

Governance gaat ook de stakeholders aan het hart

Maarten Hage, Gert van der Pijl en Hans Gortemaker

SAMENVATTING De crisis in de financiële sector heeft de discussie rondom aandeelhouderswaarde versus een stakeholderbenadering van organisaties weer aangezwengeld. Financiële instellingen wordt tegenwoordig vaak verweten te veel bezig te zijn geweest met de kortetermijnaandeelhouderswaarde en te weinig met de effecten op andere stakeholders zoals klanten en werknemers. Blijkbaar herkent de sector dat zelf ook in meer of mindere mate, want in de Code Banken en de Code Verzekeraars wordt uitgebreid stilgestaan bij het vooropstellen van het klantbelang. Dit alles zwengelt de discussie rondom stakeholders en hun rol bij de besluitvorming aan de top van ondernemingen wederom aan. Wederom, omdat vooral in de jaren negentig er veel is geschreven over stakeholders, maar dan vooral vanuit een moreel-ethisch perspectief. Dat leidde vaak tot een wat dogmatische tegenstelling tussen een moreel appèl op de stelling dat een stakeholderbenadering goed is versus een bedrijfsmatig appèl op de stelling dat de shareholderbenadering de juiste is. Dit artikel koppelt de huidige maatschappelijke discussie rondom de plek van stakeholders aan een economische invalshoek om zo bij de dogmatische tegenstelling uit het verleden weg te blijven.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Het hier gepresenteerde raamwerk voor stakeholder-governance biedt een nuttig vertrekpunt om de stakeholderbenadering uit de Corporate Governance Code en de Code Banken/Code Verzekeraars concreet uit te werken. Het kan daarmee een instrument zijn om de lessen uit de crisis meer tastbaar te implementeren.

1 Inleiding

Onder het begrip stakeholders vallen alle partijen, individuen, groepen en organisaties waarvan de rechten at stake, in het geding, zijn. De aard van deze rechten is zodanig dat deze partijen er in redelijkheid aanspraak op kunnen maken dat in de bestuurlijkebesluitvormingsprocessen hun rechten en belangen niet buiten beeld blijven. De crisis in de financiële sector heeft sinds 2008 de discussie over de rol van diverse belanghebbenden bij financiële instellingen aangewakkerd. Er ontstond forse kritiek op (te) eenzijdige aandeelhouderswaardecreatie in deze sector.

Hierdoor ontstond een debat over de wijze waarop (financiële) ondernemingen worden geleid en de wijze waarop zij daarbij de belangen van diverse stakeholders betrekken. Dit leidt soms zelfs tot emotionele situaties, vooral als de beloningsstructuren erbij betrokken worden. Dit leidde tot een hausse aan regelgeving die past in een brede ontwikkeling van veranderende eisen aan de governance van ondernemingen. Bekende voorbeelden daarvan zijn de in 2010 aangescherpte principes voor “enhancing corporate governance for banking organisations” van het Bazels Comité en de nieuwe Insurance Core Principles over corporate governance en over control systems van de International Association of Insurance Supervisors uit 2011. Daarnaast hebben de problemen in de financiële sector onder andere gezorgd voor de Code Banken en de Code Verzekeraars evenals voor nieuwe wetgeving op het gebied van bestuurderstoetsingen en -beloningen. Hebben de stakeholders daarmee gekregen wat zij verwachten? Met andere woorden, omvat het brede begrip governance nu daadwerkelijk stakeholdergovernance? Een probleem bij het beantwoorden van deze vraag is, dat veel van de stakeholderliteratuur zich beroept op morele en ethische argumentatie. Dat maakt het debat rondom governance, dat wordt gedomineerd door een economische of juridische insteek, lastig te combineren met de stakeholdertheorie. Er is hierbij sprake van een tegenstelling tussen paradigma's. Toch lijkt het nuttig om de beide thema's dichter bij elkaar te brengen gezien de huidige maatschappelijke dynamiek. De centrale vraag van dit artikel luidt daarom: wat zijn de variabelen die de governancestructuur bepalen voor de relatie tussen een onderneming en haar stakeholders, begrepen vanuit de economische literatuur? Om te beginnen wordt in de volgende paragraaf besproken op welke wijze stakeholders volgens de economische (agency)theorie een claim kunnen hebben in een onderneming. Daarna wordt uitgelegd welke variabelen de economische (transactiekosten)theorie ons biedt om onderscheid tussen verschillende stakeholders te maken. En tot slot wordt in de laatste paragraaf een overkoepelend stakeholder-governancemodel gepresenteerd om de centrale vraag te beantwoorden. De kernboodschap is

