

De onderneming in een spagaat

Arnoud W.A. Boot en Roel Soeting

SAMENVATTING Het vraagstuk van corporate governance staat nadrukkelijk in de maatschappelijke schijnwerpers. In deze bijdrage beschouwen wij een drietal zienswijzen op de onderneming, van de nauwere agency-benadering, waar het corporate governance-probleem zich primair bevindt tussen management en aandeelhouder, tot de bredere stakeholder- en legitimacy-benaderingen, gekenmerkt door wisselwerkingen tussen de onderneming en omgeving. Wij constateren dat de bredere maatschappelijke visie op de onderneming die in de legitimacy-benadering centraal staat, aan belang heeft gewonnen, en voor de Commissie Tabaksblat kennelijk een belangrijke drijfveer is geweest. Er blijft echter een puzzel over, namelijk het in lijn met de Angelsaksische traditie steeds meer centraal stellen van de aandeelhouder. Dit laatste sluit nauw aan bij de agency-benadering die het denken over corporate governance met name in de VS sterk heeft beïnvloed.

1 Inleiding

Corporate governance is uitgegroeid tot het meest beladen begrip in ondernemingsland. Of het nu gaat over de vele schandalen van Enron tot Parmalat, of specifieke problemen, zoals de beloningsproblematiek,

Prof. Dr. A.W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en Director van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF). Hij is tevens oprichtend directeur van het Amsterdam Center for Law and Economics.

Prof. Dr. R. Soeting is emeritus hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam in het vak Bestuurlijke informatieverzorging. Voorts was hij initiator en directeur van de postdoctorale opleiding tot controller van de Universiteit van Amsterdam, alsmede directeur van het Limpert Instituut. Hij was gedurende 25 jaar venoot bij het accountantskantoor Van Dien & Co.

er schijnt van alles mis te zijn¹. Een reactie kon niet uitblijven. In de Verenigde Staten werd met grote snelheid de Sarbanes-Oxley Act ingevoerd, met name om de onafhankelijkheid van het toezicht op ondernemingen te versterken. In Nederland gaat de aandacht vooral uit naar de Code Corporate Governance van de Commissie Tabaksblat, die met een veelheid aan richtlijnen probeert ondernemingen weer op het rechte spoor te krijgen. Bovenal is de bedoeling van al deze wet- en regelgevende initiatieven om het maatschappelijk vertrouwen in ondernemingen te herstellen.

Het is moeilijk om niet positief te staan tegenover de inspanningen tot het versterken van de corporate governance-structuur. Hoewel kwalijk gedrag van bestuurders domineert in de publieke discussie, lijkt het gerechtvaardigd om te concluderen dat de gehele keten van maatschappelijke, publieke en ondernemingsspecifieke 'checks and balances' het heeft laten afweten. Overheid, toezichthouders, financiers (aandeelhouders!), analisten, accountants, juristen en media, hebben op een of andere manier het 'laten gebeuren' en hebben daardoor de vertrouwenscrisis versterkt. Het resultaat is dat het maatschappelijk vertrouwen en de legitimiteit van de onderneming in de samenleving nadrukkelijk centraal is komen te staan.

Zonder overdrijven mogen we concluderen dat de samenleving 'in flux' is. Wetgevende en regelgevende initiatieven volgen elkaar in snel tempo op, en ook meer algemene discussies zoals het 'waarden en normen debat' zijn indicatief voor een samenleving in beweging. In deze bijdrage zullen wij trachten enig fundament te leggen onder de huidige discussies over de plaats van de onderneming in de maatschappij. Hiertoe zullen wij een verband leggen met een aantal benaderingen, c.q. zienswijzen, op de onderneming. Wij gaan primair in op de agency-benadering die de scheiding tussen ondernemingsleiding (beheer) en eigendom (aandeelhouder) centraal stelt, en deze scheiding, en de belangenconflicten die daaruit kun-

nen voortkomen, ziet als de kern van het corporate governance-vraagstuk. Hoewel in het kader van de maatschappelijke legitimering deze invalshoek als te beperkt mag overkomen, kunnen we er toch niet omheen gezien de prominente rol ervan in de moderne theorievorming. Een mooie illustratie wordt weergegeven in het toonaangevende overzichtsartikel van de Amerikaanse economen Shleifer en Vishny (1997) over corporate governance. Het artikel plaatst elk aspect van corporate governance in het kader van de genoemde scheiding tussen eigendom en beheer. Ook historisch heeft deze invalshoek een prominente rol. Adam Smith sprak al in de 18de eeuw zijn zorgen uit dat *'directors of such companies (met scheiding tussen management en aandeelhouders, BS) cannot be expected to watch over their companies with the same vigilance as partners in a private (firm) would do'*. Management als 'agent' van de eigenaren hanteert haar eigen agenda. Vooral door publicaties van Michael Jensen (zie Jensen, 1979, en Jensen en Meckling, 1976) heeft deze benadering een grote vlucht genomen.

