

# Financieel management en ethiek

Aloy Soppe

**SAMENVATTING** Dit artikel gaat in op de vraag of, en zo ja hoe, ethiek een expliciete plaats kan verkrijgen in het moderne ondernemingsbeleid. In de actuele financiële pers en in de moderne managementliteratuur worden verwante begrippen zoals duurzaam ondernemen en sociaal verantwoorde beleggingen veelvuldig ter sprake gebracht. Dit artikel gaat in op de theoretische achtergronden van de onderneming en probeert vanuit dat perspectief deze actuele begrippen in de theorie te incorporeren. Afhankelijk van de normatieve keuze omtrent de definitie en doelstellingen van de onderneming wordt betoogd dat indien een sociale component gewenst wordt geacht, de deugdenethiek het meest geschikte concept is om duurzaam ondernemen in de managementstrategie vorm te geven.

## 1 Inleiding

In 1970 schreef Milton Friedman in de New York Times een vooral in bedrijfsethische kringen bekend artikel onder de titel: *The social responsibility of business is to increase its profits*. Dat was in een tijd van sociale en politieke verandering in Europa en Amerika, waarin Friedman het standpunt verdedigde dat de vrije markteconomie werd bedreigd door socialistische invloeden. In de argumentatie die Friedman hanteerde, diende de manager zich uitslui-

Drs. A.B.M. Soppe is universitair docent in de sectie bedrijfs-economie van de capaciteitsgroep fiscaal recht en in de capaciteitsgroep *finance en accounting* van respectievelijk de Juridische en de Economische faculteit van de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Met dank aan Jan van der Meulen en Alexander Kristen voor hun waardevolle opmerkingen. Uiteraard blijven alle normatieve keuzes en resterende onzorgvuldigheden volledig voor mijn verantwoordelijkheid.

tend te gedragen in overeenstemming met de wensen van zijn principalen: de aandeelhouders. In deze neoklassieke theorie zijn de aandeelhouders als residuele claimhouders uitsluitend gebaat bij waardenmaximalisatie van de onderneming. Voor het behalen van dat doel wordt de manager speciaal geselecteerd. In Friedmans opvatting is sociale verantwoordelijkheid van een manager niet relevant, omdat die taak bij uitstek wordt vervuld door de overheid. Overheidsdienaren hebben in zijn visie sociale taken en verantwoordelijkheden, managers zijn daar niet voor opgeleid en dienen zich er ook niet mee bezig te houden. Zijn devies luidde derhalve: 'Schoenmaker blijf bij je leest'.

De laatste jaren daarentegen heeft de discussie over ethiek en sociale verantwoordelijkheid zich een vaste plek verworven bij het strategisch denken over de onderneming. Voorbeelden zijn het ontwikkelen van ethische codes, het succes van duurzame beleggingsfondsen en de opschudding die bijvoorbeeld ontstaat bij het ontdekken van handel met voorkennis. Een belangrijke verklaring hiervoor kan zijn dat maatschappelijke belangenorganisaties in allerlei vorm<sup>1</sup> sterk aan kracht hebben gewonnen. Ook consumentenorganisaties nemen nadrukkelijker hun plaats in om de consument te beschermen tegen (vermeend) misbruik van de (financiële) macht van ondernemingen. Niet alleen ethiek speelt in bovenstaand proces een rol, maar eveneens de 'geharnaste' ethiek in de vorm van potentiële schadeclaims. Hierdoor worden bedrijven gedwongen om naast de belangen van de aandeelhouder steeds meer oog te hebben voor andere belanghebbenden (*stakeholders*) in de onderneming.

In dit artikel staan twee vragen centraal. Ten eerste zal vanuit een theoretisch en historisch perspectief de vraag aan de orde komen of ethiek voor de onderneming een rol van betekenis kan spelen in het moderne

ondernemingsklimaat. Ten tweede wordt ingegaan op de vraag wat ethiek inhoudt en op welke wijze het toepasbaar kan zijn in het ondernemingsbeleid. Met andere woorden: als een onderneming heeft gekozen voor een strategie gericht op duurzaamheid en respect voor meerdere *stakeholders* dan de aandeelhouders alleen, dient de vraag zich aan hoe deze duurzaamheid vorm te geven. Ethiek speelt daarin een cruciale rol.

