aan de wetgever, te bepalen wat de doelstelling is van de onderneming. Bovendien stelt de wet (art. 2:129 vijfde lid, BW): "Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming". Het vennootschappelijk belang is de resultante van de deelbelangen van alle bij de vennootschap betrokkenen, direct en indirect, zoals afgewogen door de raad van bestuur onder toezicht van de raad van commissarissen. Een uitspraak van de Hoge Raad (NJ 1949, 465) impliceert dat de bestuurder en de commissaris zich hebben te richten naar het belang van de vennootschap, "...ook indien dit naar hun oordeel in botsing komt met de belangen van welken aandeelhouder ook". Nu zou opgemerkt kunnen worden dat het vorenstaande is opgenomen in de NCGC, waar in paragraaf 8 van de preambule wordt gesteld: "Het bestuur en de raad van commissarissen behoren met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening te houden, inclusief de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van ondernemen". Het 'rekening houden met belangen ... inclusief voor de onderneming relevante maatschappelijk effecten' is wezenlijk iets anders dan 'mede in het algemeen belang' werken. In landen als Frankrijk, de Verenigde Staten, China, Japan, Duitsland, is het normaal dat ondernemingen worden gecorrigeerd, overigens via sterk uiteenlopende mechanismen, als de nationale economie in het geding is.

De voorgestelde correctie maakt het vooral de raad van commissarissen beter mogelijk om de strategie van de onderneming vanuit een breder perspectief meer evenwichtig te beoordelen dan enkel vanuit het perspectief van de aandeelhouderswaarde. Zoals Michael Jensen (2001c) het heeft geformuleerd: "The real issue is what corporate behavior will get the most out of society's limited resources?". Dit bredere perspectief van waaruit de raad van commissarissen toezicht uitoefent is van belang voor het vertrouwen in de ondernemingswijze voortbrenging in onze samenleving. Immers, dat vertrouwen verloopt via effectieve instituties. Eén van de voorwaarden voor een effectieve institutie is dat deze *inclusive* is, alle groepen in de samenleving een stem geeft; dat is voorwaarde voor economische groei (Ikenberry, 2011). De SER was van oorsprong een *inclusive institution*, maar verloor dit, onder meer doordat hij geen raad wist met zzp'ers. De NCGC noemt de werknemer wel, maar verwijst in het begin van de preambule naar andere vlakken in de samenleving waar de verhouding met de werknemers is geregeld. Maar nu steeds meer werknemers, zoals we in het tweede deel van dit artikel zullen behandelen, deel uitmaken van het kapitaal van de onderneming, zal ook een systeem voor corporate governance zich moeten ontwikkelen tot een *inclusive institution* wil deze breed gedragen worden in de samenleving.

2.2 Correcties voortvloeiend uit het vak ondernemingsbestuur

2.2.1 Het onderscheid tussen corporate governance en ondernemingsbestuur

Het is in Nederland niet ongebruikelijk om de term *corporate governance* gelijk te stellen met 'goed ondernemingsbestuur' (Commissie Corporate Governance, 2003; Pruijm, 2010). De vraag is of het wel juist is om *corporate governance* te vertalen met 'goed bestuur'. Immers, in de Amerikaanse taal is er het begrip *business administration*. De vertaling van *business administration* is heel eenvoudig 'ondernemingsbestuur', en geldt als tegenhanger van *public administration*. De Amerikaanse bedrijfshistoricus Alfred Chandler definieerde: "... [business] administration is an identifiable activity, that it differs from the actual buying, selling, processing, or transporting of the goods, and that in the large industrial enterprise the concern of the executives is more with administration (coordinate, appraise and plan) than with the performance of functional work" (Chandler, 1962, pp. 8-9).

Henri Fayol (1840-1925) geldt als *fondateur de la doctrine administrative*. Fayol formuleerde de vijf hoofdtaken van ondernemingsbestuur zoals die internationaal breed worden geciteerd (Fayol, 1918/1999):

- *Prévoyance*, c'est-à-dire scruter l'avenir et dresser le programme d'action;

- *Organisation*: c'est-à-dire constituer le double organisme, matériel et social, de l'entreprise;
- *Commandement* c'est-à-dire fonctionner le personnel, le recrutement, la formation du personnel et la constitution du corps social;
- *Coordination*: c'est-à-dire relier, unir, harmoniser tous les actes et tous les efforts;
- *Contrôle*: c'est-à-dire veiller à ce que tout se passe conformément aux règles établies et aux ordres donnés.

Het afleggen van verantwoording ontbreekt in de opsomming van Fayol.

Er bestaat niet een heldere of eenduidige (normatieve) codificatie van het vakgebied *business administration* (zoals bijvoorbeeld wel het geval is voor administratieve organisatie). Er zijn dan wel heel veel publicaties, handboeken, 'vliegveldboeken' over management, maar er wordt heel weinig gepubliceerd over de specifieke functie van het besturen van een onderneming, noch in de Verenigde Staten, noch in Nederland. Het is de verdienste van de discussies over corporate governance meer de nadruk te hebben gelegd op de functie van het besturen van een onderneming. Hierbij moet worden aangetekend dat er ook een natuurlijke en begrijpelijke terughoudendheid bestaat om ondernemingsbestuur normatief te beschrijven. Deels omdat bestuurders met oog op *rent seeking* graag besturen als iets mystieks willen blijven voorstellen, deels omdat ondernemerschap per definitie is het doorbreken van regels, deels omdat bestuurders zich *ex post* gemakkelijker kunnen verantwoorden dan *ex ante*. Daar staat tegenover dat, omdat bestuurders niet met alle economische gevolgen van hun beslissingen in hun persoonlijk vermogen en inkomen worden geconfronteerd, zekere van hun voorgenomen beslissingen *ex ante* door de raad van commissarissen of de algemene vergadering van aandeelhouders goedgekeurd dienen te worden (Jensen & Meckling, 1976).

2.2.2 De drie hoofdtaken van het bestuur

De normatieve opvattingen over hoe een onderneming te besturen moeten gedestilleerd worden uit de boeken van Fayol, Sloan, Drucker, Bower, Tricker, Bleicher en Cadbury (Barnard, 1948; Bleicher, 1992; Bower, 1986; Cadbury, 1995; Drucker, 1946, 1973; Fayol, 1918/1999; Sloan, 1962/1986; Tricker, 1994). Na de Tweede Wereldoorlog, tot ongeveer in de jaren tachtig van de twintigste eeuw hebben in het bijzonder de boeken van Fayol, Barnard, Drucker, Sloan en Bower (in deze historische volgorde, zij het dat Fayol pas in 1949 in het Engels werd vertaald) een grote invloed uitgeoefend op de vorming van bestuurders, overigens niet alleen in het bedrijfsleven. Drucker's *Concept of the Corporation* was door De Gaulle voorschreven op de Franse militaire academies.

Bleicher en Tricker zijn wellicht minder bekend. Zij voegen aan Fayol's vijf bestuurlijke taken toe het afleggen van verantwoordelijkheid en bijvoorbeeld ook het principe van *executive action* (de plicht dat de bestuurder zich persoonlijk met die beslissingen bemoeit zoals cruciaal voor de onderneming). Voor de discussie over corporate governance is ook van belang dat Bleicher en Tricker als normatieve taken voor de bestuurder formuleren (Strikwerda, 2002):

1. De *constitutionerende taak* (*formative role*) van het bestuur: het formuleren van het doel van de onderneming (zoals bedoeld in art. 2:7 BW), de identiteit van de onderneming (zie art. 2:107a eerste lid, BW), de hiërarchie van waarden van de onderneming, waaronder het risicoprofiel, aan welke (door NGO's gepubliceerde) gedragscodes, bijvoorbeeld de *Global Sullivan Principles*, de onderneming zich bindt en de (interne) gedragscode, en *business principles* zoals die met toeleveranciers, alliantiepartners en afnemers worden nagestreefd;
2. De *presterende taak* (*performance role*): er voor te zorgen dat er een efficiënte organisatie is van de onderneming, verwerving van productiemiddelen e.d., de vereiste coördinatie, toezicht, bescherming van waarden e.d., alsook de taak de onderneming het juiste te doen presteren;
3. De taak om *verantwoording* af te leggen (*conformance role*), er op toezien dat de onderneming zich houdt aan wetten en voorschriften, het actief toezicht uitoefenen op de handel en wandel van werknemers en onderdelen van de onderneming en het bewaken van de integriteit van de onderneming als *going concern*.

