

# Herstel kapitalisme vergt andere prikkels en publieke verantwoording bedrijven

Het aandeelhouderskapitalisme gaat onherroepelijk ten koste van mens, milieu en klimaat. Het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders spoort ondernemingen aan tot maatschappelijk onverantwoord gedrag. Dat creëert een kloof tussen het bedrijfsleven en de samenleving. Ingrijpen is onvermijdelijk – maar hoe?

## IN HET KORT

- Een hervorming van het (aandeelhouders)kapitalisme vergt andere economische prikkels en meer publieke verantwoording.
- Onder meer een progressieve winstbelasting en de afschaffing van de renteaftrek verbeteren de prikkels van bedrijven.
- De publieke verantwoording door bedrijven kan verbeterd worden door onder meer de rapportageplicht uit te breiden.

## KEES COOLS

Fellow aan het department of public governance van Tilburg University

## BERNARD TER HAAR

Consultant van ABDTOPconsult bij het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties

## JAAP DE KEIJZER

Advocaat bij Forest Flint

Op [www.esb.nu](http://www.esb.nu) vindt u een samenvatting van dit artikel, inclusief adhesieverklaringen

**D**e Amerikaanse bedrijfselite en vrijwel alle Nederlandse politieke partijen hebben – althans in woorden – afscheid genomen van het aandeelhouderskapitalisme, waarin het management van ondernemingen fungeert als zetbaas van de aandeelhouders (Claassen en Cools, 2021; Cools, 2021, in dit nummer). Zo vindt de VVD dat bedrijven de balans moeten herstellen tussen “winst maken en de samenleving dienen”, en dat de rol van de staat moet worden versterkt.

Tegelijkertijd besteden veel ondernemingen in toenemende mate aandacht aan duurzaamheid, en zijn ze zich meer en meer bewust van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid (Liang en Renneboog, 2021; Porter en Kramer, 2011). Ook werkgeversvereniging VNO-NCW wil in haar nieuwe *Visie 2030* “de kloof met de maatschappij dichten, door een duurzame en inclusieve samenleving te waarborgen” (VNO-NCW, 2021).

Desondanks blijven veel maatschappelijke en economische problemen bestaan, of nemen zelfs toe (Claassen en Cools, 2021), terwijl overheden het bedrijfsleven de hand boven het hoofd houden (wat Boot (2021) het ‘zonnebloemkapitalisme’ noemt). Hierdoor is er een groeiende kloof ontstaan tussen het grotere bedrijfsleven en de samenleving. Tijdens de coronacrisis is het maatschappelijk disfunctioneren van het grootbedrijf nog eens extra zichtbaar geworden, zoals bijvoorbeeld door ‘s werelds 32 meest winstgevendende bedrijven die in 2020 tot september 94 pro-

cent van hun 195 miljard dollar winst hebben uitgekeerd aan aandeelhouders en aan Covid-19 slechts 0,5 procent hebben besteed (Oxfam International, 2020).

Mede daardoor zijn steeds meer economen ervan overtuigd dat het aandeelhouderskapitalisme verlaten dient te worden (kader 1). Maar wat is daarvoor nodig? In dit artikel doen we enkele voorstellen.

## Twée ontwrichtende pijlers

Het anders organiseren van ons economische systeem zal niet meevallen, want het aandeelhouderskapitalisme kent twee hardnekkige en maatschappelijk ontwrichtende pijlers.

Ten eerste het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders, waartegen bedrijven vrijwel nooit ‘nee’ durven te zeggen (Fuller en Jensen, 2010). Deze ‘gesel van de beurs’ leidt ertoe dat het vrijwel nooit voorkomt dat bedrijven beslissingen nemen ten gunste van een of meerdere stakeholders die ten koste gaan van het aandelenrendement. Zolang dit niet wordt aangepakt, zullen de belangen van andere stakeholders en de samenleving achtergesteld blijven bij die van de aandeelhouders, en zullen de CEO’s zich de gevangenen blijven voelen van beleggers (Cools, 2021).

