

Effectbejag

Ontwikkelingen in financiële regimes en aandeelhoudersmacht

Geld is het maatschappelijk instrument, dat in zijn gebruik en zijn veranderingen de meest precieze indicator is van de stand van de functiedeling, van de omvang en de aard van de maatschappelijke interdependentie.

Norbert Elias

In de dagelijkse stroom van nieuwsberichten op radio en televisie hebben twee onderwerpen een vaste plaats verworven: het weer en de beurs. Vele malen per dag passeren de financiële kengetallen de revue: de waarde van de munt, de stand van de beursindices, de voornaamste schommelingen in de aandelenkoersen. Op gezette tijden worden deze mededelingen gevolgd door een beknopte duiding. Lichte koersdalingen komen dikwijls voort uit 'winstnemin- gen', zwakke stijgingen houden verband met 'technisch herstel' of herwonnen 'vertrouwen', heftige schommelingen wijzen erop dat beleggers massaal 'instappen' of hun 'stukken' juist verkopen. Dertig jaar geleden hadden zulke berichten nog een vergelijkbare status als de informatie over de waterstanden of de berichten uit de land- en tuinbouw: het waren gespecialiseerde mededelingen, bestemd voor een beperkte groep mensen, die alleen sporadisch doordrongen tot de openbare meningsvorming. Tegenwoordig vormt beursnieuws het middelpunt van de economische berichtgeving, en is het een vanzelfsprekend onderdeel van de nieuwsvoorziening in het welvarende deel van de wereld.

* Tekst van de rede uitgesproken op 13 december 2001 bij de aanvaarding van het ambt van bijzonder hoogleraar in de sociale wetenschappen, in het bijzonder de studie van langetermijnprocessen (Norbert Elias-leerstoel) aan de Universiteit Utrecht. Een uitgebreidere versie, met inbegrip van het hier niet-opgenomen dankwoord, verschijnt als afzonderlijke publicatie. Voor commentaar dank ik J. Goudsblom, Tom Schram, Geert de Vries en Nico Wilterdink.

De prominente aandacht voor beurszaken hangt samen met een reeks van veranderingen die zich tijdens de laatste decennia van de twintigste eeuw in de financiële wereld hebben voorgedaan. Parallel aan de groeiende belangstelling voor aandelen, ontstond een rijk gevarieerd assortiment aan financiële diensten en producten: nieuwe soorten leningen, tal van beleggingsconstructies en een veelheid aan afgeleide producten.¹ Vele daarvan worden verhandeld op effectenbeurzen, die eveneens ingrijpend veranderden. De markten voor opties zijn een goed voorbeeld. Hoewel het kopen en verkopen op termijn al honderden jaren bestaat, zijn reguliere markten voor opties op aandelen, wisselkoersen of rentestanden een recent verschijnsel. In 1973 opende in Chicago de eerste optiebeurs haar deuren; vijf jaar later volgde Amsterdam, waar – na een korte aanloopperiode – ruim een miljoen optiecontracten per jaar werden verhandeld. Twintig jaar later was de Amsterdamse jaaromzet gestegen tot een niveau van zestig miljoen contracten. De aandelen- en obligatiehandel maakten een vergelijkbare groei door: tussen 1980 en 2000 steeg de omzet aan de Amsterdamse beurs met een factor tachtig.²

Opties, aandelen, en obligaties worden doorgaans gekocht en verkocht door beroepshandelaren, die werkzaam zijn voor handelshuizen en andere financiële instellingen. Maar ook particulieren doen zich vaker gelden. Door aantrekkelijke rendementen en een wassende stroom van aanbiedingen werden steeds meer burgers beleggers. Het aantal mensen dat in Nederland zelf in effecten belegt, bedroeg in de jaren zeventig van de twintigste eeuw omstreeks vierhonderdduizend; in 1999 was het opgelopen tot bijna twee miljoen.³

Het beheer van geld vraagt meer en meer aandacht van steeds grotere groepen mensen, en is intussen ook doorgedrongen tot de beschouwingen over levensstijl en vrije tijd. Toch zijn bij alle fascinatie voor het snelle en slimme geld ook het ongeloof en de achterdocht gebleven. De affaires en schandalen die zich met enige regelmaat voordoen, houden de angst levend om bedrogen uit

1 Een algemeen overzicht biedt Chesnais (1996) voor beursgeoriënteerde overzichten zie Binswanger (1999) Kaufman (2000) Scholtens (1999) en Shiller (2000); voor monetaire ontwikkelingen zie Helleiner (1994).

2 Het gaat hier om de jaaromzet in gulden op de zogenoemde officiële markt (berekend op basis van gegevens versterkt door de beursorganisatie Euronext).

3 Op grond van een vergelijking van verschillende onderzoeken (НИРО, Centrum voor Marketing Analyses, het Totaalonderzoek Financiële Diensten, CBS) over de jaren 1996-1998 concludeerde het CBS dat er in Nederland in 1998 omstreeks 1,7 miljoen huishoudens waren die rechtstreeks beleggen (in aandelen, obligaties, opties en beleggingsfondsen).

te komen. In financiële thrillers, een genre dat niet veel ouder is dan een jaar of twintig, gaat het om bedriegers en bedrogenen in de wereld van het grote geld, om coderekeningen, *frontrunning* en andere listen en lagen, waar argeloze buitenstaanders maar al te gemakkelijk de dupe van worden.⁴

Financiële dienstverlening, zoals de sector deemoedig heet, was gedurende het laatste kwart van de twintigste eeuw een van de snelst groeiende bedrijfstakken. Financiële transacties zijn naar verhouding belangrijker geworden, en zo ook de omvang en de maatschappelijke betekenis van financiële instellingen en markten.⁵ In de berichtgeving over deze ontwikkeling staan gewoonlijk de

4 Financiële thrillers werden aanvankelijk geschreven door auteurs die in de jaren tachtig van de twintigste eeuw in de financiële wereld werkzaam waren, schrijvers als Po Bronson en Stephen Frey in de Verenigde Staten, en Linda Davies en Michael Ridpath in het Verenigd Koninkrijk. Ook in Nederland wordt het genre beoefend, bij voorbeeld door Ed Sanders, pseudoniem van een fiscaal jurist, en auteur van *De frontrunners* (Meulenhoff 1998). De voornaamste voorbeelden waren Tom Wolfe's *The Bonfire of the Vanities* (1987) en Michael Lewis' autobiografische verslag *Liar's Poker* (1989).

5 Omdat de sociale wetenschappen in de loop van de twintigste eeuw steeds meer verkaveld zijn geraakt in afzonderlijke disciplines vielen de economische onderwerpen steeds meer toe aan de economen en werden deze perifeer in de andere disciplines. Zo werden de grote economische vraagstukken (prijsvorming, geld, markttheorie) in de sociologie gaandeweg gemeden, en werden ondernemingen nog in hoofdzaak bestudeerd als arbeidsorganisaties; economische sociologie maakte plaats voor een sociologie van arbeid en organisatie. In vergelijking met de universitaire grondleggers van het vak (Weber, Simmel, Sombart, Durkheim, Simiand, Pareto) was dat een inperking en een verarming (vgl. Blomert 2001, Gislain & Steiner 1995, Heilbron 2001, Swedberg 1987). In de recente belangstelling voor financiële markten en instellingen is de arbeidsdeling naar discipline nog volop herkenbaar. Economen concentreren zich op prijsvorming en kapitaalstromen, politiconologen hebben vooral belangstelling voor vragen van regulering en bestuur, antropologen hebben studie gemaakt van de cultuur en de interactierituelen van de handelaren, terwijl sociologen de meeste belangstelling hebben getoond voor sociale netwerken en instituties. Voor overzichten over de voornaamste benaderingen zie Smelser en Swedberg (eds. 1994); Underhill (2000) en Lindh de Montoya (2000). Tot de meest verrassende recente bijdragen behoort een kleine reeks van gedetailleerde, overwegend ethnografische studies (zie Abolafia 1996; Cardon et al. 2000; Godechot 2001; Kalthoff et al. 2000). Deze sluiten aan bij studies als die van De Regt (1993) en Zelizer (1994). Vanuit een omvattend historisch-

beurskoersen in het centrum van de aandacht, en gaan de beschouwingen over de dalen en de toppen, over de onder- of overwaardering van bepaalde aandelen, en over het handelingsrepertoire dat daarbij hoort: kopen of verkopen.

Er is ook een andere benadering van de beurs mogelijk. Centraal daarin staan niet zozeer de koersen, alswel de dynamiek van het proces dat aan koersvorming ten grondslag ligt. Een koers is de uitkomst van een veelheid van handelingen die door geen van de betrokkenen afzonderlijk kan worden beheerst. Iedere belegger gaat min of meer doelgericht te werk, maar het gecombineerde resultaat van die bezigheden is door geen van hen zo bedoeld, en valt ook door geen van hen te voorzien. Koersvorming verloopt niet volgens enig doel of plan, het is een voorbeeld van wat Norbert Elias een blind proces heeft genoemd. Het is ook moeilijk voor te stellen dat het anders zou zijn; zou het koersverloop wél voorspelbaar zijn, dan was er geen handel, dan zouden zich nog alleen kopers melden, of alleen verkopers.

Als de ongeplande resultante van vele op elkaar betrokken handelingen, is koersvorming een functie van de sociale figuratie die de betrokkenen met elkaar vormen. De handel in effecten speelt zich af in een constellatie van onderling van elkaar afhankelijke groepen: instellingen die effecten uitgeven, beleggers die effecten kopen en verkopen, en een groep die bemiddelt: handelaars, commissionairs, adviseurs. De structuur en het functioneren van deze constellatie is de uitkomst van een historische ontwikkeling die een zekere mate van autonomie heeft ten opzichte van andere processen, maar die niet losstaat van bredere maatschappelijke verhoudingen. In die bredere maatschappelijke context zijn met name staten van belang. Staten maken vreedzame handel mogelijk, bieden rechtsbescherming, en zijn op vele manieren ook rechtstreeks betrokken bij marktvorming, via belastingheffing en subsidieverlening, regulering en toezicht.

