

University of Groningen

Behavioral corporate governance

van der Laan, G.

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version

Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2009

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

van der Laan, G. (2009). *Behavioral corporate governance: four empirical studies*. [Thesis fully internal (DIV), University of Groningen]. PrintPartners Ipskamp B.V., Enschede, The Netherlands.

Copyright

Other than for strictly personal use, 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), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

7 Samenvatting (summary in Dutch)

Als gevolg van technologische groei, is de schaal van productie in de loop van de 19^e en 20^e eeuw toegenomen. Ondernemers waren niet langer in staat om zelfstandig in de financieringsbehoefte te voorzien. Dat heeft een scheiding tussen het eigendom van een onderneming en de controle over de onderneming veroorzaakt: de eigenaren hadden niet langer de dagelijkse leiding in handen. In deze context kunnen zogenaamde principaal-agent problemen ontstaan: de eigenaren en de manager hebben niet noodzakelijkerwijs dezelfde belangen, en aangezien de manager superieure informatie over het bedrijf heeft, bestaat er de mogelijkheid dat hij zich opportunistisch gedraagt. Het principaal-agent probleem is uitgebreid bestudeerd in de economische en juridische corporate governance (dat wil zeggen: ondernemingsbestuur) literatuur en richt zich op contractuele oplossingen en studies van het onderhandelings spel tussen de manager en de eigenaar. Zo is er een uitgebreide literatuur over de beloning van de manager die stelt dat het belangenconflict tussen eigenaren en managers dat de grondslag vormt voor het principaal-agent probleem verholpen kan worden door de beloning van de manager afhankelijk te maken van de prestaties van de onderneming. Tevens is er nadruk op onafhankelijk toezicht door een raad van commissarissen gelegd.

Enkele meta-analyses van de relatie tussen indicatoren voor onafhankelijkheid en andere gesuggereerde oplossingen voor het principaal-agent probleem aan de ene kant en bedrijfsprestaties aan de andere kant, laten echter zien dat een eenduidig verband tussen deze klassen van variabelen niet bestaat. Het is niet zondermeer te stellen dat de contractuele oplossingen uit de economische en juridische theorie het praktische principaal-agent probleem oplossen. Derhalve zijn recent alternatieve, meer gedragsmatige, benaderingen van ondernemingsbestuur populair geworden. Hambrick en collega's (2008) geven aan dat deze studies zich kenmerken door een focus op informele structuren en gedragsprocessen binnen de raad van bestuur en/of de raad van commissarissen, die in de Angelsaksische literatuur gezamenlijk *board* genoemd worden. De alternatieve benaderingen nemen expliciet micro- en macro-sociale krachten die de *governance* uitkomsten beïnvloeden mee. Micro-sociale krachten zijn afkomstig uit de sociale psychologie, en betreffen inter-persoonlijke processen zoals affectie en conflict. Macro-sociale krachten zijn afgeleid van de sociologie en beschouwen de onderneming als een onderdeel van een groter geheel waarin concurrentie om bronnen en legitimering tussen ondernemingen plaatsvindt. In dit kader zijn netwerken van bestuurders en commissarissen bijvoorbeeld onderwerp van studie geweest. In dit proefschrift wordt aansluiting gezocht bij deze stromingen, door expliciet te veronderstellen dat aan de contractuele oplossingen tussen diverse partijen die voor de studie van ondernemingsbestuur relevant zijn, individueel gedrag ten grondslag ligt.

Voor dit proefschrift wordt onderscheid gemaakt tussen verschillende belanghebbenden bij goed ondernemingsbestuur. In de eerste plaats zijn dit de bestuurders en commissarissen. In de tweede plaats zijn kapitaalverschaffers, of meer specifiek aandeelhouders relevant. In de derde plaats worden algemene belanghebbenden (*stakeholders*) opgevoerd. De interacties binnen en tussen deze vier groepen hebben uitkomsten op het niveau van de organisatie tot gevolg. Dit is schematisch weergegeven in Figuur 1.1 in de inleiding van het proefschrift.