dat de algemene governanceproblematiek te eng wordt behandeld wanneer het slechts in het perspectief van aandeelhoudersbelangen wordt geplaatst.

2 Stakeholders en agencytheorie

2.1 De kern van het corporate-governanceprobleem zit in de principaal-agentrelatie

Voor de vraag hoe het bestuur en management van een onderneming belangen moet behartigen grijpen economisten al decennia terug op de agencytheorie. In moderne grotere ondernemingen is er zelden sprake van een directeur-grotaandeelhouder die de volledige zeggingskracht heeft binnen de onderneming. Door de scheiding tussen bezit van de onderneming door de aandeelhouders en leiding van de onderneming door het management ontstaat er informatieasymmetrie en een risico op belangentegstellingen. De aandeelhouders hebben het management de opdracht gegeven om in hun naam de onderneming te leiden om hun belangen te dienen. Maar in de praktijk kunnen de belangen van het management wel eens haaks staan op die van de aandeelhouders. Dit staat bekend als de principaal-agentproblematiek, geïntroduceerd door Jensen en Meckling (1976). Om tegemoet te komen aan de principaal-agentproblematiek ontstaan er binnen ondernemingen internetoezichtstructuren, die de handel en wandel van het management moeten monitoren.

Er kan dus een onderscheid worden gemaakt tussen besturen en toezicht houden. Met behulp van het onderscheid dat Fama en Jensen (1983) maken tussen *management* (initiation en implemenation) en *control* (ratification en monitoring) kan worden verduidelijkt waar nu de hoofdprocessen van governance op gericht zijn en wie erbij betrokken zijn. De taken met betrekking tot *management* liggen primair bij diegenen die de onderneming besturen; bij grote (Nederlandse) ondernemingen is dat de Raad van Bestuur. De taken aangaande *control* zijn primair

belegd bij diegenen die intern toezicht houden op de onderneming; bij grote (Nederlandse) ondernemingen is dat de Raad van Commissarissen.

2.2 Wie zijn de stakeholders waar een organisatie rekening mee moet houden?

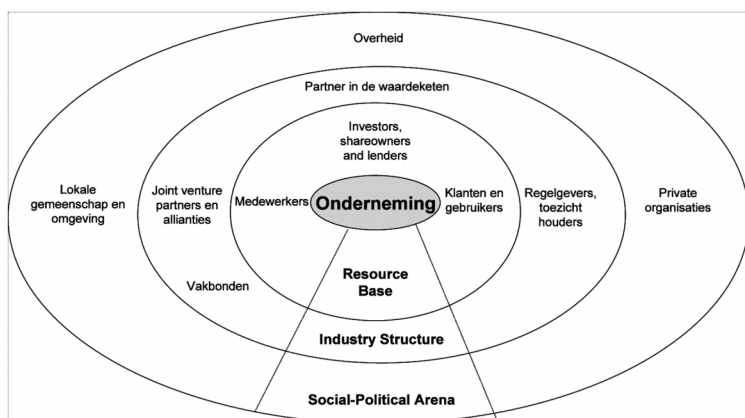
De problematiek tussen de aandeelhouders als principalen en het management als agent kan verder verbreed worden wanneer meerdere stakeholders als principaal worden gedefinieerd. Ondermeer Wheeler en Sillanpää (1997), Agle, Mitchell en Sonnenfeld (1999) en ook Mitchell, Agle en Wood (1997) beschrijven immers, dat organisaties daadwerkelijk beter af zijn als zij stakeholders actief betrekken. Waarom zouden stakeholders dan niet veel nadrukkelijker als principaal moeten worden gezien?

