

# Corporate governance in Nederland: governance en financiële prestaties

*D.V. DeJong, A. de Jong, G.M.H. Mertens en C.E. Wasley*

## 1 Inleiding

Kenmerken van corporate governance bepalen de relaties tussen het topmanagement van ondernemingen en andere belanghebbenden. In Nederland wordt sinds enige jaren een debat gevoerd over de effectiviteit van de in Nederland vigerende karakteristieken van governance. De nadruk in deze publieke discussie ligt met name op de rol van het structuurregime en beschermingsmaatregelen. Echter, voor een zinvolle discussie over de effectiviteit of ineffectiviteit van deze en alternatieve governance-kenmerken is nog weinig empirische onderbouwing voorhanden. In een thema-editie in 1999 van dit *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* constateren Sterken, Hermes en Postma (1999) dat analyses van de invloed van governance op de bedrijvigheid in Nederland nog in de kinderschoenen staan. In dezelfde editie pleit Boot (1999) voor nadere studies naar de werking van het structuurregime en beschermingsconstructies. In deze studie proberen wij te voorzien in de behoefte aan empirische resultaten voor Nederlandse ondernemingen.

In deze bijdrage wordt een studie beschreven naar de effectiviteit binnen Nederlandse beursgenoteerde niet-financiële ondernemingen van een aantal governance-kenmerken, te weten het structuurregime, de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur, de eigendomsstructuur, beschermingsconstructies en relaties met financiële instellingen. Doel van deze bijdrage is het meten van de invloed van deze kenmerken op een maatstaf voor financiële prestaties, de q-ratio. In een vervolgstudie zal de invloed van de Nederlandse Commissie voor Corporate Governance (Commissie-Peters) worden beschreven. In paragraaf 2 wordt een overzicht gegeven van de literatuur op het gebied van governance en prestaties van ondernemingen. In paragraaf 3 worden de databronnen besproken. De empirische analyses komen vervolgens in paragraaf 4 aan de orde.

Paragraaf 5 bevat de conclusies van het onderzoek.

## 2 Literatuuroverzicht

In deze paragraaf worden de governance-kenmerken besproken die in het vervolg van de studie nader worden onderzocht. Voor elk kenmerk worden vier punten beschreven, te weten Nederlandse institutionele kenmerken, de verwachte invloed van governance op prestaties aan de hand van bestaande theorievorming, internationale empirische resultaten en empirische bevindingen voor Nederland. De governance-kenmerken zijn onderverdeeld in bestuur en toezicht, eigendomsstructuur, beschermingsconstructies en relaties met financiële instellingen.

### *Bestuur en toezicht*

Nederlandse ondernemingen hebben een zogenaamde 'two-tier'-structuur. Dit betekent dat de onderneming wordt bestuurd door een uitvoerend orgaan, de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur wordt gecontroleerd door een toezichthoudend orgaan, de Raad van Commissarissen. De Raad van Commissarissen is een onafhankelijke instelling die tot taak heeft toezicht te houden op het beleid van de Raad van Bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap. De commissarissen hebben de wettelijke plicht zicht te richten naar het belang van de vennootschap (Artikel 140, lid 2 boek 2 BW)<sup>1</sup>. Hoewel er een wettelijk minimum is van drie leden voor een Raad van Commissarissen, is er geen maximum. De Raad van Bestuur is belast met operationele

---

De auteurs zijn respectievelijk verbonden aan de University of Iowa, Katholieke Universiteit Brabant, Universiteit Nyenrode/NIB Capital en University of Rochester.

beslissingen, strategie en beleid en is verantwoordelijk voor de resultaten van de onderneming.

Een cruciaal aspect van de Nederlandse Raden van Bestuur en Commissarissen is het structuurregime<sup>2</sup>. Het structuurregime kan twee vormen aannemen. De meest voorkomende vorm is het volledig structuurregime. Ondernemingen met meer dan 100 werknemers, een wettelijk verplichte ondernemingsraad en een boekwaarde van het eigen vermogen boven 25 miljoen gulden hebben verplicht het volledige structuurregime. De Raad van Commissarissen, die onder dit regime verplicht is, heeft een aantal rechten die in andere ondernemingen aan de aandeelhouders toebehooren. Deze rechten zijn het vaststellen van de jaarrekening, benoeming en schorsing van leden van de Raad van Bestuur en goedkeuring van een aantal belangrijke besluiten (zoals belangrijke investeringen en samenwerkingen en de uitgifte en intrekking van aandelen). Tevens is de Raad van Commissarissen gemachtigd haar eigen leden te benoemen en te schorsen (coöptatie). Er is een aantal uitzonderingen voor de toepasselijkheid van het volledig structuurregime. De meest voorkomende vrijstelling geldt voor multinationals met meer dan 50% van de werknemers in het buitenland. De dochtermaatschappijen zijn vrijgesteld wanneer de moedermaatschappij meer dan 50% bezit en een structuuronderneming is. De dochter is dan verplicht tot de tweede vorm van het structuurregime, het verlichte regime<sup>3</sup>. Ondernemingen die niet verplicht zijn tot het structuurregime kunnen op vrijwillige basis het volledige of het verlichte structuurregime adopteren.

De verwachte invloed van de *two-tier*-structuur van bestuur en toezicht op de financiële prestaties van de ondernemingen is afhankelijk van (i) de aanwezigheid van het structuurregime, (ii) kenmerken van de Raad van Commissarissen en (iii) kenmerken van de Raad van Bestuur. Het structuurregime vermindert de zeggenschap van aandeelhouders en de noodzaak tot verantwoording van de Raad van Commissarissen aan aandeelhouders door, respectievelijk, de verregaande bevoegdheden van de Raad van Commissarissen en de coöptatie. Derhalve kan worden verwacht dat het structuurregime een negatieve invloed heeft op de ondernemingswaarde. Een relevant kenmerk van de Raad van Commissarissen is het aantal posities van haar leden in Raden van Bestuur of Commissarissen in andere ondernemingen (zogenoemde 'interlocking directorships' of 'interlocks'). Immers, indien commissarissen in meerdere functies actief zijn, is het mogelijk dat deze toezichthouders niet onafhankelijk zijn en dat zij niet alleen het belang van de onderne-

ming dienen. Ook de beloning van commissarissen kan invloed hebben op hun functioneren. Ten eerste heeft naar verwachting de compensatie die commissarissen voor hun activiteiten ontvangen een positieve invloed. Ten tweede heeft het aandelenbezit van commissarissen naar verwachting een positieve invloed. Ten slotte zijn de absolute omvang van de Raad van Commissarissen en de relatieve omvang ten opzichte van de Raad van Bestuur factoren die de effectiviteit van de commissarissen beïnvloeden. De relevante kenmerken van de Raden van Bestuur en Commissarissen zijn vergelijkbaar. Echter, de verwachte invloed op ondernemingswaarde is niet noodzakelijkerwijs gelijk. Evenals bij de commissarissen leidt meerdere functies bij een bestuurder tot de aanwezigheid van andere belangen dan het ondernemingsbelang. Dit heeft naar verwachting een negatieve invloed. De invloed van de omvang van de Raad van Bestuur is naar verwachting negatief als gevolg van vergrote problemen van communicatie en coördinatie. Bestaand onderzoek in de Verenigde Staten naar de relatie tussen het aantal managers en ondernemingswaarde toont aan dat deze relatie negatief is (zie Eisenberg, Sundgren en Wells, 1998 en Yermack, 1996). De compensatie en het aandelenbezit hebben naar verwachting een positieve invloed op de ondernemingsprestaties (zie Loderer en Martin, 1997; McConnell en Servaes, 1990; Kumar en Sopariwala, 1992; Larcker, 1983 en Mehran, 1995).

