

Voorbij Friedmans assumpties, naar een duurzaam kapitalisme

KEES COOLS

Fellow aan Tilburg
University

Het aandeelhouderskapitalisme werd via de economische wetenschap een dominante ideologie. Die ideologie strookt echter niet met de economische theorie. Markt- en overheidsfalen creëren externaliteiten en ongelijkheid. Naast ondernemingen met hun directe stakeholders en de overheid zou ook de civil society zich beter moeten organiseren om te helpen welvaart voor iedereen te creëren.

IN HET KORT

- ▶ Milton Friedmans ideologie dat de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen het maximaliseren is van winst, is economisch niet valide.
- ▶ Markt- en overheidsfalen, gevoed door ondermeer incomplete contracten, laten aandeelhouders profiteren van externaliteiten en benadelen stakeholders.
- ▶ Als markt en overheid niet kunnen zorgen voor een Pareto-optimale welvaartsverdeling van het door stakeholders gecreëerde surplus, dan moet ook de *civil society* zich daarvoor beter inspannen.

Westerse samenlevingen en ook de Nederlandse politiek zeggen afscheid te willen nemen van het neoliberalisme en van het daarin besloten aandeelhouderskapitalisme (Claassen en Cools, 2021; Fukuyama, 2022). Maar wat zegt de economische theorie over Friedmans ideologie? En wat is er nodig om een Pareto-optimale welvaart voor iedereen te creëren?

FRIEDMANS DOCTRINE OP DRIJFZAND?

De fameuze doctrine van Milton Friedman over de doelstelling van ondernemingen luidt dat *“the social responsibility of business is to increase its profits”* (Friedman, 1970). En omgekeerd stelt hij dat *corporate social responsibility* is een *“fundamentally subversive doctrine”*. In de jaren daarna heeft die doctrine via de agency-theorie en de business schools een weg gevonden naar het bedrijfsleven, en mede dankzij Reagano-

mics en Thatcherism (beide met Friedman als adviseur) ook breder in de westerse samenleving. En dat niet alleen in de VS en het VK maar ook in Nederland (Cools, 2021).

Friedmans ideologie veronderstelt echter een quasi-perfekte *Arrow-Debreu*-economie met complete markten en de afwezigheid van agency-problemen, geen incomplete contracten met daarbij disfunctionele zeggenschapsrechten (*property/control rights*) en *hold-up*-problemen, geen pro-sociale aandeelhouders en een overheid die externaliteiten voorkomt. Uitgaande van deze veronderstellingen leidt Friedmans aandeelhouderkapitalisme inderdaad tot een Pareto-optimale welvaartsverdeling. Maar zo zit de wereld niet in elkaar.

MARKTFALEN; DE ECONOMISCHE REALITEIT

Friedman (1970) abstraheert, hoe kan het ook anders, van verschillende economische ‘imperfecties’ die in latere jaren zijn onderkend en onderzocht. Op de eerste plaats informatieasymmetrie en belangentegenstellingen, de hoekstenen van de agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976), waarmee Friedmans ideologie geformaliseerd en versterkt werd, en die een nieuw fundament legde onder de economische wetenschap. Het primaire agency-probleem was dat managers (als agenten) niet altijd de belangen van hun aandeelhouders (de principalen) behartigen. Dat gaat ten koste van de winst, en dus van marktwaarde. In de agency-traditie van aandeelhouderswaarde luidt de klassiek geworden definitie van corporate governance “*the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*” (Shleifer en Vishny, 1997).