In paragraaf 2 wordt allereerst de vraag besproken of ethiek wel verenigbaar is met een efficiënt ondernemingsbeleid. In paragraaf 3 zal het begrip ethiek en haar belangrijkste theoretische stromingen kort worden besproken. In paragraaf 4 wordt de expliciete introductie van ethiek in de onderneming bediscussieerd en worden de consequenties voor de huidige structuur van het bedrijfsleven nagegaan. Dit geschiedt door naar de kern van het ondernemen te kijken: namelijk hoe gaat de theorie om met het nemen van ondernemingsrisico's. In paragraaf 5 wordt op basis van het voorgaande een pleidooi gehouden voor het belang van de deugdenethiek in het financiële management. In paragraaf 6 wordt het artikel samengevat en worden conclusies getrokken.

## 2 Is ethiek en onderneming verenigbaar?

De door Friedman beoogde neoklassieke opvatting, zoals beschreven in de inleiding, ligt ten grondslag aan de meeste moderne financieringsliteratuur. Historische publicaties als Jensen en Meckling (1976) met betrekking tot de agentschaptheorie en Modigliani en Miller (1958, 1963) over vermogensstructuur, beschouwen de onderneming eveneens als een 'verzameling investeringscontracten' waarin slechts economische input in economische output wordt omgezet. In een vrije markt worden in die theorie alle projecten uitgevoerd die een positieve netto contante waarde hebben. Bovendien wordt de economische uitvoering hiervan niet gehinderd door informatieasymmetrieën en incomplete markten. Jensen en Meckling (1976) betogen vervolgens dat de aandeelhouder als residuële claimhouder het meest geschikt is om het management te disciplineren. Daardoor worden de agentschapskosten (*agency costs*)<sup>2</sup> geminimaliseerd. Hierbij wordt verondersteld dat alle agenten *selfish* zijn, hetgeen betekent dat alle partijen hun eigen nutsfuncties optimaliseren waarin alleen materiële rijkdom (*wealth*) is opgenomen.

Er zijn echter ook andere opvattingen over de definitie van een onderneming. Boatright (1999, pp. 170-

172) bijvoorbeeld schetst naast het bovengenoemde eigendomsrechtenmodel met de aandeelhouder als eigenaar nog een tweetal andere modellen. Ten eerste is er de zogeheten sociale instituties theorie. Deze stelt dat het voorrecht om een onderneming te drijven, nadrukkelijk verleend wordt door de staat. Het is een soort politieke delegatie van het recht om goederen en diensten te produceren, waaraan inherent sociale verplichtingen kleven. Het tweede alternatieve model van een onderneming is de contracttheorie en het transactiekostenmodel, zoals verwoord door Coase (1937), Alchian en Demsetz (1972) en Williamson (1985). In deze modellen wordt de neoklassieke opvatting over de onderneming als een soort van technisch bepaalde productiefunctie (zoals boven door Friedman beschreven) nadrukkelijk verworpen. De onderneming vindt in die theorie zijn oorsprong in de verlaagde transactiekosten ten opzichte van de situatie waarin iedereen alleen zou werken. In dit model wordt het zaak om zodanige contracten met alle participanten op te stellen (werknemers, kapitaalverschaffers et cetera) dat de transactiekosten minimaal worden. Echter door imperfect handelen van de mensen die aan de onderneming verbonden zijn, wordt verondersteld dat er een nadrukkelijk contractprobleem van de onderneming wordt veroorzaakt. Met name opportunisme en beperkte rationaliteit (*bounded rationality* van Simon, 1982) worden hierbij genoemd. Opportunisme is het mechanisme waarbij agenten wel allereerst hun eigenbelang zoeken, maar dat wel doen met een bepaald schuldgevoel. Beperkte rationaliteit houdt in dat de agenten in de onderneming wel de intentie hebben om zich rationeel te gedragen, maar dat hun beslissingen zelden optimaal zijn in de zin die door de neoklassieke literatuur wordt bedoeld. Dit komt omdat mensen niet alle relevante informatie bezitten en eveneens niet de rekenen kennisvaardigheden hebben om tot zo'n strikt rationeel besluit te komen.