In de hoofdstukken 2 tot en met 5 van het proefschrift wordt telkens een ander onderwerp bestudeerd vanuit de hierboven omschreven achtergrond. De centrale aanname in de agentschaptheorie dat efficiënte controle op bestuurders wordt bereikt door een raad van commissarissen die onafhankelijk is van de raad van bestuur is het onderwerp van hoofdstuk 2. Onafhankelijkheid leidt tot een gepercipieerde afstand tussen de bestuurder en de commissaris, en in deze context is het nemen van negatieve beslissingen over de prestaties van de bestuurder door de commissaris het minst belastend voor de commissaris. In het hoofdstuk wordt beargumenteerd dat commissarissen naast controletaken ook tot taak hebben om de raad van bestuur bij te staan met strategisch advies, en dat voor deze rol nabijheid juist de informatievoorziening ten goede kan komen. Deze hypothese is in lijn met eerder onderzoek. We gaan echter verder met te argumenteren dat ook voor de controletaken nabijheid voordelig kan zijn. Voor het uitvoeren van controle op de prestaties van de bestuurder heeft de commissaris immers informatie nodig, die hij voornamelijk van de bestuurder en andere topfunctionarissen binnen de onderneming krijgt. Het argument is dat nabijheid positief gerelateerd is aan de ontwikkeling van twee typen vertrouwen: één type (*reliance trust*) betreft het er vertrouwen in hebben dat de andere partij goed zal handelen. We argumenteren dat dit type vertrouwen negatieve effecten heeft op de prestaties van controletaken, maar ook van adviestaken. Het andere type vertrouwen heeft betrekking op de bereidwilligheid om in een open discussie te treden, vertrouwend dat de andere partij geen misbruik zal maken van deze openheid. Als gevolg van dit type vertrouwen (*disclosure trust*) is meer informatie beschikbaar voor de commissaris en, zo luidt ons argument, dit heeft een positief effect op zowel de strategische adviezen die de commissarissen uitbrengen als de kwaliteit van controle.

De argumenten worden getoetst op een Noorse dataset, die door middel van vragenlijstenonderzoek is samengesteld. Deze set bevat 378 middelgrote ondernemingen, waarvan de bestuursvoorzitter vragenlijsten ingevuld heeft met betrekking tot zijn of haar relatie met de voorzitter van de raad van commissarissen. Het model – gepresenteerd in Figuur 2.1 – wordt getoetst middels lineaire structurele vergelijkingen (LISREL), wat een combinatie is van factoranalyse en regressieanalyse. De analyses tonen aan dat voor de door

ons onderscheiden constructen onderling covariërende maatstaven gevonden kunnen worden en dat de constructen afdoende discriminerend zijn vanuit een statistisch oogpunt. De resultaten ondersteunen het model en suggereren dus dat naast de onderscheiden voordelen van afstandelijkheid tussen de bestuursvoorzitter en de raad van commissarissen er ook voordelen zijn aan nabijheid tussen beiden. Een toets op het mediërende effect van vertrouwen toont aan dat het statistisch nauwelijks overtuigend is dat deze voordelen door de vertrouwensconcepten wordt veroorzaakt. Dit neemt echter niet weg dat gepercipieerde nabijheid tussen de bestuursvoorzitter en de voorzitter van de raad van commissarissen zowel de strategische adviezen als de controle van de raad van commissarissen ten goede kan komen.

In hoofdstuk 3 worden argumenten gebruikt uit de prospecttheorie en de belanghebbendentheorie (*stakeholder theory*) om de relatie tussen maatschappelijk verantwoord ondernemen en de financiële prestaties van de onderneming nader te beschouwen. Het argument luidt, op basis van prospecttheorie, dat de mate waarin financiële prestaties afhankelijk zijn van maatschappelijk verantwoord ondernemen beïnvloed wordt door de verwachtingen van de belanghebbenden. Meer specifiek wordt beargumenteerd dat wanneer ondernemingen beneden de verwachtingen van de belanghebbenden presteren, hier een negatief effect van uitgaat op de financiële prestaties, terwijl het overtreffen van deze verwachtingen niet gepaard gaat met een vergelijkbare positief effect. Bovendien luidt de hypothese, op basis van de belanghebbendentheorie, dat de invloed van een reputatie voor het nakomen van de wensen van een belanghebbende op de financiële prestaties van de onderneming groter is naarmate de belanghebbende verder van de onderneming afstaat. Dit laatste argument stelt dat, hoewel primaire belanghebbende (zoals werknemers of investeerders) van groter belang zijn voor de onderneming, zij minder gebruik hoeven te maken van een reputatiemaatstaf om de mate waarin hun wensen worden nagekomen te evalueren. Primaire belanghebbenden hebben immers een meer directe relatie met de onderneming, en kunnen uit deze relatie de mate waarin aan hun wensen wordt tegemoetgekomen afleiden. Secundaire belanghebbenden hebben per definitie geen directe relatie met de onderneming en voor hen is een reputatiemaatstaf meer relevant in het evalueren van de maatschappelijke verantwoordelijkheid die de onderneming tentoonspreidt.