Het tweede fundamentele probleem is dat het afwentelen van externe kosten op stakeholders en de samenleving door kapitaalmarkten juist wordt beloond, in plaats van afgestraft. Het afwentelen van kosten op de samenleving verhoogt immers de winst, en daarmee ook de aandelenkoersen.

Sinds het befaamde artikel van Milton Friedman ‘The social responsibility of business is to increase its profits’ (Friedman, 1970), zegt de economische standaardtheorie dat de overheid en niet het bedrijfsleven verantwoordelijk is voor het voorkomen van kostenafwenteling op de samenleving en het aanpakken van marktfalen en (sociale) ongelijkheid (Bénabou en Tirole, 2010). De overheid moet door middel van wetgeving (zoals minimumloon, milieuwetten en -heffingen, belastingen, ziektewet, verbod op kinderarbeid, witwasregels, stakingsrecht) ondernemingen zien te dwingen om zo min mogelijk maatschappelijke schade aan te richten en om marktfalen te repareren.

Die rolverdeling – een beslist amoreel systeem – wordt door de samenleving niet langer geaccepteerd. Bedrijven die onvoldoende verantwoordelijkheid dragen voor hun eigen handelen vervreemden zich van de samenleving.

Deze schadelijke gevolgen van het aandeelhouderskapitalisme moeten worden aangepakt. In het verleden heeft

de overheid vaak ingegrepen om ongewenste maatschappelijke effecten van de vrijmarkteconomie te bestrijden, zoals met het verbod op kinderarbeid (1874), de leerplichtwet (1900, 1960, 1975), verplichte jaarrekeningen (1928/29, 1970), ouderdomsvoorziening (1947), stakingsrecht (1967, 2015), milieuwetgeving (vanaf 1970), consumentenbescherming (vanaf 1975), mededingingswet (1997), code goed ondernemingsbestuur (2004), et cetera. Tegenwoordig wordt van ondernemingen verwacht dat zij zich ook zelf ook verantwoordelijk voelen en maatregelen nemen.

## Remaking the corporation

Er zijn in het algemeen verschillende manieren om misstanden en ongewenste gedragingen aan te pakken. Op de eerste plaats kan dat op basis van vrijwilligheid, door een beroep te doen op ieders verantwoordelijkheid (bijvoorbeeld het *Creating Shared Value*-voorstel van Michael Porter (Porter en Kramer, 2011), de optionele *Benefit Corporation* in de Verenigde Staten of een moreel appel op het burgerschap) of middels zelfregulering (zoals de Nederlandse Corporate Governance Code of de gedragscodes van beroepsgroepen).

Als dat niet werkt, resteert er wet- en regelgeving. Daarbinnen bestaan er vier modaliteiten met een toenemende mate van dwang: een open norm (zoals redelijkheid en billijkheid, of maatschappelijke (on)zorgvuldigheid bij onrechtmatige daad), prikkels (belastingen, heffingen, subsidies), verplichte verantwoording (zoals de plicht tot een jaarrekening of van kwaliteitsregistraties in zorginstellingen) of de klassieke *command-and-control*-wetgeving, waarbij bepaald gedrag concreet wordt verboden of verplicht (zoals veiligheids- en milieueisen of arbovoorschriften).

Bij het inzetten en selecteren van de vier wettelijke varianten voor het oplossen van maatschappelijke problemen, zoals de gevolgen van het aandeelhouderskapitalisme, moet er ernstig rekening gehouden worden met het inzicht van Emile Durkheim: “Als de zeden volstaan, zijn wetten overbodig; als de zeden ontbreken, zijn wetten onuitvoerbaar.” Het bloed kruipt waar het niet gaan kan, en als men niet van goede wil is en verkeerde motieven heeft dan zal men altijd proberen om de wet te ontduiken en op zoek gaan naar de mazen in de wet. Omdat handhaving dikwijls ingewikkeld en kostbaar is, reageert de wetgever daarop meestal met (gedetailleerdere) reparatiewetgeving, met dientengevolge nog meer mazen, enzovoort.

