

**Het disciplineringsmodel voorbij;
over autoriteit en legitimiteit
in Corporate Governance**

Bibliographic data and classifications

Library of Congress Classification (LCC)	HF 5001-6182
http://lcweb.loc.gov/catdir/cpso/lcco/lcco.h.pdf	HD 2741+, HD 2755.5, HF 5387
Journal of Economic Literature (JEL)	HD2741
http://www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html	M
	F23, M14
	G34

Gemeenschappelijke Onderwerpsontsluiting (GOO)

Classification GOO	85.00
	83.83, 85.00, 85.02

Keywords GOO	Bedrijfskunde / Bedrijfseconomie Corporate Governance, Multinationals, Bedrijfsethiek redes (vorm)
--------------	---

Free keywords	corporate governance, bestuursautoriteit, aandeelhouders, stakeholders, compliance, legitimiteit
---------------	--

Erasmus Research Institute of Management - ERIM
Rotterdam School of Management (RSM)
Erasmus School of Economics (ESE)
Erasmus Universiteit Rotterdam
Internet: www.irim.eur.nl

ERIM Electronic Series Portal: <http://hdl.handle.net/1765/1>

Inaugural Addresses Research in Management Series

Reference number ERIM: EIA-2008-033-ORG
ISBN/EAN 978-90-5892-183-3
© 2008, Prof. dr. J. van Oosterhout

Design and layout: B&T Ontwerp en advies (www.b-en-t.nl)

Print: Haveka (www.haveka.nl)

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical, including photocopying, recording, or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the author(s).

Het disciplineringsmodel voorbij; over autoriteit en legitimiteit in Corporate Governance

Oratie

Rede, in verkorte vorm uitgesproken bij de openbare aanvaarding van het ambt
van bijzonder hoogleraar Corporate Governance and Responsibility
aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University
vanwege de Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit Rotterdam
op 12 september 2008

door

Prof. dr. J. van Oosterhout

Rotterdam School of Management
Erasmus Universiteit Rotterdam
Postbus 1738
3000 DR Rotterdam
E-mail: joosterhout@rsm.nl

*Voor mijn ouders,
Bastiaan Lambertus van Oosterhout en Louise van Wijngaarden*

Abstract

In this inaugural address, it is argued that the field of corporate governance is focused too much on the agency problems between managers and shareholders that result from the separation of ownership and control in public companies. It is argued that the currently dominant managerial disciplining model of corporate governance should be broadened by including: (1) the benefits of centralized decision-making and managerial authority in public firms (and other forms of enterprise organization), (2) the distinct corporate governance problems of other forms of enterprise organization, and (3) issues of legitimacy that arise when corporate actions unlawfully or disproportionately hurt the interests of third parties outside the firm.

Samenvatting

In deze inaugurele rede wordt betoogd dat het onderzoeksgebied van corporate governance te veel gefocussed is op de agency problemen tussen managers en aandeelhouders die resulteren uit de scheiding van eigendom en zeggenschap in de beursvennootschap. Voorgesteld wordt het perspectief van het thans dominante disciplineringsmodel van corporate governance te verbreden door ook onderzoek te gaan doen naar: (1) de waarde van bestuursautoriteit in beursvennootschappen (en andere ondernemingsvormen), (2) de specifieke corporate governance problemen van andere ondernemingsvormen, en (3) de legitimiteitsproblemen die ontstaan als de belangen van partijen buiten de onderneming door ondernemingshandelen op onrechtmatige of onevenredige wijze worden aangetast.

Inhoudsopgave

Abstract	6
Samenvatting	7
Inleiding	11
Het disciplineringsmodel van corporate governance	15
De waarde van bestuursautoriteit in economische organisatie	21
Corporate governance in professionele partnerschappen	29
Corporate governance en de legitimiteit van ondernemingen	35
Afsluiting	45
Dankwoord	47
Erasmus Research Institute of Management - ERIM	49

Inleiding

*Mijnheer de Rector Magnificus,
Geacht College van Decanen,
Geachte collega's,
Zeer gewaardeerde toehoorders,*

Ongeveer 15 jaar geleden was corporate governance in Nederland een begrip waarvan alleen financiële professionals, ondernemingsjuristen en wetenschappers de betekenis kenden. Tegenwoordig is dat wel anders. Het onderwerp corporate governance krijgt veel aandacht in de Nederlandse media. In eerste instantie was dat slechts het geval in de economie secties van wat ik gemakshalve maar even de kwaliteitskranten noem, maar tegenwoordig is dat zelfs zo in de gratis kranten die in het openbaar vervoer worden aangeboden.

Opvallend in deze berichtgeving is dat het onderwerp corporate governance over het algemeen aan de orde komt in het licht van gebeurtenissen die een bijzonder negatieve bijklank hebben. Het schandaal bij AHOLD, de rol die het hedgefonds TCI speelde bij de overname van ABN-AMRO, en de bijna dagelijkse berichtgeving over de beloningen van topmanagers van Nederlandse beursvennootschappen, worden over het algemeen niet in neutrale formuleringen ter kennisgeving aangeboden, noch als zodanig aangenomen. Bewoordingen als: “graaiers” als het over bestuurders van Nederlandse beursvennootschappen gaat, “sprinkhanen” waarmee hedgefondsen en private investeringsmaatschappijen worden bedoeld, en “de uitverkoop van Nederland”, als het gaat over overnames van Nederlandse beursvennootschappen door buitenlandse bedrijven of investeerders, geven een onmiskenbaar signaal dat corporate governance onderwerpen de gemoederen in de samenleving verontrusten. Corporate governance lijkt dan ook vooral aan de orde als gaat het om het beteugelen van misstanden en uitwassen in het Nederlands bedrijfsleven, dat dreigt ten prooi te vallen aan de grenzeloze hebzucht van bestuurders, en belaagd wordt door buitenlandse economische krachten die zich als donkere wolken aan onze landsgrenzen samenvakken.

Nu kan men natuurlijk tegenwerpen dat het door wantrouwen en waarschijnlijk ook door afgunst gevoede beeld van corporate governance in de Nederlandse media niet zoveel zegt over wat corporate governance nu eigenlijk is, maar veel meer over hoe corporate governance vraagstukken in Nederland door het grote publiek begrepen

worden. Het inzicht dat ook de grootste en meest prestigieuze Nederlandse bedrijven kunnen worden overgenomen, opgeknipt en doorverkocht, ondermijnt op begrijpelijke wijze het oranje gevoel, en het behoeft nauwelijks nadere toelichting dat de soms zeer forse beloning van topmanagers ten diepste in strijd is met onze egalitaire en Calvinistische cultuur, waarin veel verdienen op zich overigens nooit echt een probleem was, zolang de verworven rijkdom maar niet publiekelijk werd geëtaleerd.¹

Maar hoewel het begrijpelijk is dat volkssentimenten de berichtgeving over corporate governance in de massamedia op een dergelijke manier kleuren, zou dat anders moeten zijn in de wetenschap. Daarvan mag immers een zakelijke en onbevooroordeelde analyse van de feiten worden verwacht, die juist tegenwicht zou moeten bieden aan het door het volkssentimenten gekleurde nogal cynische beeld dat in Nederland van corporate governance is ontstaan. Een correctie van dit beeld is wellicht ook op zijn plaats, en zou kunnen helpen om het grote publiek te verzoenen met de economische realiteit van het nieuwe millennium, waarin steeds duidelijker wordt dat de Nederlandse economie slechts een notendop is in een kolkende oceaan, en waarin vasthouden aan verworvenheden en welwillende misvattingen volgens sommige commentatoren onvermijdelijk tot de economische en politieke marginalisatie van Nederland zal leiden.

Ik vrees dat het niet zo werkt. In mijn visie kan de wetenschap geen remedie bieden tegen het cynische en naargeestige beeld dat in Nederland van corporate governance bestaat, omdat juist de wetenschap in belangrijke mate de oorsprong is van dit beeld. De fundamentele waarop dit beeld rust zijn afkomstig uit de economische wetenschap, waar rationeel egoïsme een centrale gedragsveronderstelling is,² en managers van beursgenoteerde ondernemingen zonder uitzondering worden voorgesteld als zelf-zuchtige roofridders die geen gelegenheid voorbij zullen laten gaan om ondernemingsmiddelen te gebruiken voor persoonlijke doeleinden.

¹ Zie hiervoor: Schama, S. 1987. *The embarrassment of riches: an interpretation of Dutch culture in the golden age*. London: Collins.

² Zie hiervoor bijvoorbeeld: Jensen, M., & Meckling, W. 1994. The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2): 4-19. Voor een kritische doch welwillende analyse van de zogenoemde rationele keuze theorie zie: Pettit, P. 1995. The virtual reality of homo economicus. *Monist*, 78: 308-329.

Dit gestileerde beeld ligt ook ten grondslag aan het vele empirische onderzoek dat op het gebied van corporate governance wordt gedaan, en heeft zich een dominante positie in de alledaagse praktijk verworven; niet in de laatste plaats omdat de rationeel-egoïstische logica waarop het steunt even eenvoudig als overtuigend is.

In deze rede zal ik betogen dat dit cynische beeld van managers een veel te beperkt perspectief op corporate governance werpt, waardoor een aantal belangrijke en interessante corporate governance vraagstukken buiten beschouwing blijft. Door drie concrete vraagstukken te bespreken hoop ik duidelijk te maken hoe dit dominante perspectief op corporate governance verbreed kan worden, en wil ik u tegelijkertijd in grote lijnen vertellen met welk onderzoek ik me de komende jaren hoop bezig te houden.

Het disciplineringsmodel van corporate governance

Het centrale onderzoeksprobleem in de wetenschappelijke corporate governance literatuur is de vraag hoe ondanks de scheiding van eigendom en zeggenschap binnen de beursvennootschap, aandeelhouders een redelijk rendement op hun investering kunnen bewerkstelligen.³ In beursgenoteerde ondernemingen nemen bestuurders vrijwel alle beslissingen, maar ondervinden voornamelijk de aandeelhouders daarvan de consequenties. Hierdoor ontstaan zogenoemde agency problemen. Van een agency probleem is sprake als de besluitvorming en het ondervinden van de gevolgen daarvan, gescheiden zijn over twee verschillende partijen. Die scheiding opent immers de mogelijkheid dat de besluitvormende partij beslissingen neemt die vooral zijn eigen belangen dienen, en niet die van de partij voor wie hij de beslissing neemt.⁴ Agency problemen komen overal in de samenleving voor. Denkt u maar aan de hypotheekadviseur die u de beste hypotheek moet aanbevelen, terwijl zij zelf betaald wordt door de verstrekkers van hypothecaire leningen, of aan de garagehouder die u vertelt dat uw auto een dure reparatie nodig heeft, terwijl u geen enkel verstand hebt van auto's.