Vanuit deze agency-benadering maken wij vervolgens de stap naar twee verbredende benaderingen, namelijk de stakeholder-benadering en de legitimacy-benadering. Van geen van deze benaderingen bestaat een eenduidige versie of interpretatie. De stakeholder-benadering heeft verwantschap met het denken over pluralisme van na de Tweede Wereldoorlog, en benadrukt vooral het groepsbelang in tegenstelling tot het individueel belang (en de daarmee samenhangende belangentegenstellingen) waar de agency-benadering op stoelt. De legitimacy-benadering kan vanuit een maatschappelijk oogpunt als het meest geëngageerd worden aangemerkt, en raakt direct de meer fundamentele vraag over de verantwoordelijkheid en legitimiteit van de onderneming in de maatschappij. De groep van betrokkenen wordt hierin in wezen uitgebreid tot de hele samenleving.

In de komende paragrafen zullen wij aan de hand van de volgende vragen ingaan op de drie benaderingen. Welke inzichten zijn te ontleen aan deze drie zienswijzen? Welke rol dichten zij toe aan de onderneming? Wat betekenen ze voor de rol van aandeelhouders, de positie van het management, en die van andere stakeholders? En in hoeverre kunnen ze richtinggevend zijn voor het verdere debat over corporate governance?

2 De agency-benadering

Dit leerstuk komt voort uit de scheiding van eigendom en management/beheer. Bezitters van vermogen hebben niet vanzelfsprekend de capaciteiten en/of tijd

om zelf de zaken ter hand te nemen. Anderzijds beschikken managers veelal niet over de gelden nodig om zaken (alleen) te kunnen financieren. Met de creatie van de onderneming als juridisch lichaam, bijvoorbeeld de naamloze vennootschap, werd het gemakkelijker om managementtalent en kapitaal bijeen te brengen. De naamloze vennootschap maakte het zelfs mogelijk om anonieme kapitaalverschaffers aan de onderneming te koppelen. In de strikte interpretatie van deze benadering stellen de aandeelhouders, de eigenaren ofwel de principaal, de managers (de agent) aan om hun zaken te beheren. De relatie tussen de principaal en de agent staat in deze benadering centraal. De probleemstelling volgt dan vanzelf. De scheiding tussen eigendom en management/beheer geeft aanleiding tot het *principaal-agent*-probleem: hoe kan men erin slagen de agent in belang van de principaal te laten handelen?

Binnen de economische wetenschappen is in de laatste decennia sprake geweest van een grote onderzoekspanning gericht op de agency-benadering. Hoewel de belangentegenstellingen die centraal staan in de agency-benadering in de traditionele neoklassieke economie werden genegeerd², wordt wel degelijk voortgebouwd op neoklassieke veronderstellingen zoals rationele besluitvorming, individuele nutsmaximalisatie, en, met uitzondering van informatieproblemen, goed werkende vermogensmarkten. Het optimalisatievraagstuk bestaat er nu uit dat de principaal enerzijds tracht het gedrag van de agent te bewaken (monitoring) en op zoek is naar prikkels die de agent ertoe bewegen om de belangen van de principaal niet uit het oog te verliezen, en anderzijds tracht de totale agency-kosten te minimaliseren. Deze laatste bestaan uit de kosten van het maken van de contracten vermeerderd met de toezichts-, c.q. monitoringkosten, en de verliezen verbonden aan de overblijvende inefficiënties. Beide partijen vinden elkaar in het maken van een overeenkomst waarin de principaal is verzekerd van een zo optimaal mogelijk gedrag van de agent, zodanig dat gegeven de prikkels in de overeenkomst dit samenvalt met het eigenbelang van de agent (*incentive compatibility*). Tevens moet de agent een totale compensatie krijgen die voor hem voldoende aantrekkelijk is om zich te onderwerpen aan de 'gezagsrelatie' van de principaal (*individual rationality*).