De eerste wettelijke variant, een open norm (zoals het voorstel van Winter et al. (2020) voor een ‘verantwoordelijke vennootschap’), biedt waarschijnlijk weinig soelaas. Het pakt niet de fundamentele problemen aan van het onbegrensde rendementsstreven en de kostenexternalisering; het creëert onvoorspelbaarheid en rechtsonzekerheid (het aantal denkbare casussen is enorm), en het zal daarmee ook tot vele rechtszaken kunnen leiden – een *lawyers’ paradise* – en geeft ruim baan aan Durkheims zedeloosheid.

Het andere uiterste, *command-and-control*-wetgeving, moeten we zo veel mogelijk zien te voorkomen vanwege het rigiditeitsprobleem van dergelijke wetgeving, de economische inefficiënties als verschillende bedrijven over dezelfde kam worden geschoren, onbedoelde neveneffecten, de vaak hardnekkige nalevingsproblemen, en vanwege Durkheims waarschuwing voor ontduiking en ontwijking.

## Schuivend denken onder economen

KADER 1

Het aandeelhouderskapitalisme vormde lang centraal onderdeel van de mainstream-economie, maar het denken onder vooraanstaande economen is aan het schuiven. Zo beargumenteren Nobelprijswinnaar Oliver Hart en Luigi Zingales (voormalig president van de American Finance Association) dat het bestrijden van negatieve externe effecten zeker niet altijd moet worden overgelaten aan de overheid, omdat het politieke proces niet efficiënt is, vanwege *regulatory capture* (de politieke (lobby)macht van grote bedrijven), en omdat sommige externaliteiten nauwelijks door wetgeving te bestrijden zijn, zoals het respectvol behandelen van werknemers. Waar overheden tekortschieten kunnen externe effecten bestreden worden door bepaalde (institutionele) aandeelhouders, die ethische en sociale overwegingen hebben bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen (Hart en Zingales, 2017).

Hart en Zingales komen tot de conclusie dat ondernemingen niet langer moeten streven naar maximalisering van de marktwaarde, maar naar maximalisering van het welzijn van aandeelhouders (*shareholder welfare*). Magill et al. (2015) laten met hun stakeholder-theorie zien dat in een evenwichtssituatie het maximaliseren van de eigendomsrechten van werknemers en klanten economisch optimaal is, waarbij de onderneming niet het welzijn nastreeft van alleen de aandeelhouders, maar dat van alle stakeholders.

Ook bijvoorbeeld Roland Bénabou en Nobelprijswinnaar Jean Tirole beargumenteren dat stakeholders en bedrijven zelf soms beter gepositioneerd zijn dan de overheid om bepaalde vormen van marktfalen, ongelijkheid en externaliteiten te bestrijden – en breken daarmee een lans voor *corporate social responsibility*-activiteiten door bedrijven en voor *socially responsible investments* door beleggers (Bénabou en Tirole, 2010). Dat institutionele aandeelhouders in staat kunnen zijn om CSR-impact te hebben bij bedrijven, laten Chen et al. (2020) zien. Bénabou en Tirole defi-

niëren *corporate social responsibility* (CSR) als “sacrificing profits in the social interest”. Dat is cruciaal.

Een klassiek argument pro aandeelhouderskapitalisme is dat één doelstelling (aandelenrendement) effectiever is dan meerdere doelstellingen, onder andere omdat het maximaliseren van meerdere doelstellingen logisch onmogelijk zou zijn (Jensen, 2001, empirisch ondersteund door Cools en Van Praag, 2001). Dixit (1997) stelt daarnaast dat meerdere doelstellingen met minder sterke (financiële) prikkels gepaard gaan.