De genoemde literatuur bevat, met enig zoeken, de nodige aangrijpingspunten om *ex ante* te kunnen beoordelen of een bestuurder die initiatieven neemt, wil er sprake zijn van de zorgvuldigheid zoals bedoeld in het al eerder geciteerde art. 2:9 BW, wat als de kernbepaling van corporate governance gezien kan worden. De NCGC verwijst merkwaardigerwijze niet naar dit artikel.

Uit de genoemde literatuur vloeit voort, ook kan het uit de wet worden afgeleid, dat het bestuur niet alleen een prestatieverplichting heeft (de eindverantwoordelijkheid), maar ook de verplichting heeft tot initiatief (de beginverantwoordelijkheid), de verplichting van goed rentmeesterschap en de verantwoordelijkheid geen schade te berokkenen aan de instituties in de samenleving waarvan de onderneming en het ondernemen afhankelijk is (Cadbury, 1995).

Een in de NCGC door te voeren correctie zou dan ook moeten zijn dat daarin de constituerende taak van het bestuur wordt benoemd in principe II.1 en dat de raad van commissarissen de plicht heeft de invulling daarvan te toetsen aan de statuten en het vennootschap-

pelijk belang. De identiteit van de onderneming is geen vrijblijvende zaak, immers de wijziging daarvan is onderworpen aan toestemming van de aandeelhoudersvergadering. Ook voor het functioneren van de onderneming is de identiteit of missie van toenemend belang in een informatiesamenleving. Een duidelijke missie is één van de, maar niet voldoende voorwaarden om *information overload* in de interne organisatie te voorkomen en voor het in-control zijn van de onderneming (Strikwerda, 2011). Procter & Gamble en IBM zijn voorbeelden van succesvolle ondernemingen waarin aantoonbaar *Purpose, Values & Principles* respectievelijk de *IBM Values* een belangrijke rol spelen in het besturen van de onderneming (Kanter, 2008, 2009).

2.2.3 Gedragscodes

In het licht van de constituerende taak van het bestuur is het bijvoorbeeld merkwaardig dat de NCGC in II.1.3 stelt dat de gedragscode [van de onderneming] onderdeel zou moeten zijn van het risicobeheersingssysteem. Een gedragscode maakt onderdeel uit van de constitutie van de onderneming en behoort tot de constituerende taak van het bestuur wat betreft het opstellen daarvan en doen naleven daarvan. Immers, een gedragscode heeft niet zozeer te maken met het voorkomen van (operationele) risico's, dat is een kwestie van werkvoorschriften, maar met de integriteit van de onderneming, intern en in het maatschappelijk verkeer, en met het respecteren van maatschappelijke verhoudingen. Om die reden zou in de NCGC principe II.1.3 sub b geschrapt moeten worden en zou de gedragscode benoemd moeten worden in principe II.1.

2.2.4 De kern van het toezicht

In ondernemingsbestuur geldt dat de toekomst van de onderneming wordt bepaald door wat er op de agenda van de raad van bestuur wel staat en wat niet, en hoe de onderwerpen daarop staan (Arrow, 1974; Hammond, 1994). Deze agenda kan mede in oneigenlijke zin door de interne structuur van de onderneming worden bepaald, alsook dat de wijze waarop te nemen besluiten door de interne organisatie vanuit bijvoorbeeld het belang van een business unit worden geframed, waardoor de agenda ten opzichte van het belang van de onderneming suboptimaal is. In concrete zin gaat het dan om de strategie van de onderneming (principe II.1.2 van de NCGC). Het toezicht op de strategie vormt dan ook de kern van het toezicht en niet het toezicht op de jaarrekening (§ II.1.3) zoals onjuist wordt gesuggereerd door De Monchy en Legein (2009). Het is dan ook terecht dat in de NCGC in II.1.2 eerst de strategie wordt genoemd en daarna in II.1.3, bij implicatie, de jaarrekening.

Echter, in principe II.1.2 wordt eerst gesproken over de ter goedkeuring aan de raad van commissarissen voor

te leggen operationele en financiële doelstellingen en in sub b over de ter goedkeuring voor te leggen strategie die moet leiden tot het realiseren van die doelstellingen. Met die volgorde wordt in de NCGC gekozen voor het zogeheten *corporate financial management*-uitgangspunt voor strategie, waarin centraal staat het maximaliseren van het rendement op het geïnvesteerd vermogen van de aandeelhouders. De tegenhanger daarvan is het *corporate strategy model*. Daarin geldt dat de keuze van de doelen van de onderneming een weerspiegeling is van de ambities van het bestuur, de (haalbare) competenties van de onderneming, de kansen in de omgeving, risicoacceptatie en de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de onderneming (Bower, 1986). Het maken van strategische keuzes, in het bijzonder zogeheten transformatie keuzes gericht op de succesvolle continuïteit van de onderneming in een veranderende omgeving, gaat vooraf aan het stellen van operationele en financiële doelen. Ook is het de vrijheid van de onderneming om winst niet als doelstelling te formuleren, maar als resultante van het op de markt brengen van producten en diensten, zoals het geval is bij de farmaceutische onderneming Johnson & Johnson.

In II.1.2 sub c suggereert de NCGC dat de randvoorwaarden bij de strategie, bijvoorbeeld de financiële ratio's worden vermeld. Belangrijker is dat in een strategie de gemaakte aannames worden vermeld (markt, concurrentie, valuta, rentes, interne operatie, e.d.), hoe de strategie wordt gefinancierd (financierbaar is en de wijze waarop de strategie wordt gefinancierd, conservatief of anders, strookt met het doel, de waarden en dus het nagestreefde risicoprofiel van de onderneming). De gemaakte aannames zijn van belang voor (het toezicht op) de meta-control (ook wel *strategic control*) van de onderneming. De wijze van financiering dient consistent te zijn met de aard van de strategie en de levensfase van de onderneming, respectievelijk product-markt combinaties of technologie (G. Johnson *et al.*, 2005. p. 473). De formulering van principe II.1.2 van de NCGC zou dan ook in lijn met het voorgaande gecorrigeerd moeten worden.

2.2.5. De publicatie van risico's en gevoeligheden

Principe II.1.4 sub a van de NCGC suggereert dat het bestuur in het jaarverslag de belangrijkste risico's gerelateerd aan de strategie van de vennootschap beschrijft. Uiteraard dient het bestuur zulke risico's te kennen en door specifieke organisatorische maatregelen deze te mitigeren. Het wezenlijke van ondernemen is dat wordt verdiend aan het nemen van risico's. In het algemeen zal het in strijd zijn met het vennootschappelijk belang bedoelde risico's te publiceren. Juristen zijn voorstander van publicatie van risico's uit oogpunt van aansprakelijkheid. Deze risico's te publiceren kan leiden tot een verstoring van de werking van de kapitaalmarkt. Het is de taak van investeerders zelf om be-

doelde risico's in te schatten, onafhankelijk van het bestuur. Indien de onderneming risico's publiceert is er het risico van het psychologische mechanisme van *anchoring*; dat de gepubliceerde risico's leidend worden voor de risico-inschatting door investeerders, waardoor de kapitaalmarkt geen zuivere signalen meer afgeeft aan het bestuur over in het bijzonder marktrisico's. In § II.1.6 stelt de NCGC dat het bestuur in het jaarverslag over de gevoeligheid van de resultaten van de vennootschap ten aanzien van externe omstandigheden en variabelen zou moeten rapporteren. Ook hiervoor geldt dat het bestuur die gevoeligheden uiteraard dient te kennen en daarop geprepareerd dient te zijn met specifieke organisatorische maatregelen en een business model. Maar het publiceren daarvan speelt de concurrentie rechtstreeks in de kaart en zal daarom in het algemeen in strijd zijn met het vennootschappelijk belang. In de praktijk gebeurt dit dan ook niet, hooguit in de prospectus voor een emissie. § II.1.4 sub a en § II.1.6 zouden dan ook geschrapt moeten worden.