Omdat de economische theorie standaard veronderstelt dat mensen altijd rationeel in hun eigen belang handelen, zullen bestuurders van een beursvennootschap volgens deze theorie, net als hypotheekadviseurs en garagehouders, zonder uitzondering hun vertrouwenspositie misbruiken om hun eigen belangen te bevorderen, zelfs als die belangen tegengesteld zijn aan die van de aandeelhouders.⁵

³ Shleifer en Vishny definiëren corporate governance in hun gezaghebbende maar inmiddels enigszins gedateerde overzichtsartikel als volgt: "Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on investment". Zie: Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2): p. 737.

⁴ Voor een algemene uiteenzetting over agency problemen, zie: Arrow, K. J. 1985. The economics of agency. In J. W. Pratt, & R. J. Zeckhauser (Eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*. Boston: Harvard Business School Press, of Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1): 47-74.

⁵ Voor klassieke formuleringen van agency problemen in de context van economische organisaties, zie: Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360, als ook: Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2): 327.

Hoewel gevallen van schaamteloze zakkenvullerei in de media de meeste aandacht krijgen, gaat het voor beursvennootschappen wellicht primair om waardevernietigende overnames (denk maar even aan de gevolgen van de overname van ABN-AMRO voor Fortis en RBS), het opbouwen een steeds groter conglomeraat van bedrijfsactiviteiten waartussen weinig synergie bestaat (het zogenoemde empire building), of het vermijden van lucratieve maar risicovolle bedrijfsstrategieën.

Veruit meeste onderzoek in corporate governance gaat dan ook over de vraag hoe bestuurders van beursvennootschappen *gedisciplineerd* kunnen worden om in het belang van de aandeelhouders te handelen, in plaats van in hun eigen belang. Deze nogal beperkte focus is de reden waarom ik dit dominante corporate governance model verder het *disciplineringsmodel* zal noemen. Kern van het disciplineringsmodel is dat er binnen en buiten de beursvennootschap verschillende disciplineringsmechanismen bestaan die,⁶ afzonderlijk of in samenhang, bestuurders van beursvennootschappen kunnen stimuleren om aandeelhouderswaarde te creëren in plaats van zich zelf tegoed te doen. Mechanismen waarnaar empirisch onderzoek is gedaan zijn, *onder andere*: de board of directors (in Nederland de Raad van Commissarissen), aandeelhoudersactivisme, de overnamemarkt, de concentratie van het aandelenbezit, de beloning van bestuurders, en de mate waarin van aandeelhouders in een land wettelijke bescherming genieten.⁷

Dit onderzoek laat gemengde resultaten zien. Zo blijkt aandeelhoudersactivisme soms wel degelijk in staat corporate governance hervormingen af te dwingen bij beursvennootschappen die daarmee te maken krijgen, maar is er uiteindelijk geen significant positief effect op de waarde van de ondernemingen waarneembaar.⁸

⁶ Zingales, L. 1998. Corporate Governance. In P. Newman (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. London: Macmillan.

⁷ Voor actueel overzicht zie: Gillan, S. L. 2006. Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 381-402.

⁸ Zie hiervoor: Karpoff, J. 2001 (august). The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=885365>. Andere gezaghebbende review artikelen hierover zijn: Black, B. 1998. Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3: 459-465 en het zeer recente: Gillan, S., & Starks, L. 2007. The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1): 55-73.

Kennelijk zijn de door activistische aandeelhouders afgedwongen corporate governance hervormingen dus niet waardeverhogend.⁹ Het onderzoek naar de disciplinerende werking van eigendomsconcentratie laat tegenstrijdige resultaten zien. Hoewel een recente meta-analyse concludeert dat eigendomsconcentratie binnen Noord Amerikaanse beursvennootschappen niet of nauwelijks tot betere ondernemingsprestaties leidt,¹⁰ laat een nog recentere meta-analyse van studies over Aziatische landen uitgevoerd door Marc van Essen, Pursey Heugens en mijzelf, zien dat eigendomsconcentratie wel degelijk een positief effect heeft op ondernemingsprestaties in landen waar de wettelijke bescherming van aandeelhouders relatief laag is.¹¹ En het onderzoek naar disciplinerende rol van bestuurdersbeloning laat van alles zien, behalve dat er een eenduidige relatie is tussen de beloning van bestuurders en de prestaties van de ondernemingen die ze besturen.¹² Dus het allesbehalve duidelijk of bestuurders wel beloond worden voor hun prestaties, laat staan dat een prestatie afhankelijke beloning een disciplinerende werking zou hebben. Het onderzoek naar de disciplinerende rol van boards, tenslotte, laat geen consistente relatie zien tussen de samenstelling en onafhankelijkheid van boards enerzijds, en ondernemingsprestaties anderzijds,¹³ hetgeen te denken geeft over de moeite die Nederlandse ondernemingen zich hebben getroost om Raden van Commissarissen, in overeenstemming met de code Tabakablat, onafhankelijker te maken.

⁹ Romano, R. 2001. Less is More: Making Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance. *Yale Journal on Regulation*, 18: 174-251.

¹⁰ Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T., & Roengpitya, R. 2003. Meta-analyses of financial performance and equity: Fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1): 13-26.

¹¹ Heugens, P.P.M.A.R., Van Essen, M. & Van Oosterhout, J. 2008, Meta-analysing ownership concentration and firm performance in Asia; Towards a more fine grained understanding. *Asia Pacific Journal of Management*, forthcoming.

¹² Zie hiervoor: Tosi, H. 2005. Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation. *Administrative Science Quarterly*, 50(3): 483-487 en Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. 2000. How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2): 301-339.

¹³ Zie bijvoorbeeld: Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. 1999. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6): 674-686, en: Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3): 269-290.

Ik zal hier geen uitputtend overzicht van het empirisch corporate governance onderzoek geven, maar wil eigenlijk alleen opmerken dat het empirisch bewijs voor de werking van de meeste disciplineringsmechanismen in corporate governance op zijn best aan de magere kant is. Ik vrees dat als het hier om medicijnen zou gaan, de meeste corporate governance mechanismen op basis van het huidige onderzoek waarschijnlijk niet voor registratie in aanmerking zouden komen. Die conclusie roept de vraag op of het disciplineringsmodel het empirisch corporate governance onderzoek wel de juiste theoretische focus geeft, en hoe die focus eventueel aangepast zou kunnen worden om eenduidiger en ook bruikbaarder resultaten boven water te krijgen.

In mijn visie zijn er twee strategieën om dat te bewerkstelligen. De eerste strategie is om binnen het disciplineringsmodel nog fijnmaziger onderzoek te doen naar de werking van disciplineringsmechanismen dan nu al het geval is. Ik vermoed dat de meeste corporate governance wetenschappers voor deze strategie hebben gekozen – of nog zullen kiezen – omdat zij verwachten door een scherpere focus en nog grotere methodologische verfijning wellicht alsnog significante en eenduidige resultaten boven water te krijgen. Hoewel het me zal verbazen als fijnmaziger studies naar de werking van individuele disciplineringsmechanismen wel sprekende resultaten zullen laten zien, verwacht ik niettemin meer van onderzoek dat binnen het disciplineringsmodel kijkt naar hoe verschillende mechanismen kunnen samenwerken in de bestrijding van de meest ernstige agency problemen. De belangrijkste reden voor deze verwachting is dat sociale fenomenen zelden één enkele oorzaak hebben, en het veel waarschijnlijker is dat meerdere combinaties van factoren eenzelfde resultaat kunnen bewerkstelligen. Onderzoek naar ‘equifinaliteit’ in corporate governance door middel van vergelijkend onderzoek tussen verschillende corporate governance regimes is daarom in mijn visie veelbelovender dan onderzoek met een nog scherpere theoretische focus of grotere methodologische verfijning dan nu al het geval is.¹⁴

¹⁴ Voor aanwijzingen dat equifinaliteit een rol speelt in corporate governance, zie: Agrawal, A., & Knoeber, C. R. 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3): 377-397. Voor de methodologie van kwalitatief vergelijkend onderzoek dat juist voor vergelijkend corporate governance onderzoek geschikt is, zie: Fiss, P. C. 2007. A set-theoretic approach to organizational configurations. *Academy of Management Review*, 32(4): 1180-1198.

Een tweede strategie is om het perspectief van het disciplineringsmodel van corporate governance theoretisch te verbreden, en juist onderzoek te gaan doen naar vraagstukken die door nu door de tamelijk enge focus van het disciplineringsmodel buiten beschouwing blijven. Ik kies voor deze laatste strategie, en zie vanuit de praktijk van het huidige corporate governance onderzoek tenminste drie concrete aanknopingspunten om het onderzoek naar corporate governance op vruchtbare wijze te verbreden. Een eerste verbreding is mogelijk omdat er volgens het disciplineringsmodel binnen de beursvennootschap niet één, maar tenminste drie agency problemen spelen, waarvan tot dusverre eigenlijk alleen het agency probleem tussen managers en aandeelhouders voldoende aandacht heeft gekregen. Ik zal daarom hier aandacht vragen voor een agency probleem in de beursvennootschap waarnaar nog nauwelijks onderzoek wordt gedaan, en dat tegelijkertijd aanknopingspunten biedt om de onderzoeksgebieden van corporate governance en compliance theoretisch met elkaar te verbinden. Een tweede aanknopingspunt binnen het disciplineringsmodel betreft het feit dat er in corporate governance vrijwel uitsluitend onderzoek wordt gedaan naar beursvennootschappen, terwijl er in de praktijk verschillende ondernemingsvormen bestaan, waarbinnen ook andere corporate governance vraagstukken spelen dan de scheiding van eigendom en zeggenschap. Een derde aanknopingspunt betreft in mijn ogen de theoretisch meest fundamentele tekortkoming van het disciplineringsmodel, en ik wil daarmee hier om verhaal-technische redenen beginnen.

De waarde van bestuursautoriteit in economische organisatie

Theoretisch gezien de meest fundamentele tekortkoming van het disciplineringsmodel is in mijn ogen dat men door de eenzijdige focus op het misbruik dat bestuurders kunnen maken van hun besluitvormingsbevoegdheden, het zicht verliest op de redenen waarom bestuurders, en niet bijvoorbeeld de aandeelhouders, bijna alle beslissingen nemen in beursvennootschappen. In de meeste corporate governance systemen is de rol van aandeelhouders in het besturen van beursvennootschappen marginaal, en in essentie beperkt tot het benoemen en ontslaan van bestuurders en het stemmen over beslissingen die de governance structuur van de onderneming beogen te wijzigen, zoals fusies en statutenwijzigingen.¹⁵ Vrijwel alle andere beslissingen worden door het bestuur van de beursvennootschap genomen, en uit de onverminderde populariteit van de beursvennootschap als ondernemingsvorm zou men kunnen afleiden dat concentratie van de besluitvorming in de handen van bestuurders kennelijk voldoende voordelen heeft om eventuele agency kosten die resulteren uit het misbruik van die bevoegdheden te compenseren. De eenzijdige focus op agency problemen in het disciplineringsmodel, en de veronachtzaming van de kennelijke voordelen van centrale besluitvorming door bestuurders, is in mijn visie te vergelijken met het onderzoek naar vliegtuigcrashes, waarbij men alleen kijkt naar menselijke fouten, omdat men niet beschikt over de technische kennis die verklaart waarom vliegtuigen überhaupt kunnen vliegen.

