

Managementverloop en bedrijfsprestaties: Nederland in internationaal perspectief¹

Drs. P. van Oijen en Drs. C.H.S. Bouwman

1 Inleiding

Worden Nederlandse managers verantwoordelijk gehouden voor tegenvallende bedrijfsprestaties? Vinden zij continuering van de onderneming belangrijker dan aandeelhouderswaarde en winst-maximalisatie? Deze en vergelijkbare vragen komen we regelmatig tegen in kranten en tijdschriften. Sommigen twijfelen aan de effectiviteit van corporate governance in Nederland. Aandeelhouders zouden te weinig macht hebben binnen het bijzondere corporate governance systeem van ons land.

Voorgaande vragen staan centraal in ons onderzoek. Wat ons in het bijzonder heeft gemotiveerd is dat Kaplan (1994a,b) voor drie totaal verschillende landen, te weten de Verenigde Staten (VS), Japan en Duitsland, met verschillende corporate governance systemen, sterk vergelijkbare resultaten vindt ten aanzien van het managementverloop. Zijn studie suggereert dat het corporate governance systeem niet van groot belang is voor de waarschijnlijkheid waarmee managers worden vervangen. Geldt dit ook voor Nederland?

Kaplan (1994a,b) laat ook zien dat in alle drie de landen juist maatstaven van kortetermijnprestaties van de onderneming belangrijk zijn bij de beslissing het management al of niet te vervangen. In dit artikel staan we derhalve eveneens stil bij de maatstaven die in Nederland een rol spelen bij deze beslissing. De belangrijkste conclusie

van ons onderzoek is dat het Nederlandse management op vergelijkbare wijze verantwoordelijk wordt gehouden voor slechte bedrijfsprestaties. Het managementverloop ligt op een vergelijkbaar niveau als dat van de VS, Japan en Duitsland. Ook blijken dezelfde – op de korte termijn gerichte – maatstaven (van de vier onderzochte) de belangrijkste graadmeters te zijn voor een eventuele vervanging van managers.

De opzet van dit artikel is als volgt. Eerst vergelijken we kort het Angelsaksische corporate governance systeem met het systeem van Japan en continentaal Europa. We bekijken de mogelijke gevolgen van de verschillen tussen deze systemen op het ondernemingsbeleid en de verantwoording die het management moet afleggen. Daarna bespreken we het onderzoek van Kaplan (1994a,b). Vervolgens staan ons eigen onderzoek naar de relatie tussen managementverloop en bedrijfsprestaties in Nederland en de daarbij gehanteerde maatstaven centraal.

2 Corporate governance systemen en verantwoording van het management

Op het moment dat een onderneming beslist om extern kapitaal aan te trekken, ontstaan agency-problemen. Hoe kunnen verschaffers van eigen en vreemd vermogen er zeker van zijn dat de manager zich volledig inzet en hun belangen behartigt? Hoe kunnen ze ervoor zorgen dat indien het huidige management niet voldoet, de bestuurders worden vervangen? Corporate governance richt zich op deze problematiek. Het houdt zich onder meer bezig met manieren waarop vermogensverschaffers een rendement op het door hen beschikbaar gestelde vermogen kunnen veiligstellen.

Drs. P. van Oijen en Drs. C.H.S. Bouwman MBA zijn respectievelijk als AIO en bursaal verbonden aan de vakgroep Financieel Management van de Universiteit van Amsterdam. E-mail: VanOijen@fee.uva.nl en Christa@fee.uva.nl.

Er bestaan grote verschillen tussen corporate governance systemen. Een vaak gehanteerde indeling van deze systemen in ontwikkelde landen plaatst het marktgeoriënteerde systeem tegenover het relatiegeoriënteerde systeem (zie bijvoorbeeld Shleifer en Vishny, 1997, en Moerland, 1995). Het Angelsaksische systeem wordt daarbij gekarakteriseerd als marktgeoriënteerd. Immers, de kapitaalmarkt is daar zeer liquide, de 'kleine' aandeelhouders worden goed beschermd en de dreiging van overnames speelt een grote rol bij het toezicht op het topmanagement. Formeel wordt dit toezicht ook uitgeoefend door de Board of Directors, maar deze wordt grotendeels gedomineerd door topmanagers zelf. Het systeem van Japan en continentaal Europa wordt omschreven als relatiegeoriënteerd. De kapitaalmarkt is daar relatief illiquide, het aandelenbezit is sterk geconcentreerd en toezicht op het management wordt uitgeoefend door 'grote' vermogensverschaffers – met wie langetermijnrelaties worden aangegaan – en door onafhankelijke raden van commissarissen. De markt voor overnames is binnen dit systeem van weinig betekenis.