2.2.6 De functie van management control

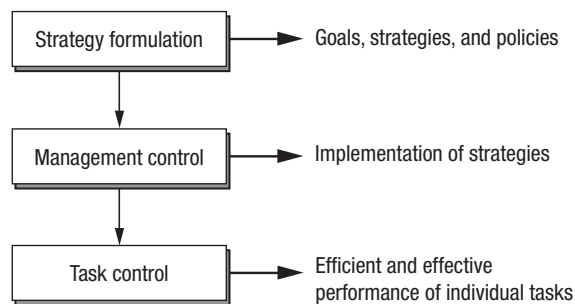
In principe II.1.3 wordt gesteld dat er in de vennootschap een op de vennootschap toegesneden intern risicobeheer en controlesysteem aanwezig dient te zijn. Vervolgens wordt daarvoor een aantal specifieke instrumenten genoemd waarvan we eerder al constateerden dat de gedragscode daartoe niet behoort.

Principe II.1.3 vraagt wel het meest dringend om een correctie. Uiteraard dient de jaarrekening, daar doelt principe II.1.3 op, correct te zijn naar feiten en betrouwbaar met betrekking tot de vermogenstoestand, de rechten en verplichtingen van de vennootschap, zowel de manifeste als de mogelijke.

De jaarrekening vormt maar zeer ten dele managementinformatie. De bruikbaarheid van de jaarrekening als managementinformatie is afgenomen omdat daarin niet de activa worden opgenomen zoals die van materieel belang zijn in een informatie-economie: *human capital*, *organization capital*, *information capital*; deze vormen van *intangible capital* zijn het meest bepalend voor de waarde en waardecreatie van de onderneming. Investeerders nemen dan ook beslissingen op basis van *economic profit*, niet op basis van *accounting profit*. Het gevolg daarvan is dat de jaarrekening een afnemend aandeel heeft in de besluitvorming van investeerders. Daarmee neemt ook het aandeel van de externe accountants op de markt voor informatie voor investeerders af. Het afnemende belang van de jaarrekening in het maatschappelijk verkeer betekent ook dat er door ondernemingen minder aandacht wordt besteed aan de jaarrekening, met als risico dat daarin meer onjuistheden voorkomen (Francis & Schipper, 1999).

De keerzijde van deze medaille is dat de functie van management control binnen de onderneming steeds

Figuur 1 De plaats van management control ten opzichte van de strategie van de onderneming (Anthony & Govindarajan, 1995, p. 9)



belangrijker wordt. In de standaardhandboeken voor management control (Anthony & Govindarajan, 1995; Merchant & Van der Stede, 2003) wordt gesteld dat de taak van management control is de vertaling van de strategie van de onderneming in *task control*, de taakstelling van afdelingen en individuen, de allocatie van middelen en de daarbij behorende beloningsprikkels (zie figuur 1).

Omdat deze vertaling veelal niet eenzijdig top-down gebeurt, maar in een meer iteratief proces tot stand komt, waarvan Bower's *bottom-up resource allocation process* (Bower, 1986) de meest toegepaste vorm is, komt de formulering van de in § II.1.2 sub b van de NCGC genoemde operationele en financiële doelstellingen tot stand binnen het systeem van management control. Daarmee omvat de functie van management control tevens de interne kapitaalmarkt van de onderneming. Ook de in paragraaf 2.2.4 vermelde *agenda setting* en *framing* van het bestuur vindt goeddeels plaats door het proces van management control, in het bijzonder in het budgetproces. In het formuleren van feitelijke doelen kan het systeem van bonussen een grote rol spelen waardoor de financiële doelen van divisies en business units al snel suboptimaal of zelfs onjuist worden vastgesteld (Hofstede, 1970; Jensen, 2001a, 2001b). De opzet van de functie van management control en de kwaliteit van de uitvoering ervan kan van beslissende invloed zijn op de toekomst van de onderneming. Menig strategie en voor continuïteit noodzakelijke koerswijziging wordt in een onjuist opgezette of niet goed functionerend systeem voor management control gesmoord (Burgelman et al., 2009; Christensen, 1997; Jensen, 1993).

Het systeem van management control omvat onder meer een systeem voor *performance measurement* (ook wel genoemd *performance management*); het in de NCGC bedoelde systeem voor monitoring en rapportering. In een informatie-economie met daarin het toenemende belang van *human capital* en waar ondernemingen informatie snel kunnen verwerken (in het bijzonder in

de betekenis van het vertalen daarvan in nieuwe of verbeterde producten en diensten), wordt een systeem van monitoring en rapportering afhankelijk van een organisatorische context die zo is ontworpen dat zoveel mogelijk medewerkers zelf kunnen bepalen welke van hun initiatieven het meest bijdraagt aan de waardecreatie van de onderneming. Immers, een systeem van monitoring en rapportering signaleert niet of de overeengekomen doelstellingen wel de juiste zijn en daar schuilt nu juist het probleem voor veel ondernemingen. Dit probleem wordt niet gedetecteerd door de AO/IC of tegenwoordig het management accounting systeem. Vandaar dat de oude definitie van performance management is vervangen door een nieuwe. De oude definitie was (Jensen & Meckling, 1999):

“Performance management is to translate the top-level organizational objective into incentives (performance measurement systems and rewards and punishments) for lower-level decision makers (to ensure achievement of the top-level organization objectives reliable against lowest possible costs)”.

De nieuwe definitie voor performance (measurement) management luidt (Simons, 2000):

“Performance measurement and control systems are the formal, information-based routines and procedures managers use to maintain or alter patterns in organizational activities”.²

De oude definitie en oude praktijk werkt niet meer omdat deze gebaseerd is op algemene managementinformatie (kennis) terwijl in de huidige ondernemingen specifieke informatie (kennis) steeds belangrijker wordt (Jensen, 1998) en de oude praktijk een belemmering vormt voor de groei van de informatieverwerkende capaciteit van de onderneming, wat de ontwikkeling en ook de continuïteit van de onderneming uiteindelijk in de weg zal staan. Vandaar dat Simons, voortbouwend op de observatie van Arrow dat informatie wordt verwerkt door mensen, stelt dat dus zoveel mogelijk medewerkers voor zichzelf moeten kunnen uitrekenen welke van hun initiatieven het meest bijdraagt aan de waardecreatie van de onderneming. Dit vergt een aantal zaken, een heldere doelstelling, dat er sprake is van een duidelijke hiërarchie van waarden, afwezigheid van informatieasymmetrie, een goed geformuleerde doelstellingsfunctie, een expliciet business model, etc. Dit is wat ondernemingen als IBM en Nestlé in de praktijk brengen.