Vanuit dit gezichtspunt kunnen twee, betrekkelijk algemene vragen worden geformuleerd. De eerste betreft de ontwikkeling op lange termijn: hoe hebben beurzen en effectenmarkten zich ontwikkeld, welke stadia zijn hierin te onderscheiden, en hoe valt deze ontwikkeling te verklaren? In het verlengde hiervan kan een tweede vraag worden gesteld: in welke opzichten is er sinds de laatste decennia van de twintigste eeuw sprake van een nieuwe fase, welke groepen hebben hierin een dominante rol gespeeld, en op welke wijze kan dit worden verklaard?

sociologisch perspectief is het werk van Arrighi (1994) relevant, dat berust op een analyse van langetermijncycli.

Als we het functioneren van het beursbedrijf op lange termijn bezien, zijn er – kort samengevat – vier achtereenvolgende stadia herkenbaar. Tijdens het eerste stadium, dat verreweg de langste historische periode beslaat, bestond er geen handel in effecten.⁶ Het uitgeven van verhandelbare langlopende leningen of obligaties, en van verhandelbare eigendomsbewijzen of aandelen, kwam pas tot ontwikkeling in het vroeg-moderne Europa tijdens het tweede stadium. De uitgifte van effecten gebeurde aanvankelijk door staten en door ondernemingen als de *voc*, die nauw met deze staten verbonden waren. Toen deze financieringsmethode enige verbreiding had gevonden voltrok zich, tijdens het derde stadium, een proces van beroeps- en organisatievorming. Professionele effectenhandelaren verenigden zich in de loop van de achttiende eeuw, en hun verenigingen stonden aan de wieg van de nationale effectenbeurzen, die de centra werden van een gestaag uitdijende bedrijfstak. Vanaf het einde van de negentiende eeuw, tijdens het vierde stadium, maakte de effectenhandel een verdere expansie door, ditmaal mede gedragen door particuliere ondernemingen. Voortaan betrof de beurshandel niet meer overwegend overheidsleningen en aandelen in publieke of semi-publieke bedrijven, maar eveneens effecten van grote particuliere ondernemingen.

Effecten van statenvorming

De effectenhandel is opgekomen in samenhang met processen van economische groei en statenvorming. Met de geleidelijke uitbreiding van handel en nijverheid verbreidde de geldeconomie zich in Europa, en kregen grotere groepen burgers de beschikking over meer financiële middelen. Tegelijkertijd, en nauw verbonden met de groei van de geldeconomie, hadden zich staten gevormd die in hun onderlinge wedijver geld tekort kwamen.⁷ Staatsuitgaven bestonden voor een belangrijk deel uit militaire lasten, en een van de voornaamste problemen waarvoor Europese vorsten zich in de zestiende en de zeventiende eeuw geplaagd zagen, waren de stijgende kosten van oorlogvoering.

6 Verhandelbare staatsleningen en aandelen in ondernemingen waren in de oudheid onbekend (vgl. Goldsmith 1987). Staatsschuld is, zoals Earl Hamilton opmerkte, een van de ‘weinig verschijnselen die geen wortels heeft in de Grieks-Romeinse oudheid’ (geciteerd in Andreau 1999: 122).

7 Over statenvorming zie met name Elias (1939) en Tilly (1990); de ontwikkeling van staatsinkomsten en -uitgaven in Europa is gedocumenteerd in Bonney (1995, 1999). Over economische groei zie Goudsblom (2001: 76-93).

Door technische vernieuwingen liepen de bewapeningskosten op, legers werden groter, en oorlogen waren frequent en langdurig. Om de kosten hiervan te dekken, werden de belastingen verhoogd en gedurig nieuwe heffingen en accijnzen ingevoerd.

Bij het uitbreken van een oorlog waren de reguliere inkomsten echter nooit toereikend, zodat geld moest worden geleend. Dat gebeurde door kortlopende leningen bij internationale bankiers, maar omdat daarover een hoge rente moest worden vergoed, stelden vorsten alles in het werk om deze dure leningen te vervangen door goedkopere met een langere looptijd. Als voorbeeld hiervoor dienden de steden. Stedelijke overheden verkochten al sinds de late middeleeuwen 'renten' – een soort obligaties, die recht gaven op een jaarlijkse uitkering totdat de lening werd afgelost (losrenten) of totdat de houder ervan stierf (lijfrenten). Bij de uitgifte van zulke langlopende leningen werden bepaalde belastinginkomsten aangemerkt als onderpand. Dat was noodzakelijk om de geldschieters het vertrouwen te geven dat ze hun geleende gelden ook weer terug zouden krijgen.

Deze financieringsmethode raakte vanaf de zestiende eeuw verder verbreid en zou een vast bestanddeel worden van de staatsfinanciën. Provinciale en centrale overheden gingen ertoe over om bij het uitbreken van een oorlog langlopende leningen uit te geven, die werden gedekt door het reserveren van toekomstige belastinginkomsten. Met name de Nederlandse Republiek en – in de achttiende eeuw – Engeland slaagden erin om langs deze weg op betrekkelijk goedkope manier grote sommen geld te lenen.⁸

Staten met een minder doelmatig belastingstelsel konden minder lenen, moesten een hogere rente betalen, en namen vaker hun toevlucht tot dwangleningen.⁹ Dat kredietwaardige staten belangrijk in het voordeel waren, kwam tot uiting in de militaire krachtsverhoudingen. De Republiek bleek in staat te zijn

8 In Holland daalde de rentevoet van ruim acht procent in 1580 naar vier procent rond 1650 (zie Hart, Jonker & Van Zanden 1997); Franse, Spaanse en Engelse vorsten moesten beduidend meer betalen (zie Parker 1974). Historici spreken in dit verband van een 'financiële revolutie' (Dickson 1967; Tracy 1985). Over de Nederlands-Engelse beursuitwisselingen vgl. Neal (1990).

9 De uiteenlopende kredietwaardigheid van staten is verwant met het door Charles Tilly uitgewerkte verschil tussen een kapitaalintensief en een dwangintensief traject van staatsvorming (Tilly 1990); voor een uitgebreide bespreking van Tilly's model zie Stuurman (1993).

om de Tachtigjarige Oorlog tegen Spanje te overleven; Engeland slaagde er keer op keer in om het drie maal grotere Frankrijk te verslaan.¹⁰

Naarmate deze langlopende overheidsleningen meer ingeburgerd raakten, werden ze ook makkelijker overdraagbaar. In plaats van op naam gesteld, werd slechts vermeld dat ze toebehoorden aan de 'houder' of de 'toonder' ervan.¹¹ Daarmee konden obligaties aan anderen worden overgedaan en verhandeld. Door de verhandelbaarheid breidde het stelsel zich weer verder uit: de staat behield de geleende gelden voor de volle looptijd, terwijl de geldschietters hun belegging op ieder moment konden terugkrijgen door het schuldpapier eenvoudig te verkopen. Na een primaire markt voor de uitgifte van waardepapieren, kwam zo een secundaire markt tot stand waar de eenmaal uitgegeven papieren van eigenaar konden wisselen. De combinatie van beide werd de kern van de effectenhandel. Effecten waren, kort gezegd, verhandelbare aanspraken op regelmatige inkomsten voor een langere periode.¹² Verhandelbaarheid of liquiditeit, zoals economen het noemen, vermindert het risico voor degenen die de waardepapieren aanschaffen, zonder dat dit nadelige gevolgen heeft voor de instelling die de effecten uitgeeft.¹³

Door gebruik te maken van zulke verhandelbare leningen werd de regerende vorst minder afhankelijk van enkele internationale bankiers, en was hij voortaan meer aangewezen op een bredere maatschappelijke bovenlaag van gefortuneerde, vooral stedelijke burgers.¹⁴

10 Over het contrast tussen Frankrijk en Engeland zie Carruthers (1996); Kennedy (1988: 76-86) en Root (1994). Ondanks de pogingen van Law, Turgot, Necker en anderen lukte het niet de openbare financiën van Frankrijk structureel te hervormen en de Franse staat bezweek uiteindelijk onder haar schuldenlast: staatstheorie gaat hier over in revolutietheorie. Revoluties komen niet zozeer voort uit klassenbotsingen en economische uitbuiting, alswel uit de strijd die losbreekt naar aanleiding van staats- en belastingcrises (Collins 1993).

11 Dit was aanvankelijk een koopmanstechniek ontwikkeld bij het gebruik van schulden- en wisselbrieven (Van der Wee 1991: 183).

12 Inmiddels is de variatie in 'effecten' enorm toegenomen en zijn tal van financiële producten verhandelbaar gemaakt – een proces van effectisering.

13 Een van de voornaamste voorwaarden voor liquiditeit is standaardisering van de te verhandelen waardepapieren. Voor een aanzet tot een sociologische analyse hiervan zie Carruthers & Stinchcombe (1999).