Wanneer we nu terugkomen op de vraag of ethiek en onderneming verenigbaar zijn, dan moeten we het antwoord afhankelijk stellen van de definitie van een onderneming. Aan de ene kant hebben we de strikt mechanische en neoklassieke omschrijving van de onderneming als een verzameling investeringscontracten die kasstromen moeten genereren. Aan de andere kant zien we de onderneming als een samenwerkingsverband van mensen die economische en sociale doelen nastreven (de sociale instituties theorie). De transactiekostenbenadering zit daartussenin en beschouwt de onderneming als een '*nexus of contracts*'. Vanuit dat perspectief zijn markten en econo-

mische *incentives* nodig om economische agenten, die in principe *selfish* zijn, te motiveren om zich voor hun principalen in te zetten. Met andere woorden: moraliteit is impliciet aanwezig, maar wordt beschouwd als een exogene variabele, waardoor de financiële modellen vanuit het economische perspectief waarde vrij worden. In de bedrijfsethische literatuur wordt dit definitieprobleem goed verwoord in onder andere figuur 1, van Carroll (1996):

**Figuur 1. De pyramide van 'Corporate Social Responsibilities (CSR)'**



Bron: Carroll (1996), p. 39.

Carroll categoriseert de activiteiten van de onderneming in vier soorten verantwoordelijkheden. Aan de basis van de piramide wordt de economische en de juridische fundering van de onderneming in de markteconomie door niemand betwist. De discussie begint bij de ethische verantwoordelijkheden. Filantropische verantwoordelijkheden lijken me in dit verband een slecht gekozen woord, maar het wordt duidelijker als er wordt verwezen naar een verbetering van de kwaliteit van het leven. Hieruit zou men een deugdenethische benadering kunnen afleiden. Alvorens hier op in te gaan, wordt in de navolgende paragraaf het kader geschetst waarin we ethiek beter kunnen begrijpen.

### 3 Ethiek: een begripsbepaling

Het woord ethiek is afgeleid van het Griekse woord *Êthos*, dat karakter betekent. Met karakter wordt bedoeld het geheel van houdingen en gedragingen dat elk individu eigen is en dat hem maakt tot wie hij is<sup>3</sup>. Ethiek kan vervolgens worden verbreed tot de totale verzameling van karakters van een beroepsgroep, een land of een volk. Als wetenschap kenmerkt ethiek zich door een positieve en een normatieve benadering. Op basis van psychologische of filosofische theorieën kan een bepaalde handelswijze op objectieve wijze worden beschreven. Wanneer het gaat om toepassingen in een praktijksituatie ontstaat de normatieve ethiek. Veelal worden filosofische theorieën omtrent ethiek in drie verschillende groepen onderscheiden. Dit zijn respectievelijk teleologische theorieën, deontologische theorieën en theorieën gebaseerd op het concept van deugden (*virtues*).

Teleologische theorieën, of ook wel gevolgenethiek genoemd, concentreren zich op het doel (*telos* ≈ doel in het Grieks) of het eindresultaat (gevolg) van een actie of houding. Een voorbeeld van een teleologische benadering is de utilitaire opvatting over het steekpenningenprobleem. In deze benadering kan het betalen van steekpenningen gedoogd worden in bepaalde gebieden van de wereld, omdat de gevolgen van het niet meedoen aan het economisch proces in die visie meer sociale kosten met zich meebrengt dan het principieel afwijzen ervan. Als een onderneming zich namelijk niet conformeert aan dat cultureel geaccepteerde aspect in een bepaalde regio, doet het de eigen *stakeholders* van de organisatie tekort. Omdat gelijkwaardige concurrentie in het gevolgenperspectief niet tot de reële mogelijkheden behoort, kan het afzien van het gebruik van steekpenningen het nut van de samenleving in totaal verlagen. Het doel, de levensvatbaarheid van de onderneming en daarmee het verhogen van het totale nut, heiligt in dat geval de middelen.