De klassieke pro-aandeelhoudersredenering kent echter enkele grote zwakheden. De maatschappelijke en economische kosten en problemen die gepaard gaan met één (aandeelhouderswaarde)doelstelling zijn gigantisch (Claassen en Cools, 2021). Daarnaast creëren sterke prikkels/targets grote perverse effecten in de vorm van onethisch gedrag, *gaming*, frauderen en verlies aan integriteit (waarbij zelfs dodelijke slachtoffers kunnen vallen, zie Acemoglu et al. (2020)). Bovendien is de realiteit nu eenmaal dat bedrijven een maatschappelijke verantwoordelijkheid hebben.

Het zou, bijvoorbeeld, ook veel simpeler zijn om kinderen op te voeden op basis van slechts één doelstelling, zoals alleen te kijken naar rapportcijfers, of lief en eerlijk zijn, of (geen) alcohol en drugs gebruiken, of je eten opeten zonder te zeuren en dan braaf afruimen en de afwas doen. Er is echter geen ouder die dat zal overwegen, ook al zouden er dan hele sterke (financiële) prikkels gebruikt kunnen worden voor dochter- en zoonlief om die ene doelstelling na te streven (die vervolgens door diezelfde kinderen geperverteerd zullen worden).

Ook Dixit (1997) onderkent dit probleem, wanneer hij stelt dat “we have multi-principal politics for a reason, namely, to provide checks and balances against biased or arbitrary exercise of power”. En zo is het ook met ondernemingen, ze hebben meerdere principes/stakeholders, for a reason.

Dan resteren er prikkels en verplichte publieke verantwoording (*disclosure*) om het aandeelhouderskapitalisme te hervormen. Het creëren van de juiste economische prikkels en het eisen van verantwoording zien we als een onderdeel van één project: *Remaking the corporation*.

## Prikkels

Ter verbetering van de economische prikkels stellen we voor: het invoeren van een progressieve winstbelasting, het afschaffen van de renteaftrek en het aanpakken van belastingontwijking door multinationals.

## Progressieve winstbelasting

Ten eerste moet het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders worden beteugeld. Dit raakt het fundament

van ons kapitalistische systeem en is daarom ook niet eenvoudig, maar wel noodzakelijk. Om het rendementsstreven te helpen beteugelen zouden we een progressieve winstbelasting kunnen invoeren (zoals we ook progressieve inkomstenbelasting kennen, sinds 1914) – hoe hoger de winstgevendheid, des te hoger het belastingpercentage. Winstgevendheid is een relatief begrip, waarbij de operationele winst gerelateerd moet worden aan het geïnvesteerd vermogen (voor industriële ondernemingen) of aan de omzet (voor handels- en dienstverlenende ondernemingen). Naarmate het rendement op geïnvesteerd vermogen of rendement op omzet hoger wordt, neemt dan het winstbelastingpercentage toe.

Een progressieve winstbelasting is een mes dat aan twee kanten snijdt. Het dempt het onbegrensde rendementsstreven van aandeelhouders. En daarnaast vergroot het de prikkel om (extra) winst te investeren in bijvoorbeeld eigen werknemers, relaties met leveranciers, de lokale omgeving of klanten, en het milieu of klimaat. Daarmee wordt het creëren van negatieve externe effecten ingedamd.

Progressieve winstbelasting is geen revolutionair idee. In 1980 is dat onderzocht door De Kam et al. (1980). En het IMF noemde progressieve winstbelasting recent nog als een middel om de toenemende marktmacht van ondernemingen te beperken (IMF, 2019). Ook blijkt het een stimulans te zijn voor startende ondernemingen (Bacher en Brühlhart, 2013).

### Afschaffen renteaftrek

Ten tweede zou de economisch ongefundeerde en perverse prikkel van overheidssubsidie op schuldfinanciering door de renteaftrek moeten worden geëlimineerd. Voor een ongelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen is er geen enkele economische rechtvaardiging. Bovendien, een van de grootste economische risico's en de belangrijke oorzaak van vrijwel alle financiële crisissen is een te hoge schuldfinanciering, zowel bij bedrijven als bij banken. Een negatief extern effect daarbij is dat de faillissementskosten worden afgewenteld op de werknemers, leveranciers, klanten en overige stakeholders. Bovendien leidt overmatige schuldfinanciering tot het probleem van *debt overhang*, waardoor er waarde creërende investeringen op de plank blijven liggen (Myers, 1977).