Vaak worden deze verschillen in corporate governance systemen geassocieerd met verschillen in managementgedrag en ondernemingsdoelstellingen. Managers in de VS en het Verenigd Koninkrijk zouden vooral gericht zijn op het verhogen van de kortetermijnwinst om een slechte aandelenperformance te voorkomen. Dit zou immers leiden tot daadkrachtig ingrijpen van ontevreden aandeelhouders, bijvoorbeeld door middel van vijandige overnames. De aanwezigheid van sterke en langetermijnrelaties in Duitsland en Japan voorkomt volgens sommigen deze kortetermijnoriëntatie in het ondernemingsbeleid. Het continue toezicht van banken en grootaandeelhouders zou een meer informatieve en tijdige bijsturing mogelijk maken. Zij hoeven immers niet te wachten met de vervanging van managers tot het bedrijf slechte prestaties laat zien, maar kunnen in een vroegtijdig stadium bijsturen. Tegenvallende bedrijfsprestaties zullen dan ook minder samenvallen met vervanging van het management. Het relatiegeoriënteerde systeem zou in beter toezicht kunnen resulteren en de noodzaak van kostbare overnames verminderen. Ook zou dit systeem het mogelijk maken om een beleid te voeren dat gericht is op langetermijnwaardecreatie, zelfs als dit ten koste gaat van

kortetermijnwinstgevendheid (Grundfest, 1990, en Porter, 1992).

Deze 'lofzang' op relatiegeoriënteerde systemen is zwaar onder druk komen te staan; vergelijk het huidige denken over het relatiegeoriënteerde Japanse systeem. Boot en Macey (1999) laten zien dat de 'nabijheid' van een relatiegeoriënteerd systeem evenzeer nadelen heeft. Zij stellen dat effectief toezicht het best plaatsvindt indien de toezichthouder zowel goed geïnformeerd als objectief is. In een relatiegeoriënteerd systeem, zo redeneren zij, heeft de toezichthouder betere informatie, maar treedt door de 'nabijheid' meer vereenzelviging op met het management. In een marktgeoriënteerd systeem daarentegen, leidt een grotere afstand tussen de toezichthouder en het management tot meer objectiviteit in de beoordeling. Echter, aangezien de toezichthouder in dit systeem minder goed geïnformeerd is, kan hij minder adequaat ingrijpen. Hieruit volgt dat zowel 'nabijheid' als 'objectiviteit' gepaard gaan met specifieke voor- en nadelen. Op basis van deze analyse valt niet te verwachten dat óf het marktgerichte óf het relatiegerichte corporate governance systeem per definitie superieur is.

Hoe valt het corporate governance systeem van Nederland binnen deze discussie over systemen? En, meer specifiek, hoe is het in Nederland gesteld met de verantwoording van het management?

Het Nederlandse corporate governance systeem wordt wel aangeduid als een relatiegeoriënteerd systeem waarbij de zeggenschap van kapitaalverschaffers beperkt is en het management slechts in geringe mate tot de verantwoording wordt geroepen. Zo stelt de commissie-Peters (1997) dat het Nederlandse corporate governance systeem verschaffers van eigen vermogen weinig mogelijkheden biedt om invloed uit te oefenen op het beleid van de ondernemingen die zij financieren. Het structuurregime legt een groot deel van de beslissingsbevoegdheid die aandeelhouders toekomt neer bij de raad van commissarissen. Ook wordt veel gebruikgemaakt van mechanismen die het stemrecht of de macht van gewone aandeelhouders beperken (certificering van aandelen, prioriteitsaandelen, financieringspreferente aandelen en beschermingsprefs). Deze obstakels maken het voor aandeelhouders moeilijk om het manage-

ment te corrigeren en, in het uiterste geval, naar huis te sturen. De commissie concludeert dat deze beperkingen ongewenst zijn en dat een opwaardering van de factor kapitaal nodig is.