14 Deze veranderde afhankelijkheidsverhouding bevorderde, enerzijds, een proces van parlementarisering (vgl. Elias & Dunning 1986) en leidde anderzijds tot het steeds verder oplopen van de staatsschuld, die niet of nauwelijks werd afgelost,

Behalve in staatsleningen konden vermogende burgers hun gespaarde gelden ook aanwenden om aandelen of 'actiën' te kopen. Samenwerkende kooplieden vormden al in de late middeleeuwen vennootschappen waarin zij een aandeel namen.¹⁵ Deze firma's bleven echter klein, waren meestal van korte duur, en de aandelen ervan circuleerden alleen in beperkte kring. De overgang naar grootschalige, permanente ondernemingen met verhandelbare aandelen voltrok zich met de vorming van handelscompagnieën. In ruil voor betalingen aan de staat, verwierven deze het monopolie op de handel met overzeese gebieden. Omdat de lange-afstandshandel meer kapitaal vergde, begonnen handelscompagnieën met het uitgeven van aandelen. Het voorbeeld werd gegeven door de *voc* die in 1602 op instigatie van de overheid was opgericht door samenvoeging van een aantal kleinere plaatselijke compagnieën. Bij die gelegenheid hadden ruim 1800 mensen voor een bepaald bedrag ingetekend. Zij verwierven het recht op een aandeel in de winst, waren feitelijk gevrijwaard van grotere financiële risico's dan hun inleg, maar hadden – met uitzondering van een kleine groep van bewindhebbers – geen zeggenschap over het beleid van de onderneming. Al snel werd bepaald dat het bijeengebrachte kapitaal niet kon worden teruggevorderd; wie van zijn aandeel afwilde moest het maar verkopen.¹⁶ Net als bij staatsleningen was daarmee behalve een uitgifte- of emissiemarkt, ook een handelsmarkt ontstaan.

De aandelenmarkt had van meet af een meer speculatief karakter. Anders dan de vaste rente van een obligatielening, hangt de hoogte van het dividend af van een onbekende grootheid: de winst. Door onzekerheid daaromtrent is het risico van een aandeel groter en zijn er mogelijkheden tot speculatie, wat het risico verder vergroot. Zo was er al in de eerste jaren van de aandelenhandel sprake van wat 'windhandel' werd genoemd. Een groep speculanten onder leiding van Isaïc Le Maire verkocht in 1609 grote hoeveelheden *voc*-aandelen op termijn, zonder de aandelen zelf te bezitten. Tegen de tijd dat de termijn was verstreken en de aandelen moesten worden geleverd, verspreidden zij geruchten over schipbreuk en andere tegenslag, waardoor de koers begon te dalen. Daarbij verkochten ze zelf ook kleine partijen aandelen, net zolang tot de koers was gezakt onder het niveau waarop zij de aandelen hadden verkocht. Windhandel, het verkopen van effecten die men niet bezit, werd bij herhaling

omdat de regentenelite en de overige renteniers weinig andere beleggingsmogelijkheden hadden (Van Zanden & Van Riel 2000: 34-35).

15 Braudel (1989, deel 2: 414).

16 De Vries & Van de Woude (1995: 450-462).

verboden, maar dat heeft weinig uitgehaald.¹⁷ Het wordt tot op de dag van vandaag gepraktiseerd, al heeft het nu een Engelse naam: *short gaan*, ook wel *shorten* genoemd.

Naar het voorbeeld van de VOC nam het aantal vennootschappen op aandelen in de loop van de zeventiende eeuw in verschillende landen toe. Zoals gewoonlijk verkregen ze bepaalde voorrechten van de overheid, en sommige namen in ruil daarvoor een deel van de staatsschuld over. Houders van staatsleningen konden hun papieren dan inruilen voor aandelen in de nieuwe ondernemingen. Dat gebeurde in Engeland en Frankrijk op grote schaal, totdat de eerste internationale beurscrisis daaraan in 1720 een einde maakte. De snel gestegen koersen van de nieuwe vennootschappen stortten in, bedrijven gingen failliet, beleggers werden geruïneerd, en de regels voor het oprichten van een vennootschap werden aangescherpt. Pas in de loop van de negentiende eeuw werd de wetgeving weer versoepeld.

Beroeps- en organisatievorming

Hoewel aanvankelijk van elkaar gescheiden, concentreerden de obligatie- en de aandelenhandel zich na verloop van tijd in en rond goederenbeurzen, de plaatsen waar kooplieden hun waren verhandelden en hun geldzaken afwikkelde. Het effectenbedrijf was een klein, maar gestaag groeiend onderdeel op de beurzen in handelssteden als Amsterdam, Hamburg, Londen en Parijs. Zodra de effectenhandel een zekere omvang had bereikt, kwamen er beroepshandelaren op, die bij gelegenheid samenwerkten en aan beleggers en aan elkaar diensten verleenden. In de loop van de achttiende eeuw vormden zij verenigingen, die er in slaagden om de effectenbemiddeling gaandeweg te monopoliseren. De verenigingen stelden reglementen en handelsregels op, en verwierven op grond daarvan erkenning door de overheid. Handelaren die zich niet aan de reglementen hielden, konden worden uitgesloten.

De open markt in en rond de koopmansbeurzen veranderde daardoor in een meer gesloten markt: de handel concentreerde zich in een afgescheiden ruimte of in een apart gebouw dat werd geëxploiteerd door een vereniging van gespecialiseerde tussenpersonen: *commissionairs*, *hoeklieden* en andere

17 Van Dillen (1970: 453); Smith (1939).

effectenmakelaars.¹⁸ De eerste beurs met een dergelijke organisatie was die in Londen, die na de Franse Revolutie de grootste werd en de internationale rol van de Amsterdamse beurs had overgenomen. Handelaren uit vele Europese steden waren door de oorlog naar Engeland uitgeweken, waar de handel in staatsschuld door dezelfde oorlogen verder was toegenomen.

Tot ver in de negentiende eeuw bleef de effectenhandel gedomineerd door langlopende leningen van steden, provincies en centrale overheden. In 1850 waren driekwart van de aan de Londense beurs genoteerde fondsen overheidsleningen. In Parijs en Amsterdam was het niet anders.¹⁹ Voor particuliere bedrijven waren effectenbeurzen vooralsnog van weinig betekenis. Ondernemers financierden hun activiteiten via familienetwerken en leenden aanvullende bedragen bij banken.²⁰ Alleen ondernemingen met een min of meer publieke functie hadden een notering aan de beurs. Dat waren banken die het recht hadden om geld te drukken, en maatschappijen voor het aanleggen van bruggen, kanalen en spoorwegen. Spoorwegmaatschappijen waren de grootste en in aantal verreweg de belangrijkste.²¹

18 In zijn institutionele geschiedenis legt Michie hier sterk de nadruk op. Vóór de oprichting van de Londense beurs was er wel een 'markt' voor effecten maar geen 'exchange'. Dit proces van organisatievorming verliep echter grillig en conflictueus; steeds weer was er sprake van handel buiten de officiële kanalen om. In Parijs en ook elders werd gesproken van 'coulissenhandel', en was er een aanhoudende concurrentie tussen de officiële markt en een parallelmarkt (Lehmann 1997). In Nederland waren er enige tijd twee rivaliserende verenigingen, Het Collegie tot nut des Obligatiehandels (1780-1857) en de Nieuwe Handel-Sociëteit (1833-1857); hieruit kwamen eerst de Effecten-Sociëteit (1857-1876) en vervolgens de Vereniging voor de Effectenhandel voort (1873-1997) (De Vries 1976).

19 Zie Michie (1999: 89); Lehmann (1997: 16) en De Vries (1976: 33).

20 Cameron et al. (1967); Pollard & Ziegler (1992); Sylla (1998).

21 Spoorwegondernemingen vertegenwoordigden halverwege de negentiende eeuw bijna twintig procent van de waarde van de Londense beurs. Rond 1900 waren spoorwegmaatschappijen verantwoordelijk voor de helft van de Londense beurswaarde (Michie 1999: 89). De Franse ontwikkeling is vergelijkbaar: twaalf procent in 1851 en veertig procent in 1900 (Lehmann 1997: 21). Met de uitbreiding van het spoorwegnet maakte de handel in spoorwegeffecten in verschillende landen een grote bloei door. Een belangrijk deel daarvan speelde zich aan provinciale beurzen, waar lokale spoorwegmaatschappijen genoteerd waren. Dit ging gepaard met een stroom van reclame- en voorlichtingsmateriaal. Voor het eerst verschenen op grotere schaal gidsen, brochures, handboeken en almanakken, waarin uiteen werd

Spoorwegondernemingen hadden niet alleen hoge investeringslasten, waardoor het van belang was om effecten uit te geven; ze profiteerden ook van overheidssteun. Zonder erkenning door de overheid was het voor ondernemers nauwelijks mogelijk om het vertrouwen van grotere groepen beleggers te winnen. Aandelen in particuliere bedrijven golden als buitengewoon riskant: de winstgevendheid en het voortbestaan van de onderneming waren onzeker, en over de betrouwbaarheid van ondernemers bestond ook twijfel. Overheidssteun verschafte enige zekerheid. Zo garandeerde de Franse overheid een minimumrente op de obligaties van spoorwegmaatschappijen.²² In Nederland konden de aandelen van de Nederlandsche Handel-Maatschappij (1824) alleen worden geplaatst na een dividendgarantie van Koning Willem I.²³ In Engeland en de Verenigde Staten werd meer aan het particulier initiatief overgelaten, maar ook daar bestond overheidssteun voor ondernemingen met een publieke of semi-publieke taak.²⁴

Niet alleen in de opkomst van obligatiemarkten, ook in de geleidelijke vorming van aandelenmarkten hebben overheden op deze wijze een sleutelrol vervuld. Staatsvorming en marktdynamiek stonden niet tegenover elkaar, maar waren met elkaar verweven, en de institutionele arrangementen die in deze wisselwerking ontstonden, zouden in belangrijke mate bepalend zijn voor de structuur van nationale economieën.²⁵

Aan het einde van de negentiende eeuw stonden spoorwegondernemingen model voor de wijze waarop grote bedrijven moesten worden georganiseerd, bestuurd en gefinancierd.²⁶ Vele industriële ondernemingen die in deze periode opkwamen, werden naamloze vennootschappen. Door liberalisering van de wetgeving behoeften ze voor deze rechtsvorm geen aparte toestemming meer van regering of parlement, en hun aandeelhouders profiteerden van de be-

gezet op welke wijze moderne, toekomstgerichte burgers hun besparingen konden beleggen (Preda 2001).