De theoretische remedie die ik wil voorstellen tegen de eenzijdige focus van het disciplineringsmodel op agency problemen in corporate governance is tweeledig. Ten eerste zullen we behalve naar de agency kosten ook naar de baten van gecentraliseerde besluitvorming door professionele bestuurders in beursvennootschappen moeten kijken. Die zijn veelal een stuk minder tastbaar dan agency problemen in corporate

¹⁵ Dit zijn wat in de Amerikaanse ondernemingsrecht literatuur met de term “rules of the game decisions” wordt geduid. Zie: Bebchuk, L. A. 2005. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, 118(3): 833-914. Rock, Kanda en Kraakman spreken over “significant corporate actions”. Zie hiervoor: Kraakman, R. H. 2004. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford; New York: Oxford University Press, in het bijzonder hoofdstuk 6 p.131-155

governance,¹⁶ maar zijn niettemin van cruciaal belang om inzicht te krijgen in de rol van bestuursautoriteit binnen beursvennootschappen. Ten tweede zullen we de uitkomsten van deze analyse moeten vergelijken met de uitkomsten van een soortgelijke kosten-batenanalyse van besluitvorming door de aandeelhouders in beursvennootschappen,¹⁷ zodat per saldo duidelijk wordt bij welke partij binnen de beursvennootschap welk deel van de besluitvorming het beste kan worden ondergebracht. Een dergelijke vergelijkende kosten-batenanalyse brengt ook een ander, meer fundamenteel corporate governance vraagstuk in beeld dan de vraag hoe agency kosten in beursvennootschappen het beste bestreden kunnen worden. In essentie behelst dit vraagstuk de vraag wie het beste wat kan beslissen in een bepaalde ondernemingsvorm, en hoe de besluitvorming en de verantwoording daarover binnen organisaties dient te worden vormgegeven. Deze vraag maakt het niet alleen mogelijk om de corporate governance van andere ondernemingsvormen dan beursvennootschappen te onderzoeken, zoals ik straks hoop te laten zien, maar verbindt ook de vakgebieden van corporate governance en het ondernemingsrecht op systematische wijze met de (economische) organisatietheorie, waarbinnen het vraagstuk van de besluitvormingsstructuur sinds jaar en dag een kernprobleem is.¹⁸

De vraag wie binnen een bepaalde ondernemingsvorm het beste wat kan beslissen is echter niet alleen van wetenschappelijke belang. Het is ook een maatschappelijk zeer relevante vraag die op dit moment voor beursvennootschappen opnieuw actueel is.

¹⁶ Dit geldt niet zozeer voor de transactiekostentheorie, waarbinnen de relatieve waarde van hiërarchie over markt transacties redelijk helder uit de verf komt en ook een grote mate van empirische steun geniet. Zie hiervoor: Geyskens, I., Steenkamp, J. B. E. M., & Kumar, N. 2006. Make, buy, or ally: A transaction cost theory meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 49(3): 519-543. Probleem bij deze theorie is echter dat eigendom en bestuursautoriteit hier vaak niet onderscheiden worden.

¹⁷ Ik ga hier gemakshalve maar even voorbij aan besluitvorming door andere bij de ondernemingen betrokken partijen, zoals bijvoorbeeld klanten en toeleveranciers. Dat deze partijen niettemin een belangrijke rol kunnen spelen in de besluitvorming van verschillende ondernemingsvormen is een centraal thema in de theorie die verschillende allocaties van eigendomsrechten over verschillende bij de onderneming betrokken partijen beoogt te verklaren. Zie hiervoor: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

¹⁸ Vergelijk bijvoorbeeld: Blau, P. M., & Scott, W. R. 1962. *Formal Organizations*. San Francisco: Chandler.

Volgens de gangbare corporate governance theorie van het disciplineringsmodel is de beursvennootschap het meest gebaat bij een gespecialiseerde taakverdeling waarin bestuurders vrijwel alle beslissingen nemen, terwijl aandeelhouders grotendeels passief zijn en zich toeleggen op het dragen beheersen van risico middels portfolio management.¹⁹ Binnen dit theoretisch perspectief heeft deze scheiding van eigendom en zeggenschap de status verkregen van een gestileerd feit, en dit gestileerde feit functioneert, net als de vermeende zelfzuchtigheid van bestuurders, als een van de definiërende assumpties van het vakgebied van corporate governance.²⁰ Recente ontwikkelingen, echter, stellen de scheiding van eigendom en zeggenschap in toenemende mate ter discussie. De concentratie van eigendom in handen van institutionele beleggers,²¹ en de toegenomen mogelijkheden voor aandeelhouders om onderling te communiceren en op afstand elektronisch te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen, maken een actievere opstelling van aandeelhouders mogelijk, omdat door deze ontwikkelingen de kosten van collectieve besluitvorming worden verlaagd. Dat aandeelhouders inderdaad een actievere rol opeisen in het besturen van beursvennootschappen blijkt niet alleen uit het feit dat bijvoorbeeld Nederlandse beursvennootschappen in toenemende mate te maken krijgen met activistische aandeelhouders die een wijziging van de ondernemingsstrategie willen afdwingen,²² maar ook uit de actuele discussie in het Amerikaanse ondernemingsrecht over de vraag of aandeelhouders het recht zouden moeten krijgen om veranderingen in de governance structuur van de onderneming – de zogenoemde “rules of the game”

¹⁹ Voor een overzicht van deze ‘received view’ zie bijvoorbeeld: Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. 1991. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Mass ; London: Harvard University Press.

²⁰ De gezaghebbende publicatie van Berle en Means in 1932 wordt over het algemeen gezien als de geboorte van het vakgebied van corporate governance. Zie: Berle Jr., A. A., & G.C., Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.

²¹ Zie hiervoor: La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517 alsook: Useem, M. 1996. *Investor capitalism : how money managers are changing the face of corporate America* (1st ed.). New York: Basic Books.

²² Zie hiervoor bijvoorbeeld het rapport ‘Hedgfondsen en Private Equity in Nederland’ door de Jong, A., Rosenboom, P.J.G., Verbeek, M.J.C.M. en Verwijmeren, P., RSM Erasmus University, Rotterdam, 4 oktober 2007.

beslissingen – te initiëren.²³ Beide ontwikkelingen stellen in feite het primaat van het bestuur om te beslissen over de strategie van beursvennootschappen ter discussie, en behelzen om die reden een betekenisvolle afwijking van de scheiding van eigendom en zeggenschap en het disciplineringsmodel van corporate governance. Ik hoop dat u inmiddels overtuigd bent dat een dergelijke discussie verder moet kijken dan naar bestrijden van agency kosten alleen, en ik hoop zelf op twee verschillende manieren aan deze discussie bij te dragen.

Ten eerste beoog ik door middel van mijn onderzoek meer inzicht te ontwikkelen in de rol van aandeelhouders in het bestuur van beursvennootschappen. Zo is het redelijk goed bekend waarom aandeelhouders vrijwel nooit efficiënte beslissers zullen zijn in een beursvennootschap. In situaties waarin het aandelenbezit verspreid is over een groot aantal individuele aandeelhouders, zullen deze individueel onvoldoende gemotiveerd zijn om de juiste informatie te verzamelen, kunnen zij niet beschikken over private en concurrentiegevoelige kennis die in de onderneming versholten zit, en kunnen zij slechts met heel veel moeite en tegen zeer hoge kosten met elkaar overleggen en beslissen. De meeste aandeelhouders van beursvennootschappen zijn vanwege de hoge kosten van collectieve besluitvorming rationeel apathisch,²⁴ en leggen zich vrijwel uitsluitend toe op het dragen en beheersen van risico middels portfolio management.

Maar hoewel het bekend is waarom aandeelhouders van een beursvennootschap relatief inefficiënte beslissers zijn, is het niet bij voorbaat duidelijk of zij ook betere of slechtere beslissingen nemen dan professionele bestuurders. Verkeerde beslissingen, zoals waardevernietigende overnames, of het afstoten van voor de strategie essentiële

²³ Het recht om dit soort beslissingen te initiëren ligt over het algemeen bij het bestuur, en niet bij de aandeelhouders, ondanks de vereiste dat dit soort beslissingen in vrijwel alle corporate governance systemen aan de aandeelhouders moet worden voorgelegd. Zie over boven genoemde discussie: Bebchuk, L. A. 2005. The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, 118(3): 833-914, Bainbridge, S. M. 2006. The case for limited shareholder voting rights. *UCLA Law Review*, 53(3): 601-636 en Bebchuk, L. A. 2006. Letting shareholders set the rules - Reply. *Harvard Law Review*, 119(6): 1784-1813.

²⁴ Zoals Downs heeft uitgewerkt voor burgers in een democratie, zie hiervoor: Downs, A. 1957. *An economic theory of democracy*. New York: Harper & Row

bedrijfsonderdelen, resulteren ook in kosten, en die kosten zullen net als de (interne) besluitvormingskosten onderdeel moeten zijn van een vergelijking tussen besluitvorming door bestuurders en besluitvorming door aandeelhouders. Die vergelijking is niet eenvoudig. Aan de ene kant zijn alleen aandeelhouders vanwege de eerder genoemde agency problemen op de juiste wijze gemotiveerd om beslissingen te nemen die de waarde van de onderneming zullen maximaliseren, maar aan de andere kant geldt dat veel van de factoren die de (interne) besluitvormingskosten voor aandeelhouders hoog maken, ook een negatief effect zullen hebben op de kwaliteit van door aandeelhouders genomen beslissingen. De vraag of aandeelhouders door de bank genomen betere of slechtere beslissingen nemen dan bestuurders is uiteindelijk een empirische vraag die in mijn beleving nog onvoldoende wordt gesteld in corporate governance onderzoek.

Een van de belangrijkste empirische onderzoeksprojecten waaraan ik de komende jaren zal werken gaat dan ook over de oorzaken en gevolgen van actieve betrokkenheid van aandeelhouders bij het bestuur van beursvennootschappen. Uit het onderzoek dat is gedaan naar aandeelhoudersactivisme weten we al dat dit geen significante positief effect heeft op ondernemingswaarde, maar dit onderzoek heeft vanwege de beschikbaarheid van data echter vooral naar publieke vormen van activisme op de aandeelhoudersvergadering gekeken. Er bestaan echter aanwijzingen dat een actieve rol van aandeelhouders achter gesloten deuren wellicht wel positieve effecten heeft op ondernemingsprestaties.²⁵ Ondanks dat het hier om een klein aantal studies gaat, en sommige bevindingen later weer zijn gekwalificeerd,²⁶ is het niettemin interessant om te kijken welke effecten de betrokkenheid van aandeelhouders bij het bestuur van een onderneming heeft op de aard van de genomen beslissingen en de effecten van deze beslissingen op de ondernemingsprestaties.