Voor Nederlandse data beschrijven De Jong, Moerland en Nijman (2000) de invloed van de toepasselijkheid van het structuurregime op financiële prestaties<sup>4</sup>. Prestaties worden gemeten aan de hand van het marktrendement, het boekhoudkundige rendement op eigen vermogen en Tobin's q-ratio. De dataset bestaat uit 50 niet-financiële ondernemingen over de periode 1993-1997. Op basis van de ondernemingskenmerken branche en omvang wordt bij elke onderneming met het structuurregime een gelijksoortige onderneming zonder het structuurregime geselecteerd. De resultaten tonen een negatieve invloed van het structuurregime op de prestaties. Deze invloed is significant op 5%-niveau voor het boekhoudkundige rendement en niet-significant voor de overige twee maatstaven. Tevens heeft de omvang van de Raden van Bestuur en Commissarissen een significant negatieve invloed op elk van de drie maatstaven.

#### *Eigendomsstructuur*

De eigendomsstructuur van een onderneming beschrijft de verdeling van het aandelenbezit over de aandeelhouders. Binnen de eigendomsstructuur zijn twee aspecten van invloed op de prestaties

van de onderneming. Het eerste aspect is de concentratie van het aandelenbezit. Grootaandeelhouders die geen onderdeel uitmaken van de Raad van Bestuur of de Raad van Commissarissen hebben, vanwege hun relatief grote belang en hun relatief grote stemrecht, zowel de motieven als de mogelijkheden om managers te controleren en te disciplineren. Echter, het is tevens mogelijk dat de grootaandeelhouders samenspannen met de managers. Concentratie kan dus zowel een positieve als een negatieve invloed op de prestaties hebben. Het tweede aspect is de identiteit van de aandeelhouders. Financiële instituten (zoals verzekeraars, banken en pensioenfondsen) kunnen een negatieve en een positieve invloed hebben (zie Pound, 1988). De positieve invloed komt voort uit de kennis en kunde op het gebied van monitoring. De negatieve invloed ontstaat doordat de instituten kunnen samenspannen met de managers. In Nederland staan de instituten doorgaans bekend om hun passieve houding in vergelijking met de meer activistische houding van Amerikaanse pensioenfondsen. Een vergelijkbare redenering geldt voor industriële ondernemingen. Een positieve invloed kan ontstaan door kennis van de branche, terwijl een negatieve invloed kan ontstaan door het aanwenden van de invloed ter begunstiging van de eigen onderneming. Internationale empirische bevindingen worden onder andere beschreven in Agrawal en Knoeber (1996), Cho (1998), Holderness en Sheehan (1988), La Porta, Lopez-de-Silanes en Shleifer (1999), Morck, Shleifer en Vishny (1988) en McConnell en Servaes (1990).

Van Kampen en Van de Kraats (1995) beschrijven de invloed van grootaandeelhouders op financiële prestaties voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Per 31 december 1992 zijn gegevens over de eigendomsstructuur verzameld voor 159 ondernemingen. Van deze ondernemingen zijn 54 ondernemingen industriële ondernemingen en 51 ondernemingen zijn actief in de financiële sector of de niet-financiële dienstverlening (de overige 54 ondernemingen zijn niet geclassificeerd). Prestaties worden gemeten aan de hand van het aandelenrendement. Indien concentratie wordt gemeten door middel van een indicatorvariabele voor een aandeelhouder met 25% of meer aandelenbezit, blijkt concentratie niet significant van invloed op prestaties. Echter, voor industriële ondernemingen wordt een positieve invloed gevonden, significant op 5%-niveau. In een alternatieve analyse wordt een indicatorvariabele gebruikt voor aandelenbezit van 50% of meer. Voor deze variabele wordt een negatieve invloed gevonden, significant op 5%-niveau. Ten slotte wordt een indicatorvariabele gebruikt voor ondernemingen met vier of meer grootaandeelhouders. Deze variabele

is niet significant. Deze resultaten tonen dat de invloed van grootaandeelhouders afhankelijk is van zowel de identiteit als de concentratie van de aandeelhouder(s). De Jong, Moerland en Nijman (2000) vinden voor de 50 ondernemingen in hun steekproef dat concentratie van het aandelenbezit positief gerelateerd is aan het marktrendement van de ondernemingen. Cantrijn en Vente (1997) concluderen op basis van een enquêteonderzoek onder 36 Nederlandse institutionele beleggers dat Nederlandse institutionele aandeelhouders liquiditeit belangrijker vinden dan controle. Toezicht houden op investeringsbeleid en vergoedingen aan topmanagers is slechts volgens respectievelijk 20% en 33% van de respondenten een taak van de instituten. Echter de instellingen willen wel graag de mogelijkheid hebben om de managers te beïnvloeden. Zo wil 88% van de respondenten dat managers niet de mogelijkheid hebben om zich te verschansen achter beschermingsconstructies.

### *Beschermingsconstructies*

Een belangrijk kenmerk van de governance-structuur van Nederlandse ondernemingen is de aanwezigheid van juridische constructies in de vorm van beschermingsconstructies in een groot aantal van de ondernemingen. Deze juridische constructies hebben twee gevolgen. Ten eerste zijn vijandige overnames zo goed als onmogelijk in Nederland. Dat de constructies effectief zijn blijkt uit het feit dat in de veertig jaar sinds 1960 slechts één vijandige overname heeft plaatsgevonden<sup>5</sup>. Hierdoor worden managers afgeschermd van de disciplinerende werking van de markt voor vijandige overnames. Het tweede gevolg, dat geldt voor een aantal van de juridische constructies, is dat de zeggenschap door aandeelhouders wordt beperkt. De stemrechten van aandeelhouders kunnen worden losgekoppeld van de aandelen (certificering), de rechten kunnen worden beperkt of de rechten kunnen worden overgedragen aan de Raad van Commissarissen. Zeggenschapsbeperkingen hebben tot gevolg dat aandeelhouders niet of slechts in beperkte mate het gedrag van de managers kunnen beïnvloeden.