De twee kernhypothesen uit hoofdstuk 3 worden getoetst op een dataset van grote Amerikaanse ondernemingen in de periode 1997-2002, meer specifiek die ondernemingen die in de Standard & Poors 500 index zijn opgenomen. Data van Kinder, Lydenberg & Domini (KLD) over maatschappelijk verantwoord ondernemen wordt gekoppeld aan financiële gegevens van Thomson Financial's database Datastream. De resultaten ondersteunen de hypothese dat een reputatie voor maatschappelijk verantwoord ondernemen die de verwachtingen van belanghebbenden niet overschrijd negatief gerelateerd is aan de

winstgevendheid van de onderneming, maar dat een reputatie die de verwachtingen wel te boven gaat niet gerelateerd is aan superieure winstgevendheid. De hypothese waarin gesteld wordt dat een reputatie vooral voor secundaire belanghebbenden gerelateerd is aan de winstgevendheid, aangezien deze hem als instrument voor het beoordelen van de maatschappelijke positie van de onderneming aanwenden, wordt echter niet ondersteund.

In hoofdstuk 4 bestuderen we naleving met bepalingen uit een code voor goed ondernemingsbestuur. Deze codes zijn aanvullingen op de wetgeving, waar verondersteld wordt dat uniforme toepassing van de wet op alle vennootschappen niet tegemoet komt aan de specifieke eigenschappen van groepen vennootschappen. Bij het toepassen van de bepalingen uit een code, volgen de ondernemingen het leef-na-of-leg-uit principe. Volgens dit principe is het vennootschappen toegestaan om af te wijken van wat in de bepaling uit de code is gesteld, indien deze afwijking gemotiveerd wordt. Er is een uitgebreide literatuur ontstaan die de fractie van de bepalingen die door een vennootschap wordt nageleefd verklaard uit, bijvoorbeeld, de omvang van de onderneming. Het beginpunt voor hoofdstuk 4 is dat deze studies voorbijgaan aan het feit dat een code uit een groot aantal en qua inhoud diverse bepalingen bestaat, waardoor het aggregeren van naleving op het niveau van de code slechts beperkt inzichten verschaft. Bovendien is een beginpunt dat de variabelen die worden aangewend voor het verklaren van de naleving voorbijgaan aan het besluitvormingsproces dat in de raad van bestuur en de raad van commissarissen plaatsheeft. Er wordt immers voornamelijk gebruik gemaakt van variabelen zoals de omvang van de onderneming, die buiten de directe invloedssfeer van de besluitvormers ligt. In het hoofdstuk wordt allereerst een indeling gemaakt van bepalingen naar gelang de mate waarin deze het privébelang van bestuurders beïnvloeden (zie Tabel 4.1). De achterliggende gedachte is dat bestuurders – als de ultieme besluitvormers binnen de beursvennootschap – in de keuze van naleven of uitleggen van een bepaling een afweging maken tussen het belang van de vennootschap en hun privébelang. Voor sommige bepalingen, die de privébelangen van de bestuurders niet schaden, zal naleving vrijwel automatisch ontstaan omdat geen van de bestuurders bezwaar heeft tegen invoering. Hierbij valt te denken aan het voorschrift om procedures op te stellen voor evaluatie van het functioneren van de raad van commissarissen door de raad van commissarissen zelf. Daartegenover staan bepalingen die rechtstreeks het privébelang van de bestuurder schaden, zoals bepalingen die de beloning van bestuurders betreft. De eerste hypothese luidt dan ook dat voor bepalingen die het privébelang van de bestuurders betreffen, aanmerkelijk lagere naleving zal worden geconstateerd. Vervolgens worden, uit de agentschaptheorie en de netwerktheorie, argumenten geleend die verklaren waarom voor deze bepalingen toch naleving kan ontstaan. In de eerste plaats wordt een hypothese ontwikkeld omtrent de onafhankelijkheid van commissarissen. Hier wordt opgeworpen dat een onafhankelijke raad van commissarissen beter in staat is om naleving te bereiken van

bepalingen die het privébelang van bestuurders schaden dan een minder onafhankelijke raad van commissarissen. Tevens wordt een hypothese ontwikkeld waarin gesteld wordt dat de naleving van deze bepalingen hoger is naarmate de vennootschap een centrale positie inneemt in een elitenetwerk van bestuurders en commissarissen waarin naleving veelvuldig plaatsheeft. In een dergelijk netwerk staat de onderneming onder druk van commissarissen bij andere ondernemingen om ook na te leven, omdat massale niet-naleving op populatieniveau aanleiding zou kunnen zijn om striktere regels te ontwikkelen.