²⁵ Zie bijvoorbeeld: Smith, M. P. 1996. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance*, 51(1): 227-252, Wahal, S. 1996. Pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1): 1-23, en Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. 2006. Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *ECGI-finance working paper*.

²⁶ Zie: English, P. C., Smythe, T. I., & McNeil, C. R. 2004. The "CalPERS effect" revisited. *Journal of Corporate Finance*, 10(1): 157-174 als ook: Nelson, J. M. 2006. The "CalPERS effect" revisited again. *Journal of Corporate Finance*, 12(2): 187-213.

Omdat het moeilijk is om data te verkrijgen over dingen die achter gesloten deuren plaatsvinden, zullen we vooral aangewezen zijn op indirecte indicatoren voor actief aandeelhouderschap en bijvoorbeeld op het hergebruik van de vele studies die er in corporate governance reeds zijn gedaan naar de effecten van eigendomsconcentratie op ondernemingsprestaties. Hoewel deze studies zoals eerder gezegd geen eenduidige relatie rapporteren tussen eigendomsconcentratie en ondernemingsprestaties, kunnen we met behulp van meta-analytische technieken vragen onderzoeken die in de onderliggende studies zelf niet zijn onderzocht. Dat kan enerzijds door externe data toe te voegen die een verklaring zou kunnen bieden voor de verschillende bevindingen van de onderzochte studies, en anderzijds door over de onderliggende studies heen variabelen te creëren van feitelijkheden die op het niveau van de individuele onderzochte studies constant waren.²⁷ Zo rapporteren nogal wat studies bijvoorbeeld over de relatie tussen eigendomsconcentratie en een bepaald soort van strategische beslissing die geconcentreerde vennootschappen nemen, hetgeen ons in staat stelt om over studies heen te kijken wat de relatie is tussen eigendomsconcentratie en verschillende soorten strategische beslissingen die worden genomen, en wat de effecten van deze beslissingen op hun beurt zijn op ondernemingsprestaties. Zo kan een groot deel van het meer dan overvloedige maar weinig eenduidige corporate governance onderzoek binnen het disciplineringsmodel op maatschappelijk verantwoorde wijze worden hergebruikt om vragen te beantwoorden die binnen dit model niet of onvoldoende werden gesteld.

Een tweede onderzoekslijn waarmee ik me de komende jaren bezig zal houden is meer theoretisch van aard, en gaat over de waarde van bestuursautoriteit in corporate governance. Ik heb al gezegd dat veruit het meeste corporate governance onderzoek gaat over de agency kosten die resulteren uit de scheiding van eigendom en zeggenschap in beursvennootschappen, en dat er op enkele uitzonderingen na nauwelijks aandacht is voor de baten van gecentraliseerde besluitvorming door bestuurders in beursvennootschappen.²⁸

²⁷ Zie hiervoor: Lipsey, M. W., & Wilson, D. B. 2001. *Practical meta-analysis*. Thousand Oaks, Calif.: Sage Publications.

²⁸ Interessante uitzonderingen zijn bijvoorbeeld: Bainbridge, S. M. 2003. Director primacy: The means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review*, 97(2): 547-606, Zingales, L. 2000. In search of new foundations. *Journal of Finance*, 55(4): 1623-1653, also ook: Blair, M. M., & Stout, L. A. 1999. A team production theory of corporate law. *Virginia Law Review*, 85(2): 248-328.

De rol van autoriteit in economische organisatie is echter een klassiek thema in de organisatietheorie,²⁹ en het feit dat relevante organisatietheoretische inzichten slechts mondjesmaat hun weg lijken te vinden naar de corporate governance literatuur zegt veel over de intellectuele antecedenten – die vooral in de financiële economie liggen – en de beperkte focus van de op dit moment dominante theorie in corporate governance. In de organisatietheoretische literatuur is inmiddels echter redelijk uitgekristalliseerd waarom bestuursautoriteit in organisaties belangrijke efficiency voordelen heeft als het gaat om: de informatiestromen en communicatie binnen organisaties,³⁰ de coördinatie tussen verschillende bij de onderneming betrokken partijen,³¹ het waarborgen van complexe transacties en het oplossen van conflicten tussen partijen³² en het veilig stellen van specifieke investeringen door bij de onderneming betrokken partijen.³³

Hoewel deze inzichten vaak niet direct naar het huidige corporate governance onderzoek kunnen worden vertaald, komt dat voornamelijk door de enge focus van dit onderzoek op de agency problemen die resulteren uit de scheiding van eigendom en zeggenschap binnen beursvennootschappen. Het is een van mijn belangrijkste ambities voor de komende jaren om bij te dragen aan de ontwikkeling van een meer omvattend perspectief op corporate governance, waarin behalve de kosten ook de waarde van bestuursautoriteit in kaart wordt gebracht. Die waarde komt mijn visie het scherpst in beeld als we de corporate governance van beursvennootschappen vergelijken met andere ondernemingsvormen, en dat brengt me tot mijn tweede voorstel.

²⁹ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Coase, R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica*, 4: 386-405 als ook: Arrow, K. J. 1974. *The Limits of Organization*. New York: John Brockman Associates.

³⁰ Zie bijvoorbeeld: Arrow, K. J. 1974. The Limits of Organization. New York: John Brockman Associates, en Arrow, K. J. 1991. Scale Returns in Communication and Elite Control of Organizations. *Journal of Law Economics & Organization*, 7: 1-6.

³¹ Zie bijvoorbeeld: Coase, R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica*, 4: 386-405.

³² Zie bijvoorbeeld: Williamson, O. E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press en: Williamson, O. E. 1991. Comparative Economic-Organization – the Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36(2): 269-296.

³³ Zingales, L. 2000. In search of new foundations. *Journal of Finance*, 55(4): 1623-1653

Corporate governance in professionele partnerschappen

Een tweede belangrijke tekortkoming van het disciplineringsmodel betreft de eenzijdige aandacht voor beursvennootschappen, en de focus daarbinnen op de scheiding van eigendom en zeggenschap als het centrale probleem van corporate governance. Er bestaat in de praktijk echter een variëteit aan verschillende ondernemingsvormen met verschillende eigendomsstructuren, die ook verschillende corporate governance problemen met zich meebrengen. Denkt u bijvoorbeeld aan: familie-bedrijven zoals C&A, producenten coöperaties in de agrarische sector, consumenten coöperaties zoals de Rabobank, en aan non-profit instellingen zoals ziekenhuizen en universiteiten. Een zeer groot deel van de economische activiteiten wereldwijd vindt plaats in niet-beursvennootschappen, en het is alleen om die reden al vreemd dat daarnaar relatief weinig corporate governance onderzoek wordt gedaan.

In een aantal van deze ondernemingsvormen is de scheiding tussen zeggenschap en eigendom veel minder sterk aanwezig en daarom een veel minder groot probleem dan in beursvennootschappen. Dat is bijvoorbeeld het geval in het professionele partnerschap (PP),³⁴ dat de dominante ondernemingsvorm is in de professionele dienstverlening, zoals de advocatuur en de accountancy.³⁵ In het PP is de eigendom in handen van een deelverzameling van de personen die het dagelijkse werk uitvoeren – de zogenoemde partners – waardoor er in PP eigenlijk nauwelijks een scheiding bestaat tussen eigendom en zeggenschap. Aangezien de partner-eigenaren als leidinggevend betrokken zijn bij de dagelijkse werkzaamheden, en zij over het algemeen een beperkte ‘span of control’ hebben (de verhouding tussen het aantal partners en het

³⁴ Ik benadruk dat ik hier spreek over het PP als ondernemingsvorm (en eigendomsstructuur), en niet over de juridische vorm waarin het PP juridisch gestalte krijgt. De juridische vormgeving van het PP verschilt per jurisdictie, en het is daarom niet eenvoudig een terminologie te gebruiken die in alle jurisdicties van toepassing is. Zo bestaat in Angelsaksische jurisdicties het Limited Liability Partnership (LLP), terwijl dat in veel continentaal Europese jurisdicties niet het geval is. Over de ondernemingsvorm (of eigendomsstructuur) van het PP raadplege men: Greenwood, R., & Empson, L. 2003. The professional partnership: Relic or exemplary form of governance? *Organization Studies*, 24(6): 909-933.

³⁵ Zie: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

totaal aantal professionals wordt in de literatuur geduid als de 'leverage' van een PP),³⁶ is het toezicht in PP over het algemeen goed en is er weinig ruimte om de kantjes ervan af te lopen. Maar ondanks dat de klassieke agency problemen in het PP niet of nauwelijks spelen, is het PP niettemin een zeer interessant object van corporate governance onderzoek, juist omdat in PP andere corporate governance problemen spelen dan in beursvennootschappen. Ik wil daarvan hier kort twee problemen aanstippen.

Het in mijn ogen grootste corporate governance probleem van PP is dat er door de specifieke karakteristieken van het PP er binnen deze ondernemingsvorm over het algemeen slechts een zeer geringe mate van bestuursautoriteit zal kunnen bestaan. Dat heeft voornamelijk te maken met de aard van de dienstverlening, en de specifieke organisationele uitdagingen die daar het gevolg van zijn. Twee belangrijke karakteristieken van professionele dienstverlening zijn dat de geleverde diensten voor elke cliënt min of meer op maat moeten worden gemaakt, en dat de kennis die voor de dienstverlening nodig is niet of nauwelijks kan worden ontkoppeld van de personen die de diensten leveren.³⁷ De eerste karakteristiek brengt met zich mee dat een groot deel van de dagelijkse besluitvorming door professionals in nauw overleg met cliënten, gedecentraliseerd zal plaatsvinden,³⁸ terwijl het laatste ervoor zorgt dat binnen professionele organisaties het belangrijkste kapitaal in de mensen zit die de diensten leveren, terwijl die mensen met hun menselijk kapitaal achter het voorhoofd vrij gemakkelijk van de ene naar de andere onderneming kunnen overstappen.³⁹

³⁶ Zie hiervoor bijvoorbeeld het inmiddels klassieke: Maister, D. H. 1997. *Managing the professional service firm*. New York; London: Free Press.

³⁷ Professionele kennis is met andere woorden in hoge mate fysiek en financieel "inalienable", hetgeen specifieke organisationele uitdagingen met zich meebrengt. Over invloed van inalienability van de factor arbeid op de governance structuur van ondernemingen, zie: Dow, G. K. 2003. *Governing the firm: workers' control in theory and practice*. Cambridge; New York: Cambridge University Press.