De conclusies van Cools (1993) ondersteunen de relevantie van deze opwaardering. Hij onderzocht hoe belangrijk het management in Nederland aandeelhouderswaarde vindt. Hij ondervroeg de financieel directeurs van 50 grote beursgenoteerde ondernemingen, die gezamenlijk 84 procent van de marktwaarde van alle niet-financiële ondernemingen vertegenwoordigen. Slechts 6 procent van de ondervraagden gaf aan dat het maximaliseren van aandeelhouderswaarde de belangrijkste doelstelling van hun onderneming is. Bovendien hecht slechts 8 procent het meeste belang aan winstgroei. Interessant is dat de bedrijven die aandeelhouderswaarde hoog in hun vaandel hebben staan, gemiddeld winstgevend zijn dan de overige ondernemingen. Een ander opvallende uitkomst is dat slechts 8 procent van de financieel directeurs vindt dat de aandeelhouders de belangrijkste 'stakeholder' van de onderneming zijn. Voor 38 procent van de ondervraagden spelen aandeelhouders geen rol of vertegenwoordigen de minst belangrijke stakeholder. De resultaten van Van Manen (1998) vertonen eenzelfde beeld. Hij interviewde 43 commissarissen, werkzaam bij 22 van de 25 grootste ondernemingen die in totaal ruim 90 procent van de beurswaarde van alle ondernemingen (exclusief beleggingsfondsen) vertegenwoordigen. Vrijwel unaniem vinden de ondervraagde commissarissen dat zij primair (dienen te) kijken naar de langetermijncontinuïteit van de onderneming en niet naar de (kortetermijn)belangen van aandeelhouders. Wel onderkennen ze dat het belang van de aandeelhouders het afgelopen decennium is toegenomen.

Managers lijken in Nederland dus slechts in geringe mate verantwoording te hoeven afleggen voor slechte bedrijfsprestaties. Bovendien lijken ze de kortetermijnontwikkeling van aandelenkoersen en kortetermijnwinstgevendheid niet erg belangrijk te vinden. Om deze zaken empirisch te onderzoeken relateren we het managementverloop in Nederland aan bedrijfsprestaties en analyseren we welke prestatie maatstaven een rol spelen bij een eventuele vervanging van het management. Om onze uitkomsten in perspectief

te plaatsen, bespreken we eerst de resultaten van Kaplan (1994a,b) voor de VS, Japan en Duitsland. Daarna staat ons eigen onderzoek centraal.

3 Managementverloop en bedrijfsprestaties in de VS, Japan en Duitsland

Wordt het management in een marktgeoriënteerd systeem meer verantwoordelijk gehouden voor slechte bedrijfsprestaties dan in een relatiegeoriënteerd systeem? Spelen de kortetermijnontwikkeling van aandelenkoersen en kortetermijnwinstgevendheid in een relatiegeoriënteerd systeem een ondergeschikte rol bij de beslissing om het management te vervangen? Om deze vragen te beantwoorden relateert Kaplan (1994a,b) het managementverloop binnen de grootste ondernemingen van de VS, Japan en Duitsland (per jaar gemeten van 1980-1988) aan vier prestatie maatstaven met een verschillende tijdshorizon. De eerste maatstaf, omzetgroei, meet voornamelijk het belang van waardecreatie op de lange termijn. De overige drie zijn meer gericht op de kortetermijnprestaties van ondernemingen: de koersontwikkeling van aandelen, de verandering in de winst voor belastingen (als percentage van de totale activa) en het al dan niet optreden van verliezen.

De resultaten van Kaplan (1994a,b) zijn opvallend (zie tabel 1 op pagina 389)². Hij vindt vergelijkbare resultaten voor de VS, Japan en Duitsland³. In alle drie de landen wordt het management op vergelijkbare wijze verantwoordelijk gehouden voor slechte bedrijfsprestaties. Bij de beslissing het management al of niet te vervangen blijken met name de koersontwikkeling en kortetermijnwinst cruciaal. Omzetgroei is met name belangrijk ter verklaring van het managementverloop⁴ in de VS. Ondanks de grote verschillen tussen de corporate governance systemen, spelen dus dezelfde (van de vier onderzochte) prestatie maatstaven een rol bij de beoordeling van het topmanagement^{5,6}.