In de context van manager en aandeelhouders spelen hierbij verschillende mechanismen een rol. De toezichtstructuur zelf is van belang, namelijk hoe is het toezicht op het management geregeld en hoe (snel) kan er worden ingegrepen? Daarnaast is het beloningscontract van de manager (de agent) een moge-

lijk direct uitvloeisel van de contractuele agency-relatie. Maar in hoeverre het beloningscontract de belangentegenstellingen tussen agent en principaal in de hand kan houden, is de vraag. Bedacht dient te worden dat de principaal doorlopend kampt met een informatieachterstand, en het is niet vanzelfsprekend dat er een beloningscontract bestaat dat dit voldoende ondervangt. In dit verband heeft de principaal bijvoorbeeld belang bij het tot stand komen van goede *accounting- en auditing*-standaarden, alsmede bij de certificering van cijfers door externe accountants. Dit zijn vormen van monitoring die onontbeerlijk zijn³.

Hoe dit leerstuk te beoordelen? De benadering stoeit op een bepaald beeld van de werkelijkheid. Ontegenzeggelijk spelen de belangentegenstellingen die centraal staan in de agency-theorie, een belangrijke rol in de praktijk. Hoe belangrijk ze precies zijn is moeilijk in te schatten. In zoverre blijft het een theorie. Een zelfde beoordeling is mogelijk van de veronderstellingen die aan de theorie ten grondslag liggen. Kern is en blijft het neoklassieke rationele en self-serving gedrag. Over de juistheid van deze veronderstellingen kan worden gedebatteerd. Voor 'positivistische' wetenschapsbeoefenaren is dit laatste niet zo van belang. In de positivistische wetenschapsbeoefening moet namelijk niet de juistheid van een veronderstelling centraal staan, maar veel eerder de implicaties, c.q. conclusies, die uit een theorie voortkomen⁴. Toch lijken de recente problemen in het ondernemingsbestuur aardig in lijn met de veronderstellingen en conclusies van de agency-benadering. Vele van de schandalen in de afgelopen jaren lijken (mede) hun oorzaak te vinden in self-serving gedrag van het management zonder dat de principaal (de aandeelhouders) deze voldoende in goede banen kon leiden. De noodzakelijke *monitoring* van de agent ten behoeve van de principaal werd onvoldoende ingevuld, en de consequenties hebben zich conform de agency-benadering gemanifesteerd. Als er namelijk ergens op moet worden gewezen, dan is het op een gebrek aan tegenwicht ten opzichte van het management. En zoals de agency-benadering voorspelt, bij het ontbreken van een *counter vailing power* zal de agent zich ongeremd op het maximaliseren van het eigenbelang richten.

De Amerikaanse econoom Galbraith heeft tientallen jaren geleden gewaarschuwd voor de gevaren hiervan. Hij sprak van *managerial capitalism*. Hij bedoelde hiermee dat in de praktijk vaak niet de eigenaren (de principalen) de baas zijn, maar het management. Zijn voorspelling lijkt te zijn uitgekomen. Arthur Levitt (2002), oud voorzitter van de SEC, constateert dat de *counter vailing power* tegenover het management ont-

brak, waardoor de 'greed virus' vrij baan kreeg. Hij spreekt ook van een *culture of seduction*. Wat hij hiermee bedoelt is dat verschillende partijen min of meer samenspannen: aandeelhouders die niet aan de bel durfden te trekken omdat dit de beurskoers zou kunnen ondermijnen, managers die vriendelijke commissarissen aanstelden en elkaar mogelijk voordelen toespeelden, banken en bestuurders die elkaar zakelijke en persoonlijke presentjes uitdeelden⁵, en zo zijn er nog veel andere voorbeelden. En de meest wonderlijke overtreding van de lessen uit de agency-theorie is misschien wel dat het beloningscontract voor het management de facto door de managers werd bepaald in plaats van door de principaal (zie ook Shleifer en Vishny, 1997).