Deontologische theorieën (*deon* ≈ plicht in het Grieks) kijken in essentie naar de aard van de menselijke acties en de regels die eruit voortkomen, en beoordelen of deze geoorloofd zijn zonder naar de consequenties van de keuze te kijken. Bijvoorbeeld: het is de plicht van een mens of organisatie om geen steekpenningen aan te nemen of te betalen. Als een organisatie daaraan begint, zo luidt de redenatie, doen anderen dat ook en zal de degeneratie van de moraal leiden tot een suboptimale economische allocatie. De grondslag voor de deontologische ethiek is gelegd door Immanuel Kant (1724-1804). Kant vroeg

zich door middel van categorische imperatieven af of een bepaalde handeling ook universeel kon worden gemaakt. Met andere woorden: als een bepaalde handeling van een zodanig karakter was dat deze ook toelaatbaar werd geacht als een ander hem zou verrichten, dan kon de handeling als moreel gerechtvaardigd worden beschouwd. Vooral in de wetgeving van democratische landen is dit een belangrijk uitgangspunt. Ten slotte vroeg Kant expliciete aandacht voor de rechten van het individu en vooral ook de *plichten* die daaruit voortvloeiden voor anderen.

Als een derde stroming gelden de theorieën gebaseerd op de gedachte van (burgerlijke) deugden (*virtues*). Hier wordt als grondlegger het werk van Aristoteles (met name de *Nicomachean Ethics*) genoemd. In dat gedachtegoed wordt de nadruk gelegd op het morele karakter van een persoon in een gemeenschap, in plaats van alleen naar de moraliteit van een persoonlijke actie te kijken zoals in het Kantiaanse denken. De deugd wordt gekoppeld aan het totale karakter van de handelende mens, waarbij het functioneren van het individu in de gemeenschap een centrale rol speelt. Eenzelfde handeling kan daardoor uitgevoerd door verschillende mensen (wel of niet in verschillende gemeenschappen) een ander moreel karakter hebben. Voorbeelden van deugden zijn excellentie, vrijgevigheid, rechtvaardigheid en beheertheid.

Figuur 2 brengt de belangrijkste kenmerken van de drie onderscheiden benaderingen bij elkaar.

In de huidige financiële moraal speelt vooral de gevolgenethiek een belangrijke rol. We wegen belan-

gen tegen elkaar af en bepalen zoveel mogelijk op rationele gronden welke productiewijze het meest efficiënt is voor het optimaliseren van de nutsfunctie van de eigenaar van de onderneming, te weten de aandeelhouder. De plichtenethiek laat zich het beste vertegenwoordigen door de wetgever die op democratische wijze de sociale plichten vertegenwoordigt en tevens de grenzen aangeeft van welke (financiële) gedragingen niet worden getolereerd. De deugdenethiek wordt vooral in de financiële wereld afgedaan als een utopistische benadering van menselijk handelen dat niet thuishoort in het financieel handelen. Zoals door Friedman geïnspireerd, wordt het ondernemersschap veelal losgekoppeld van het eigen mens zijn en geldt dat ondernemen zo zijn eigen spelregels heeft in de economische strijd om het bestaan. De deugdenethiek is de enige benadering waarin de morele verantwoordelijkheid van een handeling een individueel karakter draagt. In de andere systemen is er altijd de mogelijkheid om verantwoordelijkheid te delen met anderen.