Om deze vraag te kunnen beantwoorden is allereerst van belang om te analyseren wie dan die stakeholders zijn. Het is lastig te stellen, dat er slechts één juiste classificatie van het begrip stakeholder is. Toch komen Post, Preston en Sachs (2002) een heel eind in die richting na aan zeer uitgebreide literatuuranalyse; hun indeling is weergegeven in figuur 1.

De eerste categorie betreft de resource-based stakeholders. Zij hebben een duidelijk tastbare en vrijwillige relatie met de onderneming. Voorbeelden hiervan zijn de werknemers, de klanten en de aandeelhouders en andere investeerders. De tweede categorie wordt gevormd door actoren in de sectorale structuur die een al iets minder duidelijke en minder vrijwillige relatie hebben (de initiatiefnemer is vaak de onderneming zelf), zoals de toezichthouders, vakbonden en joint-venturepartners. De derde categorie bestaat uit stakeholders uit de sociaal-politieke arena. Deze hebben een nog minder duidelijke en vrijwillige relatie met de onderneming. Denk hierbij aan omwonenden, de overheid in algemene zin en private organisaties zoals non-gouvernementele organisaties (NGO's). Met deze indeling zij niet gezegd dat een onderneming te allen tijde moet doen wat al deze stakeholders zeggen, maar benadrukt wordt dat er een zeer breed speelveld bestaat van belanghebbenden met wie rekening gehouden moet worden (hetgeen iets heel anders is dan ze gelijk geven...). Jones (1995) claimt dat de agencytheorie-invalshoek goed toepasbaar is op de stakeholderbenadering omdat die stakeholders ook echt een "stake" hebben. Zij hebben iets dat zij geïnvesteerd hebben in de onderneming. Tabel 1 geeft daaraan invulling.

Deze tabel onderbouwt de stelling dat ook stakeholders een investering in ondernemingen doen. Daarbij moet het woord investering enigszins metaforisch worden gebruikt. Natuurlijk zijn er stakeholders met een tastbare en financiële investering, zoals aandeelhouders en andere

Figuur 1 Classificatie van stakeholders



Tabel 1 Stakeholders en hun bijdrage aan de onderneming vanuit de agencytheorie

Stakeholders	Hun bijdrage aan de onderneming
1. Inverteerders zoals aandeelhouders	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitaal of schuldpapier • Erkenning op de financiële markten, status
2. Werknemers	<ul style="list-style-type: none"> • Inzet van hun menselijk kapitaal • Teamproductie en vertrouwen • Constructieve werkrelaties
3. Vakbonden	<ul style="list-style-type: none"> • Stabiliteit en betrouwbaarheid bij de arbeidskracht
4. Gebruikers of klanten	<ul style="list-style-type: none"> • Merktrouw en reputatie • Herhaalde aankopen en afname van diensten • Constructieve houding, oplossingsgerichtheid
5. Supply chain leden	<ul style="list-style-type: none"> • Efficiëntie van het netwerk en de waardeketen • Kostenreductie door routine en technologie
6. Joint-venturepartners en allianties	<ul style="list-style-type: none"> • Strategische resources en capaciteiten • Opties voor toekomstige ontwikkeling (R&D)
7. Lokale gemeenschappen	<ul style="list-style-type: none"> • Wederzijdse steun • Planning en overheidsdiensten • <i>Licence to operate</i>
8. Overheden	<ul style="list-style-type: none"> • Macro-economisch en sociaal beleid • Constructieve relatie met beleidsmakers
9. Regelgevers en toezichhouders	<ul style="list-style-type: none"> • Validatie van dienstverlening en services • Reputatie van compliance, integriteit en best practice
10. Private organisaties	<ul style="list-style-type: none"> • Constructieve relaties met partijen en groepen • Ontvankelijke publieke opinie • Vrijwillige standaarden, zelfregulering (zoals: ISO 9000, UN Global Compact)
Bron: Post, Preston and Sachs (2002).	

kredietverstrekkers zoals banken. Maar er zijn ook stakeholders met een minder tastbare investering, zoals de werknemers met hun *human capital* of de samenleving in het algemeen, die ondernemingen een “license to operate” geeft. Dit overzicht toont aan dat een brede groep van stakeholders als principaal kan worden gezien van het ondernemingbestuur dat als hun agent optreedt. Dit geeft stakeholders dus ook een rechtvaardiging om (op hele verschillende wijzen) een vorm van invloed te willen uitoefenen op het management van ondernemingen. Deze insteek biedt dus een economische rationale voor het actief bedrijven van stakeholdermanagement.