22 Preda (2001).

23 De Vries (1976: 35).

24 Baskin & Miranti (1997: 132-133); Sylla (1999).

25 De verwevenheid van staatsvorming en marktdynamiek is een centraal thema in de economische sociologie, vgl. Polanyi (1944); voor hedendaagse voorbeelden van deze benadering zie met name Bourdieu (2000) en Fligstein (1990; 2001). Voor economisch-historisch onderzoek in een vergelijkbare richting zie Van Zanden & Van Riel (2000) en Sylla, Tilly & Tortella (1999).

26 Over de ontwikkeling van het grootbedrijf in sociologisch perspectief zie Fligstein (1990), Roy (1997) en Stokvis (1999).

perkte aansprakelijkheid, die tot dan toe was voorbehouden aan de eigenaren van door de overheid erkende ondernemingen.

Een aandelenuitgifte vervulde voor deze ondernemingen verschillende functies. In overeenstemming met de gangbare opvattingen diende het in sommige gevallen om nieuw kapitaal aan te trekken. Maar dat was lang niet altijd de voornaamste reden.²⁷ Dikwijls was het een manier voor de oorspronkelijke eigenaar of oprichter om zijn belang in het bedrijf te verzilveren. Dat leverde de onderneming geen financieel voordeel op, maar had wel gevolgen voor het bedrijf. Onbedoeld versterkte zo'n aandelenverkoop de positie van de nieuwe bedrijfsleiding, omdat de aandelen verspreid raakten over een grotere en meer diffuse groep van aandeelhouders. Dit was een van de voornaamste redenen voor de scheiding tussen 'beheer en bezit', tussen managers en aandeelhouders, die kenmerkend werd voor grote ondernemingen in de twintigste eeuw.²⁸

Een andere reden om aandelen uit te geven was het aflossen van bankschulden. Dat kwam met name in Duitsland veel voor, waar de grote algemene banken langlopende kredieten verstrekten aan bedrijven, waarvoor ze aandelen terugkregen. Wanneer het de banken uitkwam, werden de aandelen verkocht, maar een belangrijk deel bleef langere tijd in hun bezit, en bankiers hadden op grond daarvan centrale posities in de raden van toezicht van de betreffende ondernemingen.²⁹ In weer andere gevallen werden aandelen gebruikt voor het financieren van overnames of fusies. Ook in dat geval kwamen de aandelen niet op de markt, maar gingen over naar andere ondernemingen, of kwamen in handen van de eigenaren daarvan.

Doordat het uitgeven van aandelen uiteenlopende functies vervulde, vertoonden de eigendomsverhoudingen aanzienlijke verschillen. In de relaties tussen ondernemingen waren het nu eens banken die een dominante positie innamen, dan weer andere ondernemingen of houdstermaatschappijen van vermogende families.

Met de toename van het aantal Naamloze Vennootschappen eind negentiende eeuw, maakten ook de effectenbeurzen een periode van snelle groei

27 Volgens Mary O'Sullivan is het uitgeven van aandelen geen belangrijke financieringsbron geweest voor de opkomst van industriële ondernemingen. Rond 1900 was in de Verenigde Staten bijvoorbeeld slechts zes procent van de aandelen werkelijk verhandelbaar (O'Sullivan 2000: 49, 75).

28 Zie Stokvis (1997) en Van Zanden (1997).

29 Vgl. Lazonick & O'Sullivan (1997a, b).

door. Het relatieve aandeel van overheidsleningen liep terug ten gunste van dat van bedrijfsnoteringen, en het beeld van de effectenhandel veranderde mee: voortaan werd het wel en wee van industriële en financiële ondernemingen in belangrijke mate bepalend voor het beursbedrijf. In Londen vertegenwoordigden staatsobligaties in 1850 nog driekwart van de beurswaarde, in 1913 was dat teruggelopen tot eenderde.³⁰

Door het toegenomen belang van grote ondernemingen en door de sterkere rol van nationale overheden raakten effectenbeurzen in de twintigste eeuw meer geïntegreerd in de nationale economieën. Na de Eerste Wereldoorlog namen beursnoteringen van buitenlandse ondernemingen af, werden beleggingen in buitenlandse effecten minder omvangrijk, en werd de nationale regulering van de effectenhandel sterker.³¹ Naast de gangbare zelf-regulering kwamen er wettelijke regelingen en nationale instanties voor het toezicht daarop. Effectenbeurzen hadden in de negentiende eeuw een hoge mate van autonomie en zelf-regulering gekend. Tijdens de Eerste Wereldoorlog en vooral na de beurskrach van 1929 veranderde dat. Naast zelf-regulering kwamen er wettelijke kaders en een actievere overheidsbemoeyenis. Ondernemingen moesten aan strengere eisen voldoen voor het verkrijgen van een beursnotering, er kwamen striktere handelsregels, en op de naleving ervan werd voortaan toegezien door het Ministerie van Financiën, de Centrale Bank of door een aparte instantie, zoals de Amerikaanse Securities and Exchange Commission, die in 1934 werd opgericht.

Financiële regimes

Op lange termijn bezien was de ontwikkeling van effectenbeurzen in de eerste plaats verbonden met de groei van handel en nijverheid, waardoor een maatschappelijke bovenlaag was opgekomen die beschikte over overtollige financiële middelen. De instellingen die deze kapitalen wisten aan te trekken waren staten, en de effectenhandel is lange tijd gedreven door interstatelijke concurrentie. Door verhandelbare obligaties uit te geven, kregen sommige staten de beschikking over ruimere middelen, en werden tegelijk minder afhankelijk van de internationale bankiers bij wie vorsten tot dan toe gewend waren te lenen. Toen de Engelsen in de achttiende eeuw hadden laten zien dat deze vorm van

30 Michie (1999: 89).

31 Michie (1999); Wilterdink (1993).

overheidsfinanciering onmiskenbare voordelen bood boven die van grotere staten als Frankrijk en Spanje, vonden de Engelse instellingen op dit gebied navolging. Dat gebeurde eerst in de Verenigde Staten, kort daarop ook in andere Europese landen.³²

De concurrentiestrijd tussen Europese staten, die de voornaamste verklaring vormt voor het ontstaan en de verbreiding van obligatiemarkten, was eveneens de drijvende kracht achter de vorming van aandelenmarkten. Na de handelscompagnieën werd de organisatievorm van een vennootschap op aandelen immers vooral gebruikt voor andere ondernemingen met een publieke of semi-publieke taak. Pas vanaf de laatste decennia van de negentiende eeuw, na liberalisering van de wetgeving, verkregen ook steeds meer particuliere ondernemingen de status van een Naamloze Vennootschap. Zelf-financiering en bankleningen bleven voor ondernemingen gewoonlijk de voornaamste financieringsbronnen, maar als aanvulling daarop bood het uitgeven van effecten strategische voordelen. De mogelijke risico's daarvan werden veelal ondervangen door beschermingsconstructies, door bijvoorbeeld preferente aandelen uit te geven, of aandelen zonder stemrecht.

Het ontwikkelingspatroon van de effectenhandel lijkt daarmee op de verspreiding van andere succesvolle innovaties.³³ Aanvankelijk ontwikkelden de nieuwe financieringstechnieken zich langzaam en op beperkte schaal. Toen de vernieuwingen waren opgemerkt en werden overgenomen omdat ze concurrentievoordelen boden, zette de verbreiding snel door en kon op den duur geen van de betrokken instellingen zich de nieuwe mogelijkheden meer onttrekken. Effectenmarkten werden daarmee een integraal onderdeel van het financiële regime van markteconomieën.³⁴

32 Over de Verenigde Staten zie Sylla (1999); over Frankrijk zie Kindleberger (1984: 114-115); over Duitsland Tilly (1999); over Nederland zie Hart, Jonker & Van Zanden (1997).

33 Voor een algemene analyse zie Goudsblom (2001: 45-59).

34 Onder economen bestaat noch in theoretisch noch in empirisch opzicht overeenstemming over de vraag welke financiële stelsels het meest efficiënt zijn. Het voornaamste onderscheid is dat tussen stelsels die worden gedomineerd door banken versus stelsels waar marktfinanciering dominant is, vgl. Allan & Gane (2000). De vraag naar de relatieve doelmatigheid van financieringsstelsels die in veel economische analyses centraal staat, is niet beantwoordbaar zonder daarbij de bredere maatschappelijke context te betrekken (wetgeving, toezicht, culturele tradities); als dat gebeurt nemen de mogelijkheden tot formalisering echter af en verliezen veel economen hun belangstelling.

Collectivering en aandeelhoudersmacht

De laatste decennia van de twintigste eeuw vormen in deze ontwikkeling in verschillende opzichten een nieuw stadium. Vernieuwingen in de informatie- en communicatietechnologie vielen samen met een deregulering van de kapitaalmarkten, waardoor de effectenhandel een enorme groei doormaakte.³⁵ In deze snelle en soms onstuimige ontwikkeling hebben professionele vertegenwoordigers van aandeelhouders een hoofdrol gespeeld. Zowel beursorganisaties als beursgenoteerde ondernemingen werden, in vergelijking met eerdere fasen, geconfronteerd met een sterk groeiende aandeelhoudersmacht. Onder druk van grootaandeelhouders werden bijvoorbeeld de vaste provisies voor de effectenmakelaars afgeschaft. In de Verenigde Staten gebeurde dat in 1975, in Groot-Brittannië met de zogenoemde Big Bang in 1986, in de andere Europese landen in de jaren daarna. Door de commissie op effectentransacties vrij te geven, nam de concurrentie tussen beurshandelaren en beursbedrijven sterk toe en daalden de transactiekosten snel. De leden van de beurs, die lang een comfortabele herenclub was geweest, kregen plotseling te maken met een scherpe concurrentiestrijd, eerst op nationaal en al snel ook op internationaal niveau.³⁶ Handelshuizen fuseerden of werden overgenomen, en om meer kapitaal aan te trekken voor de internationale wedloop hebben een aantal beurzen de verenigingsvorm verlaten en zijn zelf beursgenoteerde ondernemingen geworden.