Daarmee is het kruit van de agency-benadering wel goeddeels verschoten. De belangrijkste tekortkoming van het leerstuk is misschien wel de falende rol van aandeelhouders van beursgenoteerde fondsen. Aandeelhouders gedragen zich niet als de principaal uit de theorie⁶. Zoals Coffee (1991) en Bhidé (1993) hebben beargumenteerd staat de liquiditeit en spreiding van het aandelenbezit op gespannen voet met de disciplinerende rol van aandeelhouders. Kleine aandeelhouders kunnen gezien hun ondergeschikte belang bijzonder moeilijk in de rol van principaal treden. In het algemeen vormen aandeelhouders een anonieme, zich voortdurend wijzigende groepering die zich weinig inlaat met de disciplinerende rol van het management⁷. Bovendien blijkt nog al eens dat grote aandeelhouders door andere belangen, hun rol als (actieve) aandeelhouder geen invulling geven⁸. Kortom, de principaal bestaat slechts in theorie en is in de realiteit moeilijk in te vullen. In Nederland wordt dit gegeven extra benadrukt door het Structuurregime en allerlei (andere) beschermingsconstructies die enerzijds de rechten van aandeelhouders uithollen en anderzijds gedeeltelijk juist zijn ingegeven door de vaak passieve houding van aandeelhouders⁹.

Mist de agency-benadering hierdoor aan relevantie? Neen, integendeel. De schandalen van de afgelopen jaren hebben juist aangetoond dat de agency-theorie van belang is. De volgens deze theorie te construeren contractuele en publiekrechtelijke oplossingen voor het principal-agent vraagstuk blijken echter bijzonder moeilijk effectief te maken. Vanuit deze constatering is waardering voor de corporate governance-code van de Commissie Tabaksblat op zijn plaats. Deze code kan worden geïnterpreteerd als een poging het gebrek aan kracht van de principaal op te vangen, om zodoende wel grip te krijgen op de agent.

Toch wringt er nog wel meer aan de projectie van het agency-principaal raamwerk op de relatie tussen

ondernemingsleiding en management. De invulling van de principaal als de aandeelhouder sluit aan bij de opvatting dat aandeelhouders de eigenaar zijn van de onderneming en het 'daarom ook voor het zeggen moeten hebben'. Hoewel dit in het Angelsaksisch taalgebied in het geheel niet ter discussie staat, is deze opvatting onnodig polariserend. De vraag van wie de onderneming is, is een ideologisch vraagstuk waar de agency-benadering conform de Angelsaksische wereld aan voorbij gaat. Juist in het huidige tijdsbeeld met een steeds belangrijker rol voor de factor *human capital* is er reden om hier niet automatisch in mee te gaan. Onze opvattingen op dit punt zijn veel eerder pragmatisch. Sturen op aandeelhouderswaarde, mits niet gemanipuleerd, is veelal een effectieve benadering om ervoor te zorgen dat de schaarse middelen in een onderneming efficiënt worden ingezet¹⁰.

De moeilijkheden met de agency-benadering in de praktijk wijzen ook op een ander manco. Schijnbaar is het bijna onmogelijk om voldoende goede contracten te schrijven zodat partijen zich goed gedragen. De discussie over normen en waarden biedt een mooie analogie. De maatschappij valt niet in te richten op basis van regeltjes en wetboeken alleen. Van belang is hoe we met elkaar omgaan, vandaar de discussies over waarden en normen. In het geval van ondernemingen speelt precies hetzelfde: hoe gaan we met elkaar om? Wat bindt ons? Contracten alleen zijn onvoldoende. Puur eigenbelang (toch de belangrijkste veronderstelling onder de agency-benadering) valt bijna niet in goede banen te leiden. Vanuit dit gezichtspunt lijkt de agency-benadering te beperkt. Wat te zeggen over de andere twee benaderingen?

3 De stakeholder-benadering

De stakeholder-benadering is meer omvattend en grijpt aan bij alle groeperingen die belang bij de onderneming hebben. De benadering heeft soms een meer filosofische inslag die nadrukkelijk ook ingaat op de plaats van de onderneming in de maatschappij. Bekende geleerden zoals Weber, Schumpeter, Marx en vele anderen gaven zo hun visie op het ondernemingsgebeuren. Het fenomeen 'macht' speelde hierbij een belangrijke rol. Zo ging Weber er vanuit dat grootschalige organisaties bestuurd en bewaakt worden met behulp van een bureaucratisch beheersingsysteem. Per definitie kan een dergelijk systeem niet democratisch zijn ingericht. Weber koppelde hieraan de zorg dat de samenleving ten prooi zou kunnen vallen aan georganiseerde kapitalisten die eigen belangen boven die van de samenleving zouden stellen. De recente schandalen zijn hier misschien wel een goede illustratie van.