3 Stakeholders en transactiekosten

Hart (1995) stelt dat “corporate governance issues arise in an organisation whenever two conditions are present. First there is an agency problem, or conflict of interest, involving members of the organisation - these might be owners, managers, workers or consumers. Second transaction costs are such that this agency problem cannot be dealt with through contract.” Aangezien de vorige paragraaf afsluit met de conclusie dat er inderdaad sprake is van een vorm van principaal-agentrelatie tussen stakeholders en het ma-

nagement is de volgende vraag die Hart (1995) oproept of en hoe stakeholderrelaties leiden tot transactiekosten?

De eerste aanzet tot de ontwikkeling van de transactiekostenbenadering werd in 1937 gegeven door Coase (1937) in zijn beroemd geworden artikel *The nature of the firm*. In dat artikel stelt de auteur zichzelf de vraag waarom er eigenlijk organisaties (hiërarchische structuren) bestaan. Met andere woorden: waarom wordt de coördinatie van activiteiten soms overgelaten aan een ondernemer in plaats van steeds te vertrouwen op de werking van het prijsmechanisme in markten? Het antwoord van Coase luidt dat er kosten verbonden zijn aan het gebruik van het prijsmechanisme. Deze kosten hebben onder meer betrekking op het ontdekken van de relevante prijzen en het onderhandelen over en afsluiten van afzonderlijke contracten voor elke transactie. In het geval van een organisatie kunnen deze zogenaamde *transactiekosten* sterk worden gereduceerd omdat de ondernemer niet met elke werknemer een hele reeks contracten hoeft af te sluiten. Coase claimt dat wanneer de kosten van markttransacties hoger zijn dan de kosten van interne coördinatie, het voordeliger wordt om de zaken via een hiërarchische structuur (organisatie) te regelen.

Williamson (1985) onderscheidt uiteindelijk drie verschillende generieke governancestructuren in aanvulling op Coase: (1) beheersing via de markt; (2) hybride beheersing; en (3) hiërarchische beheersing. Deze structuren onderscheiden zich van elkaar door hun eigen, specifieke verzameling van instrumenten waarop zij een beroep kunnen doen ten behoeve van de beheersing van economische activiteiten. De keuze voor een van deze drie mechanismen wordt bepaald door de kenmerken van een transactie die worden uitgedrukt in een drietal variabelen: (1) de onzekerheid waarmee de activiteit is omgeven; (2) de mate van specificiteit van de met een activiteit samenhangende investeringen; en (3) de frequentie waarmee de transactie wordt herhaald. Op basis van de score van een transactie op dit complex van variabelen en in combinatie met een tweetal veronderstellingen met betrekking tot menselijk gedrag (beperkte rationaliteit en opportunisme), is het vanuit de transactiekostentheorie mogelijk om voorspellingen te doen over de met de transactie samenhangende beheersingsproblemen, zowel qua aard van de problematiek als ten aanzien van de intensiteit daarvan.

Wanneer de drie kenmerken van een transactie, zoals Williamson die oorspronkelijk beschreef, op een stakeholderrelatie worden toegepast, dan blijkt dat onzekerheid en frequentie eenvoudig zijn over te nemen. Stakeholders verschillen immers in de frequentie waarmee zij met de onderneming te maken hebben, werknemers hebben dat bijvoorbeeld in aanzienlijk hogere frequentie dan leveranciers. Lastiger ligt het met de term *asset specificity*. Om dit probleem op te lossen kunnen wij gebruik maken van de definitie van stakeholder salience zoals Mitchell, Agle en Wood (1997) die hanteren. Salience is namelijk de mate waarin het belang van een stakeholder onderkend wordt. Deze stakeholder salience geeft daarom aan in welke mate een stakeholder onmisbaar of nodig is voor een organisatie en dat is de kern van de originele term *asset specificity* uit de transactiekostentheorie (de onmisbaarheid van een asset). De mate van stakeholder salience wordt bepaald door een combinatie van de macht van een stakeholder, de legitimiteit van de claim van de stakeholder en de urgentie van de stakeholder. Door stakeholder salience te hanteren als nadere invulling van *asset specificity* is het mogelijk om vanuit de transactiekostentheorie verwachtingen te formuleren over de met de transactie samenhangende beheersingsproblemen tussen onderneming en stakeholder.

