



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Essays on Corporate Governance

van Oijen, P.H.

**Publication date**  
2000

[Link to publication](#)

#### **Citation for published version (APA):**

van Oijen, P. H. (2000). *Essays on Corporate Governance*. [Thesis, fully internal, UvA-FEE]. Thela Thesis.

#### **General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

#### **Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

## Samenvatting (Summary in Dutch)

Binnen de economische wetenschap neemt het bestuderen van corporate governance tegenwoordig een prominente plaats in. Kort gesteld betreft corporate governance de wijze waarop en de mate waarin diverse participanten invloed kunnen uitoefenen op ondernemingsbeslissingen (Boot en Verheyen 1997). Deze aandacht is pas recentelijk tot stand gekomen. De traditionele, neoklassieke economische theorie veronderstelt dat het gedrag van ondernemingen volledig wordt bepaald door het motief van winstmaximalisatie. Een dergelijke benadering veronachtzaamt echter dat ondernemingen complexe organisaties zijn waarin partijen zoals management, werknemers en financiers wel eens andere voorkeuren kunnen hebben dan louter winstmaximalisatie. Bovendien kunnen de preferenties van deze betrokkenen ernstig met elkaar botsen. Een reorganisatie die het sluiten van inefficiënte bedrijfsonderdelen met zich meebrengt is in het belang van de financiers maar kan tegelijkertijd schadelijk zijn voor de posities van het management en de werknemers. Als deze laatsten de controle hebben over de reorganisatiebeslissing zal de waardevermeerderende herstructurering wellicht niet worden geïnitieerd.

Deze observaties suggereren dat men niet zonder meer mag veronderstellen dat ondernemingsbeleid volledig gericht zal zijn op winstmaximalisatie. Vanuit het oogpunt van de financiering van ondernemingen is het cruciaal om dit te onderkennen. Ondernemingen zijn veelal grote organisaties die niet worden bestuurd door financiers maar door managers. Deze zogenaamde scheiding tussen financiering en bestuur zorgt ervoor dat belangentegenstellingen prominent naar de voorgrond treden. Indien het management slechts in geringe mate voorziet in het financiële kapitaal van de onderneming winnen persoonlijke motieven als prestige, carrière mogelijkheden, emolumenten en een prettige werksfeer aan belang. Als de effectieve zeggenschap van het management dan dermate groot is kan een situatie ontstaan waarin het maximaliseren van de (financiële) waarde van de onderneming als motief voor het beleid naar de achtergrond is geraakt. Dit kan grote gevolgen hebben voor de mogelijkheid van ondernemingen om zich te financieren. Rationele investeerders zullen bij het bepalen van de waarde van uit te geven vermogenstitels rekening houden met dergelijk gedrag. Dit betekent dat ten opzichte van een situatie zonder belangentegenstellingen, de effectieve vermogenskostenvoet van de onderneming omhoog gaat en investeringsprojecten financieel minder attractief worden.

Wetenschappelijke studies hebben ons geleerd dat er verschillende mechanismen bestaan die dergelijke negatieve consequenties van belangentegenstellingen tussen financiers

en het management kunnen beperken. Eén van deze mechanismen betreft de financiële structuur van de onderneming. Door de relatieve hoeveelheden van het eigen en vreemd vermogen te optimaliseren kunnen belangentegenstellingen gedeeltelijk worden vermeden. Recentelijk heeft de financieringsliteratuur ook het nut van het ontwerp van de zeggenschapsrechten van vermogenstitels binnen deze context bestudeerd. Deze zogenaamde 'security design' benadering erkent expliciet dat bij het aantrekken van vermogen, bedrijven een financieel contract moeten ontwerpen. Middels dit contract kunnen zij tevens de zeggenschap over ondernemingsbeslissingen vorm geven. Indien de zeggenschapsrechten van investeerders dan contractueel voldoende krachtig zijn gespecificeerd, wordt de financiers de mogelijkheid gegeven de ondernemingsstrategie richting waardemaximalisatie te sturen. *Hoofdstuk 2* van deze dissertatie voorziet in een uitgebreid literatuuroverzicht van deze beide stromingen.