Voogd (1989), Van der Hoeven (1995) en Kabir, Cantrijn en Jeunink (1997) zijn precieze beschrijvingen van de Nederlandse beschermingsconstructies. Tabel 1 bevat een samenvatting van de beschermingsconstructies die in Nederland voorkomen. De eerste kolom bevat de beschermingsconstructies. In geval van de aanwezigheid van prioriteitsaandelen is er een klein aantal aandelen met superieure stemrechten. Preferente aandelen kunnen worden gebruikt als beschermingsconstructie indien het mogelijk is voor een

**Tabel 1: Beschermingsconstructies in Nederland**

	<i>Voogd (1989)</i>	<i>Van der Hoeven (1995)</i>	<i>Kabir, et al (1997)</i>
Prioriteits aandelen	53%	41%	45%
Preferente aandelen	51%	61%	59%
Certificering	32%	n.b.	40%
Structuurregime	44%	65%	n.b.
Stemrechtbeperking	6%	n.b.	4%
Bindende voordracht	49%	n.b.	36%
Gemeenschappelijkbezitconstructie	n.b.	8%	n.b.
Pandoraconstructies	n.b.	2%	n.b.
Periode	1988	1992 of 1993	1992

Noot : n.b. betekent 'niet beschikbaar'; de constructie is niet in het onderzoek opgenomen.

onderneming om zonder verdere toestemming van de aandeelhouders deze preferente aandelen uit te geven<sup>6</sup>. De aandelen hoeven slechts voor 25% te worden volgestort. In geval van een dreigende overname kan de onderneming de aandelen bij een bevriende partij plaatsen en met vreemd vermogen betalen. De verwatering leidt tot een effectieve bescherming. Certificering is het scheiden van het stemrecht van het recht op dividend en het eigendomsrecht. Het stemrecht komt in handen van een administratiekantoor dat de stemgerechtigde aandelen bezit en certificaten met dividend- en eigendomsrecht uitgeeft. Het structuurregime beperkt de zeggenschap van aandeelhouders doordat een aantal rechten worden overgeheveld naar de Raad van Commissarissen. Beperkt stemrecht is een regeling waarbij het maximale stemrecht dat een aandeelhouder heeft is beperkt, normaal tot 1%. Bindende voordracht is een constructie voor de houders van prioriteitsaandelen die hen toestaat leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen voor te dragen. Onder het structuurregime is de voordracht niet bindend, waardoor deze constructie minder relevant is voor structuurondernemingen. In een gemeenschappelijkbezitconstructie zijn alle aandelen van een onderneming in handen van een holdingmaatschappij en kunnen de aandeelhouders (van de holdingmaatschappij) alleen het beleid van de holding beïnvloeden en niet het beleid van de onderneming. Het resultaat van deze constructie is overeenkomstig met certificering. Pandoraconstructies is een groep van constructies, die (i) de onderneming in een onaantrekkelijk doelwit veranderen (bijvoorbeeld de kroonjuwelconstructie, 'poison pills' en 'golden parachutes') of (ii) een overname onmogelijk maken door aandelentransacties (bijvoorbeeld de 'white knight'-constructie, de 'pac-man'-constructie, buy-outs en kruislings aandelenbezit). In de overige kolommen van Tabel 1 worden de resultaten van drie voorgaande studies samengevat. De tabel geeft aan dat prioriteitsaandelen, preferente aandelen, certificaten en het structuurregime veel toegepast worden in Nederlandse ondernemingen.

In de internationale literatuur over corporate governance wordt ten aanzien van de beschreven beschermingsconstructies een aantal hypothesen geformuleerd. Volgens de 'managerial entrenchment'-hypothese hebben beschermingsconstructies een negatieve invloed op de ondernemingsprestaties, omdat managers zich kunnen verschansen tegen de disciplinerende werking van de markt voor corporate control. Indien de 'stockholders interest'-hypothese relevant is, hebben beschermingsconstructies een positieve invloed omdat de bestuurders in het geval van een potentiële overname een hogere premie kunnen bedingen. Internationaal onderzoek heeft aangetoond dat de waarde van ondernemingen afhankelijk is van beschermingsconstructies en zeggenschapsbeperkingen (zie Dann en DeAngelo, 1983 en Malatesta en Walking, 1988, voor internationale empirische resultaten).

Bosveld en Goedbloed (1996) beschrijven de effecten van 178 aankondigingen van beschermingsconstructies door beursgenoteerde ondernemingen van 1960 tot en met 1 juli 1992 in Nederland. De auteurs gebruiken een standaard event-studietechniek op basis van het marktmodel voor normale rendementen. De aankondigingen leiden gemiddeld tot een insignificant negatief abnormaal rendement. Voor 43 aankondigingen blijkt dat de dreiging van een vijandige overname aanwezig was, hetgeen is gedefinieerd als aankondigingen waar in een voorgaande periode een bod op de aandelen is gedaan, *Het Financieele Dagblad* aandacht heeft besteed aan een potentiële overname, of een derde partij aandelen heeft gekocht. Voor deze aankondigingen wordt een negatief abnormaal rendement gevonden, dat significant is op 5%-niveau. Deze resultaten zijn consistent met de 'managerial entrenchment'-hypothese. Kabir, Cantrijn en Jeunink (1997) bestuderen ook beschermingsconstructies in Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. In Tabel 1 is weergegeven welke constructies door de auteurs worden onderzocht. Tevens bestuderen de auteurs de concentratie van het aandelenbezit.

In 1992 had slechts 9,1% van de 177 ondernemingen geen beschermingsconstructies<sup>7</sup>. Een negatieve relatie wordt gevonden tussen concentratie van aandelenbezit en het aantal beschermingsconstructies van een onderneming<sup>8</sup>. Ten slotte worden preferente aandelen nader onderzocht met behulp van een event-studietechniek. Een dataset is verzameld met 44 aankondigingen gedurende de periode 1984-1990. Het gemiddelde tweedaags abnormaal rendement is -1,18 (significant op 10%-niveau). Separate rendementen worden berekend voor de creatie van de optie om preferente aandelen uit te geven (17 waarnemingen), de toekenning van de optie (10 waarnemingen) en de daadwerkelijke uitgifte van preferente aandelen (17 waarnemingen). De abnormale rendementen zijn respectievelijk 1,23% (significant op 10%-niveau), -0,41% (insignificant) en -4,09% (significant op 5%-niveau). Deze bevinding impliceert dat niet het creëren van de beschermingsconstructie, maar het daadwerkelijke toepassen het meest negatief wordt ontvangen. Klaarblijkelijk verwachten de investeerders dat het afhouden van een overname een negatief effect heeft op de ondernemingswaarde.