4 Stakeholdergovernance

Wanneer wij terugrijpen op de eerdere stelling van Hart (1995) dat governance-issues ontstaan als er sprake is van zowel een principaal-agentrelatie alsook van transactiekosten om de relatie te managen, dan kunnen wij op basis van de beide vorige paragrafen de conclusie trekken, dat er

niet alleen tussen aandeelhouders en het management governance-issues bestaan maar ook tussen stakeholders en het management.

Nu is governance een breed begrip, waarvan veel definities bestaan. Bijvoorbeeld van de Hampel Committee (1998): *the system by which companies are directed and controlled*. En van Shleifer en Vishny (1997): *the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*. Ten slotte ook van Van Manen (1999): *het proces van beïnvloeding door belanghebbenden van de gang van zaken bij ondernemingen zowel ter zake van de besluitvorming als ter zake van de uitvoering*. Deze laatste definitie noemt expliciet de belangen van meerdere stakeholders, in tegenstelling tot slechts de belangen van de financiers. Deze invulling van het begrip corporate governance sluit goed aan bij de visie van de commissie Tabaksblat, die een stakeholderbenadering lijkt te ondersteunen. Ze stelt in haar preambule van de Code immers: “De code gaat uit van het in Nederland gehanteerde uitgangspunt dat de vennootschap een lange termijn samenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen. De belanghebbenden zijn de groepen en individuen, die direct of indirect het bereiken van de doelstellingen van de vennootschap beïnvloeden of erdoor worden beïnvloed: werknemers, aandeelhouders en andere kapitaalverschaffers, toeleveranciers, afnemers, maar ook de overheid en maatschappelijke groeperingen. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben een integrale verantwoordelijkheid voor de afweging van deze belangen, doorgaans gericht op de continuïteit van de onderneming.”

Dit roept echter grote vragen op over de wijze waarop stakeholders een plaats moeten krijgen in het governance-debat. Een mooi voorbeeld daarvan is te vinden in de Code Banken, die spreekt over de klant centraal. Dat lijkt te impliceren dat de belangen van de stakeholder klant te allen tijden het zwaarste wegen. Wat betekent dit nu concreet?

Dit artikel beschrijft in twee stappen op welke wijze stakeholdergovernance kan worden begrepen. De eerste stap is de acceptatie dat stakeholders daadwerkelijk principalen zijn van de ondernemingsleiding (agent). Daartoe kan inzichtelijk worden gemaakt dat een brede groep van stakeholders daadwerkelijk een investering in enige vorm heeft in een onderneming. Daarmee zijn zij dus ook *residual riskbearer* geworden, net zoals aandeelhouders dat zijn. Zij kunnen immers de investering van hun stake verliezen. Neem het voorbeeld van een bank, om de Code Banken maar als aanleiding te blijven gebruiken. Wanneer wij het model van Post, Preston en Sachs (2002) volgen, dan zouden wij tot een volgende invulling (zie tabel 2) kunnen komen van de stake die de stakeholders in de onderneming hebben.