De aandacht in de literatuur voor de mogelijkheid om contractuele oplossingen te vinden voor belangentegenstellingen heeft ons echter ook geleerd dat de reikwijdte hiervan beperkt is. Ondernemingsbeslissingen zijn over het algemeen niet nauwgezet via contracten aan banden gelegd. Het is namelijk onmogelijk (ofwel: te kostbaar) om contracten af te sluiten die met precisie aan duiden welke bedrijfsbeslissingen in de toekomst allemaal zullen moeten worden genomen. In andere woorden, contracten zijn incompleet wat betreft het aansturen van ondernemingsbeleid. Zo kennen we in werkelijkheid geen directe contractuele oplossing voor het conflict waar we eerder aan refereerden betreffende de reorganisatie van bedrijfsonderdelen. Het management van een onderneming is nooit gebonden aan een dwingend contract dat dicteert onder welke omstandigheden zij moeten overgaan tot een reorganisatie.

Het incomplete karakter van (financiële) contracten impliceert dat er discretie bestaat aangaande vele ondernemingsbeslissingen en dat het uiteindelijke beleid afhangt van de mate waarin de verschillende betrokken partijen deze weten te beïnvloeden. Dit is precies de problematiek waar corporate governance zich op richt. In de breedste zin behelst corporate governance de manier waarop ondernemingen worden bestuurd, waarbij met name wordt gekeken naar de mate waarin ondernemingsbeleid de belangen van verschillende betrokkenen zoals management, werknemers, aandeelhouders en vermogensverschaffers weerspiegelen. Vanwege de nauwe relatie tussen ondernemingsbeleid en de waarde van de onderneming moge het duidelijk zijn dat corporate governance van eminent belang is voor de werking van de kapitaalmarkt. Als de beheersstructuur van een onderneming dermate is dat de belangen van financiers onvoldoende worden gewaarborgd, dan zal dit het aantrekken van financiële middelen bemoeilijken.

Deze observaties hebben er recentelijk toe geleid dat wetenschappers, beleidsmakers en vertegenwoordigers van ondernemingen zich tot taak hebben gesteld om de huidige beheersstructuren aan de kaak te stellen. In de meeste ontwikkelde landen probeert men momenteel inzicht te krijgen in de wijze waarop ondernemingsbeslissingen tot stand komen en wat de implicaties hiervan zijn. Dit proefschrift draagt hieraan bij. Het grootste gedeelte bestaat uit empirische analyses die relevant zijn voor corporate governance in Nederland. Daarbij concentreren we ons op ondernemingen die op de Amsterdamse aandelenmarkt een beursnotering hebben. Om inzicht te krijgen in de beheersstructuren van deze ondernemingen concentreren wij ons op vier aspecten. Deze betreffen de (1) eigendomsstructuur, (2) de zeggenschapsrechten van aandeelhouders, bestuurders en commissarissen, (3) de rol van de Raad van Commissarissen als interne monitor en (4) de relaties tussen ondernemingen en banken. Hoofdstuk 3 van dit proefschrift rapporteert het zogenaamde Nederlandse corporate governance systeem dat ontstaat indien we naar deze karakteristieken van beursgenoteerde ondernemingen kijken.

Tevens analyseren we enige consequenties van het Nederlandse corporate governance systeem. Hiertoe concentreren we ons met name op het verloop onder de leden van de Raad van Bestuur (RvB) en de Raad van Commissarissen (RvC). We relateren dat verloop aan de bedrijfsprestaties om zodoende inzicht te krijgen in de mate waarin topfunctionarissen in Nederland verantwoording afleggen voor de resultaten die de onderneming boekt. Dit vraagstuk is ons inziens interessant omdat veelal wordt gesuggereerd dat de RvB en RvC dermate veel macht hebben in Nederland dat zij zich kunnen onttrekken aan disciplinerende krachten. Aan de hand van onze analyses, welke in Hoofdstuk 3 en 4 worden gepresenteerd, kunnen we hier meer inzicht in verkrijgen.

Naast het verloop in de RvB en RvC richten wij ons op de prestaties van Nederlandse ondernemingen. In het bijzonder kijken wij of deze afhangen van de specifieke beheersstructuren van de bedrijven. Een dergelijke analyse stelt ons in staat om op een wat indirecte wijze te onderzoeken of ondernemingsbeslissingen hierdoor worden beïnvloed. De resultaten staan in Hoofdstuk 5, welke tevens het empirische gedeelte van dit proefschrift afsluit.

Hoofdstuk 6 presenteert vervolgens een speltheoretisch model waarbij het toezicht op de besluitvorming van het management centraal staat. We gebruiken dit model om inzicht te krijgen in de effectiviteit van verschillende wijzen waarop dit toezicht kan plaatsvinden. Hierbij wordt gekeken naar de optimale afstand tussen de toezichthouder en de onderneming. Men zou verwachten dat het vanuit het oogpunt van de waarde van de onderneming optimaal is om het toezicht op het management zo dicht mogelijk bij de onderneming te laten plaatsvinden. Hoofdstuk 6 laat echter zien dat dit lang niet altijd het geval hoeft te zijn.