Een van de eerste uitingen van de veranderde verhoudingen was de golf van bedrijfsovernames in de jaren vanaf 1970 in de Verenigde Staten. Na een lange periode van groei en onbedreigde internationale hegemonie, kregen Amerikaanse ondernemingen toenemende concurrentie van Japanse en Duitse bedrijven, en werden geconfronteerd met een teruglopende winstgevendheid.³⁷ Door de oliecrises van 1973 en 1979 stegen de kosten verder, en liepen tegelijk de inflatie en de rente op. De daling van de aandelenkoersen die daarmee gepaard ging was dusdanig, dat het profijtelijk werd om bedrijven op te kopen, in onderdelen op te splitsen en vervolgens door te verkopen. Deze 'vijandige overnames', zoals ze werden genoemd, werden uitgedacht door kleine firma's van financiële specialisten en werden uitgevoerd met geleend geld. Ze werden gerechtvaardigd met een beroep op de visie dat ondernemingen in de eerste

35 Vgl. Chesnais (red.)(1996) en Kaufman (2000).

36 Vgl. Augur (2000) voor de veranderingen in de Londense financiële wereld.

37 Voor een analyse van deze veranderingen zie Brenner (1998).

plaats inkomen dienen te genereren voor degenen aan wie de onderneming toebehoort: de aandeelhouders. Aan het begin van de jaren tachtig deed hiervoor de term 'aandeelhouderswaarde' zijn intrede. Volgens de achterliggende doctrine dient de bedrijfsleiding te streven naar een maximaal rendement voor de aandeelhouders; andere doelstellingen behoren daaraan ondergeschikt te zijn, en waar het management in dat opzicht tekortschiet, is het aan de aandeelhouders en hun zaakwaarnemers om op te treden. Deze visie, die uitgaat van eigendom en niet van ondernemerschap, werd onderbouwd met financieel-economische theorieën, en vond weerklank bij organisatieadviesbureaus, die bij de herstructureringsprocessen van bedrijven betrokken waren.³⁸ De nadruk op de disciplinerende rol van de kapitaalmarkt kwam overeen met de neo-liberale oriëntatie die in deze periode in beleidsnetwerken het tot dan toe gangbare Keynesiaanse gedachtegoed verdrong.³⁹

De dalende winsten en de golf van overnames dwongen de leiding van Amerikaanse bedrijven tot besparingen en reorganisaties, en tot een heroriëntatie op de onderneming. In deze omstandigheden deed een betrekkelijk nieuwe groep aandeelhouders van zich spreken: de institutionele beleggers. Deze instituten – pensioenfondsen, levensverzekeringmaatschappijen, beleggingsfondsen – waren onafhankelijk van elkaar opgekomen, deels als gevolg van veranderingen in de pensioenwetgeving, deels ten gevolge van wijzigingen in het spaargedrag van burgers. Deze collectieve fondsen kregen steeds meer middelen ter beschikking, en belegden een groeiend deel daarvan in aandelen. In 1950 was negentig procent van de Amerikaanse aandelen in handen van particulieren, in 1997 was dat nog geen veertig procent.⁴⁰ Het verschil is ver-

38 De veranderingen in het bedrijfsleven in deze periode gingen gepaard met de opkomst van een nieuwe richting in de universitaire economie: *finance* of financiële economie. Wat een overwegend toegepaste en praktische richting was, werd een volwaardige academische specialisatie (zie Whitley 1986). Tot de vertegenwoordigers van de nieuwe financiële economie behoorden de vertegenwoordigers van de 'agency'-theorie (Jensen; Meckling). Zij beschouwen een onderneming als een contract tussen een principaal (de aandeelhouders) en een agent (het management) waarbij de agent de zaakwaarnemer behoort te zijn van de principaal. Ondernemerschap wordt zo teruggebracht tot een probleem van aandeelhoudersmacht.

39 Over de verbreiding van anti-keynesiaans marktfundamentalisme, zie Dezalay & Garth (2000) en Dixon (1998).

40 O'Sullivan (2000: 156).

klaarbaar uit het optreden van institutionele beleggers, die momenteel in de Verenigde Staten ruim de helft van de aandelen in hun bezit hebben.⁴¹

De geleidelijke verschuiving van particuliere naar collectieve vermogens is aanvankelijk wel opgevat als een sluipende socialisatie van de eigendomsverhoudingen.⁴² Zo sprak Peter Drucker, die de ontwikkeling als een van de eersten becommentarieerden, over de komst van het pensioenfondssocialisme.⁴³ Paradoxaal genoeg leidde de collectivering van het effectenbezit echter niet zozeer tot een verbetering van de positie van werknemers of kleine spaarders, maar veeleer tot een grotere aandeelhoudersmacht, en op termijn tot een vorm van beleggerskapitalisme, om de uitdrukking van Michael Useem te gebruiken.⁴⁴

Door hun verantwoordelijkheid voor zeer omvangrijke kapitalen en door hun financiële expertise, werden institutionele beleggers voor het management van ondernemingen een steeds belangrijkere groep om rekening mee te houden. De machtsbalans tussen management en aandeelhouders verschoof ten gunste van de laatsten. De beheerders van collectieve fondsen financierden in de jaren tachtig bijvoorbeeld een gedeelte van de overnames.⁴⁵ Een aantal van hen ging zélf een actiever beleid voeren. Pensioenfondsen van overheidspersoneel liepen hierin voorop. Anders dan de meer terughoudende bedrijfspensioenfondsen, verkozen zij een kritische en actieve opstelling ten opzichte van de bedrijfsleiding.⁴⁶ Zo nam het pensioenfonds van onderwijzend personeel van de staat Californië, CalPERS, het initiatief tot de oprichting van een Raad van Institutionele Beleggers, die vanaf 1984 de opstelling van grootaandeelhouders ging coördineren.⁴⁷ In publicaties, op aandeelhoudersvergaderingen, en in geregeld overleg met managers bepleitten zij een bedrijfsoriëntatie die consequent uit zou moeten gaan van het aandeelhoudersbelang. Dat impliceerde

41 In Groot-Brittannië ligt dit percentage nog hoger: meer dan tweederde deel van de aandelen is in handen van institutionele beleggers, zie Davis & Steil (2001: 297). Voor een beeld van institutionele beleggers in Groot-Brittannië vgl. Golding (2001).
42 Over deze verschuiving en de trend tot 'collectivering' zie Wilterdink (1984) en De Swaan (1987).

43 Drucker (1976).

44 Useem (1993; 1996); zie ook OECD (1997; 2000) en Fligstein (2001: 147-169).

45 Vgl. Baker & Smith (1998: 224).

46 Useem spreekt in verband met het activisme van pensioenfondsen van overheidspersoneel over 'pounding on the private sector for public gain'. (Useem 1996: 56).

47 Useem (1996); Smith (1996).

hogere rendementen, meer helderheid over de doelstellingen van de onderneming, en een betere en regelmatiger informatievoorziening. Ondernemingen die hieraan onvoldoende tegemoet kwamen, zagen hun koersen dalen en werden daarmee kwetsbaarder voor een overname.

De afhankelijkheid van de aandelenmarkt dwong het management zich aan te passen aan de nieuwe verhoudingen, en veel topmanagers deden dit door tegelijk hun eigen positie beter te beschermen en te laten belonen. Voorzieningen voor een 'gouden handdruk' in geval van ontslag, en aandelenplannen en optieregelingen gingen deel uitmaken van de standaardcontracten voor de bedrijfsleiding. Door de koersafhankelijke beloningen ontstond een veel hechtere belangenovereenkomst tussen het hogere management en de grootaandeelhouders, en ging het opvoeren van de aandeelhouderswaarde gaandeweg prevaleren boven andere bedrijfsdoelstellingen. Na meer dan een halve eeuw te zijn gedaald, wordt sinds 1980 bijvoorbeeld een groeiend deel van de bedrijfswinst uitgekeerd aan de aandeelhouders, in plaats van gereserveerd voor investeringen. Ook andere maatregelen die wijdverbreid zijn geraakt, zoals de inkoop van eigen aandelen, vormen een aanwijzing voor de gewijzigde verhoudingen tussen aandeelhouders en bedrijfsleiding. De gevolgen voor de inkomensontwikkeling van het hogere management halen af en toe de dagbladen. Volgens een onderzoek van het Amerikaanse tijdschrift *Business Week* verdiende een Amerikaanse president-directeur in 1965 gemiddeld ruim veertig maal zoveel als een fabrieksarbeider; dertig jaar later was het ruim vierhonderd maal meer.⁵⁰

Welbegrepen volgzzaamheid

De opkomst van georganiseerde, institutionele beleggers verklaart, behalve de aangeduide veranderingen in de bedrijfsverhoudingen, in belangrijke mate ook de aandelenhousse van de jaren tachtig en negentig. Het waren institutionele

48 Deze onderwerpen werden de kern van de discussie over *corporate governance*, ondernemingsbestuur, waarover in de jaren negentig in alle Europese landen invloedrijke rapporten verschenen. Het vergroten van aandeelhoudersinvloed is het centrale onderwerp van de lopende discussie, zie OECD (1998); Van der Meer & Van der Toren (red.)(1999) en Hogenboom, Kalma & Plantinga (2001).