#### *Relaties met financiële instellingen*

Financiële instellingen in Nederland onderhouden een veelheid aan relaties met ondernemingen, doordat zij diverse rollen vervullen. Ten eerste zijn de instellingen leveranciers van vreemd vermogen. Het vreemd vermogen van een onderneming heeft een disciplinerende werking doordat de verschaffers van vreemd vermogen een onderneming tot een faillissement kunnen dwingen indien de vaste verplichtingen (interest en hoofdsommen) niet worden voldaan (zie Jensen, 1986). Hierdoor worden managers gedwongen te investeren in projecten met voldoende rendement. Zoals eerder in deze paragraaf is beschreven, kunnen de instellingen tevens aandeelhouders zijn. Ondernemingen kunnen ook als klanten van de instellingen afnemer zijn van financiële diensten. Ten slotte kunnen bestuurders en commissarissen van banken ondernemingen beïnvloeden doordat zij onderdeel uitmaken van de Raad van Bestuur of de Raad van Commissarissen van de ondernemingen (zogenoemde 'interlocking directorships').

Door de diverse relaties van financiële instellingen met de onderneming beschikken deze instellingen zowel over de motivatie als over de middelen om ondernemingen te controleren en te disciplineren. Hierdoor zou een positieve invloed kunnen uitgaan van de aanwezigheid van relaties met financiële instellingen. Echter, doordat de instellingen meerdere belangen in de ondernemin-

gen hebben, is het tevens mogelijk dat deze ten koste van de financiële prestaties prevaleren. In de internationale empirische literatuur hebben McConnell and Servaes (1995) aangetoond dat vreemd vermogen een positieve invloed heeft op de prestaties.

Kemna, Kloek and Pieterse (1994) bestuderen de determinanten van vreemd vermogen voor 158 beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen in de periode 1984-1990. De auteurs testen de theorie van Jensen (1986). Volgens deze theorie hebben ondernemingen met veel vrije kasstromen (kasstromen die resteren nadat alle projecten met een positieve netto contante waarde zijn uitgevoerd) en weinig groeimogelijkheden de neiging te overinvesteren. Deze overinvesteringen maken de onderneming groter, en vergroten hiermee de status en beloning van de bestuurders. Deze neiging tot het investeren in projecten met negatieve waarde voor aandeelhouders wordt gedisciplineerd door vreemd vermogen. Verwacht wordt dat ondernemingen met vrije kasstromen en minder groeiopties meer vreemd vermogen zullen hebben. Op basis van regressieanalyses constateren de auteurs dat een boekwaardemaatstaf voor de relatieve hoeveelheid vreemd vermogen positief gerelateerd is aan de vrije kasstroom en ook positief gerelateerd is aan een maatstaf voor groei (beide resultaten zijn significant op 1%-niveau). Dit betekent dat Jensen's theorie wordt bevestigd voor de vrije kasstroom, maar niet voor groei. Van Dijk en De Jong (1998) testen ook Jensen's theorie. Op basis van een survey wordt een aantal variabelen gemeten, waaronder de aanwezigheid van een overinvesteringsprobleem. De analyse is uitgevoerd met 102 geretourneerde enquêtes, hetgeen overeenkomt met een responspercentage van 61%. Een set van regressievergelijkingen (structureel model) wordt geschat om de determinanten van vreemd vermogen en overinvesteringsgedrag te meten. De auteurs concluderen dat overinvesteringsgedrag niet leidt tot meer vreemd vermogen. Overinvesteringsgedrag is gerelateerd aan vrije kasstromen (positief op 5% significantieniveau), aandelenbezit bij managers (negatief, 5%), beschermingsconstructies (positief, 10%), dreiging van vijandige overname (negatief, 5%) en grootaandeelhouders (positief, 5%). Deze resultaten bevestigen de relevantie van overinvesteringsgedrag, maar duiden op de afwezigheid van een disciplinerende werking van vreemd vermogen. Van Ees en Garretsen (1994) onderzoeken of relaties met banken de beschikbaarheid van vermogen voor ondernemingen verbetert. De auteurs onderzoeken de relaties tussen investeringen in vaste activa en liquiditeit voor Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen

in de periode 1984-1990. Een regressievergelijking wordt geschat waarbij de investeringen van een onderneming worden verklaard door Tobin's q-ratio, kasstromen en liquide middelen. De twee laatstgenoemde variabelen beschrijven de afhankelijkheid van investeringen van interne middelen. Deze variabelen hebben een grotere invloed op de investeringen dan de groeimogelijkheden (q-ratio). Dit indiceert de aanwezigheid van beperkingen in het aantrekken van additionele externe financiële middelen voor ondernemingen. Immers, de ondernemingen zijn voor hun investeringen in belangrijke mate afhankelijk van interne middelen. In een additionele analyse wordt de totale steekproef onderverdeeld in ondernemingen met en zonder bestuurders en commissarissen die tevens bestuurder of commissaris van een Nederlandse bank zijn. Voor ondernemingen met bankrelaties blijkt de afhankelijkheid van interne middelen minder sterk te zijn. Dit duidt erop dat bankrelaties waardevol zijn doordat deze ondernemingen betere toegang tot de financiële markten hebben.

### 3 Data

De data die in dit onderzoek worden gebruikt, bevatten informatie met betrekking tot de financiële structuur, de activastructuur en de governance-structuur van niet-financiële ondernemingen met een beursnotering aan Amsterdam Exchanges gedurende de periode 1992-1997. We hebben financiële ondernemingen niet in de dataset opgenomen vanwege de specifieke balans en vermogensstructuur en vanwege de invloed van specifieke wet- en regelgeving.

Voor de data van de financiële en activastructuur is een dataset van het Centraal Bureau voor de Statistiek geraadpleegd met jaarverslaggegevens van beursgenoteerde ondernemingen. We hebben de dataset van REACH (Review and Analysis of Companies in Holland) gebruikt om informatie over bankleningen en vergoedingen aan bestuurders en commissarissen te verkrijgen<sup>9</sup>. De eigendomsstructuren van de ondernemingen zijn overgenomen uit *Het Financieele Dagblad*, waarin jaarlijks een lijst is opgenomen van beursgenoteerde ondernemingen met aandeelhouders op basis van de meldingen in het kader van de Wet Melding Zeggenschap (WMZ)<sup>10</sup>. Gegevens over beschermingsconstructies en noteringen op buitenlandse beurzen zijn overgenomen uit het jaarlijkse overzicht van alle effecten met een notering aan Amsterdam Exchanges (Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs). De namen van de leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen zijn overgenomen uit het

Jaarboek Nederlandse Ondernemingen (edities 1991/1992 tot en met 1996/1997). De classificatie met betrekking tot de toepasselijkheid van het structuurregime is gebaseerd op het Monitoring Report 1998 (data over 1997) en de jaarverslagen van de ondernemingen over 1992. Indien een verschil tussen 1992 en 1997 werd geconstateerd, hebben we alle tussenliggende jaarverslagen geraadpleegd. In de jaarverslagen wordt vermeld (i) of de jaarrekening wordt vastgesteld door de Raad van Commissarissen (wel structuurregime) of de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (geen structuurregime) en (ii) of de onderneming aan de criteria voor het structuurregime voldoet en/of een vrijstelling geniet. In geval van een inconsistentie hebben we contact met de onderneming opgenomen.