De agency-theorie is compatibel met Friedmans doctrine waarin aandeelhouderswaarde het ondernemingsdoel is. Dat geldt niet voor andere ‘imperfecties’ of de theorieën die daarop gebaseerd zijn. Een imperfectie die niet strookt met Friedmans doctrine zijn incomplete contracten, in eerste instantie geanalyseerd door Grossman en Hart (1986) en Hart en Moore (1990), ook wel genoemd de *property rights theory*. Wanneer zich situaties voordoen die niet contractueel zijn vastgelegd, zal doorgaans de eigenaar van de betreffende activa (bijvoorbeeld de eigenaar van productiegoederen) op

basis van de zogenaamde residuaire zeggenschapsrechten (*residual control rights*) kunnen beslissen wat er dan gebeurt, waardoor de andere contractpartijen ernstig benadeeld kunnen worden. Die zullen daarop anticiperen, en zich al bij voorbaat niet optimaal inspannen (zogenaamde onderinverseringen). Dat verlaagt de waarde van de onderneming.

Een van de eerste gerenommeerde economen die de controverse tussen aandeelhouderswaarde en stakeholderswaarde oppakte was Nobel-laureaat Jean Tirole in zijn voorzittersrede in 1998 voor de *Econometric Society* (Tirole, 2001). Hij formuleerde, “*perhaps unconventionally for an economist*”, een bredere definitie van corporate governance: “*the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders*”. Hij analyseerde de controverse op basis van optimale *management incentives* (prestatiebeloning en promotieprikkels) en zeggenschapsrechten, en noemde als voordelen van het aandeelhouderswaarde-paradigma ten eerste het beperken van het verlies van winst door agency-problemen, ten tweede meer focus en scherpere prikkels voor managers en ten derde minder impasses bij besluitvorming. Dat is in lijn met Dixit (1997) en Jensen (2002), empirisch ondersteund door Cools en Van Praag (2001), die stellen dat één (ondernemings)doelstelling gepaard gaat met efficiëntere (financiële) prikkels.

Tirole onderkent ook de aanzienlijke nadelen. Als grootste probleem van aandeelhouderswaarde noemt hij ‘vertekende besluitvorming’ (*biased decision-making*), leidend tot “*important externalities and some distasteful implications*”. Hij noemt beslissingen ten faveure van aandeelhouders met schadelijke effecten voor werknemers, leveranciers, obligatiehouders, klanten, community’s, potentieel ‘vervuilen’ (*pollutees*), het milieu en stakeholders in minder ontwikkelde landen, en stelt dat al die effecten aanzienlijk kunnen zijn.

Daarnaast stelt onder anderen Jensen (2003) dat scherpe prikkels en targets bij één doelstelling ook perverse effecten creëren in de vorm van liegen, gaming, frauderen, en verlies aan integriteit en welvaart. Bovendien, minder scherpe prikkels bij meerdere doelstellingen is nog geen reden om er toch maar één te selecteren. Het zou bijvoorbeeld ook veel simpeler zijn om kinderen op te voeden op basis van slechts

één, liefst meetbare doelstelling, zoals hoge rapportcijfers. Geen ouder zal dat overwegen, omdat niemand onaardige, gemene, verslaafde, egoïstische, liegende of agressieve kinderen wil hebben, zelfs niet als zij met de hoogste rapportcijfers thuiskomen. Voor overheden onderkent ook Dixit (1997) dit fenomeen, 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 principalen/stakeholders ‘for a reason’.

Een goed voorbeeld van een formele, incomplete contractenanalyse is Magill et al. (2015), een verdere uitwerking van de voorzittersrede van Rochet voor de *Econometric Society* in 2012. Zij analyseren het stakeholdersmodel voor

Friedmans doctrine dat bedrijven uitsluitend moeten streven naar winst, houdt economisch gezien geen stand

situaties waarbij ondernemingen negatieve externaliteiten creëren voor werknemers en klanten. Het gevolg daarvan zijn de aanzienlijke onderinvesteringen door beide groepen en dientengevolge waardeverlies van de onderneming. Zij concluderen dat het afstaan van zeggenschapsrechten aan werknemers en klanten voor grote ondernemingen (met een zekere marktmacht) Pareto-optimaal is, en dat deze daarom zouden moeten streven naar het maximaliseren van de optelsom van winst, werknemers- en consumentensurplus.