#### 4 Enkele voorbeelden van ethiek in de financiële literatuur

Er zijn slechts enkele auteurs die ethiek expliciet introduceren in de financiële literatuur. Het duidelijkste voorbeeld is Shah (1997), die zich baseert op het risicoconcept van Beck in 'Risk Society' uit (1992). Daar wordt ondernemingsrisico opgesplitst in een vijftal delen<sup>4</sup>. Dit zijn respectievelijk: een individueel risico, een maatschappelijk risico, een risicobewustzijn, risico en causaliteit en ten slotte vraagt hij aandacht voor het belang van de tijdshorizon van het

**Figuur 2. Samenvatting van het ethische referentiekader**

	1 motief van menselijk handelen	2 besluit mechanisme	3 maatschappelijke realisering	4 morele verantwoordelijkheid
GEVOLGEN				
Rationele moraliteit	Afweging van gevolgen en doelen	Rationaliteit	Nutsfuncties	Collectief
PLICHTEN				
Opgelegde moraliteit	Sociale Plicht	Wilskracht	Toezicht door het rechtssysteem	Individueel én collectief
DEUGDEN				
Vrijwillige moraliteit	Innerlijke vrijheid	Intuïtie/ metafysisch	Ideologie/ groepsdenken	Individueel

---

risico. Waar risico op individueel niveau voor iedereen wel duidelijk is, stelt hij dat financieel risico op maatschappelijk niveau een stuk lastiger te analyseren is. Bijvoorbeeld de vraag of financiële innovaties daadwerkelijk het risico verkleinen, kan op individueel niveau met een duidelijk ja worden beantwoord, maar op maatschappelijk niveau is dat zeker niet het geval. De invloed van de gedragingen en de cultuur van de tegenwoordig dominante financiële markten op de geaggregeerde welvaart is immers niet eenvoudig vast te stellen. Shah stelt dat de beoordeling omtrent de acceptatiegraad van het risico wordt bepaald door financiële specialisten wiens eigen broodwinning een functie is van het succes van diezelfde markt. Met andere woorden: het risicobewustzijn van die specialisten is niet zuiver objectief meer (*biased risk perception*). Bovendien stelt hij dat risico in essentie altijd gaat over toekomstige 'states of nature', terwijl in de financiële marktenbenadering de prijsvorming uit het verleden meestal de grondslag is voor de perceptie van de toekomst. Omdat de uitkomst van toekomstige risicopercepties afhankelijk is van een bepaalde tijdshorizon in het verleden, impliceert dit derhalve dat de uitkomst normatieve keuzes behelst en dat daarmee de 'broodwinningsbias' een extra impuls krijgt. Shah concludeert: *The understanding and analysis of financial risk is very weak and incomplete. Its definitions are muddled with risk management issues, implying that only manageable risks are relevant for scientific analysis. There is also an explicit bias towards measurable risk, implying that unmeasurable risks are somehow irrelevant. Risk analysis in finance is devoid of an ethical stance.*' (Shah, 1997, p. 195).

Er zijn meer auteurs die tot een vergelijkbare conclusie komen. Andere voorbeelden van een expliciete analyse van ethiek en financieel beleid zijn Boatright (1999) en Shefrin en Statman (1993). De laatsten brengen in dat er een relatie bestaat tussen marktefficiëntie<sup>5</sup> en *fairness*. Zij definiëren eerlijkheid in die zin dat in een eerlijke markt alle partijen gelijke informatie hebben die relevant is voor het prijsvormingsproces, maar verder geen speciale voorrechten hebben (Shefrin en Statman, 1993, p. 2). Zij stellen dat het belangrijkste doel van reguleringen in financiële markten moet zijn om de marktefficiëntie te bewerkstelligen. Hierbij gaan ze ervan uit dat markten alleen efficiënt zijn als de participanten vertrouwen hebben in de eerlijkheid van de markt. Efficiëntie is in dat perspectief een ethische waarde, omdat het bereiken van een maximale output met een gegeven input – hetgeen een definitie is van operationele efficiency –

een overvloed aan goederen en diensten produceert die de welvaart van een materiële inhoud voorziet. Vooral bij het daarbij gepaard gaande allocatieproces tussen de marktparticipanten speelt *fairness* een cruciale rol in hun perceptie.