³⁸ Greenwood, R., Hinings, C. R., & Brown, J. 1990. P2-Form Strategic Management - Corporate Practices in Professional Partnerships. *Academy of Management Journal*, 33(4): 725-755.

³⁹ Teece, D. J. 2003. Expert talent and the design of (professional services) firms. *Industrial and Corporate Change*, 12(4): 895-916.

Vanwege de kritische afhankelijkheid van menselijk kapitaal is het PP voor dit soort organisaties veelal de meest geëigende eigendomsstructuur (los van de concrete rechtsvorm waarin deze zal worden gegoten).⁴⁰ Dat heeft zowel te maken met de wervingskracht van het lucratieve vooruitzicht om mede eigenaar te kunnen worden van de onderneming waarvoor je werkt,⁴¹ als met de besluitvormingbevoegdheden die aan de eigendom van een onderneming verbonden zijn.⁴² Omdat de partners betrokken zijn bij de dagelijkse werkzaamheden zijn zij, in scherp contrast met de aandeelhouders van een beursvennootschap, over het algemeen uitstekend geïnformeerd, en spelen zij een actieve en vruchtbare rol in de besluitvorming.⁴³ Daarnaast zijn professionals gezien de aard van hun werk niet snel bereid om besluitvormingbevoegdheden af te staan aan externe eigenaren of beroepsbestuurders,⁴⁴ zoals in een beursvennootschap het geval is. De belangrijke beslissingen in een PP worden, als het even kan op basis van consensus, genomen in de zogenoemde partnervergaderingen, terwijl het bestuur van PP veelal bij toerbeurt wordt uitgeoefend door de partners zelf. Van gecentraliseerde besluitvorming door gespecialiseerde beroepsbestuurders is daarom in PP in veel mindere mate sprake dan in beursvennootschappen.

Dat werkt over het algemeen prima als het PP relatief klein blijft, en de partners regelmatig face-to-face met elkaar kunnen overleggen en besluiten. Maar naarmate de omvang en complexiteit van een PP groter worden, wordt collectieve besluitvorming door partners moeilijker en daarom minder efficiënt en slagvaardig. Collectieve besluitvorming door partners wordt nog lastiger naarmate het aanbod van diensten gedi-versifieerder wordt, en het PP in meer verschillende landen actief is.

⁴⁰ Zie hiervoor: Hart, O., & Moore, J. 1990. Property-Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6): 1119-1158, als ook: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

⁴¹ Hetgeen in de slag om menselijk kapitaal van doorslaggevend belang zal zijn, zie bijvoorbeeld: Galanter, M., & Palay, T. M. 1991. *Tournament of lawyers: the transformation of the big law firm*. Chicago: University of Chicago Press.

⁴² De zogenoemde 'residual control rights' die aan eigendom verbonden zijn. Zie hiervoor: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

⁴³ Lowendahl, B. 2005. *Strategic management of professional service firms* (3rd rev. ed.). Copenhagen: Copenhagen Business School Press.

⁴⁴ DeLong, T., & Nanda, A. 2003. *Professional services: text and cases*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.

Deze factoren verhogen niet alleen de besluitvormingskosten aanzienlijk, maar maken ook de groep partners minder homogeen, waardoor er meer verschillen van belang en inzicht zullen ontstaan over het te voeren beleid en de aanwending van de winst.⁴⁵ Dit alles maakt dat grote internationale PP, zoals de KPMG's en de Clifford Chances van deze wereld, in vergelijking met beursgenoteerde organisaties van dezelfde omvang, minder eenvoudig strategische beslissingen kunnen nemen om bijvoorbeeld een deel van de winst te investeren in nieuwe diensten of nieuwe markten. De beperkte ruimte voor bestuursautoriteit in PP is daarmee als het ware het spiegelbeeld van wat in beursvennootschappen het geval is, en is om die reden ook interessant om nader te onderzoeken.

Een belangrijk onderdeel van mijn onderzoeksagenda gaat daarom over de relatie tussen corporate governance en strategische besluitvorming in PP. De afgelopen decennia hebben grote veranderingen laten zien in de meer traditionele professies als de accountancy als de advocatuur.⁴⁶ Daarvan zijn de internationalisering, schaalvergroting en toegenomen complexiteit van professionele dienstverleners in mijn ogen het belangrijkste,⁴⁷ omdat juist deze ontwikkelingen op gespannen voet staan met de traditionele governance infrastructuur van het PP. Deze steunt immers in belangrijke mate op de mogelijkheden van face-to-face contact tussen partners, en de relatieve homogeniteit van de partners als groep. Het is daarom zeer interessant om te weten hoe PP hiermee omgaan, en in het bijzonder of en hoe deze ontwikkelingen leiden tot wijzigingen in de governance structuur van PP.

⁴⁵ Dit is een centrale these in het werk van Henry Hansmann: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.

⁴⁶ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Malhotra, N., Morris, T., & Hinings, C. 2006. Variation in organizational form among professional service organizations. In R. Greenwood, & R. Suddaby (Eds.), *Professional Service Firms*, Vol. 24: 171-202: Elsevier JAI, als ook: Morgan, G., & Quack, S. 2005. Institutional legacies and firm dynamics: The growth and internationalization of UK and German law firms, *Organization Studies*, 26(12): 1765-1785 en: Greenwood, R., & Suddaby, R. 2006. Institutional entrepreneurship in mature fields: The big five accounting firms. *Academy of Management Journal*, 49(1): 27-48.

⁴⁷ Zie hiervoor: Malhotra, N., Morris, T., & Hinings, C. 2006. Variation in organizational form among professional service organizations. In R. Greenwood, & R. Suddaby (Eds.), *Professional Service Firms*, Vol. 24: 171-202: Elsevier JAI, als ook: Greenwood, R., & Suddaby, R. 2006. Institutional entrepreneurship in mature fields: The big five accounting firms. *Academy of Management Journal*, 49(1): 27-48.

Hoewel er wel degelijk onderzoek is gedaan naar de wijze waarop professioneel-dienstverlenende organisaties evolueren onder druk van eerder genoemde omstandigheden,⁴⁸ is er verassend weinig aandacht voor de corporate governance van dit soort organisaties.

Een andere belangrijke ontwikkeling in de professionele dienstverlening betreft de verzakelijking van de professies. Was de advocatuur vroeger een nogal saaie professie, waarin sterke professionele mores golden en het winstmotief nauwelijks publiekelijk werd beleden, vandaag de dag zijn advocatenkantoren gestroomlijnde en efficiënte organisaties waarin cliënten via een geautomatiseerd systeem in eenheden van 6 minuten worden afgerekend voor afgenomen diensten, en de grotere kantoren zich vanwege een hogere tariefstelling voornamelijk toeleggen op het bedienen van de zakelijke markt. Hoewel er met verzakelijking op zich niets mis is, heeft deze binnen de professies heeft ook een schaduwzijde. Advocaten en accountants leveren behalve een economische ook een belangrijke maatschappelijke bijdrage, en genieten om die redenen vaak een publieke status of privileges. Mede vanwege deze bijzondere positie functioneren beide professies als zogenoemde 'gatekeepers' in onze economie. Gatekeepers zijn partijen die vanwege hun professionele status en reputatie de kwaliteit en integriteit van complexe transacties kunnen faciliteren en waarborgen, en die voor een steeds complexere en globaliserende economie van essentieel belang zijn.⁴⁹

De twee grote financiële crises waarmee wij in het eerste decennium van dit nieuwe millennium geconfronteerd werden tonen echter aan dat 'gatekeeping professies' bijzonder kwetsbaar zijn vanwege de grote commerciële belangen die spelen in de zakelijke markten.⁵⁰

⁴⁸ Zie bijvoorbeeld: Cooper, D. J., Hinings, B., Greenwood, R., & Brown, J. L. 1996. Sedimentation and transformation in organizational change: The case of Canadian law firms. *Organization Studies*, 17(4): 623-647 en: Malhotra, N., Morris, T., & Hinings, C. 2006. Variation in organizational form among professional service organizations. In R. Greenwood, & R. Suddaby (Eds.), *Professional Service Firms*, Vol. 24: 171-202: Elsevier JAI,

⁴⁹ Zie hierover: Coffee, J. C. 2006. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.

⁵⁰ Idem.

Denk maar aan het accountantskantoor Arthur Anderson, dat nu niet meer bestaat vanwege de betrokkenheid bij het ENRON schandaal, en de actuele ophef over de rol van credit rating agencies in de huidige kredietcrisis.

Die kwetsbaarheid voor belangenconflicten bedreigt de legitimiteit, en daarmee indirect ook het bestaansrecht van dienstverlenende ondernemingen. Dit legitimiteitsprobleem is echter niet uniek voor de professionele dienstverlening. Het speelt eigenlijk voor alle ondernemingsvormen, en dus ook voor beursvennootschappen waarnaar wel veel corporate governance onderzoek wordt gedaan. Dat brengt me tot mijn laatste voorstel om het huidige corporate governance onderzoek te verbreden.

Corporate governance en de legitimiteit van ondernemingen

Zoals eerder gezegd gaat het overgrote deel van corporate governance onderzoek over de agency problemen die het gevolg zijn van de scheiding van eigendom en zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen. Die focus van onderzoek miskent echter niet alleen dat er meer ondernemingsvormen dan alleen beursvennootschappen bestaan, zoals ik zojuist heb betoogd, maar ook dat er zelfs binnen de beursvennootschap alleen, niet één, maar tenminste drie agency problemen bestaan. Naast de klassieke agency problemen tussen bestuurders en aandeelhouders, bestaan er ook agency problemen tussen grote en kleine aandeelhouders, omdat grote aandeelhouders beslissingen kunnen afdwingen waarvan de voordelen niet gedeeld worden met kleinere aandeelhouders (de zogenoemde “private benefits of control”),⁵¹ en tussen bestuurders en aandeelhouders enerzijds, en partijen buiten de onderneming anderzijds.⁵² Dat laatste is het geval omdat bestuurders en aandeelhouders samen beslissingen kunnen nemen die voordelen opleveren voor beide, maar ten koste gaan van partijen buiten de onderneming, zoals al of niet vrijwillige crediteuren.⁵³ Hoewel het agency probleem tussen grote en kleine aandeelhouders inmiddels redelijk wat aandacht krijgt in corporate governance onderzoek,⁵⁴ is dat eigenlijk nauwelijks het geval voor het agency probleem dat bestuurders en aandeelhouders scheidt van

⁵¹ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Dyck, A., & Zingales, L. 2004. Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2): 537-600.

⁵² Zie hiervoor: Kraakman, R. H. 2004. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. Oxford ; New York: Oxford University Press.

⁵³ Vrijwillige crediteuren hebben een vordering op de onderneming uit hoofde van een overeenkomst. Onvrijwillige crediteuren hebben een vordering op de onderneming vanwege onrechtmatig ondernemingshandelen.