In samenhang hiermee kan het ontstaan van een stroming, aangeduid als *pluralism*, worden genoemd. Dahl (1982) omschreef het als, '*organizational pluralism, that is to the existence of a plurality of relatively autonomous (independent) organizations within the domain of the state*'. Hierbij vindt onder meer spreiding van macht plaats, waarbij groepsbelangen en het gemeenschappelijk belang onderwerpen van onderhandeling vormen¹¹. Deze benadering wijkt principieel af van die in de neoklassieke economie en daarmee ook van die in de agency-benadering. Beide worden immers gekenmerkt door individualisme en het vooropstellen van het eigenbelang. De pluralistische visie op de samenleving kan worden gezien als een bestanddeel van de stakeholder-benadering.

Het was Ansoff die in 1965 voor het eerst de term *stakeholder* in de aangeduide context hanteerde. In een verdere uitwerking pleitte Freeman (1984) voor een 'inclusive model of the firm': *a stakeholder is any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose. Stakeholders include employees, customers, suppliers, stockholders, banks, environmentalists, government and other groups who can help or hurt the corporation*. Anders dan in the agency-benadering, waar het gaat om de relatie van het management (de agent) met één stakeholder (de aandeelhouder), staat nu centraal een pluriformiteit aan stakeholders. Waardecreatie dient niet alleen aan aandeelhouders ten goede te komen, maar mede aan personeelsleden en andere betrokkenen.

Het is mogelijk de verschillende relaties vanuit meerdere invalshoeken te benaderen en wel normatief ('hoe dient het management met stakeholders om te gaan?'), instrumenteel ('het in goed overleg samenwerken met stakeholders leidt tot betere resultaten') en ten slotte beschrijvend ('het onderkennen en beschrijven van de belangen en wensen van stakeholders'). Hoe ook benaderd, vanuit het gezichtspunt van de stakeholder is een belangrijke implicatie dat het management er goed aan doet zich mede verantwoordelijk te voelen voor hen die financieel en maatschappelijk met de onderneming zijn verbonden; dus die partijen die gevolgen van de activiteiten van de onderneming ondervinden en daarbij een belang hebben. De onderneming is daarmee geen geïsoleerd bolwerk. Deze zienswijze vormt ook een goed uitgangspunt voor het informatiebeleid van de onderneming; transparantie ten behoeve van de stakeholders. Hierbij moet wel worden bedacht, dat wensen en intenties van de verschillende stakeholders met elkaar kunnen botsen. Iedere categorie heeft mogelijk specifieke belangen.

De stakeholder-benadering plaatst de onderneming in een bredere context dan de agency-benadering. Strijdigheid is er niet per definitie tussen deze zienswijzen. De agency-benadering simplificeert de wereld met haar exclusieve nadruk op het eigenbelang. Bovendien concentreert zij zich primair op één mogelijk belangenconflict, namelijk dat tussen management en aandeelhouders. Maar de manager opereert in een spanningsveld van vele andere (deel)belangen, bijvoorbeeld de eigen belangen van werknemers of crediteuren. Het erkennen van deze veelheid aan agency-problemen brengt ons dicht bij de stakeholder-benadering, en illustreert tevens onze eerdere constatering dat contractuele oplossingen buitengewoon ingewikkeld zijn.

4 De legitimacy-benadering

Zoals het geval met eerdergenoemde leerstukken gaat het ook in deze benadering om relaties van en met het management. In de legitimacy-benadering wordt de kring van betrokkenen verder uitgebreid en wel van aandeelhouders en overige stakeholders van de onderneming tot allen, die bij het wel en wee van de samenleving zijn betrokken. Men kan bijna spreken van de stakeholders van de samenleving. De benadering wortelt dan ook vooral in de politieke wetenschappen. Deze invalshoek heeft de laatste jaren veel aan betekenis gewonnen, en doet denken aan de grote debatten over 'onderneming en maatschappij' in de jaren zestig. De kern van deze benadering is dat de onderneming zich niet kan veroorloven de samenleving te negeren. Sterker nog, men zou kunnen zeggen dat de continuïteit van de onderneming goeddeels afhangt van de perceptie, die in de samenleving is ontstaan omtrent de reputatie van de onderneming. Het motto lijkt, 'de onderneming dient haar bestaan en de plaats van haar activiteiten in de samenleving continu te rechtvaardigen'.