49 Voor de ontwikkeling van de *pay-out ratio* zie Van Zanden (1997: 68) en O'Sullivan (2000: 192).

50 Geciteerd in O'Sullivan (2000: 200); zie ook: www.paywatch.org.

beleggers, en in de Verenigde Staten met name pensioenfondsen, die vanaf 1980 op grote schaal aandelen zijn gaan kopen.⁵¹ Toen dat proces eenmaal op gang was gekomen, kreeg het een zichzelf versterkende dynamiek. Zolang de grote beleggers ervan overtuigd waren dat hun medefondsbeheerders doorgingen met het kopen van aandelen, kochten zij bij, ook al vonden ze de koersen zelf wellicht aan de hoge kant. Voor een beroepsbelegger is het minder belangrijk om te bepalen welk aandeel hem of haar het meest bekoort, dan om uit te vinden wat bij de andere beleggers favoriet zal zijn. Wie dat meent te weten, stemt zijn gedrag daarop af. Professionele beleggers doen wat ze verwachten dat significante andere beleggers zullen doen.⁵²

Deze welbegrepen volgzzaamheid versterkt het cyclische patroon dat financiële markten kenmerkt.⁵³ Wie verwacht dat meer mensen zullen kopen dan verkopen, koopt zelf ook. En omgekeerd. Wat voor iedere belegger afzonderlijk

51 In de Verenigde Staten was een nieuwe pensioenwet, de Employment Retirement Income Security Act (ERISA, 1974) de belangrijkste aanleiding voor pensioenfondsen om hun beleggingen meer te gaan spreiden en een groter deel in aandelen te beleggen. Nederlandse pensioenfondsen hadden in 1980 nog slechts vier procent van hun portefeuille in aandelen belegd, in 1998 was dit opgelopen tot veertig procent (CBS 2000: 24, 53).

52 Omdat de koers van een aandeel afhangt van de waardering van een veelheid van beleggers, zijn te verwachten veranderingen in die waardering van strategische betekenis. Het vroegtijdig signaleren van zulke waarderingstrends is voor een bepaalde categorie beleggers de voornaamste bezigheid. Keynes vergeleek speculeren daarom met een schoonheidswedstrijd waarbij het er niet om gaat om te bepalen wie het mooiste meisje is, maar welk meisje favoriet zal zijn bij de kiezers (Keynes 1936: 156). Een van de meest gebruikte methoden om beleggersgedrag te voorspellen, is de inmiddels alom geaccepteerde 'technische analyse'. Deze methode bestaat uit het analyseren van koersgrafieken in combinatie met omzetgegevens. Op grond van eerdere koerspatronen worden 'steun-' en 'weerstandslijnen' getrokken; wordt zo'n 'weerstandslijn' opwaarts doorbroken bij voldoende omzet, dan is dit een koopsignaal; zakt een koers door een 'steunlijn' dan is dit reden tot verkoop. Hier komt geen enkele economische redenering aan te pas, de analyse berust louter en alleen op de aanname dat het gedrag van beleggers in het verleden zich in de toekomst zal herhalen: werd er in het verleden op een bepaald koersniveau gekocht, dan zal dat in de toekomst ook zo zijn. Als voldoende beleggers in deze aanpak geloven, zullen de voorspellingen zichzelf waarmaken.

53 Over de steeds terugkerende periodes van *hausse* en *baisse*, vgl. Chancellor (1999) en Kindleberger (1978); over de beursrage aan het slot van de twintigste eeuw zie Shiller (2000).

rationeel is, leidt zo tot collectieve uitkomsten die dat niet meer zijn. De koersontwikkeling van de aandelen van internetbedrijven is een recente illustratie. Tijdens de internetrage van de late jaren negentig zei de hoofdverantwoordelijke van een groot Nederlands beleggingsfonds dat hij en veel van zijn collega's eigenlijk 'volbelegde pessimisten' waren. Dat is een uitspraak die alleen te begrijpen is als de uitdrukking van een sociaal mechanisme. Zelf geloofden deze beleggers niet dat de hoogte van de koersen nog te rechtvaardigen was, maar ze deden hun aandelen niet van de hand, omdat ze kennelijk vermoedden dat er voldoende anderen waren die er nog wel in geloofden. Onder analisten en adviseurs werkt het mechanisme van de welbegrepen volgzzaamheid op dezelfde wijze. Zij adviseren wat ze verwachten dat de meeste anderen zullen adviseren.⁵⁴

In de beurshausse van de jaren tachtig en negentig en in de opkomst van institutionele beleggers heeft de Verenigde Staten ongetwijfeld een toonaangevende rol vervuld, maar op het Europese vasteland en ook in Japan tekende zich een trend in overeenkomstige richting af. Dat heeft verwondering gewekt en verzet opgeroepen, en behoeft een nadere verklaring, omdat er structurele verschillen bestaan tussen de Angelsaksische en de Rijnlandse economieën, zoals Michel Albert ze heeft genoemd.⁵⁵ Deze verschillen hebben niet alleen betrekking op de arbeidsverhoudingen en de bedrijfsorganisatie⁵⁶, maar doen zich ook voor op het vlak van de eigendomsrelaties.

Aandelenbezit is op het Europese vasteland en in Japan traditioneel meer geconcentreerd bij banken en bedrijven die zijn opgenomen in netwerken van betrekkelijk stabiele en wederkerige relaties. Zogenoemde 'vijandige' overnames komen daardoor weinig voor, bankleningen zijn een belangrijker financie-

54 Wie tegen de trend ingaat, graaft zijn eigen graf, vandaar de beleggerswijsheden als *the trend is your friend*. In een interview met analisten stelde één van hen dat als een nieuwe topman van een bedrijf een goede indruk maakt, hij wel gedwongen is een positief advies te geven: 'ik weet dan namelijk dat de andere analisten en beleggers onder de indruk van hem zullen zijn en dat de koers dus zal stijgen.' (Interview met Robin Fransman van Van Lanschot Bankiers, *NRC Handelsblad*, 9 augustus 2001).

55 Zie Albert (1992). Alberts essay is een voorbeeld van de tendens om een vergelijkend perspectief vooral te gebruiken om verschillen te benadrukken en deze te verdedigen tegen de dreiging tot globale uniformering. Dat maakt het echter moeilijk om overeenkomstige trends te begrijpen en te verklaren.

56 Vgl. Crouch & Streeck (red.) (1997); Whitley (1999) en Windolf (1999).

ringsbron dan het uitgeven van aandelen, en de aandelenmarkt is in deze samenlevingen minder omvangrijk en minder dynamisch.

Deze verschillen zijn nog steeds aanzienlijk. Terwijl ondernemingen in de Verenigde Staten vrijwel geen aandelen van andere bedrijven bezitten, is ongeveer de helft van de aandelen in Japan in bezit van ondernemingen; in Duitsland is dit veertig procent, in Frankrijk 35 procent.⁵⁷ De waarde van bankleningen aan bedrijven is in Europa – ten opzichte van het Bruto Nationaal Product – ongeveer drie maal zo groot als in de Verenigde Staten. En de totale waarde van de effectenbeurs, de beurskapitalisatie, bedraagt in Europa en Japan – ook weer ten opzichte van het Bruto Nationaal Product – ongeveer de helft van die van de Amerikaanse effectenbeurzen.

De financiële regimes van geïndustrialiseerde landen vertonen belangrijke variaties, variaties die samenhangen met verschillen in de economische ontwikkeling en met het staatsvormingsproces in de betreffende landen.⁵⁸ Desondanks zijn op het Europese vasteland en in Japan ‘aandeelhouderswaardede’ en de effectenhandel eveneens meer op de voorgrond komen te staan.⁵⁹ De verklaring die hiervoor kan worden gegeven, is ten dele dezelfde als voor de Angelsaksische landen: ook in de Rijnlandse economieën zijn grote institutionele beleggers opgekomen, met name beleggingsfondsen, die hun belangen

57 De cijfers hebben betrekking op 1998, zie Davis & Steil (2001: 297).

58 In 1999 bedroeg de waarde van bankleningen aan bedrijven in de Verenigde Staten twaalf procent van het BNP, tegen 45 procent in Europa. De beurskapitalisatie was in de Verenigde Staten omstreeks 180 procent van het BNP, tegen negentig procent in Europa en iets meer dan honderd procent in Japan, zie European Union, *Initial Report* (2000).

59 Volgens Gerschenkrons klassieke verklaring zijn zulke nationale bijzonderheden goeddeels verklaarbaar uit faseverschillen in het proces van industrialisering. In Engeland was voldoende kapitaal beschikbaar om de industrialisatie te financieren. In landen die later industrialiseerden en die moesten wedijveren met Engeland waren banken nodig, terwijl in landen die nog weer later industrialiseerden als Rusland de staat een voorname rol toekwam bij het financieren van de industrialisering (Gerschenkron 1962). Gerschenkron gaat te zeer voorbij aan de verwevenheid van staatsontwikkeling en marktvorming om volledig overtuigend te zijn; een deel van de verschillen die Gerschenkron bespreekt gaan verder terug dan hij onderkent (vgl. Sylla, Tilly & Tortella 1999).

60 De tendens werd in 1991 gesignaleerd én betreurd door Michel Albert; Ronald Dore presenteert een overeenkomstige analyse en conclusie, maar met de nadruk op Japan (Dore 2000).

actiever zijn gaan behartigen. Zo bezitten Duitse, Franse en Japanse institutionele beleggers momenteel tussen de vijftien en de 25 procent van de uitstaande aandelen in hun land.⁶¹ Daarbij komt dat in deze landen nog eens tussen de vijftien en de dertig procent van de aandelen in handen zijn van buitenlandse institutionele beleggers. Dat betekent dat er belangrijke groepen grootaandeelhouders zijn opgekomen, die geen deel uitmaken van de traditionele netwerkstructuren rond banken en bedrijven, en die een zwakkere binding hebben met de bedrijven waarvan ze aandelen bezitten.

Behalve de samenstelling van de groep grootaandeelhouders, is ook de positie van ondernemingen veranderd. Bedrijven zijn meer afhankelijk geworden van internationale vervlechtingen, voor de inkoop van onderdelen en materialen, voor de afzet van hun producten, en eveneens voor de financiering van hun activiteiten. In de internationale concurrentiestrijd hebben Europese en Japanse ondernemingen bijvoorbeeld steeds vaker ook een notering aan de effectenbeurzen in Londen of New York. Dat impliceert, onder meer, een aanpassing aan de daar geldende normen voor aandeelhouderswaarde. Zulke transnationale afhankelijkheden dragen er eveneens toe bij dat de nationaal gebonden netwerken waarin deze ondernemingen waren opgenomen, zwakker worden en dat ondernemingen zich meer richten naar de eisen van wereldwijde markten, met inbegrip van de kapitaalmarkt.