⁵⁴ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2): 471-517 als ook: Dyck, A., & Zingales, L. 2004. Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2): 537-600.

partijen buiten de onderneming, en van onvrijwillige crediteuren in het bijzonder.⁵⁵ Onderzoek naar dit agency probleem verdient in mijn visie echter meer wetenschappelijke aandacht dan nu het geval is, omdat de legitimiteit en zelfs het bestaansrecht van een onderneming in het geding komen op het moment dat de belangen van partijen buiten de onderneming door ondernemingshandelen op onrechtmatige of onevenredige wijze worden aangetast.

De rechtmatigheid van ondernemingshandelen is een concreet en relatief eenduidig begrip, hoewel wat al of niet rechtmatig is natuurlijk afhankelijk is van jurisdictie waarbinnen ondernemingsactiviteiten plaatsvinden. Met de term 'onevenredig' beoog ik meer theoretische overwegingen te beschrijven. In welvaartseconomische termen zijn de legitimiteit en het bestaansrecht van een onderneming in het geding zodra deze met haar activiteiten een samenleving met meer kosten opzadelt dan de onderneming zelf aan welvaart weet te realiseren. Het is een misverstand dat het bestaansrecht van een onderneming gelegen is in het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, omdat een onderneming een samenleving bijvoorbeeld meer milieuschade kan toebrengen dan de onderneming zelf aan aandeelhouderswaarde creëert, waardoor er per saldo welvaart vernietigd wordt.⁵⁶

⁵⁵ Hoewel er relatief weinig empirisch onderzoek wordt gedaan naar dit probleem in corporate governance, bestaat er wel degelijk een interessante traditie van theorievorming over corporate governance en de bestrijding van onrechtmatig ondernemingshandelen binnen de 'law and economics' literatuur. Zie hiervoor bijvoorbeeld: Hansmann, H., & Kraakman, R. 1991. Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts. *Yale Law Journal*, 100(7): 1879-1934 als ook: Arlen, J., & Kraakman, R. 1997. Controlling corporate misconduct: An analysis of corporate liability regimes. *New York University Law Review*, 72(4): 687-779. Voor een meer sociologische of criminologische benadering, zie: Fisse, B., & Braithwaite, J. 1993. *Corporations, crime, and accountability*. Cambridge: Cambridge University Press.

⁵⁶ Dat het bestaansrecht van een onderneming(svorm) gelegen is in het maximaliseren van geaggregeerde sociale welvaart in plaats van het maximaliseren van aandeelhouderswaarde wordt onderschreven door Kraakman et al in: Kraakman, R. H. 2004. *The anatomy of corporate law : a comparative and functional approach*. Oxford ; New York: Oxford University Press, p.17-19

Dit voorbeeld laat echter tegelijkertijd zien dat behalve welvaartseconomische argumenten in de praktijk ook overwegingen van verdelende rechtvaardigheid een rol zullen spelen in discussies over de legitimiteit en het bestaansrecht van een onderneming. Voor elke individuele samenleving zal het immers onaanvaardbaar zijn als alle negatieve gevolgen van de ondernemingsactiviteiten binnen haar grenzen moeten worden gedragen, terwijl alle aandeelhouderswaarde aan eigenaren in het buitenland ten goede komt, zelfs als die aandeelhouderswaarde aanzienlijk veel groter is dan de milieuschade.⁵⁷ Een theoretische analyse van de condities waaronder een bepaalde onderneming al of niet legitiem is in een bepaalde samenleving, is om die reden dus minder eenvoudig dan sommigen ons willen doen laten geloven.⁵⁸

Omdat een diepgaande theoretische analyse van wat wel of niet evenredig is ook buiten het bestek van deze oratie valt, zal ik me verder beperken tot de vraag welke rol de bestrijding van onrechtmatig ondernemingshandelen – in de praktijk veelal geduid als 'compliance – speelt in corporate governance. Ik wil daarbij eigenlijk twee punten benadrukken. Het eerste punt is dat er goede redenen zijn om het beheersen van compliance risico's als een onlosmakelijk onderdeel van corporate governance te begrijpen, alhoewel deze redenen niet voor alle soorten van onrechtmatig ondernemingshandelen gelden. Een tweede punt is dat men bij het toezicht op ondernemingen, net als bij de verdeling van bevoegdheden tussen het bestuur en aandeelhouders in een beursvennootschap, een afweging moet maken tussen een breed palet van verschillende kosten en baten, en dat men er ook hier voor moet waken om alleen te kijken naar de kosten die resulteren uit de morele tekortkomingen van managers.

⁵⁷ Een praktischer en actueel voorbeeld van hoe overwegingen van verdelende rechtvaardigheid een rol spelen in corporate governance betreft de discussie over de financiering van bedrijven die zijn overgenomen door private equity investeerders. Deze bedrijven zijn over het algemeen overwegend middels vreemd vermogen gefinancierd, waardoor er, zeker bij een oplopende rente, hoge schuldenlasten ontstaan en er fiscaal verlies gedraaid wordt. Dit fiscale verlies wordt vervolgens met de winst van het voorgaande jaar verrekend, waardoor Nederlandse fiscus belastinginkomsten misloopt. Zie hierover bijvoorbeeld de discussie in het *Financiële Dagblad* van 28 Augustus, 2008.

⁵⁸ Zoals bijvoorbeeld Kaplow & Shavell, die menen dat welvaartstheoretische overwegingen de exclusieve leidraad moeten zijn bij de evaluatie van recht en publiek beleid, omdat de toepassing van andere criteria iedereen slechter af zou kunnen maken dan wanneer geaggregeerde welvaartsmaximalisatie het enige beleidsdoel zou zijn geweest. Zie: Kaplow, L., & Shavell, S. 2001. Fairness versus Welfare. *Harvard Law Review*, 114(4): 961-1388.

Dat er een 'business case' is om zich ook binnen het perspectief van het disciplineringsmodel van corporate governance te bekommeren om compliance vraagstukken, is overtuigend aangetoond door onderzoek van Jonathan Karpoff en collega's. Karpoff heeft onderzocht hoe aandelenmarkten reageren als nieuws van onrechtmatig ondernemingshandelen bekend wordt. De resultaten verschillen voor verschillende vormen van onrechtmatig handelen. Als ondernemingen boekhoudfraude plegen door de cijfers wat op te leuken, verliezen zij in verschillende 'events' over de periode van eerste aankondiging tot de finale veroordeling gemiddeld ongeveer 50% van hun beurswaarde, terwijl niet minder 34% van de onderzochte ondernemingen een faillissement aanvraagt gedurende deze periode.⁵⁹ Interessant om daarbij te vermelden is dat slechts een derde deel van dit waardeverlies is toe te schrijven aan boetes, schadevergoedingen, advocatenkosten en de correctie van de geïnflateerde cijfers. Tweederde van dit verlies is niet direct tot deze kosten te herleiden, en kan derhalve geïnterpreteerd worden als het reputatieverlies dat aandelenmarkten een beursvennootschap in rekening brengen voor onregelmatigheden in de boekhouding.⁶⁰

Dit is echter beduidend anders voor milieudelicten. Het verlies in beurswaarde dat is toe te schrijven aan de bekendwording dat een onderneming een milieudelict gepleegd zou hebben bedraagt ongeveer 1,5%, en verschilt niet significant van de boetes en andere gerechtelijke maatregelen die uiteindelijk voor deze overtredingen worden opgelegd.⁶¹ Aandelenmarkten straffen verschillende vormen van onrechtmatig ondernemingshandelen dus op verschillende manieren af, waarbij overtredingen tegen economisch bij de onderneming betrokken partijen, zoals aandeelhouders en klanten, vele malen harder worden afgestraft dan overtredingen tegen niet economisch bij de onderneming betrokken belangen, zoals het milieu of de samenleving als geheel.⁶²

⁵⁹ Karpoff, J., Lee, D., & Martin, G. 2007 (January). The cost to firms of cooking the books: *University of Washington Working Paper*, at: <http://ssrn.com/abstract=652121>, p.12-14.

⁶⁰ Idem.

⁶¹ Karpoff, J. M., Lott, J. R., & Wehrly, E. W. 2005. The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence. *Journal of Law & Economics*, 48(2): 653-675, p. 671.

⁶² Zie hiervoor bijvoorbeeld ook: Karpoff, J. M., Lee, D. S., & Vondrak, V. P. 1999. Defense procurement fraud, penalties, and contractor influence. *Journal of Political Economy*, 107(4): 809-842 en Karpoff, J. M., & Lott, J. R. 1993. The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud. *Journal of Law & Economics*, 36(2): 757-802.

Omdat corporate governance van een beursvennootschap in belangrijke mate draait om het realiseren van aandeelhouderswaarde, en aandelenmarkten onrechtmatig ondernemingshandelen tegen een economisch bij de onderneming betrokken partijen keihard in rekening brengen op de waarde van een beursvennootschap, behoort het beheersen van dergelijke compliance risico's zelfs in de nogal beperkte theoretische blik van het disciplineringsmodel tot de kern van corporate governance. Dat ligt echter anders in het geval van onrechtmatig handelen waar alleen de samenleving last van heeft, en juist daar zal het toezicht buiten de vennootschap van overheidswege de meeste toegevoegde waarde leveren.

In een goed geordende samenleving zal regelgeving juist daar bestaan waar ondernemingsactiviteiten een risico met zich meebrengen de belangen van derden – bijvoorbeeld burgers – te schaden. Dat is bijvoorbeeld het geval in bedrijven waarin gevaarlijke of milieubelastende activiteiten plaatsvinden, of in het bankwezen, waar het gevaar bestaat dat door risicovol gedrag van enkele banken het hele financiële systeem onder druk komt te staan, zoals momenteel het geval is in de krediet crisis. Daarnaast is regulering te verwachten waar markten tekortschieten, bijvoorbeeld omdat er een grote informatie asymmetrie bestaat tussen klanten en de aanbieders van diensten, zoals bij artsen en advocaten, of wanneer bij een bepaald soort dienstverlening een groot risico op belangenverstrengeling bestaat, zoals bij accountants en hypotheekbemiddelaars. Om enig effect te hebben moet al die regelgeving natuurlijk ook gehandhaafd worden, en daar zit meteen ook het grootste probleem.