Binnen dezelfde context bekijken we ook of aandeelhouders die in principe geen toezicht uitoefenen op de onderneming toch actief willen worden om mogelijk falen van de toezichthouder te corrigeren.

De belangrijkste bevindingen van deze hoofdstukken zijn als volgt. In *Hoofdstuk 3* rapporteren we dat het eigendom van beursgenoteerde ondernemingen in Nederland redelijk geconcentreerd is. In 1992 was in praktisch alle ondernemingen een aandeelhouder aanwezig die meer dan 5% van de aandelen bezat. Deze aandeelhouders duiden we in het vervolg aan met de term 'grootaandeelhouders'. In dat zelfde jaar bezat de grootste aandeelhouder gemiddeld genomen 28.5% van de aandelen van de onderneming. De totale concentratie van eigendom, gemeten als de som van alle aandelen die worden gehouden door de grootaandeelhouders, bedroeg toen gemiddeld zo'n 50% per onderneming. Vergeleken met de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn deze getallen vrij hoog. Echter, in vele andere Europese landen is het eigendom nog meer geconcentreerd dan in Nederland.

De belangrijkste grootaandeelhouders in Nederland zijn financiële instellingen en niet-financiële ondernemingen. Echter, ook de leden van de RvB en RvC, die tot de 'insiders' van de onderneming behoren, zijn frequent grootaandeelhouder. In die hoedanigheid bezaten zij in 1992 gemiddeld 9.6% van de aandelen per onderneming. In 28 van de 156 bedrijven in onze steekproef was in datzelfde jaar het totale grootaandeelhouderschap van insiders, gemeten als de som van hun aandelen, hoger dan 20%. Gegeven dat grootaandeelhouders slechts bij een belang van 5% of meer hun bezit hoeven te openbaren, zullen deze getallen het daadwerkelijke eigendom van aandelen door leden van de RvB en RvC nog onderschatten.

De rechten van aandeelhouders zijn over het algemeen sterk verwaterd in Nederland. De formele zeggenschap van de aandeelhoudersvergadering is beperkt omdat veel rechten zijn overgeheveld naar de RvB of de RvC. Een belangrijke bron voor deze overheveling is het wijdverbreide gebruik van beschermingsconstructies, welke dient te voorkomen dat ondernemingen door middel van vijandige overnames van eigenaar verwisselen. Het betreft hier het gebruik van prioriteitsaandelen en bindende voordrachten, stemrechtbeperkingen en de certificering van aandelen. Deze constructies beïnvloeden echter ook de zeggenschapsrechten van aandeelhouders in situaties waarin er niet sprake is van een poging tot een vijandige overname. De prioriteitsaandelen en bindende voordrachten zorgen ervoor dat de RvB en RvC een beslissende invloed hebben op de benoeming van nieuwe bestuurders en commissarissen. De stemrechtperkingen limiteren het maximaal aantal stemmen dat een individuele aandeelhouder mag uitoefenen. Bij certificering wordt het stemrecht zelfs volledig losgekoppeld van 'aandelenbezit' omdat de 'aandeelhouder' dan slechts certificaten bezit van aandelen. De stemrechten van de aandelen zijn in dat geval in handen van het administratiekantoor dat de aandelen in bewaring heeft en de certificaten uit heeft gezet.

Als gevolg van deze laatste twee beschermingsconstructies was de totale concentratie van stemrechten in 1992 10 procentpunten lager dan de totale concentratie van aandelen (of certificaten) die we zojuist rapporteerden. Beschouwen we het administratiekantoor eveneens als insider, dan controleerden in 1992 25% van de ondernemingen op zijn minst 60% van de stemmen als een direct gevolg van het gebruik van certificering. Het gecombineerde effect van grootaandeelhouderschap van RvB en RvC leden en certificering zorgt ervoor dat in datzelfde jaar in 60 van de 152 ondernemingen de insiders zich van een meerderheid verzekerd wisten op de aandeelhoudersvergadering.