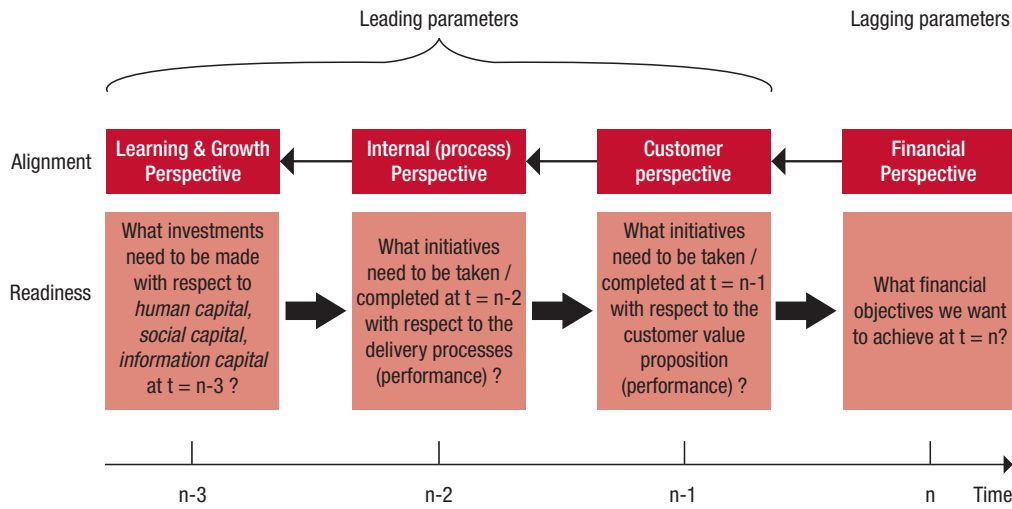
In veel gevallen wordt de strategie van de onderneming niet goed of zelfs geheel niet gerealiseerd omdat de bestuurder verzuimt terwille van een nieuwe strategie die organisatorische context eerst te herontwerpen op die strategie alvorens vanuit de organisatie om initiatie-

ven te vragen gericht op de realisatie van die strategie. Conform het *Interactionist Perspective Model* uit de organisatiepsychologie (Greenberg, 2010, p. 70) oefent die organisatorische context (met daarin elementen als beloning, carrièrepatronen, posities, informatievoorziening, psychologisch klimaat, waarden, e.d.) op de meeste mensen (maar niet alle!) meer invloed uit met betrekking tot te nemen initiatieven dan de inhoud van een nieuwe strategie. Daarom heeft Bower een herzien model voor zijn bottom-up resource allocatiemodel geformuleerd, maar hij merkt daarbij op dat dit nieuwe model niet werkt omdat hij geen oplossing heeft gevonden voor de toenemende rol van de immateriële activa (zijn oude model was impliciet gebaseerd op materiële activa en op de unit-organisatie) (Bower & Gilbert, 2005).

Mogelijk dat Bower iets te pessimistisch is. Want in het geval van IBM, waarin de informatie in de interne organisatie niet meer gestructureerd is volgens de interne structuur maar daarbuiten en voor iedereen toegankelijk, in combinatie met een *performance measurement infrastructure*, werkt Bower's herziene model en Simons' definitie van performance management wel goed, getuige op de bestendig goede resultaten en innovaties. Meer in het algemeen geldt dat steeds meer bedrijven (Nestlé, Heineken passen dit toe) de informatie niet meer organiseren volgens de leer van de oude AO/IC, maar *disembedded* van die interne structuur, vooral ook als voorwaarde om *in-control* te zijn. Deze nieuwe wijze van organiseren van de informatie impliceert overigens een betere organisatie van de informatie naar de gebruikelijke normen van de AO/IC.

Hierbij speelt bovendien dat managementinformatie van karakter wijzigt. Het sturen op *economic profit*, dat wil zeggen op toekomstige kasstromen, impliceert dat in het besturen van de onderneming niet-financiële informatie, gericht op de toekomst (*leading parameters*), aan betekenis wint ten opzichte van de historische financiële informatie (*lagging parameters*). Deze omslag betekent dat de oude wijze van het realiseren van de strategie, die ook wel wordt aangeduid met *budget driven*, wordt vervangen door een andere methode, gebaseerd op (gevalideerde) oorzaak-gevolg-relaties. De toenemende belangstelling bij ondernemingen voor het expliciet maken van business modellen is daarvan een uiting (Johnson *et al.*, 2008; Kaplan & Norton, 2004; Osterwalder, 2004). Deze ontwikkeling impliceert dat er binnen de onderneming niet alleen de klassieke managementinformatie wordt georganiseerd, zoals gedefinieerd in de leer van management accounting information systems, maar ook informatie die niet-financieel is, toekomstgericht, betrekking heeft op oorzaak-gevolg-relaties e.d. Dit is bijvoorbeeld uitgewerkt als onderliggend uitgangspunt van de *balan-*

Figuur 2 Kaplan & Norton's Balanced Scorecard zoals deze gelezen behoort te worden, als operationele invulling van de nieuwe *cause-and-effect based resource allocation* (de nieuwe wijze van strategierealisatie)



ced scorecard (Kaplan & Norton, 1996), maar dan moet deze wel gelezen worden en toegepast zoals weergegeven in figuur 2.

Met deze omslag naar *leading parameters* als cruciale managementinformatie hangt ook samen dat het besturen met behulp van *rolling forecasts* norm wordt, zowel met betrekking tot markten als met betrekking tot de prestaties van de onderneming en dat strategie niet meer primair gerealiseerd wordt via de klassieke budgetten, maar met behulp van, van de interne structuur van de onderneming onafhankelijk gedefinieerde *strategic themes* of programma's als resultaatverwoordelijke eenheden (Kaplan & Norton, 2008). Met de *rolling forecasts* wordt mede invulling gegeven aan het management van marktrisico's (naast dat daarvoor gebruik wordt gemaakt van modulair opgebouwde producten en processen, zoals het geval is bij Volkswagen). Het werken met *strategic themes* reduceert de informatieasymmetrie die het gevolg is van de toename van ongecodeerde en persoonsgebonden kennis in ondernemingen.

De functie management control binnen de onderneming omvat drie deelfuncties, *financial control*, *business control* en *process control* (figuur 3).

Principe II.1.3 NCGC beperkt zich tot wat nodig is voor een juiste jaarrekening en het daarmee verbonden risicomanagement (financial control en process control), en gaat voorbij aan het belang van een goed opgezette en een goed functionerend systeem voor management control zoals dat van veel groter belang is voor de onderneming. Een goed opgezet systeem voor