4 Vervanging van management en ondernemingsprestaties in Nederland

In ons onderzoek staan de relatie tussen managementverloop en bedrijfsprestaties in Nederland en de maatstaven die een rol spelen bij de beslissing het management al of niet te vervan-

gen centraal. Aan de hand van jaarverslagen bepalen we voor 156 beursgenoteerde ondernemingen het aantal topmanagers (leden van de Raad van Bestuur of haar voorzitter) dat jaarlijks tussen 1992 en 1996 is vervangen. Omdat we zo ook het vertrek meenemen van managers wegens overlijden, ziekte, en (vervroegd) pensioen corrigeren we, op basis van de in het jaarverslag genoemde redenen tot vertrek, voor deze factoren en vinden zo het niet-natuurlijke verloop van het management. Idealiter zou men ook willen corrigeren voor niet-gedwongen vertrek, bijvoorbeeld in geval van het vinden van een (aantrekkelijker) betrekking elders. Het is echter zeer moeilijk om deze correctie op een methodologisch objectieve wijze toe te passen. Het niet-natuurlijke verloop heeft dus niet een puur disciplinerend karakter⁷.

Tabel 2 (zie pagina 389) geeft dit niet-natuurlijke verloop voor de Raad van Bestuur en haar voorzitter weer. We zien dat het verloop gemiddeld acht respectievelijk negen procent per jaar bedraagt⁸. Dit verloop benadert het niveau van Duitsland en ligt iets onder de niveaus van de VS en Japan. Kaplan corrigeert het managementverloop echter niet voor pensionering. Laten we dit effect ook weg, dan blijkt het verloop in Nederland vrijwel gelijk te zijn aan dat van Duitsland, de VS en Japan.

Om dit niet-natuurlijke managementverloop te verklaren gebruiken we dezelfde vier prestatie-maatstaven als Kaplan (1994a,b): omzetgroei, stijging van aandelenkoersen, verandering van de winst voor belastingen (als percentage van de totale activa) en het al dan niet optreden van verliezen⁹. We transformeren de data en maken van de afhankelijke variabelen binaire variabelen die gelijk zijn aan één indien de voorzitter of minstens eenderde van de leden van de Raad van Bestuur wordt vervangen. Een dergelijke transformatie is nodig omdat het verloop van deze variabelen niet continu is. Vervolgens voeren we een aantal logit regressies uit waarbij we alle jaren samenvoegen tot één steekproef. In elke regressie relateren we het managementverloop aan één prestatie-maatstaf. Om inzicht te krijgen in de snelheid waarmee het management wordt vervangen, nemen we van elke prestatie-maatstaf niet alleen het gelijktijdige effect mee, maar ook twee vertraagde effecten, elk met een lengte van

een jaar. Dus ter verklaring van het managementverloop in een gegeven jaar gebruiken we de gelijktijdige bedrijfsprestaties en die van de twee voorgaande jaren.

Tabel 3 (zie pagina 390) toont de resultaten van de regressies die het managementverloop relateren aan de bedrijfsprestaties. We analyseren eerst de uitkomsten voor de voorzitter. Alle vier de prestatie-maatstaven leveren statistisch significante resultaten op. Bekijken we eerst het directe effect (jaar T) en het één-periode vertraagde effect (jaar T-1), dan concluderen we dat koersdalingen de kans op ontslag in dezelfde periode niet maar in de periode erna wel significant verhogen. Een daling van de winst (als percentage van de totale activa) leidt tot een verhoogde kans op ontslag in zowel dezelfde periode als de periode erna. Een verlies laat een sterk direct effect zien¹⁰. Omzetsdalingen hebben alleen een vertraagd effect en dit effect is slechts significant op een veel lager niveau dan de andere prestatie-maatstaven. Het twee-perioden vertraagde effect van alle vier de prestatie-maatstaven blijkt relatief onbelangrijk ter verklaring van het vertrek van de voorzitter van de Raad van Bestuur.