Een andere bron voor de verwatering van de rechten van aandeelhouders in Nederland is het structuurregime. Grof gezegd zijn ondernemingen met meer dan 100 werknemers, een boekwaarde van het aandelenkapitaal van tenminste 25 miljoen gulden en met een ondernemingsraad verplicht het structuurregime toe te passen. Het regime dicteert dat de onderneming een Raad van Commissarissen instelt wiens leden niet tevens actief zijn binnen de raad van bestuur. Deze Raad van Commissarissen krijgt dan vervolgens een formeel sterke positie doordat de meeste zeggenschapsrechten die normaliter aan de aandeelhoudersvergadering zijn toebedeeld worden overgeheveld. Zo heeft onder het structuurregime de RvC het exclusieve recht om de leden van zowel de RvB als de RvC te ontslaan en te benoemen. De aandeelhoudersvergadering heeft dan nog slechts het recht om de jaarrekening, welke door de RvC wordt goedgekeurd, definitief vast te stellen alsmede zich tegen een kandidaat voor de RvC te verzetten. In 1992 was het structuurregime in ongeveer 60% van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in werking.

Door het veelvuldig voor komen van al deze constructies is bij praktisch alle ondernemingen het recht op benoeming en ontslag van de RvB en RvC in handen van insiders. Als op de onderneming het structuurregime van toepassing is dan zijn deze rechten in handen van de RvC.

We kijken in Hoofdstuk 3 ook of er een verband bestaat tussen de eigendomsstructuur van de onderneming en de manier waarop of de mate waarin de rechten van aandeelhouders verwaterd zijn. Het blijkt dat ondernemingen die het minst de rechten van de aandeelhouders verwateren over het algemeen een grootaandeelhouder hebben die een aanzienlijk deel van de aandelen in zijn/haar bezit heeft. De totale concentratie van aandelen is ook hoger in deze ondernemingen. Deze bevindingen suggereren dat geconcentreerd eigendom en beschermingsconstructies als substituuut functioneren. Een grootaandeelhouder die een omvangrijk gedeelte van de aandelen in zijn bezit heeft hoeft immers niet op beschermingsconstructies te vertrouwen om zich te verzekeren van de controle over de onderneming.

Bijna alle Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen kennen een tweeledige bestuurs- en toezichtstructuur, waarbij het management en het toezicht op de onderneming via gescheiden organen, de RvB en de RvC, plaats vindt. Over het algemeen zijn de leden van de Raad van Commissarissen niet tevens lid van de Raad van Bestuur van dezelfde onderneming. Uit onze analyses blijkt dat het verloop binnen de RvC toeneemt bij een verslechtering van de ondernemingsprestaties. Dit suggereert dat de RvC haar verantwoording neemt bij slechte bedrijfsresultaten en haar gelederen wijzigt om de problemen binnen de onderneming het hoofd te kunnen bieden. Het lijkt er dus op dat ondanks dat de samenstelling van de RvC in Nederland vaak volledig is afgeschermd van de invloed van buitenstaanders, er geen situatie ontstaat waarin commissarissen een onvoorwaardelijke positie hebben. Overigens lijkt dit wel te gelden voor de voorzitter van de RvC. Onze resultaten duiden er namelijk op dat bij een verslechtering van de bedrijfsprestaties, er geen vergroting van de kans optreedt dat deze de onderneming verlaat.

We analyseren in Hoofdstuk 3 ook of veranderingen in de samenstelling van de RvC afhangen van de eigendomsstructuur van de onderneming en van de wijze waarop de zeggenschapsrechten van aandeelhouders verwaterd zijn. Onze bevindingen duiden er niet op dat grootaandeelhouders die niet al in de RvC zitten bepalend zijn voor het aanbrengen van dergelijke veranderingen. We vinden echter wel dat in ondernemingen waarop het structuurregime van toepassing is de samenstelling van de RvC minder frequent verandert. Wellicht dat in deze ondernemingen het systeem van coöptatie, waardoor de RvC haar eigen leden benoemt, (meer) leidt tot het automatisch aanblijven van commissarissen.

In het laatste deel van Hoofdstuk 3 bekijken we kort de relaties tussen niet-financiële ondernemingen en banken/financiële conglomeraten die ontstaan door bancaire kredietverlening en door vertegenwoordiging in de RvC. In 1992 waren banken in 21 van de 145 niet-financiële, beursgenoteerde ondernemingen vertegenwoordigd met een lid van hun RvB in de RvC. De aanwezigheid van deze bankiers gaat gepaard met grootaandeelhouderschap van de betrokken bank, maar niet met meer korte termijn bankleningen. Dit duidt erop dat de bron van de vertegenwoordiging gelegen is in de aandelen investeringen van de banken/financiële conglomeraten en niet in hun functie als kredietverlener.