De dataset bestaat uit waarnemingen voor 132 niet-financiële ondernemingen. Een waarneming (een jaar voor een onderneming) wordt alleen in de dataset opgenomen indien alle hiervoor genoemde informatie beschikbaar is, met uitzondering van bankleningen en de beloningen voor de Raden van Bestuur en Commissarissen. In totaal bevat de dataset 570 waarnemingen in de periode 1992-1996 en 114 waarnemingen in 1997.

### 4 Empirische analyse

In deze paragraaf worden de resultaten van de empirische studie naar de invloed van governance-kenmerken op financiële prestaties beschreven. Allereerst worden de definities van de gebruikte variabelen gegeven en worden beschrijvende statistieken gepresenteerd. Vervolgens wordt een aantal regressies beschreven waarin onze maatstaf voor financiële prestaties, Tobin's q-ratio, wordt verklaard door governance-kenmerken.

#### *Definities en beschrijvende statistieken*

Alvorens we aandacht kunnen besteden aan de definities van de variabelen voor de governance-kenmerken zullen we een beschrijving geven van onze aanpak om de invloed van governance op prestaties te meten. Een veelgebruikte maatstaf voor het meten van ondernemingswaarde en financiële prestaties is Tobin's q-ratio, die gedefinieerd is als de marktwaarde van de onderneming ten opzichte van de vervangingswaarde van de activa (zie Lindenberg en Ross, 1988; in dit onderzoek wordt de benadering van Perfect en Wiles, (1994) gebruikt). De marktwaarde van de onderneming is gedefinieerd als de marktwaarde van het eigen vermogen plus de boekwaarde van het vreemde vermogen. In Nederland wordt de vervangingswaarde van de activa ofwel direct in het jaarver-

slag opgenomen, ofwel worden de historische kosten gepresenteerd. In geval van het vervangingswaardestelsel is geen correctie nodig. In het geval van historische kosten hebben we de waardering van gebouwen en machines gecorrigeerd door in een basisjaar de vervangingswaarde en de historische waarde gelijk te veronderstellen en vervolgens elk jaar investeringen bij te tellen, af te schrijven en te herwaarderen volgens de index van het Centraal Bureau voor de Statistiek voor de prijsontwikkeling van investeringsgoederen. Het is belangrijk om te controleren voor invloeden op de q-ratio, die niet gerelateerd zijn aan ondernemingsprestaties. In dit onderzoek controleren we op ondernemingsgrootte en historische groei. Tevens nemen we een variabele op die meet of de onderneming een notering heeft aan een beurs in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk teneinde internationale invloeden (zoals de externe verslaggevingspraktijk) te meten<sup>11</sup>. In Tabel 2 (zie pag. 110) zijn de definities en gebruikte afkortingen van alle variabelen opgenomen. Tevens is voor elke variabele het gemiddelde, de mediaan en de standaarddeviatie opgenomen over de periode 1992-1996.

De maatstaf voor financiële prestaties, Tobin's q, is gemiddeld 1,355, de mediaan is 1,159 en de standaarddeviatie is 0,708. Van alle ondernemingen heeft 13,2% een notering aan een beurs in de Verenigde Staten en/of het Verenigd Koninkrijk. Het structuurregime is toepasselijk voor 69,7% van de waarnemingen en 8,1% van de ondernemingen adopteerden het structuurregime vrijwillig<sup>12</sup>. Beschermingsconstructies worden veelvuldig gebruikt door de Nederlandse ondernemingen: 40,9% heeft prioriteits aandelen, 64,7% heeft preferente aandelen met een beschermingsfunctie, 38,4% heeft certificering en 16,5% heeft stemrechtbeperking. Gemiddeld hebben ondernemingen 1,61 van de vier bovengenoemde constructies, terwijl de mediaan 2 is.

De Raad van Commissarissen bestaat gemiddeld uit 5,2 personen en bevat 66% van het totaal aantal leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen. Het aandelenbezit van de commissarissen in de betreffende ondernemingen is gemiddeld 2,88%. Het aantal posities in een Raad van Bestuur of Commissarissen van een andere onderneming per lid van de Raad van Commissarissen ('interlocks') is gemiddeld 1,11 en de mediaan is 1. De beloning per lid van de Raad van Commissarissen is gemiddeld f 34.540 per jaar. De Raad van Bestuur bestaat gemiddeld uit 2,9 leden en het gemiddeld aantal *interlocks* is 0,26 per persoon. Het aandelenbezit van de bestuurders in de betreffende onderneming is gemiddeld 3,84% en de gemiddelde beloning is f 863.000 per jaar.

De eigendomsstructuur van de ondernemingen wordt enerzijds bepaald door de concentratie van het aandelenbezit. In Nederland bezit de grootste aandeelhouder gemiddeld 24% van de aandelen<sup>13</sup>. Anderzijds is de identiteit van de aandeelhouder van belang. Naast de eerdergenoemde belangen van bestuurders en commissarissen, is gemiddeld 10% in bezit van industriële ondernemingen terwijl financiële instellingen gemiddeld 11% bezitten. Deze financiële instellingen hebben naast het aandelenbezit ook een rol in de governance van ondernemingen door middel van *interlocks* (gemiddeld 1,87 voor alle financiële instellingen en 1,24 voor alleen de banken) en door kredietverlening (gemiddeld bestaat 6,1% van de ondernemingswaarde uit langlopende bankleningen).

#### *Structuurregime en beschermingsconstructies*

In Tabel 3 (zie pag. 111) zijn de resultaten van vijf regressieanalyses opgenomen, waarin de q-ratio wordt verklaard door controlevariabelen, het structuurregime en beschermingsconstructies<sup>14</sup>. In kolom (1) blijkt dat ondernemingsomvang (logaritme van BWTA) een negatieve invloed heeft op de q-ratio, die significant is op 1%-niveau. Groei (logaritme van GROEI) heeft een significant positieve invloed (1%-niveau). Vreemd vermogen (VV) heeft een significant negatieve invloed (5%-niveau). De disciplinerende werking van de internationale vermogensmarkt en meer stringente verslagleggingscriteria wordt bevestigd doordat een notering aan een beurs in de VS of het VK (NOTERING) een significant positieve invloed heeft (1%-niveau). In kolom (2) wordt de invloed van het structuurregime beschreven. De negatieve coëfficiënt voor structuurregime (SR) is significant op 5%-niveau. De vrijwillige toepassing van het structuurregime (SR\_V) heeft het tegenovergestelde effect, een positieve invloed (significant op 1%-niveau). Een nadere bestudering van deze laatstgenoemde groep van ondernemingen leert dat de reden voor de vrijstelling in het algemeen is dat meer dan 50% van de werknemers in het buitenland actief is. Een mogelijke verklaring voor het positieve effect is dat deze ondernemingen gedisciplineerd worden, doordat zij concurreren in internationale markten. In kolommen (3), (4) en (5) worden de invloeden van beschermingsconstructies beschreven. Uit kolom (3) blijkt dat prioriteits aandelen (PRIO), preferente aandelen (PREF) en certificering (CERT) geen significante invloed hebben op de q-ratio. Stemrechtbeperkingen hebben een positieve invloed, die significant is op 1%-niveau. In kolommen (4) en (5) wordt de invloed van een cumulatie van beschermingsmaatregelen gemeten door het