Onze resultaten zijn vergelijkbaar met die van Kaplan (1994a,b). In alle vier landen blijken koersdalingen en verliezen het belangrijkste bij de beslissing de voorzitter al of niet te vervangen. Wel constateren we dat in Nederland relatief snel actie wordt ondernomen in geval van tegenvallende resultaten. Voor de VS, Japan en Duitsland meldt Kaplan (1994a,b) (veel) tragere reacties. Verder valt op dat de kans op ontslag toeneemt indien in diezelfde periode of het jaar ervoor slechte resultaten zijn behaald, terwijl deze kans juist lijkt af te nemen als de resultaten negatief waren in de periode daarvoor. We zien dit duidelijk in de tabel: in alle regressies draaien de tekens om bij de coëfficiënten van het twee-perioden vertraagde effect. Bij de regressie met de aandelen-performance is deze coëfficiënt zelfs significant. Een mogelijke verklaring is de volgende. Stel dat een onderneming slechte resultaten laat zien. Indien dit aanleiding vormt de voorzitter van de Raad van Bestuur te verwijderen, zal deze vervanging in hetzelfde jaar of het jaar erna plaatsvinden. De kans is dan groot dat twee jaar na dato een nieuwe voorzitter de onderneming leidt. Dit zal de kans op vervanging

(van deze kersverse voorzitter) twee jaar na dato doen dalen. Bij Kaplan (1994a,b) draaien de tekens eveneens om voor Duitsland.

De resultaten voor de Raad van Bestuur (zie eveneens tabel 3 op pagina 390) zijn vergelijkbaar met die van haar voorzitter. Ook voor de Raad van Bestuur leveren alle regressies significante resultaten op, zij het dat de reacties iets meer vertragingen laten zien, en stijgt de kans op vervanging het meest na koersdalingen en verliezen¹¹.

Ondanks verschillen tussen de corporate governance systemen van Nederland, de VS, Japan en Duitsland, blijken dus dezelfde – op de korte termijn gerichte – prestatie maatstaven (van de vier onderzochte) de belangrijkste graadmeters te zijn voor een eventuele vervanging van het management¹². In al deze landen blijkt het managementverloop met name gerelateerd te zijn aan koersdalingen en verliezen. De mate van reactie lijkt eveneens vergelijkbaar. Zo doet een verlies in dezelfde periode of de periode ervoor de kans op ontslag van de voorzitter stijgen met 0,10-0,17 in Duitsland, Japan en de VS (Kaplan, 1994a,b). Een eenvoudige berekening laat zien dat de uitkomst voor Nederland rond hetzelfde niveau ligt. De kans op ontslag als gevolg van een recent verlies stijgt met bijna 0,12¹³.

Onze conclusie dat het management op vergelijkbare manier verantwoordelijk wordt gesteld voor tegenvallende ondernemingsprestaties hoeft niet te betekenen dat het toezicht in alle vier landen even adequaat is. Om dergelijke uitspraken te doen zouden we moeten veronderstellen dat de gemiddelde kwaliteit van de managers in de onderzochte landen identiek is. Alleen in dat geval duidt een identieke vervangingsfrequentie daadwerkelijk op een vergelijkbare effectiviteit van corporate governance¹⁴.

5 Conclusies

Regelmatig wordt gemeld dat managers in Nederland slechts in geringe mate verantwoordelijk worden gehouden voor slechte bedrijfsprestaties. Ook zou het Nederlandse management (kortetermijn)winstgroei en aandelenkoersen niet zo belangrijk vinden. De geringe invloed van aandeelhouders zou hier mede debet aan zijn. Sommigen spreken, naar aanleiding van het

recente vertrek van managers bij bijvoorbeeld ING-Barings en Koninklijke Nijverdal ten Cate na slechte bedrijfsprestaties van een ‘eindelijk’ in gang gezette inhaalslag voor wat het nemen van verantwoording door topmanagers betreft. Onze analyse laat zien dat de suggestie van een inhaalslag misplaatst is.

Onze resultaten duiden er juist op dat het management in Nederland op een vergelijkbare manier verantwoordelijk wordt gehouden voor tegenvallende bedrijfsprestaties. Zo blijkt het niet-natuurlijke managementverloop in Nederland op hetzelfde niveau te liggen als in de VS, Japan en Duitsland. Ook hangt, evenals in deze drie landen, het managementverloop met name samen met koersdalingen en verliezen.