In *Hoofdstuk 4* concentreren wij ons op het verloop onder de leden van de Raad van Bestuur. Allereerst bekijken wij of een verslechtering in ondernemingsprestaties leidt tot een verhoogde kans op het vertrek van deze leden van de RvB. Dergelijke informatie kan ons inzicht verschaffen in de mate waarin het management in Nederland verantwoordelijk wordt gehouden voor de bedrijfsprestaties. Onze analyse laat zien dat een slecht recent aandelenrendement alsmede een lage recente winstgevendheid leiden tot een sterke toename

in het managementverloop. Het belang van aandelenrendementen bij het verklaren van managementverloop in Nederland contrasteert sterk met de veronachtzaming van de positie van de aandeelhouder die lijkt te worden ingegeven door de verwatering van hun rechten. Tevens blijkt uit onze analyse dat zowel het niveau van het managementverloop als de relatie tussen bedrijfsprestaties en managementverloop die wij vinden voor Nederland sterk overeenkomen met bevindingen voor andere landen. Klaarblijkelijk leidt het Nederlandse corporate governance systeem niet tot een afwijkende dynamiek indien wij deze meten aan de hand van het managementverloop.

Vervolgens onderzoeken wij of het verloop binnen de RvB afhangt van de beheersstructuren van ondernemingen. Daartoe richten wij ons allereerst op de relevantie van de eigendomsstructuur. Grootaandeelhouderschap blijkt echter niet van invloed te zijn op managementverloop. Dit geldt zowel voor grootaandeelhouderschap van de RvB en de RvC als voor de aanwezigheid van andere grootaandeelhouders. Er is dus geen bewijs dat de RvC het management anders benadert indien zij een omvangrijk pakket aandelen in de onderneming bezit of dat aandelenbezit door het management tot verschansing leidt. Onze resultaten duiden er tevens op dat externe grootaandeelhouders niet bepalend zijn voor het initiëren van veranderingen in de samenstelling van de RvB.

Verdere analyse leert ons dat het structuurregime geen invloed heeft op de relatie tussen ondernemingsprestaties en managementverloop. Het lijkt er dus niet op dat de concentratie van bevoegdheden die dit regime met zich meebrengt ertoe dat de RvC zich anders opstelt ten aanzien van het management. We vinden echter wel dat in ondernemingen die via certificering een groot gedeelte van de stemrechten controleren, slechte ondernemingsprestaties leiden tot een extra verhoging van de kans op managementverloop. Hieruit blijkt overduidelijk dat het bezit van stemrechten door de onderneming er niet toe leidt dat de verantwoording die door het management wordt afgelegd voor de ondernemingsprestaties vermindert. Het versterkte verband tussen bedrijfsprestaties en managementverloop kan worden verklaard uit een verminderde intensiteit van het toezicht onder normale bedrijfsomstandigheden. De ondernemingsprestaties zullen in dat geval een belangrijkere maatstaf vormen bij de beslissing voor het al dan niet vervangen van het management. We hebben echter geen direct bewijs dat deze stellingname inderdaad van toepassing is.

In het laatste deel van Hoofdstuk 4 wordt onderzocht of dat banken invloed uitoefenen op de samenstelling van de RvB. Het blijkt dat de aanwezigheid van bankiers in de RvC ertoe leidt dat bij een verslechtering van de kasstroomdekking van de kredietverplichtingen die de onderneming is aangegaan, de kans op het vertrek van de voorzitter van de RvB hoger is. Voor een verslechtering van het aandelenrendement is een dergelijk effect niet aanwezig.



Gegeven dat we in Hoofdstuk 3 hebben gevonden dat de vertegenwoordiging in de RvC samenhangt met de aandeleninvesteringen van banken/financiële conglomeraten betekent dit dat banken de macht die zij verkregen hebben door middel van aandeleninvesteringen gebruiken indien de terugbetaling van bankleningen in gevaar komt. Tevens vinden we dat een verslechtering van de kasstroomdekking die gepaard gaat met een toename in de relatieve hoeveelheid kortetermijn bankleningen tot een verhoogde kans leidt op een hoog managementverloop. Voor de representatie in de RvC bestaat dit verband niet. Dit duidt erop dat banken via hun kredietrelaties in potentie een meer krachtig controlemiddel hebben dan via vertegenwoordiging in de RvC.