Een voorbeeld van een theorie waar ethiek een impliciete rol speelt, is het welbekende Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dit model concludeert dat een hoger systematisch risico gepaard gaat met een hoger verwacht rendement. Intuïtief wordt deze conclusie breed gedragen door de marktparticipanten en is in overeenstemming met het rechtvaardigheidsgevoel van de aandeelhouder, zonder dat het woord *fairness* hier expliciet wordt genoemd. Het is nu niet de bedoeling om op deze plaats uitgebreid op eerlijkheid in te gaan<sup>6</sup>, maar het is van belang om te onderkennen dat in het economisch proces en in het financiële beleid eerlijkheid een nadrukkelijke rol speelt.

Kijken we daarentegen naar de meest gangbare financieringsliteratuur, dan is (financieel) risico een technisch begrip. Adler en Dumas (1983) definieerden het als een afwijking van een verwachte waarde. Vanuit dat perspectief heeft risico de dimensie van een waarschijnlijkheidsverdeling. Knight (1921) onderscheidde risico van onzekerheid door te stellen dat bij onzekerheid er zelfs geen waarschijnlijkheidsverdeling te onderscheiden is. Zolang risico in deze mathematische termen wordt uitgedrukt, is het een technisch proces en komt er geen morele dimensie aan te pas. Dit wordt pas het geval op het moment dat de gevolgen van een managementbeslissing zichtbaar worden voor belanghebbenden in de onderneming.

Wat is nu samenvattend de expliciete relatie tussen ondernemersrisico en ethiek? In de neoklassieke financiële benadering is het antwoord nadrukkelijk dat er geen relatie bestaat. Maar zoals betoogd in paragraaf 2 is dat terug te voeren op de normatieve keuze van hoe we een onderneming willen definiëren en vorm willen geven. Kiezen we voor de onderneming als een verzameling technische contracten die het rendement op de geglobaliseerde markt maximaliseert, of kiezen we voor een onderneming waar alle belanghebbenden (*stakeholders*) een rol spelen en het beleid niet alleen is afgestemd op het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. In die laatste opvatting krijgt ethiek een nadrukkelijke plaats en wordt de onderneming een plek waar interne en externe belanghebbenden duurzaam worden gerespecteerd naast het noodzakelijke financiële rendement.

## 5 Consequenties voor financieel management in een ethisch perspectief

Omdat financieel management bij uitstek handelingsgericht is, wordt de scheiding tussen risico als een technisch proces en risico inclusief de sociale gevolgen voor de marktpartijen minder relevant. Ook al is voorafgaand aan een beleidskeuze een technisch proces ingegaan (bijvoorbeeld de risicoanalyse van een voorgenomen investeringsbeslissing), het uitvoeren van het (investerings)traject zelf heeft altijd ingrijpende gevolgen voor de sociale omstandigheden van alle *stakeholders* van een onderneming. Wanneer we derhalve naar het ethisch gehalte van financieel management willen kijken, kunnen we terugvallen op de begrippen vrijwillige, opgelegde en rationele moraliteit, zoals geschetst in paragraaf 3 en figuur 2.

Als eerste beschouwen we het perspectief van de gevolgenethiek. Hier wordt een rationele afweging van de consequenties van een financieel besluit gemaakt. Zolang er in de nutsfunctie, die de manager dient te optimaliseren, alleen maar verwacht rendement en risico voor de onderneming staat, is het onmogelijk om van het management te verwachten dat de sociale consequenties van ondernemingsbeleid voor andere belanghebbenden in de samenleving voldoende worden meegenomen. In deze 'rationele moraliteits'-benadering is de morele verantwoordelijkheid voor het sociale proces in de onderneming een collectief maatschappelijk probleem geworden, terwijl de directe verantwoordelijkheid van de manager een andere is. Het management wordt enerzijds aangesproken door de samenleving op de sociale implicaties van zijn beleid en aan de andere kant wordt hij/zij beoordeeld en aangesteld door zijn principaal: de aandeelhouder (die veelal kiest voor financieel rendement)<sup>7</sup>. Door de scheiding van eigendom en management komt het management in een spagaatpositie die in het huidige Angelsaksische aandeelhoudersmodel moeizaam wordt opgelost volgens het agentschapsmodel. Er ontstaat een loyaliteitsprobleem voor het management.

