



Aandeelhoudersoriëntatie en integriteit

Auteur(s):

Boot, A.W.A.

De auteur is werkzaam bij McKinsey.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4288, pagina D14, 23 december 2000

Rubriek:

Dossier: Economie en ethiek

Trefwoord(en):

financiële, markten

De behoefte van individuen en bedrijven aan winst lijkt strijdig met ethiek. Inderdaad, gedragsnormen worden flink getest als de kans op groot financieel gewin zich voordoet. Aandeelhouderswaarde als doelstelling blijkt echter goed samen te kunnen gaan met duurzaam ondernemen. Wel is een langere termijn-oriëntatie door de onderneming vereist.

Milton Friedman, een nogal omstreden Nobelprijswinnaar in de economie, zei eens: "The social responsibility of business is to increase profits". Hoe we ook over Friedman mogen denken, gebrek aan duidelijkheid kunnen we hem niet verwijten. Voor Amerika is een dergelijke boodschap niet ongebruikelijk. Maar of er Nederlandse ondernemers te vinden zijn die maatschappelijke verantwoordelijkheid durven koppelen aan zoveel mogelijk winst maken, waag ik te betwijfelen. Toch zijn we heel wat Amerikaanser aan het worden. In een tijdperk van toenemende oriëntatie op aandeelhouders en steeds toegankelijker wordende financiële markten geldt geld verworden tot doelstelling nummer één.

Is of het toenemende belang van de aandeelhoudersoriëntatie een gevaar voor 'corporate responsibility', ofwel maatschappelijke verantwoord ondernemen? Was het niet zo dat de continentaal-Europese stakeholder-benadering een veilig tegenwicht bood tegen excessen? De stakeholder-benadering betekent immers dat de belangen van een brede groep betrokkenen in het ondernemingsbeleid moeten worden meegenomen. Dat zou dan toch beter verenigbaar moeten zijn met maatschappelijke verantwoordelijkheid dan de Angelsaksische aandeelhouderscultuur?

Hieraan parallel loopt de problematiek van persoonlijke gedragsnormen en integriteit. Wat moeten de normen zijn in de huidige wereld waar het financiële, en in het bijzonder de persoonlijke verrijking, wel erg de overhand krijgen? Misschien zijn gedragsnormen niet eens zo zeer het probleem. Ieder van ons kan gevoelsmatig bepalen wat wel en niet door de beugel kan. Ik denk niet eens dat over hoe het hoort grote meningsverschillen bestaan. De handhaving van gedragsnormen is heel wat problematischer. De proliferatie van financiële markten biedt namelijk een ongekeerde toegang tot het grote geld. Problematisch is de ongekeerde persoonlijke verrijking die te verwezelijken is met transacties die de grenzen van onze gedragsnormen tarten.

Financiële markten en persoonlijke integriteit

Financiële markten hebben inderdaad hun problemen. Zij openen de kraan voor het grote geld. En voor heel veel geld zijn velen bereid hun reputatie en eigenwaarde op het spel te zetten. Insiders die snel 'cashen' bij een beursgang en er zelf vandoor gaan (dus een 'lock-up' is nodig: insiders moeten hun aandelen voor enige tijd vasthouden), management-opties toekennen net voordat er goed nieuws te verwachten is (mag natuurlijk niet), opties uitoefenen net voordat er slecht nieuws naar buiten komt (mag ook niet), informatie achterhouden (wie is verantwoordelijk voor de prospectus?) en, nog erger, met inside-informatie handelen in eigen aandelen. Een kleine opsomming van slechts voorbeelden die de dagelijkse praktijk van de financiële markten kenmerken.

We mogen concluderen dat persoonlijke gedragsnormen en integriteit in het nauw kunnen geraken. Geldt dat ook voor corporate responsibility? Staat toenemende aandeelhoudersoriëntatie hiermee op gespannen voet?

Corporate responsibility

Maatschappelijk verantwoord ondernemen is complex en veelzijdig. Het is zoiets als je verantwoordelijk voelen voor de maatschappij, en de bijbehorende verantwoordingsplicht serieus nemen en daar dan ook naar handelen. Een recent conceptadvies van de SER over maatschappelijk ondernemen spreekt over 'waarde scheppen in drie dimensies: profit, people en planet'. Ofwel je moet je stakeholders serieus nemen, en acceptatie verwerven in je omgeving. Het onderwerp is verwant aan het corporate governance-debat. Ook hier zijn openheid, transparantie en het afleggen van verantwoording essentieel.

Maar nu de belangrijke vraag: is een stakeholder-benadering een betere garantie voor maatschappelijk verantwoord ondernemen, en staat een aandeelhoudersoriëntatie dit in de weg? Mijn antwoord is nee. Een aandeelhoudersoriëntatie kan zelfs een betere garantie bieden voor corporate responsibility.

Een belangrijk gezichtspunt is dat maatschappelijk verantwoord ondernemen vaak puur eigen belang is. En hiervoor leent een aandeelhoudersoriëntatie zich. Wat ik hier mee bedoel is dat heel veel 'maatschappelijk verantwoorde' zaken uit puur eigen belang

worden nagestreefd. Zelfs in Milton Friedman's schokkerende gedachtewereld zou het heel goed kunnen zijn dat ondernemingen zich maatschappelijk verantwoord gedragen. Immers hoe maak je ongestoord winst? Juist door je omgeving niet tegen je in het harnas te jagen. Het in minachting van je omgeving vervuilen van lucht en water is in deze tijd van mondige burgers een stupiditeit. Ongestoord winst maken doe je juist door er alles aan te doen dat je omgeving zich niet stoort aan je aanwezigheid.

Stakeholder-oriëntatie beter?