Waarom zijn de verschillen in corporate governance systemen niet direct te vertalen in verschillen in het managementverloop? Blijkbaar is het corporate governance systeem niet het enige wat telt bij de beslissing het management te vervangen. Andere aspecten spelen mogelijk een rol en zouden leemtes in een corporate governance systeem kunnen opvullen. Zo zou in landen waar bedrijven sterk (op de internationale markt) concurreren, een disciplinerend effect kunnen uitgaan van product-marktconcurrentie. Ook zouden specifieke cultuurverschillen tussen landen het managementverloop kunnen stimuleren of juist belemmeren. Wellicht kan slechts het samenspel van al deze, en nog meer, factoren verklaren waarom het management onder zeer verschillende corporate governance systemen op vergelijkbare wijze verantwoordelijk wordt gesteld voor slechte bedrijfsprestaties.

6 Tabellen

Tabel 1 (pagina 389) geeft de significantieniveaus en tekens weer van de OLS-regressies van het managementverloop. (Logit regressies leveren volgens Kaplan vergelijkbare resultaten op.) Hiertoe zijn de jaarlijkse gegevens over het managementverloop van 1980-1988 per land samengevoegd in één steekproef. De regressies zijn apart uitgevoerd voor elke prestatie maatstaf. De aandelenrendementen zijn verminderd met het markttrendement. ‘Veranderingen van de winst’ zijn veranderingen van de winst voor belastingen. De verlies-dummy is gelijkgesteld aan één indien

Tabel 1: Managementverloop prestatie maatstaven: de VS, Japan en Duitsland (Kaplan 1994a,b bewerkt)

	Verenigde Staten	Japan	Duitsland
	[significantie en teken]	[significantie en teken]	[significantie en teken]
Verloop voorzitter (OLS)			
Aandelenrendement			
T-2 tot T	*** -	-	T-1 tot T -
T-4 tot T-2	-	* -	T-2 tot T-1 -
Verandering van de winst (% van activa)			
T-2 tot T	* -	*** -	T-1 tot T +
T-4 tot T-2	-	** -	T-2 tot T-1 -
Verliesdummy			
T-2 tot T	** +	*** +	T-1 tot T * +
T-4 tot T-2	n.a.	n.a.	T-2 tot T-1 -
Omzetgroei			
T-2 tot T	** -	-	T-1 tot T -
T-4 tot T-2	-	+	T-2 tot T-1 +
Verloop Raad van Bestuur (OLS)			
Aandelenrendement			
T-2 tot T	** -	-	T-1 tot T * -
T-4 tot T-2	*** -	*** -	T-2 tot T-1 ** -
Verandering van de winst (% van activa)			
T-2 tot T	-	-	T-1 tot T +
T-4 tot T-2	-	* +	T-2 tot T-1 +
Verliesdummy			
T-2 tot T	*** +	*** +	T-1 tot T *** -
T-4 tot T-2	n.a.	n.a.	T-2 tot T-1 -
Omzetgroei			
T-2 tot T	*** -	** -	T-1 tot T -
T-4 tot T-2	+	-	T-2 tot T-1 +
*** verschilt significant van nul op het 1%-niveau. ** verschilt significant van nul op het 5%-niveau. * verschilt significant van nul op het 10%-niveau.			

Tabel 2: Managementverloop van 1992-1997: Nederland

	Managementverloop (gemiddeld per jaar)
A. Raad van Bestuur	
Totale verloop (fractie)	0.111
Verloop wegens overlijden en ziekte (fractie)	0.005
Verloop wegens (vervroegd) pensioen (fractie)	0.026
Niet-normale verloop van de Raad van Bestuur (fractie)	0.080
B. Voorzitter van de Raad van Bestuur	
Totale verloop	0.117
Verloop wegens overlijden en ziekte	0.002
Verloop wegens (vervroegd) pensioen	0.027
Niet-normale verloop van de voorzitter	0.088
Gemiddelde omvang van de Raad van Bestuur	2.58