In de plichtenethiek wordt vooral naar het morele karakter van de managementhandeling zelf gekeken in plaats van naar de gevolgen ervan. In democratische landen is het vooral het wettelijke kader dat de grenzen aangeeft van hetgeen ethisch toelaatbaar wordt geacht. Er ontwikkelt zich op het gebied van financieel gedrag een steeds duidelijker wetgeving, waarbij het per definitie zo is dat de wetten vooral verdedigend en strafrechtelijk van karakter zijn. Als

het om ethiek gaat, is wetgeving essentieel en een noodzakelijke voorwaarde, maar tevens per definitie onvoldoende om een genuanceerd passend kader voor financieel beleid aan te geven. Vooral de impliciete contracten en verwachtingen laten zich moeilijk of niet in wetgeving vangen. Om die reden is de plichtenethiek onvoldoende toegerust om een volwaardig moreel kader te schetsen. Bovendien biedt de collectieve verantwoordelijkheid voor individueel moreel handelen volop de mogelijkheid om het zogeheten 'free rider'-gedrag te vertonen. Met andere woorden: waarom zal een manager sociale verantwoordelijkheden nemen als die niets zichtbaars opleveren voor de samenleving als geheel wanneer anderen diezelfde verantwoordelijkheid niet op dezelfde wijze nemen? Het gaat hier om het beroemde *prisoners dilemma*. Met andere woorden: de plichtenethiek biedt eveneens slechts een gedeeltelijke oplossing voor de integratie van ethiek als concept in de onderneming. Om hier uit te komen blijft alleen de deugdenethiek over.

In de deugdenethiek zijn we aangewezen op de integriteit en het individuele verantwoordelijkheidsgevoel van het management en bestuur van een onderneming. Hier gaat het niet om de handelingen van het management alleen of op de gevolgen ervan, maar het beleid wordt door alle belanghebbenden van de onderneming beoordeeld op persoonlijke verantwoordelijkheid. De moderne onderneming kan in dit perspectief niet meer worden gezien als een technisch proces waar alle besluiten in het licht staan van een hogere aandeelhouderswaarde. Waar het in de financiële wetenschappelijke literatuur goed mogelijk is om via abstractie tot een technisch gedefinieerde ondernemingsopvatting te komen, is dat bij financieel management niet passend. Leiderschap is onlosmakelijk verbonden met karaktereigenschappen die op hun beurt weer een culturele achtergrond hebben. Deugdenethiek is in dit verband een geschikte kandidaat om managementeigenschappen te evalueren.

## 6 Conclusie

De algemene mores in de financiële sector zijn gebaseerd op de gedachte dat risico gemiddeld goed is geprijsd en dat beleggers altijd een kwantitatieve *trade-off* kunnen maken tussen verwacht rendement en risico. Dit is gebaseerd op een nauwe neoklassieke definitie van de onderneming en een strikt rationeel gedrag van de belegger en ondernemer. Ondanks begrippen als opportunisme en beperkte rationaliteit wordt in het bovenstaand neoklassieke onderne-

mingsmodel verondersteld dat de aandeelhouder optimaal in staat is om de manager te disciplineren met behulp van financiële prikkels en controlemechanismen. Het aandeelhoudersparadigma staat in dit model niet ter discussie. Echter vooral door het ook in de literatuur erkende bestaan van de vele impliciete contracten ontstaat de theoretische mogelijkheid dat ethiek in het financiële management wordt opgenomen.