Uitgaande van incomplete contracten, kwamen Hart en Moore (1990) en Rajan (2012) tot het inzicht dat eigendom van economisch surplus (positieve NPV of *economic profit*) toekomt aan werknemers of handelspartners die bepalend zijn voor het genereren van dat surplus: *“... to allocate this (surplus) back to agents in the economy in a way that maximizes value creation”* (Rajan, 2012). Mehrotra en Morck (2017) werkten dat verder uit, en onderscheidten naast de gebruikelijke

residual claimants (doorsnee-aandeelhouders) en *contractual claimants* (stakeholders die de opportuniteitskosten van hun inzet ontvangen), ook *surplus claimants* (stakeholders die op basis van relatie-specifieke investeringen bijdragen aan het economische surplus van een onderneming, en daarvoor ook, naast de opportuniteitskosten, een vergoeding moeten ontvangen). Hoe het gecreëerde surplus kan worden gemeten, en hoe daarop te sturen is een vraag waar Schoemaker en Schramade (2019) handvatten voor aanreiken.

Friedmans aanname dat aandeelhouders uitsluitend gericht zijn op financieel rendement, is eveneens achterhaald. De uiteindelijke belanghebbenden van grote institutionele beleggers zijn, zeker in het geval van pensioenfondsen, immers vaak gewone burgers die zich bekommeren om maatschappelijke doelstellingen, desnoods ten koste van financieel rendement. Zo laten bijvoorbeeld Bauer et al. (2021) zien hoe twee derde van de participanten van een groot pensioenfonds de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties leidend willen laten zijn bij het beleggingsbeleid, ook als dat ten koste van het rendement gaat. Daar komt bij dat ten tijde van Friedmans essay 80 procent van de beursgenoteerde aandelen in de VS in handen was van particulieren, en slechts 16 procent in handen van institutionele beleggers. Tegenwoordig is dat omgekeerd: ruim 60 procent wordt gehouden door instituten en slechts 27 procent door particulieren (Hart en Zingales, 2017).

Een recente incomplete contracten analyse waarin verondersteld wordt dat aandeelhouders, en ook klanten, enigermate een maatschappelijke verantwoordelijkheid voelen, is Broccardo et al. (2022). Zij tonen aan dat het economisch optimaal is om via resoluties op aandeelhoudersvergaderingen het ondernemingsbestuur te dwingen tot het investeren in CSR (*corporate social responsibility*), in plaats van boycots (het verkopen of niet kopen van aandelen en klantenboycots).

Daar komt bij het centrale probleem uit het boek *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception* van Nobel-laureaten Akerlof en Shiller (2015): door concurrentiedruk laten ondernemingen zich systematisch verleiden tot manipulatie en bedrog van mensen *“to buy, and to pay too much, for products that we do not need; to work at*

jobs that give us little sense of purpose; and to wonder why our lives have gone amiss.” Dat leidt tot een pervers economisch “*phishing equilibrium*” dat Friedman niet veronderstelde.

OVERHEIDSFALLEN; DE POLITIEKE REALITEIT

Ondernemingen creëren externaliteiten, ook bij niet-contractuele stakeholders, zoals ‘het milieu’, ‘het klimaat’, ‘de biodiversiteit’ of ‘de hele keten’. Friedman gaat er echter van uit dat de overheid die problemen weet te voorkomen – hij ontkent overheidsfalen. Hij verwerpt het argument van “*the slow course of political processes*”, en daarmee van overheidsfalen. Immers, zo redeneert hij, de bestrijders van externaliteiten “... *failed to persuade a majority of their fellow citizens to be of like mind*”. Daarmee negeert hij de realiteit van overheidsinefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen, corruptie en sterke lobbygroepen met daarbij *regulatory capture* (Stigler, 1971).