Tabel 3: Managementverloop en prestatie maatstaven: Nederland

		Verloop voorzitter (Logit)		Verloop Raad van Bestuur (Logit)	
		Coëfficiënt [standaarddeviatie]	Log L [N]	Coëfficiënt [standaarddeviatie]	Log L [N]
Aandelenrendement					
	Constante	***-2.564 [.156]		***-2.056 [.126]	
	T	-.355 [.405]		-.348 [.354]	
	T-1	***-1.444 [.442]		**-.869 [.385]	
	T-2	** .942 [.432]	-200.24 [705]	.572 [.372]	-256.73 [700]
Verandering van de winst (% van activa)					
	Constante	***-2.446 [.146]		***-2.042 [.122]	
	T	** -5.525 [2.494]		-2.750 [2.301]	
	T-1	***-7.670 [2.772]		***-6.918 [2.444]	
	T-2	2.894 [3.062]	-198.47 [690]	2.298 [2.660]	-248.25 [685]
Verliesdummy					
	Constante	***-2.564 [.158]		***-2.090 [.131]	
	T	***] 102 [.413]		.254 [.408]	
	T-1	.732 [.448]		** .869 [.407]	
	T-2	-.740 [.5631]	-196.18 [693]	-.435 [.462]	-249.73 [688]
Omzetgroei					
	Constante	***-2.405 [.164]		***-1.889 [.136]	
	T	-.008 [.008]		-.008 [.006]	
	T-1	*-.016 [.009]		**-.017 [.008]	
	T-2	.009 [.006]	-167.59 [610]	.007 [.005]	-222.61 [605]
***	verschilt significant van nul op het 1%-niveau.				
**	verschilt significant van nul op het 5%-niveau.				
*	verschilt significant van nul op het 10%-niveau.				

de winst voor belastingen negatief is. Alle verloopgegevens zijn gecorrigeerd voor overlijden en ziekte. Bij de regressies voor de VS en Japan zijn dummies toegevoegd voor de leeftijd en tenure van de voorzitter aan het begin van de periode. Voor de 'Raad van Bestuur' worden voor de VS de 'executive directors' genomen, voor Japan de 'representative directors' (de leden die het recht hebben het bedrijf officieel te vertegenwoordigen) en voor Duitsland de volledige 'Vorstand'.

In tabel 2 (pagina 289) is het verloop van de Raad van Bestuur berekend als het aantal leden van de Raad van Bestuur dat vervangen wordt, gedeeld door het totale aantal leden van de Raad

van Bestuur aan het begin van het jaar. Het verloop van de voorzitter is niet geschaald. Tabel 3 geeft de logit regressies weer van het verloop van de leden van de Raad van Bestuur en haar voorzitter. Hiertoe zijn de jaarlijkse gegevens over het managementverloop van 1992-1996 samengevoegd in één steekproef. De afhankelijke variabelen zijn dummies die gelijk zijn gesteld aan één indien de voorzitter of ten minste eenderde deel van de leden van de Raad van Bestuur vervangen wordt. De regressies zijn apart uitgevoerd voor elke prestatie maatstaf. De aandelenrendementen zijn verminderd met het rendement van de AEX. 'Veranderingen van de winst' zijn

veranderingen van de winst voor belastingen. De verliesdummy is gelijkgesteld aan één indien de winst voor belastingen negatief is. Alle verloopgegevens zijn gecorrigeerd voor overlijden, ziekte en (vervroegd) pensioen.

LITERATUUR

- Boot, A.W.A. en J.R. Macey, (1999), *Objectivity, proximity and adaptability in corporate governance*, Working paper.
- Commissie Corporate Governance (commissie-Peters), (1997), *Corporate governance in Nederland*, Rapport.
- Cools, K., (1993), *Capital structure choice. Confronting (meta) theory, empirical tests and executive opinion*, Academisch proefschrift, Tilburg.
- Groot, T.L.C.M., (1998), Determinants of shareholders' short-term pressures: empirical evidence from Dutch companies, *The European Journal of Finance*, jrg. 4, pp. 212-232.
- Grundfest, J., (1990). Subordination of American capital, *Journal of Financial Economics*, jrg. 27, pp. 89-116.
- Kaplan, S.N., (1994a), Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States, *Journal of Political Economy*, jrg. 102, nr. 31, pp. 510-546.
- Kaplan, S.N., (1994b), Top executives, turnover and firm performance in Germany, *Journal of Law, Economics and Organization*, jrg. 10, nr. 1, pp. 142-159.
- Manen, J.A. van, (1998), *Monitor in het belang van de vennootschap. Een analyse van de functie van commissarissen*, Academisch proefschrift, Groningen.
- Moerland, P.W., (1995), Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior & Organization*, jrg. 26, pp. 17-34.
- Oijen, P. van, (1999), *The importance of ownership structure, voting rights and bank control for corporate governance: evidence from management turnover in the Netherlands*, Working paper.
- Porter, M., (1992), Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, september/oktober, pp. 65-83.
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, (1997), A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.