Tabel 2 Nadere indeling van stakeholders en hun bijdrage aan de onderneming

Resource based		Industry structure		Socio political arena	
Stakeholder	Stake	Stakeholder	Stake	Stakeholder	Stake
Investeerders	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitaal / vermogen • Erkenning op markten en status 	Regelgevers	<ul style="list-style-type: none"> • Vergunning, license to operate • Vertrouwen in de sector als geheel 	Overheid	<ul style="list-style-type: none"> • Macro-economische ontwikkeling • Vertrouwen in de sector als geheel
Klanten	<ul style="list-style-type: none"> • Afname van diensten • Funding/liquiditeit • Merkentrouw en reputatie 	Ketenpartners	<ul style="list-style-type: none"> • Efficiënte waardeketen • Vast en stabiel netwerk 	Gemeenschap	<ul style="list-style-type: none"> • License to operate • Constructieve relatie bij de planning van overheidsdiensten
Medewerkers	<ul style="list-style-type: none"> • Kennis en ervaring • Teamproductie en vertrouwen 	Joint ventures	<ul style="list-style-type: none"> • Strategische resource capaciteiten 	Private organisaties	<ul style="list-style-type: none"> • Reputatie en publieke opinie
		Vakbonden	<ul style="list-style-type: none"> • Stabiele werkverhoudingen 		

Dit onderbouwt dus ook voor een bank concreet de stelling dat er tussen het management en alle stakeholders een vorm van principaal-agentrelatie bestaat. Dat gaat verder dan de traditionele stakeholdertheorie, die stelt dat men rekening dient te houden met stakeholders door middel van stakeholdermanagement puur omdat die stakeholders beïnvloed kunnen worden door de onderneming. De stap om stakeholders als principalen van het management te benoemen heeft immers als consequentie dat er processen en systemen gaan ontstaan om deze principaal-agentrelatie vorm te geven. Er ontstaan hierdoor governance systemen om deze relatie in de praktijk werkbaar te maken.

Omdat er governance systemen ontstaan om de principaal-agentrelatie vorm te geven, is de tweede stap, die gezet wordt door toepassing van de transactiekostentheorie, te begrijpen welke variabelen bepalend zijn voor de te kiezen governance structuur voor de verschillende stakeholdergroepen. Daartoe kunnen wij per stakeholdergroep terugrijpen op de indeling van de transactiekostentheorie aan de hand van de criteria onzekerheid, frequentie en asset specificity/stakeholder salience.

Om bijvoorbeeld de werknemers te nemen, de frequentie van hun contact met de onderneming is hoog, de onzekerheid is vaak relatief laag (zeker bij een vast dienstverband) en de asset specificity is over het algemeen hoog omdat de werknemer over specifieke kennis en ervaring beschikt. Daarom is het goed verklaarbaar dat de governance structuur die wordt gekozen om de relatie met werknemers te coördineren de hiërarchie is. Daar staat tegenover dat voor bijvoorbeeld bepaalde lokale gemeenschappen de asset specificity net zoals de onzekerheid weer lager is, terwijl de frequentie wel hoog kan zijn. Dat verklaart de keuze voor een marktcoördinatiemechanisme. Zo biedt dit een nuttig kader ten aanzien van de variabelen die bepalend zijn voor de keuze van een governance mechanisme per stakeholdergroep.

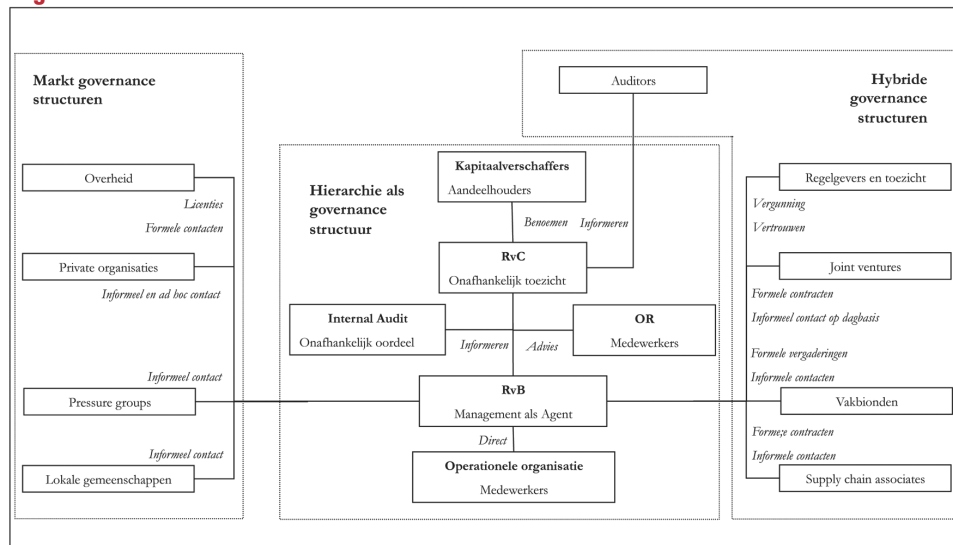
Tabel 3 geeft daarvan een treffend voorbeeld voor een bank.