**Tabel 2: Definities van variabelen en beschrijvende statistieken over de periode 1992-1996**

<i>Variabele</i>	<i>Definitie</i>	<i>Afkorting</i>	<i>Gemiddelde</i>	<i>Mediaan</i>	<i>Std. Dev.</i>
Tobin's q-ratio	Marktwaarde totale activa/ vervangingswaarde totale activa	TQ	1,355	1,159	0,708
Totale activa	Boekwaarde totale activa in NLG 1.000.000	BWTA	3263	431	12459
Groei	Historische groei boekwaarde totale activa over drie jaren	GROEI	0,302	0,160	1,122
Vreemd vermogen	Langetermijn vreemd vermogen/ boekwaarde totale activa	VV	0,160	0,140	0,125
Notering in VS/VK	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van een notering aan een beurs in de VS of VK (anders 0)	NOTERING	0,132	0	0,341
Structuurregime	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de toepasselijkheid van het structuurregime (anders 0)	SR	0,697	1	0,460
Vrijwillig structuurregime	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de toepasselijkheid van het structuurregime op vrijwillige basis (anders 0)	SR_V	0,081	0	0,272
Prioriteitsaandelen	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van prioriteitsaandelen (anders 0)	PRIO	0,409	0	0,492
Preferente aandelen	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van preferente aandelen met een beschermingsfunctie (anders 0)	PREF	0,647	1	0,478
Certificaten	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van certificering (anders 0)	CERT	0,384	0	0,487
Stemrechtbeperking	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van beperkingen van het stemrecht van aandeelhouders (anders 0)	STEM	0,165	0	0,371
Aantal beschermings- constructies (3)	Aantal beschermingsconstructies uit de set PRIO, PREF en CERT	BC3	1,44	2	0,78
Aantal beschermings- constructies (4)	Aantal beschermingsconstructies uit de set PRIO, PREF, CERT en STEM	BC4	1,61	2	0,94
Omvang RvC	Aantal leden van de Raad van Commissarissen	OMV_RC	5,228	5	2,233
Relatieve omvang RvC	Aantal leden van de Raad van Commissarissen/aantal leden van de Raad van Bestuur en van de Raad van Commissarissen	REL_RC	0,659	0,667	0,111
Aandelenbezit RvC	Aandelenbezit door leden van de Raad van Commissarissen	AAND_RC	2,88	0	12,10
Interlocks RvC	Interlocks van leden Raad van Commissarissen/omvang Raad van Commissarissen	ILOCK_RC	1,114	1	0,848
Beloning RvC	Totale beloning Raad van Commissarissen/omvang Raad van Commissarissen; in NLG 1000 (543 waarnemingen)	BEL_RC	34,54	31,83	19,44
Omvang RvB	Aantal leden van de Raad van Bestuur	OMV_RB	2,918	2	2,120
Relatieve omvang RvB	Aantal leden van de Raad van Bestuur/ aantal leden van de Raad van Bestuur en van de Raad van Commissarissen	REL_RB	0,341	0,333	0,111
Aandelenbezit RvB	Aandelenbezit door leden van de Raad van Bestuur	AAND_RB	3,84	0	13,17
Interlocks RvB	Interlocks van leden Raad van Bestuur/ omvang Raad van Bestuur	ILOCK_RB	0,262	0	0,513



Beloning RvB	Totale beloning Raad van Bestuur/ omvang Raad van Bestuur; in NLG 1000 (408 waarnemingen)	BEL_RB	863,00	746,00	570,88
Aandelenbezit grootste aandeelhouder	Percentage aandelen in handen van de grootste (groot)aandeelhouder	AAND_CONC	24,47	17,71	20,23
Aandelenbezit industriële ondernemingen	Percentage aandelen in handen van industriële ondernemingen	AAND_INDU	10,30	0	20,56
Aandelenbezit financiële instellingen	Percentage aandelen in handen van banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en venture capital-maatschappijen	AAND_FIN	11,36	7,12	12,31
Interlocks met financiële instellingen	Aantal <i>interlocks</i> met financiële instellingen	ILOCK_FIN	1,870	1	2,550
Interlocks met banken	Aantal <i>interlocks</i> met banken	ILOCK_BANK	1,239	0	1,965
Bankleningen	Langetermijnbankleningen/boekwaarde totale activa (519 waarnemingen)	BANK_VV	0,061	0,014	0,091
<i>De dataset bevat 570 waarnemingen voor 132 ondernemingen in de periode van 1992 tot en met 1996.</i>					

aantal gebruikte constructies te tellen. De som van prioriteitsaandelen, preferente aandelen en certificering heeft een positieve invloed die insignificant is. Het opnemen van stemrechtbeperking leidt tot een significant positieve invloed (5%-niveau).

#### *Bestuur en toezicht*

In Tabel 4 (zie pag. 112) wordt de invloed van variabelen gemeten, die de kenmerken van de Raden van Bestuur en Commissarissen beschrijven. In de regressies in kolom (1) tot en met (3) wordt de Raad van Commissarissen bestudeerd. De resultaten in kolom (1) geven aan dat de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen (REL\_RC) en aandelenbezit door commissarissen (AAND\_RC) een significant negatieve invloed op

de prestaties hebben (1%-niveau). *Interlocks* hebben daarentegen een positieve invloed (significant op 1%-niveau). In kolom (2) wordt onderzocht of de invloed van kenmerken van de Raad van Commissarissen afhankelijk is van de toepasselijkheid van het structuurregime. De resultaten tonen geen significante invloeden. In kolom (3) wordt de beloning aan commissarissen (BEL\_RC) apart meegenomen, omdat we niet voor alle waarnemingen over deze informatie beschikken. De resultaten laten zien dat een hogere beloning een negatieve invloed heeft (1%-niveau), maar dat onder het structuurregime per saldo geen effect aanwezig is. Het is belangrijk op te merken dat na correctie voor de beloning van de commissarissen de interactievariabele die de gezamenlijke invloed van *interlocks* en het structuurregime beschrijft, een