De hypothesen worden getoetst middels een gedetailleerde analyse van de naleving met de Nederlandse corporate governance code (de 'code Tabaksblat') door 130 beursgenoteerde vennootschappen in 2004. De studie richt zich specifiek op bepalingen die gerelateerd zijn aan bestuurdersbeloning, aangezien hiervan a priori aannemelijk te maken is dat deze het privébelang van de bestuurder schaden. Het blijkt inderdaad, zij het dat hiervoor geen statistische toets is opgenomen, dat nalevingspercentages voor de bepalingen die in de Tabaksblat code de bestuurdersbeloning betreffen substantieel lager zijn dan wat gemiddeld over alle percentages wordt aangetroffen. Dit ondersteunt de aanname dat bestuurdersbeloning een onderwerp is dat na aan het hart van de bestuurder ligt en waar de mechanismen uit onze theorie bij uitstek op van toepassing zouden kunnen zijn. Er wordt vervolgens ook bewijs gevonden voor de stelling dat naleving van de bepalingen inzake bestuurdersbeloning hoger is naarmate de raad van commissarissen onafhankelijk is van de raad van bestuur, en dat een centrale positie in een netwerk van beursvennootschappen die de bepalingen naleven tevens voor naleving in de betreffende onderneming zorgt. Al met al suggereren de resultaten van dit hoofdstuk dat een analyse van naleving van codes van goed ondernemingsbestuur op het niveau van best practice bepalingen toegevoegde waarde heeft, vooral als daarbij geanalyseerd wordt welke factoren het besluit al dan niet na te leven kunnen beïnvloeden.

In hoofdstuk 5 wordt een studie gemaakt van een centrale aanname in de machtsbenadering van bestuurdersbeloning (*managerial power approach*). Deze benadering trekt de stelling in twijfel dat beloningscontracten worden ontworpen door de raad van commissarissen van een onderneming met het belang van de aandeelhouder in gedachten. Deze stroming stelt daarentegen dat bestuurders een machtspositie binnen de onderneming hebben, die hen in staat stelt om de parameters van het beloningscontract ten faveure van zichzelf te beïnvloeden. Zo zou een bestuurder prestatieonafhankelijke beloning prefereren of pogingen kunnen ondernemen om bij tegenvallende resultaten de doelstellingen van het beloningscontract te laten versoepelen. Er is in de economisch-juridische literatuur een uitgebreide discussie ontstaan over de mate waarin beloningscontracten efficiënt zijn. De basale aanname dat macht aan beloning is gerelateerd is echter minder uitgebreid bestudeerd, en is het onderwerp van dit hoofdstuk. In het hoofdstuk worden drie hypothesen uitgewerkt.

In de eerste plaats wordt het concept camouflage uit de machtsbenadering benut om te beargumenteren dat het bij vaste beloning moeilijker is een invloed van macht te maskeren dan bij variabele beloning. Dit is omdat de waarde van de variabele beloning moeilijker te bepalen is voor een buitenstaander; deze hangt immers af van doelstellingen die vaak niet transparant zijn. De eerste hypothese luidt dan ook dat indien bestuursvoorzitters machtig zijn, een groter deel van de beloning variabel zal zijn. In de tweede plaats wordt de hoogte van de beloning bestudeerd. Het is immers zo dat indien een groter deel van de beloning variabel is, het risico op uitkeringen beneden de verwachtingen van de bestuursvoorzitter groter wordt. Ter compensatie van dit risico wordt een premie in de beloning ingebouwd. De hypothese luidt dat bestuursvoorzitters die bovenproportionele macht hebben in staat zijn om de verwachte waarde van de variabele beloning hoger vast te laten stellen, zodat in feite gecompenseerd wordt voor een risico dat de bestuurder niet in die mate loopt. In de derde plaats wordt de prestatieafhankelijkheid van de beloning bestudeerd. Het is immers zo dat het nut van de bestuurder niet alleen positief afhangt van de (verwachte) hoogte van de beloning, maar ook van de invariabiliteit ervan. Een bestuurder die buitenproportioneel machtig is, zal volgens de hypothese proberen om de marginale reactie van de beloning in respons op een eenheid verandering van de bedrijfsprestatie te minimaliseren. Er worden dus hypothesen ontwikkeld die stellen dat machtige bestuurders beloningscontracten afdwingen die (1) variabele beloningsvormen bevatten, (2) een hoge verwachte waarde kennen en (3) prestatieafhankelijk zijn.