Schaf daarom de perverse renteaftrek af. Dan kan tegelijkertijd het winstbelastingpercentage over de hele linie omlaag. Gezien de huidige extreem lage rentestand is de timing daarvoor uitstekend.

Met ingang van 1 januari 2019 is er in Nederland een renteaftrekbeperking (ook wel *earnings stripping*-maatregel genoemd) van kracht, die de aftrekbaarheid van het saldo aan rentes uitsluit boven een miljoen, of dertig procent van de winst (EBITDA). Ook de VS, het VK en Frankrijk kennen lichte beperkingen van de renteaftrek.

Een beperking van de renteaftrek is echter onvoldoende, onnodig complex, en in de internationale verhoudingen vaak gemakkelijk te omzeilen. Een internationale afschaffing van renteaftrek is het meest simpele en effectieve – en economisch en maatschappelijk optimaal.

### Aanpakken belastingontwijking

Een andere pijnpunt is de belastingontwijking door multinationals. EU-landen lopen daardoor jaarlijks tot zo'n 190

miljard euro aan winstbelasting mis, en de VS 135 miljard (Dover et al., 2015). Dit vergroot de ongelijkheid tussen grote, multinationale ondernemingen met veel politieke en economische (markt)macht en nationaal opererende ondernemingen, en is een belangrijke oorzaak van maatschappelijke onvrede.

Zowel de EU-plannen als de verkiezingsprogramma's van VVD, CDA, PvdA, GroenLinks, D66 en CU bevatten voorstellen voor minimale vennootschapsbelastingtarieven aangaande multinationals en/of het belasten van winst in de landen waarin de winst daadwerkelijk gerealiseerd wordt (Claassen en Cools, 2021).

Een relatief minder zware, maar niettemin kostbare, schadelijke fiscale praktijk is het bestaan van twee jaarrekeningen – de commerciële en de fiscale. De fiscale jaarrekening is overbodig, deze creëert complexiteit en biedt met name grotere ondernemingen de mogelijkheid om hun winst(belasting) te drukken. Dus schaf die fiscale jaarrekening gerust af – één jaarrekening volstaat en is eerlijker, goedkoper en economisch efficiënter.

### Verantwoording

Naast de juiste economische prikkels is er bij bedrijven meer maatschappelijke verantwoording nodig. Vermijd, indachtig Durkheim, de klassieke *command-and-control*-dwangwetgeving gezien de enorme variëteit ongewenste gedragingen, en laat de maatschappelijke krachten (zoals klanten, burgerinitiatieven, beleggers, actiegroepen en ngo's) zo veel als het kan hun disciplinerende werk doen.

Voorwaarde voor effectieve maatschappelijke druk is dat ondernemingen eerlijk en duidelijk vertellen wat hun missie is en hun (maatschappelijke) doelstellingen zijn – of *purpose* zoals dat tegenwoordig heet – en in welke mate ze dat weten te realiseren. Hier is verbetering noodzakelijk.

### Rapportageplicht

Bedrijven zouden verplicht moeten worden om ten minste jaarlijks helder en nauwkeurig uiteen te zetten wie ze zijn en wat ze doen. Dat betreft dan hun financiële en maatschappelijke doelstellingen met betrekking tot aandeelhouders, eigen werknemers, de gemeenschap waarin men opereert, klimaat, milieu, sociale ongelijkheid, circulaire prestaties et cetera – en zeker ook welke externe kosten men veroorzaakt en wat daaraan gedaan wordt. En om dan vervolgens aan alle stakeholders verantwoording daarover af te leggen.