**Tabel 3: Regressieanalyse structuurregime en beschermingsconstructies**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
LOG(BWTA)	-0,056 (-2,53)**	-0,047 (-2,21)*	-0,049 (-2,24)*	-0,051 (-2,25)*	-0,054 (-2,36)**
LOG(1+GROEI)	0,894 (3,32)**	0,804 (3,09)**	0,771 (3,12)**	0,806 (3,17)**	0,801 (3,22)**
VV	-0,703 (-2,19)*	-0,746 (-2,36)**	-0,652 (-2,09)*	-0,726 (-2,28)*	-0,691 (-2,19)*
NOTERING	0,626 (3,92)**	0,562 (3,23)**	0,548 (3,25)**	0,568 (3,25)**	0,570 (3,29)**
SR		-0,151 (-2,14)*	-0,223 (-2,91)**	-0,172 (-2,25)*	-0,197 (-2,61)**
SR_V		0,261 (2,47)**	0,274 (2,75)**	0,260 (2,47)**	0,264 (2,56)**
PRIO			-0,004 (-0,07)		
PREF			0,079 (1,21)		
CERT			-0,006 (-0,11)		
STEM			0,285 (3,35)**		
BC3				0,055 (1,32)	
BC4					0,084 (2,30)*
Adj. R <sup>2</sup>	0,133	0,145	0,162	0,146	0,154
<i>De steekproef bestaat uit 570 waarnemingen voor 132 ondernemingen in de periode 1992-1996. Zie Tabel 2 voor definities van de variabelen. De afhankelijke variabele is Tobin's q-ratio (TQ) en de regressies bevatten indicatorvariabelen voor jaren. De t-waarden zijn tussen haakjes vermeld en significante coëfficiënten zijn aangeduid met * (5%-niveau) en ** (1%-niveau).</i>					

significant negatieve invloed heeft (1%-niveau).

De rol van de Raad van Bestuur wordt in de kolommen (4) tot en met (6) weergegeven. In de kolommen (4) en (5) is het voornaamste resultaat dat de relatieve omvang een positieve invloed heeft (REL\_RB). Echter, dit resultaat is exact overeenkomstig het omgekeerde resultaat voor de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen, doordat deze variabelen samen altijd optellen tot een. In kolom (6) wordt voor 408 waarnemingen, waarvoor data over de beloning van bestuurders beschikbaar zijn, de invloed hiervan op prestaties gemeten (BEL\_RB). De invloed is positief en significant op 1%-niveau.

#### *Eigendomsstructuur en relaties met financiële instellingen*

In Tabel 5 wordt een aantal hypothesen getoetst met betrekking tot de invloed van de eigendomsstructuur en relaties met financiële instellingen. In kolom (1) blijkt dat de omvang van het aandelenbezit van de grootste aandeelhouder geen significante invloed heeft (AAND\_CONC). Tevens hebben industriële ondernemingen geen invloed door middel van hun aandelenbezit (AAND\_INDU).

De invloed van financiële instellingen is negatief. In kolom (1) blijkt dat aandelenbezit door deze instellingen (AAND\_FIN) een negatieve invloed heeft, die significant is op 5%-niveau.

*Interlocks* via bestuurders en commissarissen van deze ondernemingen (ILOCK\_FIN) hebben een insignificant negatieve invloed. Echter, in kolom (2) worden alleen de interlocks van banken (ILOCK\_BANK) beschouwd en wordt de negatieve invloed significant op 5%-niveau. De banken hebben naast hun invloed als aandeelhouder en *interlock* ook invloed als verschaffer van vreemd vermogen. In kolom (3) wordt aangetoond dat ook deze relatie de resultaten negatief beïnvloedt (BANK\_VV; significant op 1%-niveau)<sup>15</sup>.

Kabir, Cantrijn en Jeunink (1997) en De Jong en Moerland (1999) hebben in eerdere studies een sterke negatieve relatie tussen concentratie van aandelenbezit en de aanwezigheid van beschermingsconstructie gedocumenteerd. Een mogelijke verklaring is dat een hogere concentratiegraad tot bescherming leidt. Om deze reden is het interessant om de gezamenlijke invloed van concentratie en juridische beschermingsconstructies te onderzoeken. In kolom (4) is de interactievariabele AAND\_CONC\*BC4 geïntroduceerd. De uitkomsten leren dat aandelenconcentratie en beschermingsconstructies elk een significant positieve invloed hebben, terwijl de coëfficiënt voor de interactievariabele significant negatief is op 1%-niveau. Deze resultaten impliceren dat het gezond is een beperkte mate van bescherming te hebben via grootaandeelhouders als structurele barrière of via juridische barrières. Echter, indien het topmanagement zich in extreme mate heeft verschanst

**Tabel 4: Regressieanalyse bestuur en toezicht**

	<i>Raad van Commissarissen (RC)</i>						<i>Raad van Bestuur (RB)</i>					
	<i>(1)</i>		<i>(2)</i>		<i>(3)</i>		<i>(4)</i>		<i>(5)</i>		<i>(6)</i>	
LOG(BWTA)	-0,104	(-2,57)**	-0,108	(-2,44)**	-0,043	(-0,92)	-0,046	(-1,64)*	-0,048	(-1,54)	-0,226	(-3,73)**
LOG(1+GROEI)	0,727	(2,74)**	0,721	(2,76)**	0,529	(2,05)*	0,659	(2,58)**	0,618	(2,37)**	0,517	(1,79)*
VV	-0,721	(-2,44)**	-0,783	(-2,58)**	-0,750	(-2,46)**	-0,665	(-2,18)*	-0,749	(-2,45)**	-0,641	(-1,62)
NOTERING	0,524	(3,07)**	0,534	(3,17)**	0,548	(2,94)**	0,546	(3,21)**	0,531	(3,18)**	0,514	(2,80)**
SR	-0,106	(-1,53)	-0,687	(-1,59)	-0,876	(-1,81)*	-0,075	(-1,07)	0,237	(1,06)	0,310	(0,99)
SR_V	0,266	(2,28)*	0,273	(2,33)*	0,209	(1,79)*	0,314	(2,77)**	0,308	(2,65)**	0,195	(1,11)
OMV_RC/RB	0,015	(0,56)	-0,022	(-0,58)	0,013	(0,33)	-0,013	(-0,56)	-0,034	(-1,25)	0,025	(0,79)
REL_RC/RB	-1,404	(-4,17)**	-1,756	(-3,21)**	-2,002	(-3,40)**	1,404	(3,44)**	2,134	(2,93)**	0,620	(0,91)
AAND_RC/RB	-0,004	(-2,74)**	-0,005	(-3,27)**	-0,005	(-1,78)*	0,0004	(0,16)	0,001	(0,33)	-0,001	(-0,69)
ILOCK_RC/RB	0,110	(3,12)**	0,185	(2,25)*	0,339	(3,61)**	-0,060	(-1,58)	-0,259	(-1,56)	0,346	(1,18)
OMV_RC/RB*SR			0,053	(1,63)	-0,014	(-0,37)			0,067	(1,51)	0,102	(1,55)
REL_RC/RB*SR			0,621	(1,05)	0,957	(1,47)			-1,512	(-1,67)*	-1,195	(-1,38)
AAND_RC/RB*SR			0,004	(1,35)	0,005	(1,18)			-0,004	(-0,72)	-0,004	(-0,68)
ILOCK_RC/RB*SR			-0,093	(-1,04)	-0,247	(-2,41)**			0,209	(1,24)	-0,425	(-1,46)
BEL_RC/RB					-0,014	(-4,23)**					0,0005	(4,27)**
BEL_RC/RB*SR					0,011	(2,95)*					-0,0001	(-0,80)
<i>Waarnemingen</i>	570		570		543		570		570		408	
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0,191		0,194		0,206		0,176		0,182		0,189	