In de literatuur omtrent deze zienswijze wordt er op gewezen dat het proces van legitimatie slechts zeer gedeeltelijk van wet- en regelgeving afhangt¹². Formele spelregels zijn belangrijk, maar informele verbanden zijn bepalend. Spoort de mores in de onderneming met de normen en waarden die daarbuiten gelden? En deze normen en waarden zijn mogelijk veranderlijk over de tijd, dus dynamisch. Ook moet in aanmerking worden genomen dat opvattingen en verwachtingen van de stakeholders van de samenleving onderling sterk kunnen verschillen. Het is aan de onderneming om de juiste prioriteiten te stellen. De onderneming zal soms met vallen en opstaan haar weg moeten

bepalen. Verwezen kan worden naar de bekende casus van Shell, die in aanvaring kwam met het maatschappelijk verkeer toen zij voornemens was een olieplatform in zee te laten zakken. De Ahold-casus met betrekking tot de beloning van haar CEO is misschien ook een goede illustratie. De nieuw aangestelde CEO deed water in de wijn nadat bleek dat de maatschappij het beloningsarrangement als ongepast afschilderde. Uit het gestelde blijkt, dat legitimatie vooral gebaseerd is op informele instituties. Het gaat daarbij om de beleving van de burger. Het 'Volksempfinden' geeft richting aan de mate van vertrouwen of wantrouwen in de onderneming. Uit de voorbeelden wordt duidelijk, dat legaal handelen niet vanzelfsprekend ook als legitiem kan worden aangemerkt. Heldring (2004) zegt hieromtrent, dat legaliteit zonder legitimitieit als een lege huls moet worden gezien. Op dit punt wijkt de legitimacy-benadering af van de agency- en de stakeholders-benaderingen. In laatstgenoemde leerstukken zijn formele instituties, dus de regelgeving juist belangrijke, richtinggevende kaders. Legitimatie, rechtvaardiging kan echter uitsluitend worden afgedwongen op basis van aard en wijze van optreden, van processen, die door de burger als redelijk, rechtvaardig en integer worden ervaren. Iedere onderneming, hoe vooraanstaand ook, is dan ook niet alleen onderworpen aan de tucht van de markt en de wet, maar mede aan de perceptie, die in de samenleving omtrent de reputatie van de onderneming ontstaat.

Deze zienswijze duidt dus op een nog bredere invalshoek dan de stakeholder-benadering, en heeft daarmee ook een bepaalde ongrijpbaarheid. De stakeholder-benadering immers stelt de te onderscheiden partijen centraal, die een duidelijk identificeerbaar verband hebben met de onderneming. Voorts vormen formele instituties een richtinggevend kader. In de legitimacy-benadering zijn de samenhangen daarentegen niet direct zichtbaar en het 'kompas' is niet afgesteld op formele regels.

5 Nadere beschouwing

De drie zienswijzen bieden een zinvol houvast voor het inrichten van het beheer van, en het toezicht op ondernemingen. De stakeholder-benadering, en met name de legitimacy-benadering geven een aanmerkelijke verbreding aan de invalshoek van de agency-benadering. De agency-benadering concentreert zich erg sterk op het eigenbelang van het management en dat in relatie tot de wensen van de aandeelhouders. De andere zienswijzen trekken dit breder. Zij beschouwen ook de andere stakeholders (de stakeholder-benadering), of

zelfs de hele maatschappij (de legitimacy-benadering). De nauwere focus van de agency-benadering leidt tot een benadrukking van het contract tussen agent (management) en principaal (aandeelhouder), terwijl de andere benaderingen (impliciet) uitgaan van een veel ingewikkelder contractuele relatie, namelijk die naar vele stakeholders, respectievelijk naar de hele maatschappij. Hierbij spelen ook nog de mogelijke belangentegenstellingen tussen stakeholders onderling. In de agency-benadering is dit minder nadrukkelijk het geval, maar in de stakeholder- en legitimacy-benadering zijn allerlei belangenconflicten te onderkennen, bijvoorbeeld tussen aandeelhouders en werknemers, of – nog generieker zoals bij de legitimacy-benadering – tussen aandeelhouders en maatschappij.

Wat betekenen deze benaderingen nu in het licht van het corporate governance-debat? De verscherpte regels voortkomend uit nationale wetgeving (de Sarbanes-Oxley Act in de Verenigde Staten bijvoorbeeld) en codes (meest recentelijk de Code Tabaksblat) beslaan onzes inziens primair een viertal aandachtspunten:

- i grotere onafhankelijkheid in het toezicht;
- ii duidelijker verantwoordingsplicht van bestuurders;
- iii meer transparantie;
- iv een grotere rol en verantwoordelijkheid voor aandeelhouders.