In *Hoofdstuk 5* analyseren we of de verschillen in de beheersstructuren van Nederlandse bedrijven van invloed zijn op het ondernemingsresultaat. Hierbij richten we ons primair op de vraag of grootaandeelhouderschap een positief effect heeft op het bedrijfsresultaat. Monitoring door externe grootaandeelhouders kan namelijk een disciplinerende werking hebben op het management. Bovendien worden door grootaandeelhouderschap van de leden van de RvB en RvC de belangen van aandeelhouders en topfunctionarissen in potentie parallel getrokken. Wij onderzoeken in een steekproef van 132 niet-financiële (beursgenoteerde) ondernemingen, die wij volgen van 1992 tot en met 1996, of deze hypothesen inderdaad opgeld doen. We vinden dat het rendement op het totale vermogen inderdaad stijgt met de concentratie van het eigendom. Dit verband is aanwezig voor het aandelenbezit van zowel externe grootaandeelhouders als dat van de leden van de RvB en de RvC. Echter, voor Tobin's  $q$  en voor de marktwaarde-boekwaarde ratio van het eigen vermogen wordt deze relatie niet gevonden. Deze twee prestatiemaatstaven zijn echter wel weer hoger indien de onderneming externe grootaandeelhouders heeft die in totaal tenminste 10% van de aandelen bezitten. De bevindingen suggereren dus dat zowel de 'monitoring' hypothese als de 'parallele belangen' hypothese relevant zijn voor Nederlandse ondernemingen. Het gebrek aan consistentie van onze resultaten duidt echter op de noodzaak tot voorzichtigheid omtrent het aanvaarden van deze conclusies.

Wij bekijken in Hoofdstuk 5 ook of er een verband bestaat tussen de verschillende wijzes waarop de rechten van aandeelhouders verwaterd zijn en de ondernemingsprestaties. Het blijkt dat ondernemingen waarop het structuurregime van toepassing is een lagere Tobin's  $q$  en marktwaarde-boekwaarde ratio van het eigen vermogen hebben. Eveneens vertonen zij een lager rendement op het totale vermogen. Voor deze laatste prestatiemaatstaf vinden we dat in ondernemingen met het structuurregime het rendement zo'n 2 procentpunten lager is. Deze resultaten suggereren dat de formeel krachtige positie die de Raad van Commissarissen heeft in deze ondernemingen sterk negatief uitwerkt op de bedrijfsprestaties. Onze analyse laat tevens zien dat bedrijven die over een aanzienlijk deel van de stemrechten beschikken als

gevolg van certificering geen afwijkende performance vertonen. Het blijkt bovendien dat als we de grootaandeelhouders die geen stemrechten hebben negeren, het eerder gevonden verband tussen de concentratie van eigendom en ondernemingsprestaties praktisch volledig verdwijnt. Deze laatste twee resultaten impliceren dat certificering niet leidt tot het afschermen van de onderneming tegen disciplinerende krachten.

Tenslotte onderzoeken wij kort in Hoofdstuk 5 of de relaties tussen banken en niet-financiële ondernemingen gevolgen lijken te hebben voor de bedrijfsresultaten van deze laatste groep. Het blijkt dat de prestatemaatstaven negatief gecorreleerd zijn met de relatieve hoeveelheid kortetermijn bankkrediet. Dit geldt met name voor Tobin's  $q$ , de marktwaarde-boekwaarde ratio voor het eigen vermogen en het rendement op het eigen vermogen. Het negatieve effect is milder als we naar het rendement op het totale vermogen bekijken. Dit patroon kan worden verklaard door een sterke positie van de banken als gevolg van hun kredietrelaties, welke vervolgens wordt gebruikt om een conservatief ondernemingsbeleid en een hoge interestvergoeding af te dwingen. We hebben echter geen direct bewijs die de relevantie van deze verklaring ondersteunt.

Laten we in het kort de belangrijkste conclusies van Hoofdstuk 3 t/m 5 op een rijtje zetten en enige suggesties geven voor toekomstig onderzoek. Ons inziens bevatten Hoofdstuk 3 en 4 weinig verontrustende resultaten voor het Nederlandse corporate governance systeem. Het feit dat het verloop binnen zowel de Raad van Bestuur als de Raad van Commissarissen toeneemt bij een verslechtering van de ondernemingsresultaten duidt erop dat zij die in Nederland het meest direct betrokken zijn bij het beleid van de grote ondernemingen ook verantwoordelijk zijn/worden gehouden voor de prestaties van deze bedrijven. De geringe invloed die buitenstaanders formeel kunnen uitoefenen op de samenstelling van beide raden leidt dus niet tot een situatie waarbij de leden over het algemeen hun posities aanhouden bij slechte ondernemingsprestaties. Bovendien blijken aandelenrendementen belangrijk te zijn voor het verklaren van veranderingen in de samenstelling van beide raden. Dit duidt erop dat de belangen van eigen vermogenverschaffers wellicht minder veronachtzaamd worden dan de sterk verwaterde rechten van aandeelhouders doen vermoeden.