Hoewel er de laatste decennia veel nieuwe toezichthouders in het leven zijn geroepen, en oude toezichthouders er taken bij gekregen hebben, is het voor externe toezichthouders lastig om effectief op de naleving van wet- en regelgeving door ondernemingen toe te zien. Dat is niet alleen omdat toezichthouders simpelweg niet de middelen hebben om alle bedrijven uitputtend te controleren, maar ook omdat de voor effectief toezicht benodigde informatie vaak 'diep' in de bedrijven zit waarop moet worden toegezien en de daarvoor benodigde expertise schaars is. Het is om die redenen voor een samenleving belangrijk om middels omvattende kosten-baten analyses helder op het netvlies te krijgen welke toezichtactiviteiten het meeste opleveren, en welke toezichtactiviteiten beter anders of helemaal niet kunnen plaatsvinden. Bij een dergelijke analyse is het, net als bij het centrale corporate governance vraagstuk wie waarover mag beslissen binnen een bepaalde ondernemingsvorm, zeer belangrijk dat men zich op een zo volledig mogelijk overzicht van kosten en baten baseert, en dat men

zich niet blind staart op bijvoorbeeld alleen de kosten die resulteren uit de vermeende morele tekortkomingen van managers.⁶³ Ik kan binnen het bestek van deze oratie geen uitputtend overzicht van kosten en baten presenteren, maar ik wil wel kort een tweetal overwegingen bespreken die in mijn visie bij een dergelijke kosten-baten analyse niet zouden mogen ontbreken, maar die in de corporate governance literatuur in mijn visie onvoldoende aan bod komen.

Een eerste overweging heb ik zojuist al besproken, en betreft het spontane toezicht dat wordt uitgeoefend door aandelenmarkten. Zoals uit het onderzoek van Karpoff en collega's is gebleken, kunnen aandelenmarkten door het functioneren van zogenoemde reputatie mechanismen zeer effectief zijn in het disciplineren van ondernemingsgedrag,⁶⁴ maar zijn er zowel theoretische als empirische aanwijzingen dat dit alleen gebeurt wanneer de belangen van een economisch bij de onderneming betrokken partij in het geding zijn.⁶⁵ Het schaden van de belangen van derden, of niet economisch bij de onderneming betrokken partijen, zal volgens deze logica nauwelijks gevolgen hebben voor de toekomstige cashflows van een onderneming, waardoor er van spontaan toezicht door aandelenmarkten in de praktijk geen sprake zal zijn. Dit roept de vraag op waarom regelgeving en bewust georganiseerde vormen van toezicht juist in aandelenmarkten zo'n explosieve groei hebben doorgemaakt, terwijl juist daar het spontane toezicht zeer effectief is gebleken? Omdat bewust georganiseerd toezicht een schaars collectief goed is, kan men zich voorts de vraag stellen waarom toezicht-activiteiten niet juist daar worden ingezet waar markten falen, zoals kennelijk bij milieu delicten het geval is. Het valt buiten het bestek van deze oratie om deze vragen van een bevredigend antwoord te voorzien, maar ik denk dat het nauwelijks nadere toelichting behoeft dat het spontane toezicht dat door de markt wordt uitgeoefend zowel praktisch als wetenschappelijk zeer relevant is, en dat nader onderzoek hiernaar

⁶³ Zie in dit verband bijvoorbeeld de kritische blik op economische benaderingen (e.g. de agency theorie, of de rational deterrence benadering) met betrekking tot compliance vraagstukken in: Fisse, B., & Braithwaite, J. 1993. *Corporations, crime, and accountability*. Cambridge: Cambridge University Press.

⁶⁴ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Brennan, G., & Pettit, P. 1993. Hands Invisible and Intangible. *Synthese*, 94(2): 191-225.

⁶⁵ De empirische aanwijzingen zijn hierboven besproken. Voor de theoretische aanwijzingen raadplege men bijvoorbeeld: Klein, B., & Leffler, K. 1981. The role of market forces in assuring contractual performance. *The Journal of Political Economy*, 89(4): 615.

gewenst is.⁶⁶ Omdat veel ondernemingen niet beursgenoteerd zijn, is het bijvoorbeeld een belangrijke vraag of dergelijke reputatie mechanismen ook functioneren in andere markten waarin onderneming actief zijn, zoals productmarkten en arbeidsmarkten.⁶⁷ Onderzoek hiernaar zou kunnen helpen bij het vinden van een juiste mix van spontaan en bewust georganiseerd toezicht in een bepaalde bedrijfstak.⁶⁸

Een tweede overweging is nauw verwant aan de eerste. Juist omdat bepaalde overtredingen van wet- en regelgeving grote risico's met zich meebrengen voor de waarde van ondernemingen, kan men zich de vraag stellen of het toezicht op dit soort risico's niet voor een deel aan ondernemingen zelf kan worden overgelaten. Die vraag is ook aan de orde vanwege andere overwegingen dan het welbegrepen eigenbelang van ondernemingen en hun aandeelhouders. Zoals gezegd zal het voor een externe toezichthouder altijd zeer lastig zijn om de voor effectief toezicht benodigde informatie te verkrijgen. Dat is enerzijds omdat de benodigde informatie nogal eens concurrentiegevoelig is, en daarom niet snel of volledig door bedrijven zal worden gedeeld, en anderzijds omdat de voor risicobeheersing benodigde kennis en expertise bij toezicht-houders altijd in mindere mate aanwezig zal zijn dan in de bedrijven waarbij de exploitatie van die expertise onderdeel is van het proces van waardecreatie.

⁶⁶ Zie in zijn algemeenheid over deze thematiek: Posner, E. A. 2000. *Law and social norms*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, als ook: Brennan, G., & Pettit, P. 2005. *The economy of esteem: an essay on civil and political society*. Oxford ; New York: Oxford University Press.

⁶⁷ Zo zouden reputatiemechanismen een disciplinerende werking kunnen hebben in de markten voor professionele dienstverlening, hetgeen in het bijzonder relevant is voor gatekeeper services. Zie hierover: Coffee, J. C. 2006. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press. Dat reputatie een rol speelt in de professionele dienstverlening wordt empirisch ondersteund door onderzoek van: Greenwood, R., Li, S. X., Prakash, R., & Deephouse, D. L. 2005. Reputation, diversification, and organizational explanations of performance in professional service firms. *Organization Science*, 16(6): 661-673.

⁶⁸ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Sullivan B.N., Haunschild P., Page K. 2007. Organizations non gratae? The impact of unethical corporate acts on interorganizational networks, *Organization Science*, 18 (1): 55-70.

Mede om die redenen is daarnaast zinvol om te onderzoeken in hoeverre het mogelijk is het toezicht niet zo zeer te baseren op door de (externe) wetgever of toezichthouder opgestelde gedetailleerde regels, maar veel meer op normen, standaarden en procedures die, binnen de door de externe wetgever of toezichthouder gestelde grenzen, door de onderneming zelf kunnen worden vastgesteld op basis van lokale en veelal private kennis.⁶⁹ De rol van de toezichthouder zou dan verschuiven van het afvinken van de compliance met individuele regels, tot het ratificeren van door de onderneming zelf opgestelde normen en procedures, en het toetsen of deze wel de gewenste resultaten opleveren.⁷⁰

De voordelen van een dergelijk regime zijn niet alleen dat het kan aansluiten op een binnen de onderneming voorhanden governance structuur die veel dichterbij de te controleren processen zit dan een externe toezichthouder ooit zou kunnen zitten, maar ook dat het stellen van normen en standaarden en het ontwikkelen van toezichtstructuren onderdeel wordt van de reguliere corporate governance van ondernemingen, en daarmee inzet kan worden van concurrentie met andere ondernemingen. Ik begrijp goed dat dit perspectief van ondernemingen als private wetgevers en toezichthouders vanuit het huidige corporate governance onderzoek bezien wellicht vreemd en tamelijk radicaal overkomt,⁷¹ maar de realiteit van dit nieuwe millennium is dat private ondernemingen juist vanwege de daarbinnen aanwezige kennis en expertise een

⁶⁹ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Bamberger, K. A. 2006. Regulation as delegation: Private firms, decisionmaking, and accountability in the administrative state. *Duke Law Journal*, 56(2): 377-468.

⁷⁰ Zie hiervoor bijvoorbeeld: Braithwaite, J. 1982. Enforced self-regulation: A new strategy for corporate crime control. *Michigan Law Review*, 80: 1466-1507.

⁷¹ Dat deze zienswijze toch niet zo heel radicaal is in de context van het Nederlandse ondernemingsrecht blijkt bijvoorbeeld uit die visie van Van Schilfgaarde, die de vennootschap behalve als rechtspersoon, ook als deelrechtsorde begrijpt: Van Schilfgaarde, P., 2006. *Van de BV en de NV*. Deventer: Kluwer, p 17. e.v.

belangrijke rol spelen bij de regulering van het internationale economische verkeer.⁷² Dit perspectief maakt ook zichtbaar dat men bij de vormgeving van het toezicht op bedrijven een afweging moet maken tussen enerzijds de kosten die resulteren uit het risico van onwenselijk ondernemingsgedrag, en anderzijds de maatschappelijke voordelen die resulteren uit het kunnen inzetten van binnen ondernemingen aanwezige expertise en private informatie om maatschappelijke risico's te kunnen beheersen. Het is tijd om tot een afronding te komen.

⁷² Zie hierover bijvoorbeeld: Hall, R. B., & Biersteker, T. J. 2002. *The emergence of private authority in global governance*. Cambridge: Cambridge University Press als ook: Cutler, A. C., Haufler, V., & Porter, T. 1999. *Private authority and international affairs*. Albany: State University of New York Press. Interessante en veelzeggende voorbeelden betreffen de totstandkoming van IFRS en de ontwikkelingen van een (privaat) internationaal systeem van investeringsbescherming. Voor het eerste zie het special issue over de ontwikkeling van IFRS van *Business and Politics*, (2005) vol.7, issue 3. Voor het tweede zie: Van Harten, G. 2005. Private authority and transnational governance: the contours of the international system of investor protection. *Review of International Political Economy*, 12(4): 600-623.

Afsluiting

Ik wil om af te sluiten proberen de boodschap die ik vandaag heb willen overbrengen samen te vatten in een aantal 'take-aways' (zoals onze Amerikaanse collega's dat plegen te zeggen).

Een eerste 'take-away' is dat de bijna obsessieve focus van het disciplineringsmodel op de morele tekortkomingen van managers het veld van corporate governance een onnodig enge focus heeft gegeven op de agency kosten die resulteren uit de scheiding van eigendom en zeggenschap. Ik heb geprobeerd duidelijk te maken dat er behalve nadelen ook voordelen zijn van gecentraliseerde besluitvorming door managers, en dat corporate governance niet uitsluitend draait om het disciplineren van managers. Corporate governance gaat in mijn visie eigenlijk veel meer over het veel bredere vraagstuk wie het beste wat kan beslissen in economische organisatie, en hoe de besluitvorming en de verantwoording daarover het beste kan worden vormgegeven. Deze verbreding van perspectief verbindt het veld van corporate governance conceptueel met de organisatietheorie, en maakt ook de verzameling van organisaties waarnaar het begrip corporate governance verwijst veel groter dan nu het geval is, en dat is denk ik de tweede 'take-away' voor vandaag.