Beide ontwikkelingen, de opkomst van institutionele beleggers en het toegenomen belang van transnationale vervlechtingen, verklaren waarom zich, ondanks blijvende verschillen, in Europa en Japan een overeenkomstige trend heeft voorgedaan als in de Angelsaksische landen.⁶²

61 Davis & Steil (2001: 297). De uiteenlopende betekenis van institutionele beleggers is in belangrijke mate verklaarbaar uit verschillen in pensioenstelsels. In landen met een 'omslagstelsel' worden de pensioenuitgaven rechtstreeks bekostigd uit de premiebetalingen, en bestaan geen pensioenfondsen. Alleen in landen met een kapitaaldekkingstelsel worden de pensioenuitkeringen betaald uit geaccumuleerde reserves die moeten worden beheerd en belegd.

62 De ontwikkelingen in Frankrijk zijn een goed voorbeeld. Volgens een recent onderzoek zijn 45 procent van de aandelen van de grootste Franse ondernemingen in bezit van buitenlandse fondsen (*Le Monde*, 15 juni 2001). Het toegenomen belang van vooral buitenlandse institutionele beleggers heeft volgens François Morin (1998) geleid tot een tot dan toe onbekend aandeelhoudersactivisme en tot een ingrijpende verandering van de opstelling van het Franse topmanagement ten aanzien van aandeelhouderswaarde.

Deze verklaring voor de toegenomen macht van aandeelhouders heeft nadere uitwerking en toetsing, maar illustreert de benadering waarnaar ik aan het begin van mijn betoog kort verwezen heb. De ontwikkelingsdynamiek die zich in de effectenhandel aan het einde van de twintigste eeuw heeft voorgedaan, was verbonden – zo luidde de stelling – met de vorming van een betrekkelijk nieuwe groep van grootaandeelhouders. Onbedoeld heeft de collectivisering van het effectenbezit een dynamiek op gang gebracht die zichzelf versterkte, die door geen van de deelnemende partijen werd beheerst, en die op haar beurt leidde tot onvoorziene verschuivingen in de machtsverhoudingen tussen al degenen die op enigerlei wijze van de beurs afhankelijk zijn. Het hogere management van grote ondernemingen wist de toegenomen afhankelijkheid van de kapitaalverschaffers te laten compenseren door een nieuwe en zeer profijtelijke beloningssystematiek. Voor veel werknemers versterkte de grotere beursafhankelijkheid de flexibilisering van de arbeidsverhoudingen en leidde tot een grotere onzekerheid, dikwijls gepaard gaande met een relatieve achteruitgang in inkomen.⁶³

Deze ontwikkeling voltrok zich niet overal in gelijke mate en op dezelfde wijze. Min of meer duurzame verschillen in financiële regimes bestaan voort, maar mede door de toegenomen internationale vervlechtingen, is er sprake van een trend, die zich eveneens doorzet in landen waar de beurs traditioneel van mindere betekenis is, en waar aandelen nog steeds in belangrijke mate in bezit zijn van banken en andere ondernemingen.

Financiële regimes en de veranderende omgang met geld

De ontwikkeling van het beursbedrijf en de effectenhandel kan op deze wijze worden gezien als een sociaal proces. Kopers en verkopers van effecten vormen samen met groepen tussenpersonen (handelaren, commissarissen, analisten) een relatief autonoom geheel van machts- en afhankelijkheidsverhoudingen. Ook de specifiek economische facetten hiervan, zoals prijsvorming en koersontwikkeling, kunnen worden begrepen als een functie van de sociale dynamiek van deze constellatie. Uitgaande van dit algemene perspectief heb ik kort de ontwikkeling geschetst van het beursbedrijf en een interpretatie gepresen-

63 Zie Wilterdink (1993; 1998; 1999). Over het onbehagen over de nieuwe arbeidsverhoudingen zie Sennett (2001) en Van Witteloostuijn (1999). Over de nieuwe sociale bewegingen tegen de 'globalisering' zie Starr (2000).

teerd van de veranderingen hierin aan het einde van de twintigste eeuw. Beide thema's maken deel uit van een onderzoeksprogramma in wording rond de sociale dynamiek van financiële regimes en de veranderende omgang met geld. Doel van dit programma is om op basis van nader onderzoek een meer geïntegreerde benadering te ontwikkelen, waarin inzichten uit meerdere disciplines op samenhangende wijze kunnen worden verbonden met een lange-termijnperspectief.

Literatuur

- Abolafia, Mitchel (1996) *Making Markets. Opportunism and Restraint on Wall Street*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Albert, Michel (1992) *Kapitalisme contra kapitalisme*, Uit het Frans vertaald door H. Firet, Amsterdam: Contact.
- Allen, Franklin & Douglas Gale (2000) *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Andreau, Jean (1999) *Banking and Business in the Roman World*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Arrighi, Giovanni (1994) *The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of our Times*, London: Verso.
- Augur, Philip (2000) *The Death of Gentlemanly Capitalism*, London: Penguin.
- Baker, George P. & George D. Smith (1998) *The New Financial Capitalists. Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Baskin, Jonathan Barron & Paul J. Miranti (1997) *A History of Corporate Finance*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Binswanger, Mathias (1999) *Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bonney, Ricard (red.)(1995) *Economic Systems and State Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Bonney, Richard (red.)(1999) *The Rise of the Fiscal State in Europe c. 1200-1815*, Oxford: Oxford University Press.
- Blomert, Reinhard (2001) 'The sociology of finance: old and new perspectives', *Economic Sociology. European Electronic Newsletter*, 2 (2): 9-14 (www.siswo.uva.nl/ES).
- Bourdieu, Pierre (2000) *Les structures sociales de l'économie*, Paris: Seuil.
- Braudel, Fernand (1989) *Beschaving, economie en kapitalisme (15de-18de eeuw)*, uit het Frans vertaald door E. Gratema, K. van Gulik & G. Rombach, Amsterdam: Contact.

- Brenner, Robert (1998) 'The economics of global turbulence: a special report on the world economy, 1950-98', *New Left Review*, 229: 1-265.
- Cameron, Rondo, O. Crisp, H.T. Patrick & R. Tilly (eds.) (1967) *Banking in the Early Stages of Industrialization*, New York: Oxford University Press.
- Cardon Dominique, Patrick Lehingue & Fabian Muniesa (red.) (2000) 'Marchés financiers', *Politix, revue des sciences sociales du politique*, 13 (52).
- Carruthers, Bruce (1996) *City of Capital. Politics and Markets in the English Financial Revolution*, Princeton: Princeton University Press.
- Carruthers, Bruce & Arthur L. Stinchcombe (1999) 'The social structure of liquidity: flexibility, markets, and states', *Theory and Society*, 28 (3): 353-382.
- Cassis, Youssef (ed.) (1992) *Finance and Financiers in European History 1880-1960*, Cambridge: Cambridge University Press.
- CBS (2000) *Beleggings Jaarboek 2000*, Alphen a/d Rijn: CBS /Kluwer.
- Chancellor, Edward (1999) *Devil take the Hindmost. A History of Financial Speculation*, New York: Plume Book.
- Chesnais, François (red.) (1996) *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*, Paris: Syros.
- Collins, Randall (1993) 'Maturation of the state-centered theory of revolution and ideology', *Sociological Theory*, 11: 117-128.
- Crouch, Colin & Wolfgang Streeck (red.) (1997) *Political Economy of Modern Capitalism*. London: SAGE.
- Davis, E. Philip & Benn Steil (2001) *Institutional Investors*, Cambridge, Mass: The MIT Press.
- Dezalay, Yves & Bryant Garth (1998) 'Le "Washington consensus": contribution à une sociologie de l'hégémonie du néolibéralisme', *Actes de la recherche en sciences sociales*, 121/122: 3-22.
- Dickson, Peter G.M. (1967) *The Financial Revolution in England. A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, London: Macmillan.
- Dillen, J.G. van (1970) *Van rijkdom en regenten*, 's-Gravenhage: Martinus Nijhoff.
- Dixon, Keith (1998) *Les évangélistes du marché. Les intellectuels britanniques et le néo-libéralisme*, Paris: Raisons d'agir.
- Dore, Ronald (2000) *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford: Oxford University Press.
- Drucker, Peter (1976) *The Unseen Revolution. How Pension Fund Socialism came to America*, New York: Harper & Row.
- Elias, Norbert (1971) *Wat is sociologie?*, Uit het Duits vertaald door J. Vollers & J. Goudsblom, Utrecht: Het Spectrum.
- Elias, Norbert (1939) *Het civilisatieproces. Sociogenetische en psychogenetische onderzoeken*, Uit het Duits vertaald door W. Kranendonk, H. Israëls & anderen, Amsterdam: Boom, 2001 (nieuwe editie).
- Elias, Norbert & Eric Dunning (1986) *Quest for Excitement*, Oxford: Blackwell.