Wat betreft die laatste twee factoren, die nemen alsnog grotere vormen aan. Bigtech heeft inmiddels de farmaceutische sector ingehaald als grootste lobbyist, en heeft alleen al in ‘Brussel’ in 2020 een recordbedrag van zeker 100 miljoen euro uitgegeven. En bijvoorbeeld vanaf de inauguratie van president Obama tot oktober 2015 heeft Google 427 bezoeken gebracht aan het Witte Huis, inclusief 21 keer een persoonlijk onderhoud met Obama zelf (Zingales, 2017). Het lobby-rendement voor grote ondernemingen bedraagt zo’n 1.000 procent – verreweg hun meest winstgevendende investeringen – en in 2021 werd in Washington een recordbedrag van 3,7 miljard dollar aan lobby-activiteiten besteed (Lesig, 2015; The Washington Post, 2022). Bénabou en Tirole (2012) beargumenteren – anders dan Friedman – dat bedrijven en burgers vanwege overheidsfalen soms beter gepositioneerd zijn dan de overheid om ongelijkheid en externaliteiten te bestrijden. Als oorzaak van dit overheidsfalen noemen zij met name informatieproblemen; zo heeft de overheid er geen goed zicht op hoe ondernemingen met hun werknemers omgaan, of ze belastingen ontduiken, of ze het milieu vervuilen, of hoe ze optreden in verre landen. Zij definiëren CSR als *‘sacrificing profits in the social interest’* en concluderen dat de

CSR-activiteiten door bedrijven en de maatschappelijk verantwoordelijke beleggingen ‘veelbelovend’ zijn. Ook Nobellaureaat Oliver Hart en voormalig president van de American Finance Association, Luigi Zingales (2017), nemen aan dat overheden – vanwege hun inherente inefficiency, informatieproblemen en regulatory capture – niet in staat zijn om externaliteiten te beteugelen, en dat aandeelhouders ook niet-financiële (CSR-)doelstellingen kunnen hebben. Zij komen tot de conclusie dat ondernemingen het *welzijn* van aandeelhouders als doelstelling moeten hanteren, niet de maximalisatie van de marktwaarde.

HOE NU VERDER?

Nu we mogen vaststellen dat Friedmans ideologie is gebouwd op economisch drijfzand, is de vraag hoe nu verder te gaan binnen een stakeholderseconomie. Binnen markt en overheid zijn er verschillende partijen die een rol spelen bij het minimaliseren van externaliteiten en grote ongelijkheid: de overheid zelf – inclusief de rechterlijke macht, aandeelhouders, surplus claimants en de overige contractuele stakeholders. Wat kunnen we van hen verwachten?

De overheid

Structureel overheidsfalen leidt ertoe dat externaliteiten niet verdwijnen. Herstel van het historisch lage vertrouwen in onze overheid, mede veroorzaakt door incidentenpolitiek en een volledig gebrek aan langetermijnbeleid (Ter Haar, 2021), moet urgent worden aangepakt – maar dat valt buiten het bestek van dit artikel. Enkele wettelijke maatregelen, die in ieder geval genomen zouden moeten worden, zijn: progressieve winstbelasting, afschaffing van renteaftrek, verplichte geïntegreerde rapportage over onder andere ESG-factoren en de wettelijke verankering van de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen (Winter et al., 2020; Cools et al., 2021).

Aandeelhouders

In toenemende mate zijn (institutionele) aandeelhouders bereid om bij hun beleggingen ESG-criteria te hanteren en op te treden in aandeelhoudersvergaderingen. In 2021 werd

twintig procent van de ESG-resoluties aangenomen, vergeleken met slechts drie procent in 2016 (Broccardo et al., 2022) – en het wereldwijde ESG-belegd vermogen is van 15 biljoen dollar in 2014 gestegen naar 35 biljoen in 2020, volgens cijfers van Statista. Dat neemt niet weg dat vele aandeelhouders nog steeds gefocust zijn op financieel rendement (tachtig procent steunt geen ESG-resoluties), en dat ook aan ‘ESG-beleggers’ opportunisme niet vreemd is. Bijvoorbeeld BlackRock, al jarenlang ’s werelds grootste en meest prominente ESG-belegger, heeft dit jaar haar steun voor klimaat-resoluties in aandeelhoudersvergaderingen bijna gehalveerd, omdat *‘the calculus has changed’* (FT, 2022a; 2022b), onder andere vanwege de oorlog in Oekraïne (lees: er is nu te veel geld te verdienen met beleggingen in conventionele olie- en gas-bedrijven). Ook ‘groenwassen’ is aan de orde van de dag, en zit ook verborgen in ESG-beleggingen. Zo concludeert een studie van de EU (Europese Commissie, 2021) dat 42 procent van de groene claims op websites van ondernemingen ongegrond of frauduleus is. Dat betekent dat er, al met al, nog maar in geringe mate kan worden gerekend op aandeelhouders bij het inperken van externaliteiten.