NOTEN

- 1 De auteurs danken Arnoud Boot en Marco Haan voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
- 2 In deze tabel tonen we, om verwarring te voorkomen, slechts de belangrijkste resultaten. Doordat Kaplan voornamelijk

OLS-regressies heeft uitgevoerd en wij logit-regressies, zijn de coëfficiënten van ons (zie tabellen 2 en 3 op pagina 389/390) niet direct te vergelijken met die van Kaplan. Om geen volledige vergelijkbaarheid tussen de coëfficiënten te suggereren, geven we alleen de tekens en significantieniveaus van Kaplans analyses weer.

3 De kleine steekproef voor Duitsland (160 tot 300 waarnemingen per regressie) is er waarschijnlijk debet aan dat de resultaten voor dit land statistisch minder significant zijn dan voor de VS en Japan.

4 Deze variabele is significant in Japan (slechts voor de 'Raad van Bestuur') en in de VS, maar op een lager niveau dan het aandelenrendement en de verliesdummy.

5 Het is mogelijk dat Kaplan cruciale prestatie maatstaven heeft weggelaten. Indien deze maatstaven in alle de drie landen een (zeer) verschillende impact hebben op het managementverloop, vormt dit een probleem. Immers, het opnemen van deze 'missing variables' leidt dan tot een andere conclusie, namelijk dat de verantwoording van het management niet volledig vergelijkbaar is. Echter, de gekozen maatstaven lijken de belangrijkste manieren waarop een onderneming beoordeeld wordt weer te geven. We verwachten dan ook dat het 'missing variables'-probleem hier niet (in belangrijke mate) speelt en dat het opnemen van andere maatstaven tot vergelijkbare resultaten leidt.

6 Ook de relatie tussen compensatie van topmanagers en ondernemingsprestaties in deze landen verschilt volgens Kaplan (1994a,b) nauwelijks, in tegenstelling tot wat vaak wordt aangenomen.

7 Deze bias is ook aanwezig in Kaplans studies en zelfs in een iets sterkere mate, aangezien hij wel corrigeert voor ziekte en overlijden maar niet voor pensionering. We verwachten dat de bias gering is, met name voor de voorzitter, aangezien de mogelijkheden voor deze persoon om een betere positie elders te vinden, wellicht gering zijn.

8 Voor de voorzitter betekent dit dus een gemiddelde tenure van ruim elf jaar.

9 Bron: Datastream en Reach database.

10 Het teken van de coëfficiënten van deze variabele is tegengesteld aan dat van de andere variabelen omdat de variabele een dummy is die we gelijkstellen aan één indien een verlies optreedt.

11 Van Oijen (1999) onderzoekt in welke mate het verband tussen managementverloop en bedrijfsprestaties afhangt van de eigendomsstructuur van de onderneming en haar relatie met banken. Zijn resultaten suggereren dat de eigendomsstructuur niet van invloed is op dit verband, maar dat de aanwezigheid van bankrelaties het managementverloop doet stijgen indien de bankleningen in gevaar komen.

12 Onze resultaten voor Nederland lijken te worden ondersteund door Groot (1998). Hij concludeert – op basis van 164 enquêtes onder managers in Nederland en het Verenigd Koninkrijk – dat managers in Nederland evenveel kortetermijn-

druk ervaren als collega's in een marktgeoriënteerd systeem.

13 Namelijk van 0.07 ($=e^{-2.564}/(1+e^{-2.564})$) indien geen verlies optreedt tot 0.19 ($=e^{2.564+1.102}/(1+e^{2.564+1.102})$) indien dit wel gebeurt. De schattingen van andere verdragingspecificaties indiceren stijgingen van 0.09-0.13.

14 Immers, indien het management in één land van

gemiddeld lagere kwaliteit is, dan zouden we in dit land een hoger verloop verwachten. Het constateren van gelijke verlooppercentages duidt in dat geval op een minder adequaat toezicht. Tegelijk is het ook mogelijk dat in een land met een gemiddeld lagere kwaliteit management een manager die slecht presteert op zijn plaats wordt gehouden omdat er weinig reden is te veronderstellen dat zijn vervanger beter is (deze komt immers uit dezelfde 'slechte' verdeling).