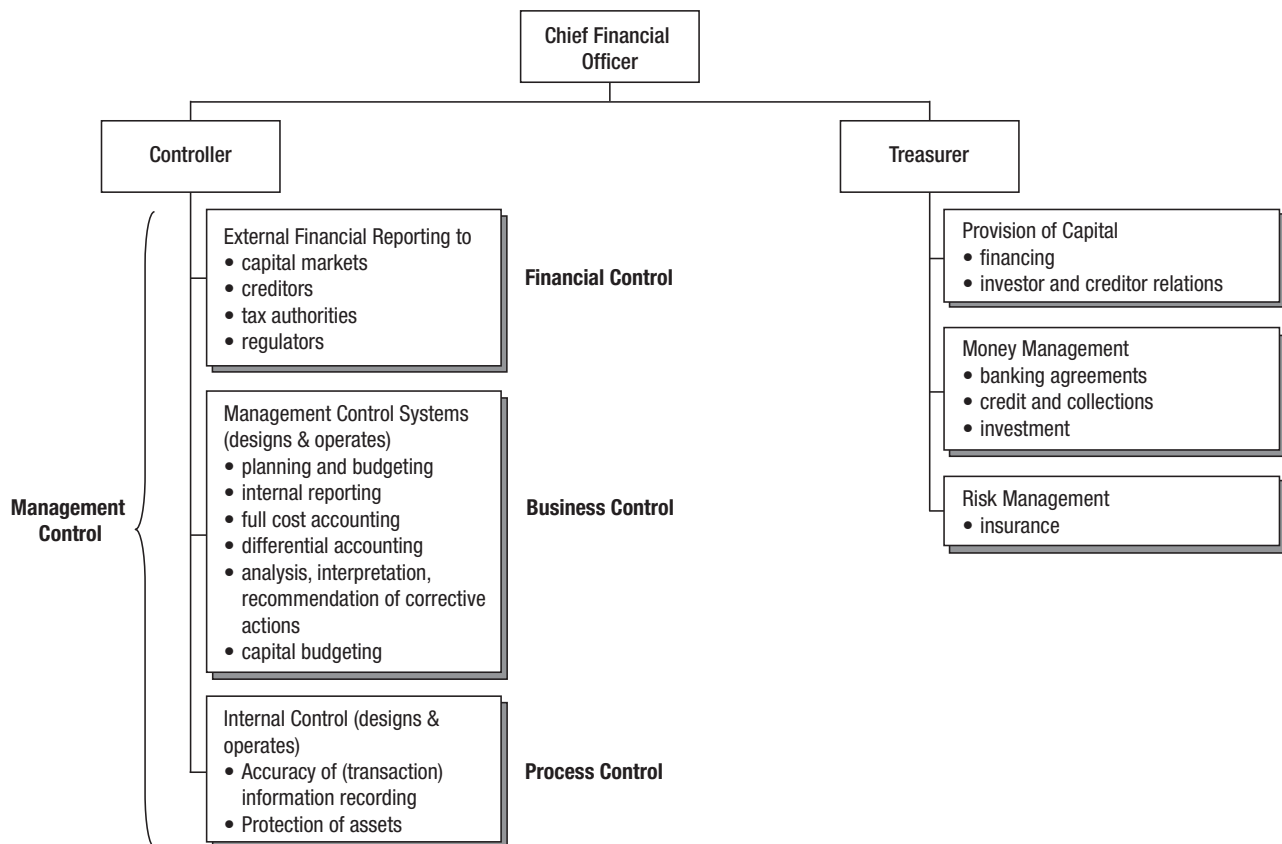
management control omvat via de subfunctie van business control ook steeds het omgaan met onzekerheden (scenarioanalyse, *rolling forecasts*, gevoeligheidsanalyses, *premis control*) en dus risicomanagement.

Alhoewel de idee van de functie van management control al in de jaren vijftig van de vorige eeuw door Van der Schroeff vanuit de Verenigde Staten in Nederland is geïntroduceerd, ontbreekt het nog steeds aan voldoende aandacht voor het belang ervan. Zoals prof. Arie Verberk er bij elke bul-uitreiking weer op wijst, de opleiding Executive Master Finance & Control is de hoogste financiële opleiding (voor ongeveer de helft gevolgd door RA's). Deze opleiding geeft recht op de titel registercontroller (RC). Management control is de functie voor het proactief besturen van de onderneming. De praktische consequentie van het voorgaande zou moeten zijn dat Principe II.1.3 van de NCGC luidt:

“In de onderneming van de vennootschap functioneert op efficiënte wijze een op die onderneming, haar strategie en haar markten toegesneden systeem voor management control, zoals nodig om de doelen van de onderneming te realiseren, om in-control te zijn en om te voldoen aan de externe rapportageverplichtingen.”

Met in-control wordt hier bedoeld, conform de definitie daarvan in de *resource based view of the firm* en de *dynamic capabilities view*, dat de onderneming het vermogen heeft zich die (nieuwe) productiemiddelen en toegang tot markten te verschaffen zoals nodig voor de continuïteit van de onderneming. Hiervoor heeft de onderneming external control nodig en internal control (Fligstein, 1990; Pfeffer & Salancik, 2003; Teece,

Figuur 3 De drie deelfuncties van management control als onderdeel van de totale taak van de CFO (Anthony & Govindarajan, 1995; Merchant & Van der Stede, 2003)



2007). (De definitie van in-control in COSO schiet te kort omdat deze zich beperkt tot internal control en dan daarin ook nog verzuimt eisen te stellen aan het resource allocatie-proces).

Principe II.1.4 sub b van de NCGC zou dan ook moeten luiden: “een beschrijving op hoofdlijnen van de opzet en werking van het management control-systeem in relatie tot de te realiseren strategie”. In sub c zou dan ‘interne risicobeheersings- en controlesystemen’ vervangen moeten worden door ‘process control’. Principe III.1.6 sub c (over waarop de raad van commissarissen toezicht dient uit te oefenen) zou moeten luiden:

“de opzet en werking van het management control-systeem, waaronder begrepen de kwalificaties en het functioneren van de daarvoor verantwoordelijke functionarissen”. Het voorgaande impliceert dat in § II.1.2 een nieuwe sub wordt opgenomen: ‘een plan voor de organisatorische maatregelen, waaronder het systeem van management control, zoals nodig om de strategie te realiseren”.

Met deze correcties zou de NCGC in lijn zijn met zowel de praktijk als het centrale vraagstuk van internal governance, alsook beantwoorden aan de toenemende

rol van immateriële activa. Daarnaast spelen er nog wel andere noodzakelijke correcties (bijvoorbeeld die in verband met wetswijzigingen), maar die zijn van ondergeschikt belang (zie Strikwerda, 2012).

3 De noodzakelijke vernieuwing in het systeem van corporate governance

De NCGC gaat, evenals alle buitenlandse codes voor corporate governance, impliciet uit van een concept van de onderneming dat karakteristiek was voor de twintigste eeuw, maar sinds de jaren negentig van de vorige eeuw verdrongen wordt door andere concepten. Het concept waar de NCGC vanuit gaat is de zogeheten *Modern Business Enterprise* (MBE). Deze MBE heeft als kenmerken (Chandler, 1977; Rajan & Zingales, 2000):

- een institutioneel opgevatte vennootschap met eigen rechten en plichten, ook tegenover de aandeelhouder, de onderneming als *nexus of contracts* kent daarin uitsluitend de aandeelhouders als partij;
- de economische grenzen van de onderneming vallen samen met die van de fysieke productiemiddelen;
- de vennootschap is volledig eigenaar van alle voor de onderneming kritieke productiemiddelen, de *control* van het bestuur over de onderneming berust op het

beschikken over het vervreemdingsrecht van die productiemiddelen;

- de afwezigheid van een efficiënte markt vereist een *tight command-and-control* met *double control* om een maximale efficiency te realiseren;
- het bestuur heeft instructiebevoegdheid jegens medewerkers op basis van het gegeven dat het eigendom van alle productiemiddelen bij de vennootschap berust, in combinatie met de arbeidsovereenkomst als *incomplete contract*;
- de waardecreatie door de onderneming vindt plaats binnen de jurisdictie van de onderneming;
- een absolute scheiding van de inbreng van kapitaal en arbeid: de rol van persoonsgebonden, niet-gecodificeerde kennis (*tacit knowledge*) wordt onderkend, maar via idiosyncratische standaarden en werkmethoden kan de werknemer als eigenaar van die kennis dit eigendom niet omzetten in een onderhandelingsmacht om de waarde van die kennis zich toe te eigenen in concurrentie met de claim van de aandeelhouders op de *residual claim*;
- de transacties met toeleveranciers en afnemers zijn *arm's length complete contract-type transacties*, de werknemer geldt als ingekochte commodity en maakt geen deel uit van de onderneming;
- De *residual claim* op de onderneming komt uitsluitend de aandeelhouders toe.

Het concept van de MBE ligt ten grondslag aan het vennootschapsrecht, het arbeidsrecht, maar ook aan de functies die zich binnen de MBE hebben ontwikkeld: management control, management accounting, HRM, etc. Ook de vigerende systemen en opvattingen over corporate governance zijn gebaseerd op het concept van de MBE. Het succes van de MBE kan worden afgeleid van de welvaartsgroei van de westerse economieën in de twintigste eeuw. Daarmee is de MBE een vanzelfsprekendheid geworden waardoor de beperkingen en ook de afnemende validiteit ervan lange tijd niet goed zijn opgemerkt. Hierin is sinds ongeveer 2000 verandering gekomen door de toenemende aandacht in het economisch onderzoek naar de rol van instituties in het economisch verkeer (Furubotn & Richter, 2000; North, 1990; Williamson, 1985, 2000). Immers, de MBE is een institutionele voorziening in de ondernemingswijze voortbrenging van goederen en diensten, die overigens weer berust op andere maatschappelijke instituties.