Een interessante onderzoeksvraag die uit onze analyses naar voren komt betreft de kwestie hoe het verloop binnen de RvB en RvC nu daadwerkelijk tot stand wordt gebracht in Nederland. Ons onderzoek suggereert dat grootaandeelhouders hier geen actieve rol in spelen. Verlaten de leden van de RvB en RvC over het algemeen vrijwillig de onderneming wanneer de omstandigheden erop wijzen dat zij niet de juiste persoon op de juiste plaats zijn? Indien dit het geval is dan lijkt het erop dat zelfcorrectie een essentieel element is bij het bestuur van grote ondernemingen in Nederland. Anderzijds kan het zijn dat de RvC een bepalende rol

speelt bij het initiëren van wisselingen in de samenstelling van beide raden. In dat geval kunnen we de Nederlandse Raden van Commissarissen een onafhankelijke rol toedichten die een kritische houding met zich meebrengt ten aanzien van zowel het management als haar eigen leden.

De analyse in Hoofdstuk 5 suggereert dat de aanwezigheid van externe grootaandeelhouders alsmede de concentratie van aandelenbezit in handen van de leden van de RvB en de RvC tot betere ondernemingsprestaties leidt. Dit is in overeenstemming met de hypothesen dat externe grootaandeelhouders door monitoring een disciplinerende werking hebben en dat aandelenbezit door management en commissarissen de belangentegenstellingen tussen topfunctionarissen en aandeelhouders verminderen. Ons inziens is echter meer onderzoek vereist om hierover een definitieve uitspraak te doen. Momenteel zijn er slechts een gering aantal studies gedaan naar de relevantie van deze hypothesen. Wellicht kunnen onderzoeksmethoden zoals case studies, enquêtes en interviews hierbij in de toekomst behulpzaam zijn.

Ons onderzoek aangaande de rol van banken/financiële conglomeraten bij het besturen van ondernemingen impliceert dat bankiers invloed uitoefenen op het ondernemingsbeleid. Zowel door bancaire kredietverlening als door vertegenwoordiging in de Raad van Commissarissen worden wijzigingen in de Raad van Bestuur afgedwongen. Bovendien vinden we resultaten die lijken te suggereren dat banken via hun kredietverlening in staat zijn om een conservatieve bedrijfspolitiek af te dwingen alsmede een hoge rentevergoeding. Of banken inderdaad een dergelijke negatieve rol spelen binnen de beleidsvorming van de grote Nederlandse bedrijven is een interessante vraagstelling voor toekomstig onderzoek.

Hoofdstukken 3 t/m 5 bevatten geen verontrustende resultaten wat betreft de certificering van aandelen. Hetzelfde geldt voor de resultaten voor het structuurregime in Hoofdstuk 3 en 4, zei het in iets mindere mate. In Hoofdstuk 5 vinden we echter een sterke, negatieve invloed van het regime op de bedrijfsprestaties. Dit leidt tot de vraag op welke wijze het ondernemingsbeleid anders wordt vastgesteld in ondernemingen waarop het regime van toepassing is. Leidt de concentratie van macht tot inertie in de besluitvorming en tot automatische consensus binnen de RvC? Of is het zo dat de Raad van Commissarissen in deze ondernemingen meer geneigd zijn de belangen van andere partijen dan de financiers te honoreren? Nader onderzoek zal hier meer inzicht in moeten verschaffen.