De eerste drie aandachtspunten komen in wezen neer op het verbeteren van de 'checks and balances'. Dit sluit aan op alle drie benaderingen. Het vierde punt, de grotere rol en verantwoordelijkheid voor aandeelhouders, lijkt primair aan te sluiten op de agency-benadering.

Als we ons verder richten op de Commissie Tabaksblat valt er een aantal andere zaken op. De in de Code Tabaksblat opgenomen maximering van het aantal commissariaten in grote beursgenoteerde ondernemingen komt nadrukkelijk voort uit de legitimacy-benadering. Een te hoge concentratie van commissariaten werd door de commissie als probleem ervaren vanuit de maatschappelijke perceptie van een ongewenste concentratie van macht bij een beperkt aantal individuen.

De beloning van het management krijgt ook veel aandacht in de Code Tabaksblat. De daar geuite zorgen over onvoldoende verantwoorde beloningen zouden kunnen worden geïnterpreteerd als een poging om het agency-probleem met het management in goede banen te leiden. Toch lijkt de bredere legitimacy-benadering een betere verklaring te bieden voor de zorgen van Tabaksblat op dit punt. De al dan niet terechte maatschappelijke kritiek op 'zichzelf verrijkende ondernemingsbestuurders' werd door de com-

missie als een legitimacy-probleem gezien. Het maatschappelijk vertrouwen in ondernemingen diende hersteld te worden en de beloningsdiscussie speelde een belangrijke rol in de vertrouwensvraag.

Tegen deze achtergrond mag worden gesteld dat de legitimacy-benadering aan belang heeft gewonnen, en voor de Commissie Tabaksblat een belangrijke drijfveer is geweest. Toch blijft er een belangrijke puzzel over, namelijk het in lijn met de Angelsaksische traditie steeds meer centraal stellen van de aandeelhouder. Ook de Commissie Tabaksblat constateert dat de positie van de aandeelhouders moet worden versterkt. Op zichzelf zijn hiervoor redenen aan te dragen. Het evidente financiële belang van deze groep bij het wel en wee van de onderneming maakt deze partij tot een potentieel actieve toezichthouder¹³. Dit sluit nauw aan bij de agency-benadering. Slechts met enige fantasie zou men dit ook kunnen plaatsen binnen de bredere stakeholder- en legitimacy-benaderingen. Zo zou men kunnen zeggen dat de waarde maximaliserende aandeelhouder zich zou moeten realiseren dat maatschappelijke legitimering vaak cruciaal is juist voor zijn aandeelhouderswaarde. Toch wordt de aandeelhouder door velen niet gezien als een geloofwaardige hoeder van het algemeen belang waaraan de legitimacy-benadering refereert¹⁴.

Een dualiteit, als u wilt spagaat, lijkt zich af te tekenen waarin ondernemingen meer dan ooit worden geconfronteerd met hun maatschappelijke legitimering, en tegelijkertijd zich veel nadrukkelijker moeten onderwerpen aan een afrekening richting aandeelhouders. ■

Literatuur

- Ansoff, I., (1965), *Corporate Strategy*, McGraw Hill, New York.
- Backhaus, J.G. (1999), *The Elgar Companion to Law and Economics*, Edward Elgar Cheltenham.
- Bhide, A., (1993), The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 34, no. 1, pp. 31-51.
- Boot, A.W.A. en P. Verheyen, (1997), *Financiering en macht*, Kluwer.
- Clarke J. en M. Gibson-Sweet, (1999), The use of corporate social disclosures in the management of reputation and legitimacy: a cross social analysis of UK Top 100 companies, in: *Business Ethics: A European Review*, vol. 8, pp. 5-13.
- Coffee, J.C., (1991), Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, in: *Columbia Law Review*, vol. 91, no. 6, pp. 1277-1366.
- Dahl, R.A., (1982), *Dilemmas of Pluralist Democracy*, Yale University Press, New Haven.
- Freeman, R.E., (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Marshall/Pitman.
- Galbraith, J.K., (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, London.
- Handy, C., (1998), *The hungry spirit: Beyond capitalism. A quest for purpose in the modern World*, Arrow Books, London.