Wanneer de vorige twee stappen worden gecombineerd, dan ontstaat voor de bank als geheel het schema dat de governance van stakeholderrelaties weergeeft (zie figuur 2).

Tabel 3 Toepassing van de transactiekostentheorie op stakeholdergovernancemodel

		Lage frequentie		Hoge frequentie	
		Onzekerheid		Onzekerheid	
		Hoog	Laag	Hoog	Laag
Asset specificiteit	Hoog	Toezichhouders Ketenpartners <i>Hybride governance</i>	Belangengroepering NGO's <i>Markt governance</i>	Aandeelhouders <i>Hiërarchie governance</i>	Werknemers <i>Hiërarchie governance</i>
	Laag	Vakbonden <i>Hybride governance</i>	Overheid Gemeenschap <i>Markt governance</i>	Vreemd vermogen verschaffers <i>Hybride governance</i>	Private organisaties <i>Markt governance</i>

Figuur 2



Het model dat hier wordt gepresenteerd biedt een praktische invulling van het begrip stakeholder governance.

5 Afronding

Het beschrijvende model dat hierboven wordt gepresenteerd biedt een praktische invulling van stakeholder governance. Op basis hiervan zijn de auteurs van mening dat er een duidelijke economische rationale is voor een stakeholderbenadering van de governanceproblematiek in aanvulling op moreel-ethische argumenten. Dit gaat verder dan het begrip stakeholdermanagement omdat het de relatie tussen het management en de stakeholders in een meer

institutioneel kader plaatst. Hopelijk helpt dit om de discussie rondom bijvoorbeeld de maatschappelijke positie van banken en verzekeraars meer concreet handen en voeten te geven. Het management heeft immers meer opdrachtgevers (principalen) dan de aandeelhouders alleen.

Dr. M. Hage RO CIA is partner bij CPI Governance.
 Prof. dr. G. van der Pijl RE is hoogleraar IT-auditing, Erasmus School of Accounting & Assurance.
 Prof. J.C.A. Gortemaker RA is hoogleraar Accountancy, Erasmus School of Accounting & Assurance.

Literatuur

- Agle, B.R., R.K. Mitchell en J.A. Sonnenfeld (1999), Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance and CEO values, *Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 5, pp. 507-525.
- Coase, R. (1937), The nature of the firm, *Economica*, vol. 4, no. 16, pp. 386-405.
- Fama, E.F. en M.C. Jensen (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 327-350.
- Hage, M. (2007), *A stakeholder's concern*, Assen: Koninklijke Van Gorcum.
- Hart, O. (1995), Corporate governance: Some theory and implications, *The Economic Journal*, vol. 105, no. 430, pp. 678-689.
- Hampel Committee (1998), *Report on corporate governance*, London; zie: http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel_index.htm.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Mitchell, R.K., B.R. Agle en D. Wood (1997), Toward a theory of stakeholder identification and salience. Defining the principle of who and what really counts, *The Academy of Management Review*, vol. 22, no. 4, pp. 853-886
- Manen, J. van (1999), *Monitor in het belang van de vennootschap. Een analyse van de functie van commissarissen*, proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen, Elsevier.
- Post, J.E., L.E. Preston en S. Sachs (2002), *Redefining the corporation. Stakeholder management and organizational wealth*, Stanford, CA: Stanford University Press.
- Jones, T.M. (1995), Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics, *The Academy of Management Review*, vol. 20, no. 2, pp. 404-437.
- Shleifer, A. en R. Vishny, (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, pp. 737-783.
- Wheeler, D. En M. Sillanpää, M., (1997), *The stakeholder Corporation*, London: Pitman Publishing.
- Williamson, O.E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, New York: The Free Press.