Surplus claimants

Dan de surplus claimants – contractual claimants die middels bedrijfsspecifieke investeringen en op basis van incomplete contracten economisch surplus creëren. Hoe kan er recht worden gedaan aan hun meerwaarde en kunnen onderinvesteringen worden beperkt? (Zie Mehrotra en Morck (2017) voor vele voorbeelden van surplus claimants.) Daarvoor kunnen er gerichte prestatieprikkels en zeggenschapsrechten worden ingericht (gezien ook het feit dat de inspanningen van de surplus claimants doorgaans niet te observeren zijn). De mogelijkheden voor prestatiecontracten zullen hun beperkingen hebben, vanwege meet- en monitoring-problemen en de perverse effecten van prikkels (gaming, opportunistisch gedrag en dergelijke). Het versterken van zeggenschapsrechten voor werknemers als surplus claimants betreft met name de delegatie en decentralisatie van bevoegdheden (zoals allocatie van taken, inrichten van werkprocessen, teamvorming of innovatieruimte) en het inrichten van *profit*

centers (Aghion et al., 2014). Decentralisatie gaat doorgaans ook gepaard met betere vaardigheden, hogere productiviteit en minder informatieverlies (Dessein, 2002).

Overige stakeholders

Voor de overige stakeholders – contractual claimants die geen surplus genereren en uitsluitend de opportuniteitskosten van hun inzet ontvangen – bestaat er vaak het risico dat zij vanwege hun matige onderhandelingspositie worden benadeeld dan wel uitgebuit. Dat geldt in eigen land, en zeker in de productketens van multinationals in niet-westerse landen (slechte werkomstandigheden, slavernij, kinderarbeid, milieuvervuiling, CO₂-uitstoot en dergelijke). De klassieke factor die de bevooroordeelde besluitvorming ten koste van werknemers moet bestrijden, zijn de vakbonden. Hun ledenaantallen zijn echter sinds de vorige eeuw structureel dalende. Naast sterkere posities in RvC’s en ondernemingsraden, biedt het recente fenomeen van maatschappelijke raden wellicht perspectief (zie Nicolette Loonen in deze bundel).

Een specifiek maar veelvoorkomend probleem is het grootschalig uitbesteden van (kern)activiteiten, om redenen van kosten en flexibiliteit. Incomplete contracten en informatieproblemen zorgen ervoor dat die lagere kosten van de uitbestede diensten gepaard gaan met lage kwaliteit en ongewenst gedrag, – twee factoren die lastig contracteerbaar zijn (Hart et al., 1997). Schrijnende voorbeelden daarvan in eigen land spelen momenteel bij onder meer Schiphol, PostNL, Uber en Deliveroo. Een reden om veel kritischer te kijken naar de nadelen en perverse effecten van uitbesteding.

CIVIL SOCIETY

We hebben gezien dat markt en overheid onvoldoende in staat zijn om externaliteiten en ongelijkheid te beperken, en zo een optimaal economisch-sociaal Pareto-evenwicht te creëren. De inzet van de derde maatschappelijke factor – de ‘burgermaatschappij’ (*civil society*) als ‘derde sector’ – kan daarom niet achterwege blijven. Bovendien is zij de belangrijkste partij die markt- en overheidsfalen kan corrigeren met

betrekking tot externaliteiten betreffende niet-contractuele stakeholders, zoals milieu, klimaat, buitenlandse activiteiten of biodiversiteit.