- Heldring, J.L., (2004), Legaal of legitiem, in: *NRC Handelsblad*, 22 januari, p. 9.
- Hibbitt, C.J., (2004), *External environmental disclosure and reporting by large European companies: an economic, social and political analysis of managerial behaviour*, Limperg Instituut.
- Jensen, M.C., (1979), The Eclipse of the Public Corporation, in: *Harvard Business Review*, vol 67, no 5, pp. 61-75.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), The Theory of the Firm, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no 4, pp. 305-360.
- Jong, A. de, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom, (2003), Weinig aandeelhouders houden serieus toezicht, in: *ESB*, 14 november, pp. 532-534.
- Levitt, A., (2002), *Take on the Street*, Pantheon Books, New York.
- Ness, K.E. en A.M. Mirza, (1991), Corporate Social Disclosure: a Note on a Test of Agency Theory, in: *The British Accounting Review*, vol. 23, no 3, pp. 211-217.
- Powelson, J.P., (1997), *Centuries of Economic Endeavour*, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Pruijm, R.A.M., (2003), *Behoorlijk ondernemingsbestuur*, Van Gorcum, Assen.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-781.
- Smith, A., (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*.
- Weber, M., (1978), *Economy and Society*, University of California Press, Berkeley.

Noten

- 1 Zie Pruijm (2003) voor een overzicht van de crisis in het ondernemingsbestuur.
- 2 De neoklassieke benadering gaat impliciet uit van een door een ieder onderschreven doelstellingsfunctie. Belangentegenstellingen spelen hierin dan ook geen enkele rol (zie Boot en Verheyen, 1997).
- 3 Bij toepassingen van de agency-benadering binnen het vakgebied financiering is ook aandacht besteed aan belangenconflicten tussen de financiers onderling, met name die tussen eigen- en vreemdvermogensverschaffers (zie Boot en Verheyen, 1997).
- 4 De Amerikaanse Nobelprijswinnaar in de economie Milton Friedman is een van de grondleggers van deze visie.
- 5 Een mooi voorbeeld zijn 'investment banks' die CEO's van ondernemingen een soort voorkeursrecht gaven op deelname in IPO's in ruil voor een preferentiële positie bij de bancaire business van het betreffende bedrijf.
- 6 Zie ook De Jong, Mertens en Roosenboom (2003) die concluderen dat aandeelhouders slechts geringe invloed uitoefenen.
- 7 Denk hierbij ook aan de kosten die verbonden zijn aan actief aandeelhouderschap en de problemen die 'free-rider'-gedrag veroorzaken.
- 8 Vergelijk institutionele beleggers die onderdeel zijn van financiële conglomeraten. Deze zijn vaak niet genegen om hard op te treden in hun rol als aandeelhouder omdat hiermee de commerciële bancaire relatie verstoord zou kunnen worden.
- 10 Dit is een soort causaliteitsprobleem. Met het Structuurregime werd oorspronkelijk getracht invulling te geven aan het gebrek aan toezicht wat uitging van te passieve aandeelhouders. De Raad van Commissarissen werd een krachtige rol toegedacht. De aandeelhouders werden hiermee echter buitenspel gezet. Eenzelfde type motivatie wordt wel eens voor certificering gegeven. Certificering heeft gedeeltelijk als bedoeling de representativiteit van de aandeelhoudersopinie te waarborgen. Dit wordt mogelijk omdat een administratiekantoor de stemmen uitoefent. Maar evenals bij het structuurregime geldt dat de aanwezigheid van deze constructie de aandeelhouderparticipatie (verder) ontmoedigt.
- 10 De effectiviteit van aandeelhouderswaarde als doelstelling ontleent zich mede aan het residuele karakter van de claim van aandeelhouders. Aan de marge is het de aandeelhouderswaarde die het meest gevoelig is voor de efficiëntie van het opereren van de onderneming. Een minder ideologische invalshoek voor het rechtvaardigen van een centrale rol van aandeelhouders in het corporate governance-debat is de constatering dat aandeelhouders de contractueel minst beschermde partij zijn in ondernemingsland. Bijvoorbeeld, de factor arbeid en crediteuren hebben veelal duidelijke contracten en zijn ook via wetgeving op allerlei manieren beschermd.
- 11 Zie ook Powelson (1997) voor een uitwerking.
- 12 Hibbitt (2004) geeft een overzicht van het denken omtrent 'legitimacy'.
- 13 Het woordje 'potentieel' is van meer dan triviaal belang; zie ook onze eerdere discussie over de mogelijke fricties bij het activeren van aandeelhouders.
- 14 Een terechte zorg is dat de stakeholder-benadering, en ook de legitimacy-benadering, kunnen leiden tot een verwatering van accountability. De opmerking, 'accountable to many is accountable to none' is hiervoor illustratief.