Maar hoe zit het met corporate responsibility bij een stakeholder oriëntatie? Een belangrijke stakeholder is de werknemer. En in een stakeholder-oriëntatie komt deze nadrukkelijk aan bod. Het is dus interessant de vraag te stellen hoe zijn belangen zich verhouden tot die van de aandeelhouders. En, meer specifiek, wie heeft het grootste belang bij het maatschappelijk bewustwordingsproces waarvoor ondernemingen hun ogen hebben geopend? Werknemers hebben ongetwijfeld een groot belang. Als werknemer zult u aangesproken worden op de gedragingen van de onderneming. Dus een werknemer zal zeker belang hebben bij het maatschappelijke bewustwordingsproces van de onderneming waarvoor hij werkt. Hoe verhoudt zich dit tot het belang dat de aandeelhouder heeft? En meer specifiek, wie heeft een groter belang? De aandeelhouder of de werknemer? Het juiste antwoord is mijns inziens dat bij corporate responsibility de aandeelhouder twee keer wint en de werknemer één keer. Corporate responsibility is dan ten principale een belang voor de aandeelhouder.

Laat ik dit toelichten in de context van Shell. Het imago van Shell is van eminent belang voor haar license-to-operate (eigen terminologie van Shell). Dit geeft maatschappelijke acceptatie en een grotere flexibiliteit in het opereren. Dit zijn zaken die in het belang zijn van werknemer en aandeelhouder. Maar de aandeelhouderswaarde hangt in toenemende mate af van de voldoening en kwaliteit van werknemers. Aandeelhouderswaarde is in belangrijke mate de waarde van het menselijk kapitaal van de onderneming. Dit laatste wordt bepaald door de voldoening en de bereidheid van werknemers om relatiespecifieke investeringen te doen in 'hun' onderneming¹. Deze worden positief beïnvloed door corporate responsibility. Menselijk kapitaal, en juist dat relatiespecifieke menselijk kapitaal, is een sleutelbezit van de moderne onderneming. Dus aandeelhouderswaarde is grotendeels menselijk kapitaal. Dat betekent dat maatschappelijke acceptatie van een onderneming, een afgeleide van corporate responsibility, zowel een direct effect op de aandeelhouderswaarde heeft (veel grotere flexibiliteit in haar opereren) als een indirect effect via een verhoging van de waarde van haar menselijk kapitaal. Dus het streven naar aandeelhouderswaarde, als je het extreem stelt, zou wel eens de juiste doelstelling kunnen zijn voor het bewerkstelligen van corporate responsibility. Dit betekent dat we heel genuanceerd moeten denken over aandeelhouderswaarde.

Puur eigen belang

Hoe mooi dit ook klinkt, het betekent wel dat maatschappelijke verantwoordelijkheid is teruggebracht tot puur (economisch) eigen belang. En, inderdaad, een aandeelhoudersoriëntatie helpt dan omdat deze eenduidig op winst is gericht. Maar hoezeer maatschappelijke verantwoordelijkheid ook parallel mag lopen met winst maken, niemand zal ontkennen dat ze op bepaalde momenten strijdig kunnen zijn. Waar het goed zou moeten gaan is bij gezonde ondernemingen die niet alleen vandaag maar ook morgen willen bestaan. Hun handelen vandaag wordt in de hand gehouden door de goede reputatie die hen morgen van pas zou kunnen komen. Een bedrijf op de rand van de afgrond zal weinig moeten hebben van maatschappelijke verantwoordelijkheid: alleen het op korte termijn overleven telt.

'Fly-by-night-operators', snel rijk en dan weg, zijn een andere zorgwekkende categorie. Waarom een reputatie opbouwen als je door de kantjes ervan af te lopen heel snel rijk kunt worden? Corporate responsibility en persoonlijke integriteit zijn dus verre van vanzelfsprekend. Inderdaad, de flitsende wereld van de financiële markten, met de toegang tot heel veel geld, zet zaken op scherp: als het om snel en veel geld gaat worden de grenzen van het fatsoen afgetast.

Regelgeving

De traditionele maatschappelijke 'checks' en 'balances' zijn niet opgewassen tegen het grote geld. Regels, toezichthouders en andere politie-agentjes zijn nodig om de verleidingen van het grote geld in goede banen te doen leiden. En hier zit het echte probleem: wij hebben de markt geïntroduceerd maar niet de bijbehorende regels en politie-agentjes.

De dominantie van financiële markten vereist hele grote transparantie en streng toezicht. De Amerikanen liggen voor. Zij hebben veel geleerd van de schandalen van de jaren tachtig. In een zeer geruchtmakend boek van tien jaar geleden, *Den of thieves*, beschrijft James Stewart de excessen en concludeert dat '...the scandals of the 1980s underscore the importance of the securities laws and their vigorous enforcement'.

De Amerikaanse toezichthouder op de financiële markten, de SEC, heeft sindsdien een ongekennde macht en prestige verworven. Wij liggen tien jaar achter. De Nederlandse toezichthouder op de financiële markten, de STE, staat pas net in de steigers. In het geval van WOL was ze in geen velden of wegen te zien. Misschien is er een excuus: een apparaat opbouwen en prestige verwerven kost tijd. Maar laat de STE zich realiseren dat een veel actievere rol gewenst is. Zij moet financiële excessen voorkomen om zo de integriteit van de financiële markten te waarborgen. Een mooi bijproduct is dat dan ook de aandeelhoudersoriëntatie een stuk meer verenigbaar wordt met corporate responsibility.

1

Je kunt als werknemer specifieke 'skills' hebben die voor je huidige werkgever ideaal zijn (deze worden ontwikkeld door relatiespecifieke investeringen), je kunt ook marketable skills hebben (weinig relatiespecifiek; denk aan investment bankers die elke dag van baan veranderen).