Met betrekking tot het concept van de MBE doet zich, zo ongeveer vanaf de jaren tachtig, een aantal ontwikkelingen voor, die dit concept afzwakken. De meest principiële daarvan is de rol van de factor arbeid. In de neoklassieke economie geldt de factor arbeid niet als een onderdeel van de onderneming, maar als een ingekochte commodity. De onderneming geldt in de neoklassieke economie als een black-box productie-

functie met als input kapitaal, arbeid en land, waarbij dan een restfactor wordt gebruikt om de relatie met de output te verklaren. In die restfactor zitten zaken als management, organisatie, persoonsgebonden kennis en informatie. Die restfactor, zo heeft de kapitaalmarkt sinds de jaren tachtig geconstateerd, verklaart in toenemende mate meer de waarde van de onderneming dan de fysieke activa, respectievelijk de genoemde inputs (Brynjolfsson et al., 2002; Reilly & Schweih, 1999). Dit heeft ertoe geleid dat de *theory of the firm*, Penrose's *Resource Based View*, de onderneming als een specifieke configuratie van productiemiddelen, zich ontwikkeld heeft naar de *knowledge based view*, de onderneming waarin de creatie en exploitatie van kennis belangrijker is dan de exploitatie van fysieke activa, zij het dat die twee steeds complementair georganiseerd dienen te worden (Monks & Minow, 1996, p. 55; Roberts, 2004). De onderneming kan daarmee worden opgevat als *a locus of knowledge, as embodied in a production possibility set*; de fysieke activa zijn niet meer definiërend voor de onderneming (Arrow, 1996). Deze kennis die de onderneming karakteriseert is op uiteenlopende wijzen op meerdere manieren gecodificeerd in aspecten van de organisatie van de onderneming: in de hoofden van managers en medewerkers, in werkvoorschriften, in routines, in software, richtlijnen, in systemen en procedures, in machines, etc. Een materieel deel van die kennis bestaat uit niet-codificeerbare persoonsgebonden kennis van een aantal, niet noodzakelijkerwijze alle werknemers. Ten opzichte van de neoklassieke economie is de consequentie daarvan dat die medewerkers die over voor de waarde en waardecreatie van de onderneming essentiële niet-codificeerbare, persoonsgebonden kennis beschikken (veelal aangeduid met professionals of *creative knowledge workers*), onderdeel uitmaken van de onderneming, en voor een deel de drager zijn van de waarde van de onderneming. Deze medewerkers verkopen niet zozeer hun arbeid aan de onderneming, maar brengen kapitaal in in de vorm van kennis. Daarbij staat die werknemer voor een vergelijkbare vraag als de investeerder: bij welke onderneming zal mijn ingebrachte kennis het hoogste dividend (loon) opbrengen tegen een acceptabel risico in combinatie met de vraag bij welke onderneming mijn ingebrachte kennis zich het beste verder zal ontwikkelen. Daarmee komt voor die werknemers, maar dus ook voor de betrokken onderneming, de scheiding tussen kapitaal en arbeid te vervallen; de professional zoals hiervoor gedeut heeft een legitiem recht op de *residual claim* op de onderneming in concurrentie met de aandeelhouders. Zij het dat de aandeelhouder ingeval van deconfiture een hoger risico loopt; in het algemeen zal die professional zijn kapitaal, kennis, dan wel elders kunnen inzetten.

De kapitaalmarkt heeft in de vorm van *economic profit* en in de vorm van retentiebonussen deze kennis als waar-

dedrager van de onderneming al erkend sinds eind jaren tachtig (Reilly & Schweihs, 1999). Doordat in een aantal gevallen er voor zulke professionals sprake is van een mobiele arbeidsmarkt, anders dan verondersteld in de MBE, slagen deze er in, met als meest opvallend voorbeeld de dealmakers in de financiële wereld, hun ingebrachte kennis om te zetten in soms zeer hoge bonussen. Wel is geprobeerd met behulp van software hun kennis te codificeren en daarmee de economische macht van dealmakers te reduceren, maar die pogingen zijn tot nu toe op niets uitgelopen (Wilhelm & Downing, 2001). In het vennootschapsrecht en in het arbeidsrecht wordt de verschuiving in de eigendom van de onderneming richting professionals nog steeds niet erkend. Arrow schrijft hierover: "Information [Arrow's generieke term voor kennis als kapitaal], one of the fundamental determinants of production, laps over from firm to firm, yet the firm has so far seemed reasonably sharply defined in terms of legal ownership. I conjecture that there will be increasing tensions between legal relations and the fundamental determination of productivity by knowledge" (Arrow, 1996).

Een eerste consequentie hiervan was eerder al genomen door de kapitaalmarkt. In de MBE werd verondersteld dat de *free cash flow* door het bestuur van de onderneming naar eigen inzicht kon worden besteed aan R&D, omdat dit nieuwe eigendomsrechten opleverde voor de aandeelhouders. Met de toenemende mobiliteit van R&D-medewerkers, in combinatie met een aanbod van *seed capital*, richten die eigen ondernemingen op om zo hun kennis voor zichzelf te gelde te maken. Zodat de kapitaalmarkt de raad van bestuur discretionaire bevoegdheid over de *free cash flow* moest ontnemen (Donaldson, 1994).

Een tweede consequentie van de toenemende rol van ongecodeerde, persoonsgebonden kennis is dat de eerste pijler van de *control* van het bestuur over de onderneming, de volledige beschikking over het vervreemdingsrecht op alle voor de onderneming kritieke activa, afhankelijk van de aard van de onderneming, voor een materieel deel is komen te vervallen (Jensen, 1998, p. 3). Ook introduceert dit extra *agency costs* in de organisatie. Daarmee, zoals hiervoor beschreven aan de hand van de observatie van Bower, doet deze ontwikkeling de effectiviteit van de klassieke management control afnemen. Voor een deel kan dit gecompenseerd worden met specifieke organisatorische maatregelen (die hier te beschrijven valt buiten het bestek van dit artikel, zie daarvoor Strikwerda 2008). Voor een ander deel lossen ondernemingen dit probleem op door meer activiteiten uit te besteden, respectievelijk in te kopen. Afhankelijk van de machtsverhoudingen in de markt kan dit betekenen dat een niet-evenredig deel van de door de onderneming gecreëerde waarde door toeleveranciers

e.d. wordt toegeëigend. Vandaar dat het vraagstuk van *external control* aan belang wint. Vooral ook impliceert de rol van ongecodeerde en persoonsgebonden kennis dat de idee van de onderneming als *nexus of contracts* niet meer beperkt kan worden tot de aandeelhouders als enige daarin deelnemende partijen.