De argumenten worden getoetst met behulp van een dataset van 107 bestuursvoorzitters in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen in de periode 2002-2006. Middels regressieanalyses wordt bekeken of macht een invloed heeft op de mate waarin aandelen- en optieregelingen een element zijn van het beloningscontract. Er wordt geen robuust verband gevonden. Het blijkt dat het hebben van een (tweede) beursnotering in de Verenigde Staten, de grootte van de onderneming en de mate waarin het aandelenkapitaal gespreid is over meerdere aandeelhouders een sterkere indicator is voor het opnemen van opties en aandelen als onderdeel van de beloning. Vervolgens wordt gekeken of de macht van de bestuursvoorzitter gerelateerd is aan het niveau van zijn of haar beloning. Ook hier blijven robuuste bevindingen die de hypothese ondersteunen uit. Tenslotte wordt bezien of de macht van de bestuursvoorzitter de relatie tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de bestuurder negatief modereert – wat bewijs zou zijn van een effect van macht op de prestatieafhankelijkheid van de beloning. Voor deze stelling wordt echter ook geen overtuigend bewijs gevonden. Al met al wordt dus geen robuust bewijs aangedragen dat de aanname van de machtsbenadering van bestuurdersbeloning staat.

In het besluit van het proefschrift wordt nader ingegaan op twee concepten die in de verschillende hoofdstukken centraal staan: macht en onafhankelijkheid. In de literatuur op het gebied van goed ondernemingsbestuur zijn verschillende visies betreffende de relatie tussen deze twee concepten te vinden. Waar sommigen beweren dat macht een voorwaarde is voor onafhankelijkheid, beweren anderen dat onafhankelijkheid een voorwaarde is voor macht. Weer anderen laten het onderscheid links liggen en behandelen de concepten alsof zij in essentie op hetzelfde neerkomen. In dit proefschrift zijn enkele – deels tegenstrijdige – conclusies over macht en onafhankelijkheid te vinden. In hoofdstuk 4 wordt aangenomen dat onafhankelijkheid een voorwaarde is voor de onderhandelingsmacht van commissarissen in de context van best practice bepalingen die niet de instemming van bestuurders hebben. Er wordt inderdaad aangetoond dat onafhankelijkheid eerder tot naleving van deze bepalingen leidt. Deze relatie houdt echter niet stand in hoofdstuk 5 waar de andere kant van de medaille wordt bestudeerd: de macht van de bestuurder blijkt niet gerelateerd te zijn aan de mate waarin de raad van commissarissen beloningscontracten kan ontwerpen die tegen het privébelang van de bestuurder ingaan. Dit roept vragen op over de relatie tussen macht en onafhankelijkheid: wat verklaart dat de macht van de bestuurder niet de armslag van de raad van commissarissen beperkt, terwijl onafhankelijkheid van de commissarissen deze armslag wel vergroot? Uiteraard kan een deel van de verklaring liggen in het verschil tussen feitelijke beloning (hoofdstuk 5) en transparantie van het beloningsbeleid (hoofdstuk 4). In hoofdstuk 2 wordt tenslotte nog aangegeven dat onafhankelijkheid nadelig kan uitpakken voor het functioneren van de raad van commissarissen indien deze leidt tot gepercipieerde afstand tussen bestuurders en commissarissen.

Deze overwegingen met betrekking tot onafhankelijkheid en macht zijn breder toepasbaar op de literatuur die poogt inzicht te krijgen in feitelijke gedragingen van bestuurders en commissarissen (in navolging van Forbes en Milliken, 1999). Door conceptuele onduidelijkheid ontstaan meerdere empirische maatstaven voor concepten die in hoge mate vergelijkbaar zijn. Zo is in de praktijk zowel macht als onafhankelijkheid gemeten door de demografische gelijkheid tussen bestuurders en commissarissen. Voor het ontstaan van begrip in de werking van de raden, is een verdere verdieping van concepten noodzakelijk en vooral een duidelijke afbakening van de verschillen tussen de concepten. Hieraan worden in paragraaf 6.3 nog twee aanbevelingen voor toekomstig onderzoek toegevoegd. In de eerste plaats is onderzoek gebaat bij een onderscheid tussen structuurkenmerken, proceskenmerken en uitkomsten van het gedrag van bestuurders en commissarissen. Al te vaak worden structuurkenmerken (zoals de omvang van een raad) genomen als benadering van een proceskenmerk (zoals de beslisvaardigheid van deze raad), hetgeen slechts indirecte inzichten kan verschaffen. In de tweede plaats is er een behoefte aan analyses die de meerdere niveaus van analyses beschouwen. Zo bestaan de structuurkenmerken, proceskenmerken en

uitkomsten op het niveau van het individu, de raad, en de onderneming. Waar baanbehoud bijvoorbeeld een uitkomst op het niveau van het individu is, is de onderneming eerder gebaat bij een optimale afweging tussen risico en rendement.