Door de introductie van ethiek in het financierings- en ondernemingsjargon wordt het aandeelhoudersparadigma uitgebreid en ontstaat er een bredere kijk op economie als wetenschap. Naast de noodzaak van competitieve markten en operationele efficiency wordt er bij een ethische benadering van de onderneming nadrukkelijker rekening gehouden met andere belanghebbenden dan de aandeelhouder. Vooral de belangen van werknemers, milieuorganisaties en klanten komen nadrukkelijk in beeld. Voor de manager impliceert dit een verandering in houding en beleid. Na een lange periode van wat hier een 'rationele moraliteit' (gevolgenethiek) wordt genoemd, wordt de roep om een 'opgelegde moraliteit' (plichtenethiek) steeds groter. Zolang de verantwoordelijkheid hiervoor buiten de onderneming wordt gelegd bij de overheid of andere maatschappelijke organisaties, is de kans groot dat het sociale 'free rider'-gedrag in de onderneming toeneemt en dat het beoogde gedrag niet wordt gerealiseerd. Ten slotte kennen we nog de deugdenethiek. Deze is gebaseerd op de 'vrijwillige moraliteit' en biedt daardoor de mogelijkheid dat het management zelf de handschoen van de sociale verantwoordelijkheid oppakt. De incorporatie van het concept bedrijfsethiek in het ondernemingsbeleid impliceert dat er wordt gebroken met de neoklassieke en technische opvatting van de onderneming. Begrippen als duurzaamheid, integriteit en sociale verantwoordelijkheid krijgen dan een prominente plaats. De onderneming kan in dat perspectief weer worden gezien als een sociale eenheid die binnen een geglobaliseerde maatschappij functioneert. ■

#### Literatuur:

- Adler, M. en B. Dumas, (1983), International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis, in: *Journal of Finance*, 3, June, pp. 925-984.
- Alchian, A.A. en H. Demsetz, (1972), Production, Information Costs and Economic Organization, in: *American Economic Review*, Dec, vol. 62, no. 5, pp. 777-795.
- Beck, U., (1992), *Risk society: Towards a new modernity*, Sage.
- Boatright, J.R., (1999), *Ethics in finance*, Blackwell Publishers.

- Carroll, A.B., (1996), *Business and society: Ethics and stakeholders management*, 2nd edition, Ohio.
- Coase, R.H., (1937), The Nature of the Firm, in: *Economica*, nr. 4, pp. 386-405.
- Dees, J.G., (1992), Principles, Agents and Ethics, in N.W. Bowie and R.E. Freeman (eds.), *Ethics and Agency Theory: An Introduction*, Oxford University Press, New York, pp. 25-58.
- Friedman, M., (1970), The social responsibility of business is to increase its profits, in: *New York Times Magazine*, September 13.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3, Oct., pp. 305-360.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch en R.H. Thaler, (1986), Fairness and the assumptions of economics, in: *Journal of Business*, vol. 59, no 4, pp. S285-S300.
- Knight, F.H., (1921), *Risk uncertainty and profit*, Chicago.
- Modigliani, F. en M.H. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, in: *The American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-275.
- Modigliani, F. en M.H. Miller, (1963), Taxes and the Cost of Capital: a Correction, in: *The American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443.
- Shah, A.K., (1997), The social dimensions of financial risk, in: *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 5, nr. 3, pp. 195-207.
- Shefrin, H. en M. Statman, (1993), Ethics, fairness and efficiency in financial markets, in: *Financial Analyst Journal*, Nov./Dec., pp. 21-29.
- Simon, H., (1982), *Models of bounded rationality*, MIT Press, Cambridge.
- Williamson, O.E., (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York.

#### Noten

- Deze dragen in de literatuur de verzamelnaam NGO's, ofwel: Non Governmental Organisations.
- Agentschapskosten zijn de kosten die gemaakt moeten worden om de belangentegenstelling tussen principaal (hier aandeelhouder) en agent (hier manager) te verminderen.
- Zie Aristoteles, *Ethica*, p. 338, Historische Uitgeverij Groningen.
- Gebruikelijk is namelijk om risico alleen te analyseren in de eendimensionale ruimte van het risico en rendement.
- Met marktefficiëntie wordt hier bedoeld dat de markt informatie-efficiënt is in de semi-stringente vorm. Met andere woorden, alle publieke informatie is in de marktprijs van een vermogenstitel verwerkt.
- Voorbeelden van uitgebreide discussies over fairness in economics en finance zijn gepubliceerd in Kahneman, Knetsch en Thaler (1986) en Dees (1992, pp. 41-46).
- Alleen wanneer de onderneming is opgenomen in SRI (Social Responsible Investments) portefeuilles kan er sprake zijn van aandeelhouders die een ruimere ondernemingsdoelstelling hebben.