Een derde probleem als gevolg van de wijzigende eigendomsverhouding van de onderneming doet zich voor met betrekking tot beloning. Een professional die over voor de onderneming cruciale kennis beschikt, zal proberen dit te gelde te maken. Dit kan op twee manieren. De eerste is door *rent seeking*, de professional zal een zo hoog mogelijke beloning onderhandelen als het (afnemende) marginale nut van zijn kennis toelaat. Immers, als hij zijn kennis niet onderhoudt, innoveert, ontwikkelt en vernieuwt, lekt dit weg naar anderen. Op zeker moment werkt het *rent seeking* niet meer en is er sprake van een loon voor arbeid, met dalende beloning (we zien dit bij veel zzp'ers). De tweede methode is dat de professional een rendement op zijn ingebrachte kennis nastreeft wat (goeddeels) wordt gebruikt om in die kennis te investeren, nieuwe kennis te ontwikkelen, immers kennis als kapitaal vergt ook cumulatie daarvan. Deze tweede methode is niet alleen van belang voor het individu en de onderneming, maar is ook macro-economisch van belang. Maar omdat in het vennootschapsrecht en in het arbeidsrecht geen onderscheid gemaakt kan worden tussen bonussen gebaseerd op prestaties, die op *rent seeking*, en waar een bonus een dividend is op ingebrachte kennis, en bonussen door allerlei vooral ook psychologische mechanismen, maar soms ook op basis van arbeidsrecht, onterecht worden toegekend, is er het risico dat de politiek alles over één kam scheert en, zoals in het geval van de banken, bonussen zeer sterk gaat beperken. Daarmee is er ook het risico dat de incentive om in kennis te investeren wordt weggenomen. Uiteraard is er altijd wel een groep personen die vanwege hun gedrevenheid blijft studeren, maar in een *informational economy* is het van belang die groep zo groot mogelijk te maken. Rond 1875 werd het eigendomsrecht zo gewijzigd, naar recht op uitsluiting van, dat daardoor een incentive werd gecreëerd om te investeren in R&D (met als instrument het patent). Ondernemingen, althans in Nederland besteden na 2000 minder aan opleidingen van medewerkers, omdat vrijwel geen vaste contracten meer worden afgesloten, respectievelijk er met zzp'ers wordt gewerkt.

Doordat ingebrachte kennis juridisch niet wordt erkend, is het ook lastig om de waardering ervan goed te bepalen, respectievelijk is het niet mogelijk om zuivere regels te formuleren voor bonussen. Immers, de mate waarin de activa van een onderneming worden bepaald door (persoonsgebonden) kennis verschilt per onderneming en de rol daarin verschilt per werknemer. Het is niet zo

dat het concept van de MBE geheel verdwijnt, voor een aantal ondernemingen blijft dit relevant, maar zal bestaan naast het concept van de onderneming dat typerend is voor de informatie-economie, terwijl veel ondernemingen een hybride vorm zullen kennen. Dat maakt het ook lastig om wet- en regelgeving te herzien.

Een andere factor die het lastig maakt om de noodzakelijke institutionele veranderingen door te voeren is dat er sprake is van sterke gevestigde belangen gebaseerd op het concept van de MBE. Zodat Arrow stelt dat de spanningen met betrekking tot systemen voor corporate governance zullen oplopen. Maar deze situatie betekent ook dat voor het publiek de geloofwaardigheid in het systeem van corporate governance af zal nemen en daarmee het vertrouwen in de ondernemingswijze voortbrenging van goederen en diensten. Het is dus van groot belang dat er – in internationaal verband – wordt gewerkt aan een herziening van het vennootschapsrecht en arbeidsrecht en daarmee aan het systeem van corporate governance op een wijze die vergelijkbaar is met de institutionele revolutie van rond 1875. Het hiervoor geformuleerde inzicht impliceert dat de NCGC, niet absoluut gelezen en toegepast kan en moet worden (niet omdat deze er niet toe zou doen, integendeel!), maar geïnterpreteerd moet worden in het besef dat, mede afhankelijk van de specifieke kenmerken van een onderneming, de code, respectievelijk de toepassing daarvan op afkalvende grondslagen berust. Dat kan dan ook in een heel ander gebruik resulteren van het pas-toe-of-leg-uit principe dan nu het geval is, namelijk een gebruik dat is gericht op de noodzakelijke vernieuwing van het systeem van corporate governance.

4 Conclusie

Het is de mens niet gegeven perfecte codes te schrijven, vandaar ook dat ons recht een levend recht is dat zich voortdurend ontwikkelt in een proces van interpretatie, uitspraken en commentaren. Ook een code voor corporate governance kan, als vorm van wetgeving, niet anders dan een levend systeem zijn. Immers, het kenmerk van ondernemen is creatieve destructie, via abductief denken en handelen op basis van het probabilisme: de waarschijnlijkheid dat iets kan en de wil om het te realiseren (en te slagen) is voldoende om besluiten te nemen respectievelijk actie te ondernemen, ook al is het nog nooit eerder vertoond en gaat het tegen bestaande inzichten en wetmatigheden in. Een systeem van corporate governance heeft tot taak ondernemerschap mogelijk te maken ingebed in maatschappelijke verhoudingen. Immers, (Cadbury Code 1995): “The

country's economy depends on the drive and the efficiency of its companies. Thus the effectiveness with which their boards discharge their responsibilities determines Britain's competitive position. They must be free to drive their companies forward, but exercise that freedom within a framework of effective accountability. That is the essence of good corporate governance”.

Dit impliceert dat een code voor corporate governance uiterst terughoudend moet zijn met *best practices* en zich moet beperken tot principes. Als gevolg van de dubbele hermeneutiek tussen management, respectievelijk organisatiemodellen en de werkelijkheid (organisatie, markten) waarop het op die modellen gebaseerde handelen betrekking heeft, bestaan er geen *best practices* met universele en eeuwige validiteit (met principes en waarden ligt dit anders). Maar in de formulering van die principes, zoals we hebben gezien in de exercitie met betrekking tot de werking van het interne ondernemingsbestuur, moet er wel een scherp oog zijn voor de praktijk. Zowel de praktijk in operationele zin, zoals in het voorbeeld van het resource allocatie-proces, als in de zin van onderliggende institutionele uitgangspunten. Voor het op een verantwoorde wijze omgaan met een niet-perfect geformuleerde en op afkalvende grondslagen berustende code is dan van doorslaggevend belang een goede formulering van het uiteindelijke doel van de NCGC. Het is in corporate governance als in management en in het leger: beslissingen moeten steeds worden genomen op basis van imperfecte, ambigue, contradictoire informatie. Zoals in het bedrijfsleven er in het besturen van ondernemingen een verschuiving gaande is van *management by objectives* naar *management by value*, deels om de informatieverwerkende capaciteit van ondernemingen te verhogen, deels als antwoord op de toenemende rol van professionals en *creative knowledge workers*, zo zal ook de Nederlandse Corporate Governance Code zich, naar voorbeeld van Procter & Gamble, moeten concentreren op *Purpose, Values and Principles*. ■

Prof. dr. J. Strikwerda CMC is hoogleraar Organisatieleer en Organisatieverandering aan de Universiteit van Amsterdam, management consultant en director van het Nolan Norton Institute te Zeist. Email: hans.strikwerda@nolanorton.com, website: www.strikwerda.org.