Hoewel de scheiding van eigendom en zeggenschap lang gefunctioneerd heeft als een van de definiërende assumpties van corporate governance als onderzoeksgebied, denk ik dat deze assumptie vandaag de dag een verdere ontwikkeling van het veld van corporate governance in belangrijke mate in de weg staat. De praktijk leert dat er naast de beursvennootschap verschillende ondernemingsvormen bestaan – en ook zullen blijven bestaan⁷³ – waarbinnen de scheiding van eigendom en zeggenschap een veel minder groot probleem is dan binnen de beursvennootschap.

⁷³ Hansmann argumenteert dat niet-beursvennootschappen zoals consumenten cooperaties en non-profits zelfs een grotere overlevingskans hebben dan beursvennootschappen, omdat er voor dit soort ondernemingsvormen nauwelijks mechanismen bestaan om overkapitalisering tegen te gaan. Hierdoor kunnen niet-beursvennootschappen overleven, zelfs als deze een return op geïnvesteerd vermogen opleveren die ver beneden het marktniveau ligt. Zie: Hansmann, H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press, p.291-293.

Deze ondernemingsvormen kennen elk hun eigen corporate governance problemen, en het zal denk ik een van de grote uitdagingen van toekomstig corporate governance onderzoek zijn om de centrale corporate governance problemen voor verschillende ondernemingsvormen systematisch in kaart te brengen.

Een derde en laatste take-away voor vandaag is dat corporate governance behalve over efficiency ook over de legitimiteit van ondernemingen zal moeten gaan. Die is niet vanzelfsprekend, en komt in het geding als met ondernemingshandelen de belangen van derden op onrechtmatige of onevenredige wijze worden geschaad. De legitimiteit van ondernemingen is van toegenomen belang omdat de laatste decennia een golf van liberalisering en privatisering hebben laten zien, waardoor nu een groter deel van de (risicovolle) economische activiteiten buiten de directe invloedssfeer van overheden in de private sector plaatsvindt.⁷⁴ Dat de private sector een groter deel van de mondiale institutionele matrix beslaat, brengt echter zowel voordelen als nadelen met zich mee, en het is van groot belang dat bij de ontwikkeling van het toezicht op bedrijven zowel de kosten als de baten van gedecentraliseerde en private besluitvorming door bedrijven worden meegenomen. Daarmee ben ik aan het einde van het inhoudelijk deel van mijn oratie gekomen, en rest mij slechts een kort woord van dank.

⁷⁴ Ik bedoel risico hier in brede zin.

Dankwoord

Ik zeg nadrukkelijk een kort woord van dank, omdat de mensen die mij kennen weten dat ik mijn dankbaarheid liever in het persoonlijke contact tot uitdrukking breng dan bij dit soort publieke en ceremoniële gelegenheden. Ik wil me daarom beperken tot twee korte dankwoorden.

Vanzelfsprekend dank ik het College van Bestuur en het College van Dekanen van deze universiteit, de Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit Rotterdam, de decaan van de Rotterdam School of Management, en de leden van mijn benoemingscommissie, voor het in mij gestelde vertrouwen. Met veel plezier aanvaard ik de leerstoel Corporate Governance and Responsibility, en ik zal mij tot het uiterste inzetten om uw beslissing mij te benoemen in wetenschappelijk rendement om te zetten.

Maar boven alles dank ik mijn ouders Bas van Oosterhout en Louky van Wijngaarden, die in mijn ontwikkeling meer hebben geïnvesteerd dan ik ooit in een dankwoord tot uitdrukking zal kunnen brengen. Ik heb gezegd.

Erasmus Research Institute of Management - ERIM

Inaugural Addresses Research in Management Series

ERIM Electronic Series Portal: <http://hdl.handle.net/1765/1>

Balk, B.M., *The residual: On monitoring and Benchmarking Firms, Industries and Economies with respect to Productivity*, 9 November 2001, EIA-07-MKT, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/300>

Benink, H.A., *Financial Regulation: Emerging from the Shadows*, 15 June 2001, EIA-02-ORG, ISBN 90-5892-007-0, <http://hdl.handle.net/1765/339>

Boons, A.N.A.M., *Nieuwe Ronde, Nieuwe Kansen: Ontwikkeling in Management Accounting & Control*, 29 September 2006, EIA-2006--029-F&A, ISBN 90-5892-126-3, <http://hdl.handle.net/1765/8057>

Bruggen, G.H. van, *Marketing Informatie en besluitvorming: een inter-organisatieel perspectief*, 12 October 2001, EIA-06-MKT, ISBN 90-5892-016-X, <http://hdl.handle.net/1765/341>

Commandeur, H.R., *De betekenis van marktstructuren voor de scope van de onderneming*, 05 June 2003, EIA-022-MKT, ISBN 90-5892-046-1, <http://hdl.handle.net/1765/427>

Dale, B.G., *Quality Management Research: Standing the Test of Time*; Richardson, R., *Performance Related Pay – Another Management Fad?*; Wright, D.M., *From Downsize to Enterprise: Management Buyouts and Restructuring Industry*. Triple inaugural address for the Rotating Chair for Research in Organisation and Management. March 28 2001, EIA-01-ORG, ISBN 90-5892-006-2, <http://hdl.handle.net/1765/338>

Dekimpe, M.G., *Veranderende datasets binnen de marketing: puur zegen of bron van frustratie?*, 7 March 2003, EIA-17-MKT, ISBN 90-5892-038-0, <http://hdl.handle.net/1765/342>

Dijk, D.J.C. van, "Goed nieuws is geen nieuws", 15 November 2007, EIA-2007-031-F&A, ISBN 90-5892-157-4, <http://hdl.handle.net/1765/10857>

Dissel, H.G. van, "Nut en nog eens nut" Over retoriek, mythes en rituelen in informatiesysteemonderzoek, 15 February 2002, EIA-08-LIS, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/301>

Dul, J., "De mens is de maat van alle dingen" Over mensgericht ontwerpen van producten en processen., 23 May 2003, EIA-19-LIS, ISBN 90-5892-038-X, <http://hdl.handle.net/1765/348>

Groenen, P.J.F., *Dynamische Meerdimensionale Schaling: Statistiek Op De Kaart*, 31 March 2003, EIA-15-MKT, ISBN 90-5892-035-6, <http://hdl.handle.net/1765/304>

Hartog, D.N. den, *Leadership as a source of inspiration*, 5 October 2001, EIA-05-ORG, ISBN 90-5892-015-1, <http://hdl.handle.net/1765/285>

Heck, E. van, *Waarde en Winnaar; over het ontwerpen van elektronische veilingen*, 28 June 2002, EIA-10-LIS, ISBN 90-5892-027-5, <http://hdl.handle.net/1765/346>

Heugens, Pursey P.M.A.R., *Organization Theory: Bright Prospects for a Permanently Failing Field*, 12 September 2008, EIA-2007-032 ORG, ISBN/EAN 978-90-5892-175-8, <http://hdl.handle.net/1765/13129>

Jong, A. de, *De Ratio van Corporate Governance*, 6 October 2006, EIA-2006-028-F&A, ISBN 90-5892-128-X, <http://hdl.handle.net/1765/8046>

Kaptein, M., *De Open Onderneming, Een bedrijfsethisch vraagstuk*, and Wempe, J., Een maatschappelijk vraagstuk, Double inaugural address, 31 March 2003, EIA-16-ORG, ISBN 90-5892-037-2, <http://hdl.handle.net/1765/305>

Knippenberg, D.L. van, *Understanding Diversity*, 12 October 2007, EIA-2007-030-ORG, ISBN 90-5892-149-9, <http://hdl.handle.net/1765/10595>

Kroon, L.G., *Opsporen van sneller en beter. Modelling through*, 21 September 2001, EIA-03-LIS, ISBN 90-5892-010-0, <http://hdl.handle.net/1765/340>

Magala, S.J., *East, West, Best: Cross cultural encounters and measures*, 28 September 2001, EIA-04-ORG, ISBN 90-5892-013-5, <http://hdl.handle.net/1765/284>

Meijs, L.C.P.M., *The resilient society: On volunteering, civil society and corporate community involvement in transition*, 17 September 2004, EIA-2004-024-ORG, ISBN 90-5892-000-3, <http://hdl.handle.net/1765/1908>

Osselaer, S.M.J. van, *Of Rats and Brands: A Learning-and-Memory Perspective on Consumer Decisions*, 29 October 2004, EIA-2003-023-MKT, ISBN 90-5892-074-7, <http://hdl.handle.net/1765/1794>

Pau, L-F., *The Business Challenges in Communicating, Mobile or Otherwise*, 31 March 2003, EIA-14-LIS, ISBN 90-5892-034-8, <http://hdl.handle.net/1765/303>

Peccei, R., *Human Resource Management And The Search For The Happy Workplace*. January 15, 2004, EIA-021-ORG, ISBN 90-5892-059-3, <http://hdl.handle.net/1765/1108>

Pelsser, A.A.J., *Risico en rendement in balans voor verzekeraars*. May 2 2003, EIA-18-F&A, ISBN 90-5892-041-0, <http://hdl.handle.net/1765/872>

Rotmans, J., *Societal Innovation: between dream and reality lies complexity*. June 3 2005, EIA-2005-026-ORG, ISBN 90-5892-105-0, <http://hdl.handle.net/1765/7293>

Smidts, A., *Kijken in het brein, Over de mogelijkheden van neuromarketing*, 25 October 2002, EIA-12-MKT, ISBN 90-5892-036-4, <http://hdl.handle.net/1765/308>

Smit, H.T.J., *The Economics of Private Equity*, 31 March 2003, EIA-13-LIS, ISBN 90-5892-033-X, <http://hdl.handle.net/1765/302>

Stremersch, S., *Op zoek naar een publiek....*, April 15 2005, EIA-2005-025-MKT, ISBN 90-5892-084-4, <http://hdl.handle.net/1765/1945>

Verbeek, M., *Onweerlegbaar bewijs? Over het belang en de waarde van empirisch onderzoek voor financierings- en beleggingsvraagstukken*, 21 June 2002, EIA-09-F&A, ISBN 90-5892-026-7, <http://hdl.handle.net/1765/343>

Waarts, E., *Competition: an inspirational marketing tool*, 12 March 2004, EIA-2003-022-MKT, ISBN 90-5892-068-2, <http://ep.eur.nl/handle/1765/1519>

Wagelmans, A.P.M., *Moeilijk Doen Als Het Ook Makkelijk Kan, Over het nut van grondige wiskundige analyse van beslissingsproblemen*, 20 September 2002, EIA-11-LIS, ISBN 90-5892-032-1, <http://hdl.handle.net/1765/309>

Wynstra, J.Y.F., *Inkoop, Leveranciers en Innovatie: van VOC tot Space Shuttle*, February 17 2006, EIA-2006-027-LIS, ISBN 90-5892-109-3, <http://hdl.handle.net/1765/7439>