Dergelijke transparantie en verantwoording moet ertoe bijdragen dat ondernemingen die externe kosten verder zullen terugdringen (mede onder druk van de geïnformeerde stakeholders), en dat de resterende externe kosten zo veel mogelijk worden meegenomen in de (kost)prijzen.

D66 heeft voorstellen uitgewerkt voor onder meer een rapportageplicht voor ondernemingen van maatschappelijke effecten en (duurzaamheids)risico's, een digitaal impactregister voor producten, en een Agentschap Externe Effecten dat de bevoegdheid krijgt om eerlijke prijsberekeningen te verlangen (Claassen en Cools, 2021).

Ook de overheid onderneemt stappen richting de transparantie van externaliteiten en reële prijsvorming, getuige een survey die nota bene het Ministerie van Landbouw, Natuur en Visserij onlangs heeft uitgezet, over de

haalbaarheid en effectiviteit van het (communiceren en/of) doorberekenen van verschillende varianten van de *ware prijs* op voedingsmiddelen.

Naast de overheid kunnen ook alle andere stakeholders de ondernemingsbestuurders helpen om – overeenkomstig hun wettelijke taak – tegendruk te geven tegen monomaan rendementsstreven van aandeelhouders, mits bedrijven transparant zijn (over de externe effecten van) hun handelen.

### Internationale rapportagestandaarden

Voor inzicht in externe effecten en *true pricing* zijn er internationale standaarden nodig. Na tien jaar gescheiden opereren hebben in september 2020 IIRC en SASB, twee belangrijke internationale organisaties op het gebied van *integrated reporting*, besloten om te fuseren, en zijn ze met drie andere (GRI, CDP en CDSB) een convergentieproject gestart om te komen tot internationale rapportagestandaarden voor bedrijven. En heeft de IFRS Foundation besloten om een *Sustainability Standards Board* op te richten. Daarbij is er nog een lange weg te gaan; reden te meer om daar maximale internationale druk op te zetten, vanuit nationale overheden, de Europese Unie en de Verenigde Naties.

### Verplichte beleggingsdoelstellingen

Bij het afleggen van verantwoording aan alle stakeholders blijft de rol van aandeelhouders cruciaal. Behalve door progressieve belastingen kunnen de monomane rendementsdruk op bedrijven en de perverse financiële prikkel om kosten af te wentelen op de samenleving worden beperkt door institutionele beleggers te verplichten om aan te geven wat hun beleggingsdoelstellingen zijn en welke ESG-criteria (*environmental, social and governance*) er worden gehanteerd. Zo kunnen beleggers ook ter verantwoording worden geroepen als zij dit niet in praktijk brengen in de dialoog met ondernemingsbesturen.

De EU heeft de eerste concrete stappen op dit pad gezet. De richtlijn *Sustainable Finance Disclosure Regulation* verplicht institutionele beleggers (met uitzondering van zorg- en schadeverzekeraars), vermogensbeheerders en beleggingsfondsen, tot transparantie omtrent de wijze waarop duurzaamheidsrisico's zijn geïntegreerd in het beleggingsbeslissingsproces en over de negatieve impact van financiële producten aangaande ESG-factoren. Ter bevordering van duurzame beleggingen bevat de Taxonomieverordening van de EU een verplicht classificatiesysteem voor ecologisch duurzame activiteiten en sociale rechten.

Hoewel dit bemoedigende eerste stappen zijn, is er nog veel werk te doen. De Taxonomieverordening bevat nog geen governance-elementen en nauwelijks sociale criteria, ondernemingen zijn nog niet verplicht om op consistente en vergelijkbare wijze over ESG-factoren te rapporteren, en de EU-regels hebben geen werking buiten de EU.