In Hoofdstuk 6, welke getiteld is "Monitoring, Shareholder Activism and the Correction of Managerial Failure", presenteren we een theoretisch model dat de grenzen benadrukt van de effectiviteit van 'monitoring'. De opzet van het model benadrukt dat 'monitoring' door partijen zoals de Raad van Commissarissen en grootaandeelhouders vaak het beste kan

worden gekarakteriseerd als een situatie waarin uit hoofde van de principalen toezicht wordt gehouden op agenten dóór andere agenten. Het is namelijk onwaarschijnlijk dat leden van de Raad van Commissarissen, of onafhankelijke directeuren binnen een 'one-tier board structure', zich van hun taak kwijten alsof zijzelf in het bezit zijn van alle aandelen. Evenzo zijn de grootaandeelhouders van bedrijven meestal ondernemingen, bijv. financiële instellingen, en niet individuen. De vertegenwoordigers van grootaandeelhouders die de onderneming monitoren zijn daarom vaak zelf agenten van hun eigen aandeelhouders. In beide gevallen kunnen we het gedrag van de toezichthouder niet zo maar gelijk stellen aan die van een principaal die zelf de taak van het toezicht vervult. Om deze hiërarchische aspecten van monitoring modelmatig te kunnen analyseren concentreren wij ons op het gedrag van een toezichthouder wiens taak bestaat uit het onderkennen en corrigeren van het falen van management. We veronderstellen daarbij dat de monitor zich voornamelijk om haar reputatie als vaardige toezichthouder bekommert.

Onze analyse laat zien dat er een trade-off bestaat tussen de nabijheid van de monitor en het behoud van haar objectiviteit bij het evalueren van het door het management geïnitieerde beleid. Indien de toezichthouder dicht bij de onderneming staat is zij in een betere positie om tijdig het falen van het management te erkennen. Echter, nabijheid creëert tevens een situatie waar in een later stadium de monitor en het management gezamenlijk verantwoordelijk zijn voor het gevoerde ondernemingsbeleid. Dit verstoort de prikkel voor de toezichthouder om in te grijpen indien het beleid heeft gefaald. De noodzaak tot ingrijpen duidt immers op het falen van de monitor, die door haar nabijheid eerder had kunnen optreden. Nabijheid van de toezichthouder vermindert dus de prikkel om het management op haar falen te wijzen en introduceert daarmee een gebrek aan objectiviteit bij de monitor. Onze analyse laat zien dat als gevolg hiervan, het optimaal kan zijn om de nabijheid van de toezichthouder dusdanig te verminderen dat een tijdige onderkenning van het falen van management onmogelijk is. Hierdoor wordt namelijk de prikkel om in een later stadium in te grijpen ongemoeid gelaten.

Na deze analyse kijken wij in het laatste deel van Hoofdstuk 6 of partijen die niet als monitor fungeren, bijv. (kleine) aandeelhouders, over het algemeen een gebrek aan objectiviteit van de toezichthouder kunnen corrigeren door zelf tot ingrijpen over te gaan. Onze resultaten laten zien dat dergelijk activisme niet noodzakelijkerwijs een goed alternatief is voor de objectiviteit van de monitor. Buitenstaanders zullen terughoudend zijn bij het ingrijpen, zelfs als zij weten dat het toezicht niet objectief is. De reden is dat zij onzeker zijn of een monitor die nabij de onderneming staat zelf al in een vroeg stadium tot correctie is overgegaan. De terughoudendheid is dus onlosmakelijk verbonden met het probleem van nabijheid van de toezichthouder. Onze resultaten laten bovendien zien dat de kans op het

observeren van ingrijpen door buitenstaanders wellicht het grootst is als de objectiviteit van het toezicht relatief groot is. Dit betekent dat actief ingrijpen door buitenstaanders uit angst voor een gebrek aan objectiviteit van de monitor het minst waarschijnlijk kan zijn in een corporate governance systeem waar de objectiviteit van het toezicht juist laag is.

Deze resultaten contrasteren sterk met de notie dat meer toezicht en controle over de agent in het belang van de principaal is. Hoofdstuk 6 duidt dus op de kosten van het hebben van nabije monitoren zoals een actieve Raad van Commissarissen en (actieve) grootaandeelhouders. Een grote betrokkenheid bij het ondernemingsbeleid zal een tendens creëren tot het ondersteunen van inefficiënt ondernemingsbeleid. Dit betekent dat principaal/agent problemen bij ondernemingen niet noodzakelijkerwijs het meest efficiënt worden opgelost in een corporate governance systeem waar toezichthouders nauwgezet de onderneming volgen. Bovendien laat onze analyse zien dat buitenstaanders zoals aandeelhouders die niet als monitor actief zijn wellicht minder vaak zullen ingrijpen wanneer de objectiviteit van de toezichthouder juist minimaal is. Dit kan een verklaring vormen voor de relatieve inactiviteit van (kleine) aandeelhouders in Continentaal Europa en Japan.