Noten

1 L/JN: BM0976, Hoge Raad 09/04465 en 09/04512.

2 Voor een beschrijving van wat met *information based* wordt bedoeld zie: Strikwerda (2011).

Literatuur

- Anthony, R.N., & V. Govindarajan, (1995), *Management control systems* (8th ed.), Chicago: Irwin.
- Arrow, K.J. (1974), *The limits of organization*, New York: Norton.
- Arrow, K.J. (1996), The economics of information: An exposition, *Empirica*, 23, 119-128.
- Barnard, C.I. (1948), *The functions of the executive*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bleicher, K. (1992), *Das Konzept integriertes Management* (2 ed.), Frankfurt: Campus Verlag,
- Bower, J.L. (1986), *Managing the resource allocation process*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Bower J.L., & C.G. Gilbert (2005), A revised model of the resource allocation process, In J.L. Bower & C.G. Gilbert (Eds.), *From resource allocation to strategy* (pp. 439-456), Oxford: Oxford University Press.
- Brown, L.D. & M.L. Caylor (2004), *Corporate governance and firm performance*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=586423>
- Brynjolfsson, E., L.M. Hitt & S. Yang (2002), Intangible assets: Computers and organizational capital, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002(1), 137-181.
- Burgelman, R.A., C.M. Christensen & S.C. Wheelwright (2009), *Strategic management of technology and innovation* (5th ed.), Boston: McGraw-Hill Irwin.
- Cadbury, A. (1995), *The company chairman* (2nd ed.), Hertfordshire: Director Books.
- Chandler, A.D. (1962), *Strategy and structure: Chapters in the history of American enterprise*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Chandler, A.D. (1977), *The visible hand: The managerial revolution in American business*, Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Christensen, C. M. (1997), *The innovators dilemma: When new technologies cause great firms to fail*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Claessens, S. (2006), Corporate governance and development, *The World Bank Research Observer*, 21(1), 91-122.
- Commissie Corporate Governance (2003), *De Nederlandse corporate governance code: Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, Den Haag: VNO.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *Report of the -*
London: Gee.
- De Monchy, C.W. & M.H. Legein (Eds.) (2009), *Corporate governance in Nederland* (2nd ed.), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Donaldson, G. (1994), *Corporate restructuring: Managing the change process from within*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Drucker, P.F. (1946), *Concept of the corporation* (revised 1993 Transaction Publishers ed.), New York: John Day.
- Drucker, P.F. (1973), *Management: Tasks, responsibilities, practices*, New York: Harper & Row.
- Fayol, H. (1918/1999), *Administration industrielle et générale*, Paris: Dunod.
- Fligstein, N. (1990), *The transformation of corporate control*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Foss, N.J. (Ed.) (2000), *The theory of the firm: Critical perspectives on business and management* (Vol. I-IV), London: Routledge.
- Francis, J., & K. Schipper (1999), Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Furubotn, E.G., & R. Richter (2000), *Institutions and economic theory: The contribution of the new institutional economics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.
- Greenberg, J. (2010), *Managing behavior in organizations* (fifth ed.), Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Greenwood, J. (1999), The third industrial revolution: Technology, productivity, and income inequality, *Economic Review - Federal Reserve Bank of Cleveland*, 35, 2-12.
- Greif, A. (2006), *Institutions and the path to the modern economy: Lessons from medieval trade*. Cambridge, NY: Cambridge University Press.
- Hammond, T.H. (1994), Structure, strategy, and the agenda of the firm, In R.P. Rumelt, D.E. Schendel, & D.J. Teece (Eds.), *Fundamental issues in strategy: A research agenda* (pp. 97-154), Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Hofstede, G.H. (1970), *The game of budget control*, Assen: Van Gorcum.
- Ikenberry, G.J. (2011), *Liberal leviathan: the origins, crisis, and transformation of the American world order*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Jänicke, M., & K. Jacob (2009), *A third industrial revolution - Solutions to the crisis of resource-intensive growth*, Berlin: Forschung-
- stelle für Umweltpolitik - Freie Universität Berlin.
- Jensen, M.C. (1993), *Modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=93988>
- Jensen, M.C. (1998), *Foundations of organizational strategy*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jensen, M.C. (2000), *A theory of the firm: Governance, residual claims, and organizational forms*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jensen, M.C. (2001a), Corporate budgeting is broken, Let's fix it, *Harvard Business Review*.
- Jensen, M.C. (2001b), Paying people to lie: The truth about the budgeting process. Available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/paper=267651>
- Jensen, M.C. (2001c), Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling (1999), *Coordination, control and the management of organizations: Course notes*, (Working Paper #98-098): Harvard Business School, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=78008>
- Johnson, G., K. Scholes, & R. Whittington (2005), *Exploring corporate strategy* (7th ed.), London: Prentice Hall.
- Johnson, M.W., C.M. Christensen, & H. Kagermann (2008), Reinventing your business model. *Harvard Business Review*, 86(12), 50-59.
- Kanter, R.M. (2008). Transforming giants. *Harvard Business Review*, 86(1), 43-52.
- Kanter, R.M. (2009). *IBM's values and corporate citizenship*. Harvard Business School.
- Kaplan, R.S., & D.P. Norton (1996), *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Kaplan, R.S., & D.P. Norton (2004), *Strategy maps: Converting intangible assets into tangible outcomes*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.
- Kaplan, R.S., & D.P. Norton (2008), *The execution premium: Linking strategy to operations for competitive advantage*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Kuin, P. (1977), *Management is méér. De soci-*

ale verantwoordelijkheid van de ondernemer. Amsterdam: Elsevier.

- Landes, D.S., J. Mokyr, & W.J. Baumol (Eds.) (2010), *The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Larcker, D.F., S.A. Richardson, & A.I. Tuna (2005), How important is corporate governance? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=595821>
- Maher, M.E., & T. Andersson (2000), Corporate governance: Effects on firm performance and economic growth. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=218490>
- Merchant, K.A., & W.A. van der Stede (2003), *Management control systems: Performance measurement, evaluation and incentives*. London: Prentice Hall.
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007). *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*.
- Monks, R.A.G., & N. Minow (1996), *Watching the watchers: Corporate governance for the 21st century*. Cambridge, MA: Blackwell.
- New York Stock Exchange (2010). *Report of the New York Stock Exchange commission on corporate governance*. Retrieved from <http://www.nyse.com/pdfs/CCGReport.pdf>.
- Nooteboom, B. (2006). *Social capital, institutions and trust*. Tilburg: Universiteit van Tilburg.
- North, D.C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Osterwalder, A. (2004). *The business model ontology: A proposition in a design science approach*. Université de Lausanne, Lausanne.
- Pfeffer, J., & G.R. Salancik (2003), *The external control of organizations: a resource dependence perspective*. Stanford, CA: Stanford Business Books.
- Pill, H., M.L. Goepfer, I. Vogel, & M. Robbens (2001), Case: *The Netherlands. Is the polder model sinking?*, Harvard Business School.
- Polanyi, K. (2001). *The great transformation: the political and economic origins of our time* (2nd Beacon Paperback edition). Boston, MA: Beacon Press.
- Porter, M.E., & M.R. Kramer (2011), Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Pruijm, R.A.M. (2010). *Grondslagen van corporate governance - leidraad voor behoorlijk ondernemingsbestuur*. Groningen: Noordhoff.
- Rajan, R. (2010). *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Rajan, R.G., & L. Zingales (2000), *The governance of the new enterprise* (NBER Working paper No. 7958). Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. Available at: <http://www.nber.org/papers/w7958>
- Reilly, R.F., & R.P. Schweih's (1999), *Valuing intangible assets*. New York: McGraw-Hill.
- Roberts, J. (2004). *The modern firm: Organizational design for performance and growth*. Oxford: Oxford University Press.
- Shleifer, A., & R.W. Vishny (1996), *A survey of corporate governance*. Cambridge MA: National Bureau of Economic Research. Available at: <http://www.nber.org/papers/w5554>. Gepubliceerd in: *Journal of Finance*, 52(2), 1997, 737-783.
- Simons, R. (2000). *Performance measurement & control systems for implementing strategy*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Sloan, A.P. (1962/1986). *My years with General Motors*. Hammondsworth: Penguin Books.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the of nature and causes of the wealth of nations*.
- Stiglitz, J.E. (2012). *The price of inequality: how today's divided society endangers our future* (1st ed.). New York: W.W. Norton & Co.
- Strikwerda, J. (2002). Wat is ondernemingsbestuur? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 76(1/2), 54-64.
- Strikwerda, J. (2003). Postmodernisme, postmoderne organisaties en implicaties voor management control. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 77(5), 242-250.
- Strikwerda, J. (2011). De organisatie van informatie van de onderneming: een normatief kader? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 85(6), 317-332.
- Strikwerda, J. (2012). *De Nederlandse Corporate Governance Code: Ingeleid, toegelicht en becommentarieerd*, Assen: Van Gorcum.
- Teece, D.J. (2007). Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1319-1350.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Tricker, R.I. (1994). *International corporate governance*. New York: Prentice Hall.
- Wilhelm, W.J., & J.D. Downing (2001), *Information markets: What business can learn from financial innovation*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Williamson, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.
- Williamson, O.E. (2000). The new institutional economics: Taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38, 595-613.
- Wymeersch, E.O. (2005). *Enforcement of corporate governance codes*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=759364>