Ondertussen neemt wel het aantal institutionele beleggers toe dat de in 2006 door de VN ontwikkelde *Principles for Responsible Investment* (PRI) hanteert – in augustus 2020 hadden 3.300 beleggingsinstellingen, met een gezamenlijk belegd vermogen van 100 biljoen dollar, de principes ondertekend. En in 2018 was 49 procent van het totale belegd vermogen in Europa duurzaam belegd,

versus 26 procent in de VS en 51 procent in Canada (Abma en Gruijters, 2020). Daarbij zij aangetekend dat er nog heel veel te verbeteren valt qua kwaliteit en uniformiteit van de onderliggende metingen.

### Tot besluit

Al met al misschien een vrij simpel voorstel, zult u zeggen. Positieve prikkels invoeren, perverse prikkels elimineren, en vervolgens zorgvuldig vertellen wie je bent en wat je wilt – en wat je vervolgens concreet realiseert, teneinde maatschappelijke schade te voorkomen. En gelijk heeft u. Maar tussen droom en daad staan momenteel – wereldwijd – zowel ons economische systeem als de prikkels in de weg. Dus hoog tijd voor *Remaking the corporation*.

### Literatuur

- Abma, R. en R.J. Gruijters (2020) Duurzaam beleggen in het licht van Europese regelgeving. *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 10, 480–486.
- Acemoglu, D., L. Fergusson, J. Robinson et al. (2020) The perils of high-powered incentives: evidence from Colombia's false positives. *American Economic Journal: Economic Policy*, 12(3), 1–43.
- Bacher, H.U. en M. Brühlhart (2013) Progressive taxes and firm births. *International Tax and Public Finance*, 20, 120–168.
- Bénabou, R. en J. Tirole (2010) Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Boot, A. (2020) De ontsparingen van het zonnebloemkapitalisme: de overheid past andere rol. Artikel op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl).
- Chen, T., H. Dong en C. Lin (2020) Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483–504.
- Claassen, R. en K. Cools (2021) Politieke partijen zetten in op reparatie kapitalisme, ESB, 106(4794), 106–109.
- Cools, K. (2021) Afscheid van aandeelhouderskapitalisme vereist beperking van het rendementsstreven. ESB, 106(4795), 122–125.
- Cools, K. en M. van Praag (2001) Meerdere doelstellingen is geen doelstelling. ESB 86(4321), 644–649.
- Dixit, A. (1997) Power of incentives in private versus public organizations. *The American Economic Review*, 87(2), 378–382.
- Dover, R., B. Ferrett, E. Jones en S. Merler (2015) *Bringing transparency, coordination and convergence to corporate tax policies in the European Union*. Europees Parlement, Research Paper, oktober. Te vinden op [op.europa.eu](http://op.europa.eu).
- Friedman, M. (1970) The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13 september.
- Fuller, J. en M.C. Jensen (2010) Just say no to Wall Street: putting a stop to the earnings game. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 59–63.
- Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2(2), 247–275.
- IMF (2019) *World Economic Outlook: growth slowdown, precarious recovery*. IMF Rapport, april.
- Jensen, M.C. (2001) Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21.
- Kam, C.A. de, W.A. Vermeend en R. Goudriaan (1980) Progressieve vennootschapsbelasting? ESB, 65(3256), 628–633.
- Liang, H. en L. Renneboog (2021) Corporate social responsibility and sustainable finance. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*, te verschijnen. Tekst te vinden op [oxfordre.com](http://oxfordre.com).
- Magill, M., M. Quinzii en J.-C. Rochet (2015) A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685–1725.
- Myers, S.C. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Oxfam International (2020) *Power, profits and the pandemic: from corporate extraction for the few to an economy that works for all*. Oxfam Policy Paper, 10 september.
- Porter, M.E. en M.R. Kramer (2011) Creating shared value; how to reinvent capitalism – and unleash a wave of invention and growth. *Harvard Business Review*, januari-februari, 62–77.
- VNO-NCW (2021) *Ondernemen voor brede welvaart: naar nieuw Rijlands samenspel*. VNO-NCW Agenda NL 2030, februari.
- Winter, J.W., J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink et al. (2020) Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer. *Ondernemingsrecht*, 2020(86), 471–474.