- European Union (2000) *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 9 November 2000 (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/wisemen.htm).
- Ferguson, Niall (2001) *The Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1700-2000*, London: Allen Lane.
- Fligstein, Neil (1990) *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Fligstein, Neil (2001) *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton: Princeton University Press.
- Geisst, Charles R. (1997) *Wall Street. A History*, New York: Oxford University Press.
- Gerschenkron, Alexander (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Gislain, Jean-Jacques & Philippe Steiner (1995) *La sociologie économique 1890-1920*, Paris: Presses Universitaires de France.
- Godechot, Olivier (2001) *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Paris: La Découverte.
- Golding, Tony (2001) *The City: Inside the Great Expectation Machine*, London: Financial Times/Prentice Hall.
- Goldsmith, Raymond W. (1985) *Comparative National Balance Sheets. A Study of Twenty Countries 1688-1978*, Chicago: University of Chicago Press.
- Goldsmith, Raymond (1987) *Premodern Financial Systems. A Historical and Comparative Perspective*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Goudsblom, J. (1997) *Het regime van de tijd*, Amsterdam: Meulenhoff.
- Goudsblom, J. (2001) *Stof waar honger uit ontstond*, Amsterdam: Meulenhoff.
- Hart, Marjolein 't, Joost Jonker & Jan Luiten van Zanden (red.)(1997) *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Heilbron, Johan (2001) 'Economic sociology in France', *European Societies*, 3 (1): 41-67.
- Helleiner, Eric (1994) *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca: Cornell University Press.
- Hogenboom, Barbara, Paul Kalma & Mirjam Plantinga (2001) *Ondernemen of overnemen. Corporate governance en de sociaal-democratie*, Amsterdam: Wiardi Beckman Stichting.
- Jonker, Joost (1996) *Merchants, Bankers, Middlemen. The Amsterdam Money Market during the First Half of the 19th Century*, Amsterdam, NEHA.
- Kalthoff, Herbert, Richard Rottenburg & Hans-Juergen Wagener (red.)(2000) 'Facts and figures: economic representations and practices', *Ökonomie und Gesellschaft*, Jahrbuch 16, Marbach: Metropolis Verlag.
- Kaufman, Henry (2000) *On Money and Markets. A Wall Street Memoir*, New York: McGraw-Hill.
- Kennedy, Paul (1988) *The Rise and Fall of Great Powers. Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000*, London: Unwin Hyman.

- Keynes, John Maynard (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: MacMillan, 1973.
- Kindleberger, Charles (1996) *Manias, Panics, and Crashes* (1978) New York: John Wiley.
- Kindleberger, Charles (1984) *A Financial History of Western Europe*, London: Allen & Unwin.
- Lazonick, William & Mary O'Sullivan (1997a) 'Finance and industrial development. Part I: the United States and the United Kingdom', *Financial History Review*, 4: 7-29.
- Lazonick, William & Mary O'Sullivan (1997b) 'Finance and industrial development: evolution to market control. Part II: Japan and Germany', *Financial History Review*, 4: 117-138.
- Lehmann, Jacques (1997) *Histoire de la Bourse de Paris*, Paris: Presses Universitaires de France.
- Lindh de Montoya, Monica (2000) 'Finding new directions in economic anthropology', *Economic Sociology: European Electronic Newsletter* 1 (3): 17-23 (<http://www.siswo.uva.nl/ES>).
- Meer, Marc van der & J.P. van den Toren (red.) (1999) *Wat bindt de onderneming?*, Amsterdam: De Burcht/Stichting beheer IISG.
- Michie, Ranald (1999) *The London Stock Exchange. A History*, Oxford: Oxford University Press.
- Morin, François (1998) 'La rupture du modèle français de détention et de gestion des capitaux', *Revue d'économie financière*, 50: 111-131.
- Núñez, Clara Eugenia (ed.) (1998) *Finance and the Making of the Modern Capitalist World*, Sevilla: Fundación El Monte.
- Neal, Larry (1990) *The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge: Cambridge University Press.
- OECD (1997) 'The impact of institutional investors on OECD financial markets', *Financial Market Trends*, 68: 15-54.
- OECD (1998) 'Shareholder value and the market in corporate control in OECD countries', *Financial Market Trends*, 69: 15-37.
- OECD (2000) 'Institutional investors', *Financial Market Trends*, 76: 131-140.
- O'Sullivan, Mary (2000) *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford: Oxford University Press.
- Parker, Geoffrey (1974) 'The emergence of modern finance in Europe 1500-1730', in C.M. Cipolla (ed.), *The Fontana Economic History of Europe*, vol. 2, pp. 527-594, London: Fontana.
- Polanyi, Karl (1944) *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of Our Time*, Boston: Beacon Press, 1957.
- Pollard, Sidney & Dieter Ziegler (1992) 'Banking and industrialization: rondo cameron twenty years on', in Cassis (1992: 17-36).

- Preda, Alex (2001) 'The Rise of the popular investor: financial knowledge and investing in England and France, 1840-1880', *The Sociological Quarterly*, 42 (2): 205-232.
- Regt, Ali de (1993) *Geld en gezin. Financiële en emotionele relaties tussen gezinsleden*, Amsterdam: Boom.
- Root, Hilton L. (1994) *La construction de l'Etat moderne en Europe*, Paris: Presses Universitaires de France.
- Roy, William G. (1997) *Socializing Capital. The Rise of the Large Industrial Corporation in America*, Princeton: Princeton University Press.
- Schmidt, Kees (1991) 'Over de economisering van het wereldbeeld', *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift*, 18 (2): 79-99.
- Scholten, Bert (1999) *Het belang van de beurs*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.
- Sennett, Richard (2001) *De flexibele mens*, uit het Engels vertaald door M. Blok, Amsterdam: Muntinga.
- Shiller, Robert J. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press.
- Smelser, Neil & Richard Swedberg (eds.) (1994) *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton: Princeton University Press.
- Smith, George D. & Richard Sylla (1993) 'The transformation of financial capitalism: an essay on the history of American capital markets', *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2 (2): 1-61.
- Smith, M.F.J. (1939) 'Inleiding', in Joseph de La Vega, *Confusion de Confusiones*, 's-Gravenhage: Martinus Nijhoff.
- Smith, Michael P. (1996) 'Shareholder activism by institutional investors: evidence from CALPERS', *The Journal of Finance*, 51 (1): 227-252.
- Starr, Amory (2000) *Naming the Enemy: Anti-corporate Movements Confront Globalization*, New York: St. Martin's Press.
- Stokvis, Ruud (1997) 'Dynamiek aan de top van grote ondernemingen', *Sociologische Gids*, 1: 41-56.
- Stokvis, Ruud (1999) *Concurrentie en beschaving*, Amsterdam: Boom.
- Stuurman, Siep (1993) 'Duizend jaar staatsvorming in Europa', *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift*, 20 (2): 74-94.
- Swaan, Abram de (1989) *Zorg en de staat*, Amsterdam: Bert Bakker.
- Swedberg, Richard (1987) 'Economic sociology: past en present', *Current Sociology*, 35 (1): 1-144.
- Sylla, Richard (1998) 'Finance and economic growth: three decades post- Cameron', in Núñez (red.) (1998: 11-20).
- Sylla, Richard (1999) 'Shaping the US financial system, 1600-1913: the dominant role of public finance', in Sylla, Tilly & Tortella (eds.) (1999: 249-270).
- Sylla, Richard, Richard Tilly & Gabriel Tortella (eds.) (1999) *The State, the Financial System and Economic Modernization*, Cambridge: Cambridge University Press.

- Tilly, Charles (1990) *Coercion, Capital, and European States*, Oxford: Blackwell.
- Tilly, Richard (1999) 'Public policy, capital markets and the supply of industrial finance in nineteenth century Germany', in Sylla, Tilly & Tortella (eds.) (1999: 134-157).
- Tracy, James D. (1985) *A Financial Revolution in the Hapsburg Netherlands. Renten and Renteniers in the County of Holland, 1515-1565*, Berkeley: University of California Press.
- Underhill, Geoffrey R.D. (2000) 'State, market, and global political economy: genealogy of an (inter-?)discipline', *International Affairs*, 76 (4): 805-824.
- Useem, Michael (1993) *Executive Defense. Shareholder Power and Corporate Organization*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Useem, Michael (1996) *Investor Capitalism. How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York: Basic Books.
- Vries, Jan de & Ad van de Woude (1995) *Nederland 1500-1815. De eerste ronde van moderne economische groei*, Amsterdam: Balans.
- Vries, Joh. de (1976) *Een eeuw vol effecten. Historische schets van de Vereniging voor de Effecten handel en de Amsterdamse effectenbeurs 1976-1976*, Amsterdam: Vereniging voor de Effectenhandel.
- Wee, Herman van der (red.) (1991) *De bank in Europa. 25 eeuwen bankgeschiedenis*, Antwerpen: Mercatorfonds.
- Whitley, Richard (1986) 'The transformation of business finance into financial economics: the roles of academic expansion and changes in u.s. capital markets', *Accounting, Organizations and Society*, 11 (2): 171-192.
- Whitley, Richard (1999) *Divergent Capitalisms. The Social Structure of Business Systems*, Oxford: Oxford University Press.
- Wilterdink, Nico (1984) *Vermogensverhoudingen in Nederland*, Amsterdam: De Arbeiderspers.
- Wilterdink, Nico (1993) *Ongelijkheid en interdependentie*, Groningen: Wolters-Noordhoff (ook verschenen in *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift*, 20 (2)).
- Wilterdink, Nico (1998) 'De schuld van het kapitaal: Marx en de mondialisering', *Amsterdams Sociologisch Tijdschrift*, 25 (2): 185-195.
- Wilterdink, Nico (1999) 'Ongelijke inkomens: verklaringen voor de toename van de ongelijkheid van inkomens in Nederland en andere landen', in Jan Godschalk (red.), *Die tijd komt nooit meer terug. De arbeidsmarkt aan het eind van de eeuw*, pp. 47-80, Amsterdam: Het Spinhuis.
- Windolf, Paul (1999) 'L'évolution du capitalisme moderne: la France dans une perspective comparative', *Revue française de sociologie*, 40 (3): 501-529.
- Witteloostuijn, Arjen van (1999) *De anorexiastrategie: over de gevolgen van saneren*, Amsterdam: Arbeiderspers.
- Zanden, Jan Luiten van & Arthur van Riel (2000) *Nederland 1780-1914. Staat, instituties en economische ontwikkeling*, Amsterdam: Balans.

Zanden, Jan Luiten van (1997) *Een klein land in de twintigste eeuw*, Utrecht: Het Spectrum.

Zelizer, Viviana (1994) *The Social Meaning of Money*, New York: Basic Books.