De burgermaatschappij zijn de burgers die als individu of via maatschappelijke organisaties het sociaal kapitaal van de samenleving vormen, en met gedeelde waarden helpen om de samenleving bijeen te houden. Zijdeveld (1999), evenals andere sociologen en politicologen, stelt dat de burgermaatschappij ten opzichte van de staat en markt sterk aan belang wint. Een uiting daarvan zijn de opkomende burgerberaden, als aanvulling dan wel aanval op de representatieve democratie, als ook de eerder genoemde maatschappelijke teloorgang van het neo-liberalisme, inclusief het aandeelhouderskapitalisme. Redenen dus om de civil society verder te mobiliseren.

Een extra reden waarom de burgermaatschappij zich moet organiseren, is dat individuele burgers nauwelijks invloed hebben op het politieke besluitvormingsproces. In een van de zeldzame empirische studies op dat gebied, gebaseerd op 1.779 wetsvoorstellen, stellen Gilens en Page (2014) vast dat 'de gemiddelde burger' vrijwel geen (5 procent) invloed heeft op de politieke besluitvorming, terwijl de economische elite, die één procent van de maatschappij uitmaakt, een zeer grote (78 procent) invloed heeft, en dat de belangengroeperingen van het bedrijfsleven een bijna twee keer grotere invloed hebben dan de maatschappelijke belangengroepen (43 tegenover 24 procent). Dit geeft aan dat er voor de burgermaatschappij niet alleen ruimte maar ook noodzaak is om zich beter te organiseren en zich ook rechtstreeks te richten tot het bedrijfsleven. Bovendien laten Broccardo et al. (2022) zien dat in actie komen aanmerkelijk effectiever is dan 'weglopen' (aandelen verkopen of niet kopen en klantenboycots).

Organisaties die niet-directe stakeholders vertegenwoordigen en die exclusief ondernemingen aanspreken op hun diverse maatschappelijke verantwoordelijkheden zijn er niet – ook niet in andere landen, voor zover mij bekend. Twee organisaties die nog het meest in de buurt komen in Nederland zijn *Milieudefensie* en *Follow This* van Marc van Baal. Milieudefensie richt zich echter uitsluitend op milieu- en klimaatissues, en slechts een van de vier manieren om hun

doelstellingen te bereiken, is het aanspreken van ondernemingen. *Follow This* richt zich met name op olie- en gasmultinationals, en dan uitsluitend met het thema duurzaamheid.

Om ook de betrokken burgers te activeren wordt momenteel gewerkt aan een organisatie die bedrijven aanspreekt op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid. Ze wil dat gaan doen op aandeelhoudersvergaderingen en in direct contact met bestuurders, en ze moet gelegitimeerd worden door tien- of honderdduizenden leden, prominente wetenschappers, andere experts en ex-politici. In kongsi's met grote pensioenfondsen kunnen er dan bij een aantal beursgenoteerde ondernemingen op basis van drie procent of meer van de uitstaande aandelen ook resoluties op aandeelhoudersvergaderingen ter stemming worden gebracht. Een dergelijke organisatie kan grote bedrijven een spiegel voorhouden, en desnoods corrigeren bij het vorm geven van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

TOT SLOT

De doctrine van Friedman dat bedrijven uitsluitend moeten streven naar alsmäär stijgende winsten, houdt economisch gezien geen stand. De onzichtbare hand van de markt faalt, onder meer vanwege informatie-asymmetrie en incomplete contracten, en dit creëert externaliteiten. Ook de minder onzichtbare hand van de overheid faalt bij het bestrijden van externaliteiten en te grote ongelijkheid – vanwege inefficiënties, informatieproblemen, hoge transactie- en uitvoeringskosten van wetgeving, jurisdictie-beperkingen en sterke lobbygroepen met daarbij regulatory capture. Vanwege markt- en overheidsfalen moeten ondernemingen in binnen- en buitenland zelf streven naar een Pareto-optimaal welzijn van alle stakeholders, en – zoals iedere ouder – leren omgaan met meerdere doelstellingen. Naast markt en overheid is er bovendien ruimte en noodzaak voor de derde maatschappelijke factor, de civil society, om zich beter te organiseren en om ondernemingen rechtstreeks aan te spreken op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid.

LITERATUUR

- Aghion, P., N. Bloom en J. Van Reenen (2014) Incomplete contracts and the internal organization of firms. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 30(1), 37–63.
- Akerlof, G. en R. Shiller (2015) *Phishing for Phools; the economics of manipulation and deception*. Princeton University Press.
- Bauer, R., T. Ruof en P. Smeets (2021) Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *The Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.
- Bénabou, R. en J. Tirole (2010) Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19.
- Broccardo, E., O. Hart en L. Zingales (2022) Exit vs. voice. *Journal of Political Economy*, te verschijnen.
- 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.
- Cools, K., B. ter Haar en J. de Keijzer (2021) Herstel kapitalisme vergt andere prikkels en publieke verantwoording bedrijven. *ESB*, 106(4795), 126–129.
- Dessein, W. (2002) Authority and communication in organizations. *Review of Economic Studies*, (2002)69, 811–838.
- Dixit, A. (1997) Power of incentives in private versus public organizations. *The American Economic Review*, 87(2), 378–382.
- Europese Commissie (2021) *Screening van websites op groenwassen: Helft van groene claims is onbewezen*. Te vinden op ec.europa.eu.
- FT (2022a) BlackRock pulls back support for climate and social resolutions. *Financial Times*, 26 juli.
- FT (2022b) BlackRock warns it will vote against more climate resolutions this year. *Financial Times*, 10 mei.
- Friedman, M. (1970) A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*, 13 september.
- Fukuyama, F. (2022) *Het liberalisme en zijn schaduwzijden: Verdediging van een klassiek ideaal*. Amsterdam: Atlas Contact.
- Gilens, M. en B.I. Page (2014) Testing theories of American politics: Elites, interest groups, and average citizens. *Perspectives on Politics*, 12(3), 564–581.
- Grossman, S.J. en O.D. Hart (1986) The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.
- Haar, B. ter (2021) *De Nederlandse overheid heeft deze eeuw nog niets substantieels tot stand gebracht*. Blog op bernardterhaar.nl, 23 april.
- Hart, O. en J. Moore (1990) Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158.
- Hart, O. en L. Zingales (2017) Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275.
- Hart, O., A. Shleifer en R.W. Vishny (1997) The proper scope of government: Theory and an application to prisons. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(4), 1127–1161.
- Jensen, M.C. (2002) Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Jensen, M.C. (2003) Paying people to lie: The truth about the budgeting process. *European Financial Management*, 9(3), 379–406.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lessig, L. (2015) *Republic, lost: How money corrupts congress – and a plan to stop it*. New York: Twelve.
- Magill, M., M. Quinzii en J.-C. Rochet (2015) A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685–1725.
- Mehrotra, V. en R. Morck (2017) Governance and stakeholders. In: B. Hermalin en M. Weisbach (red.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, deel 1. Amsterdam: Elsevier, p. 637–683.
- Rajan, R.G. (2012) Presidential address: The corporation in finance. *The Journal of Finance*, 67(4), 1173–1217.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny (1997) A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Schoenmaker, D. en W. Schramade (2019) *Principles of Sustainable Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Stigler, G.J. (1971) The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3–21.
- The Washington Post (2022) Lobbying broke all-time mark in 2021 amid flurry of government spending. *The Washington Post*, 12 maart.
- Tirole, J. (2001) Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35.
- 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. Te vinden op phyleon.com.
- Zijderveld, A. (1999) *The waning of the welfare state: The end of comprehensive state succor*. Piscataway, NJ: Transaction Publishers.
- Zingales, L. (2017) Towards a political theory of the firm. *The Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 113–130.