*De steekproef bestaat uit 132 ondernemingen in de periode 1992-1996. Zie Tabel 2 voor definities van de variabelen. De afhankelijke variabele is Tobin's q-ra-tio (TQ) en de regressies bevatten indicatorvariabelen voor jaren. De t-waarden zijn tussen haakjes vermeld en significante coëfficiënten zijn aangeduid met \* (5%-niveau) en \*\* (1%-niveau).*

achter beide barrières ontstaat een ongezonde situatie.

In kolom (5) wordt onderzocht of financiële instellingen samenspannen met de bestuurders. Een specifieke situatie waarin dergelijk gedrag zou kunnen voorkomen is bij de uitgifte van preferente aandelen aan bevriende financiële instellingen<sup>16</sup>. We hebben een interactievariabele opgenomen die de gezamenlijke invloed van preferente aandelen en aandelenbezit van instituties beschrijft. We vinden geen significante resultaten.

*Discussie: governance en prestaties*

De resultaten van de regressieanalyses kunnen als volgt worden samengevat. Het structuurregime heeft een significant negatieve invloed op de q-ratio<sup>17</sup>. Een uitzondering wordt gevormd door de multinationals die een vrijstelling genieten maar op vrijwillige basis het structuurregime toepassen. Deze positieve invloed wordt waarschijnlijk veroorzaakt door internationale concurrentie op financiële en productmarkten. Een vergelijkbaar resultaat is de positieve invloed van een notering aan een beurs in de VS of het VK.

De Raad van Commissarissen heeft een negatieve invloed op de q-ratio door haar relatieve omvang ten opzichte van de Raad van Bestuur. *Interlocks* hebben een positieve invloed, tenzij deze samengaan met de aanwezigheid van het

structuurregime. Deze bevinding is consistent met de constatering dat het structuurregime de noodzaak tot verantwoording aan aandeelhouders vermindert. De beloning van commissarissen heeft een negatieve invloed, behalve onder het structuurregime. De conclusie voor de Raad van Bestuur is eenvoudig: hogere beloning leidt tot betere prestaties.

Een interessant resultaat is dat financiële instellingen, en in het bijzonder banken, een negatieve invloed hebben op ondernemingsprestaties in hun rol als aandeelhouder, vreemd vermogensverschaffer en bestuurder of commissaris. Deze bevinding contrasteert met de hypothese dat financiële instellingen de motivatie en middelen hebben voor goede monitoring.

Grootaandeelhouders hebben een positieve invloed op de onderneming, mits de aanwezigheid van grootaandeelhouders niet samengaat met beschermingsconstructies. Immers, overmatige bescherming heeft een negatieve invloed.

## 5 Conclusies

In dit artikel is een overzicht gegeven van de nationale en internationale literatuur op het gebied van de relaties tussen kenmerken van governance en financiële prestaties. Daarnaast is een empirisch onderzoek beschreven naar de invloed op presta-

**Tabel 5: Regressieanalyse eigendomsstructuur en relaties met financiële instellingen**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
LOG(BWTA)	-0,036 (-1,31)	-0,025 (-1,00)	-0,046 (-1,65)*	-0,051 (-2,22)*	-0,050 (-2,34)**
LOG(1+GROEI)	0,777 (3,00)**	0,762 (3,01)**	0,915 (3,39)**	0,786 (3,26)**	0,783 (3,01)**
VV	-0,758 (-2,37)**	-0,744 (-2,35)**	-0,246 (-0,60)	-0,614 (-1,99)*	-0,768 (-2,38)**
NOTERING	0,567 (3,30)**	0,589 (3,34)**	0,569 (2,49)**	0,549 (3,23)**	0,559 (3,23)**
SR	-0,141 (-1,85)*	-0,147 (-1,96)*	-0,138 (-1,64)	-0,173 (-2,19)*	-0,152 (-1,81)*
SR_V	0,260 (2,49)**	0,286 (2,79)**	0,287 (2,65)**	0,258 (2,53)**	0,249 (2,29)*
AAND_CONC	-0,001 (-0,77)	-0,001 (-0,82)	-0,001 (-0,73)	0,006 (2,20)*	0,0001 (0,07)
AAND_INDU	0,001 (0,87)	0,001 (0,83)	0,002 (1,28)		
AAND_FIN	-0,003 (-1,83)*	-0,003 (-1,77)*	-0,004 (-2,27)*		-0,004 (-1,49)
ILOCK_FIN	-0,017 (-1,26)				
ILOCK_BANK		-0,043 (-2,00)*	-0,052 (-2,24)*		
BANK_VV			-1,642 (-4,02)**		
BC4				0,194 (3,84)**	
AAND_CONC*BC4				-0,004 (-2,65)**	
PREF					0,082 (1,17)
PREF*AAND_FIN					-0,0001 (-0,04)
<i>Waarnemingen</i>	570	570	519	570	570
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0,145	0,151	0,180	0,166	0,145

*De steekproef bestaat uit 132 ondernemingen in de periode 1992-1996. Zie Tabel 2 voor definities van de variabelen. De afhankelijke variabele is Tobin's q-ratio (TQ) en de regressies bevatten indicatorvariabelen voor jaren. De t-waarden zijn tussen haakjes vermeld en significante coëfficiënten zijn aangeduid met \* (5%-niveau) en \*\* (1%-niveau).*

ties van het structuurregime, kenmerken van de Raden van Bestuur en Commissarissen, de eigendomsstructuur, beschermingsconstructies en relaties met financiële instellingen voor Nederlandse niet-financiële ondernemingen in periode 1992-1996. De resultaten van deze empirische analyse tonen aan dat governance een wezenlijke invloed heeft op de ondernemingen. Met name de kenmerken van het structuurregime, relaties met financiële instellingen en beloningen van bestuurders en commissarissen blijken significant met ondernemingsprestaties samen te hangen.

Hoewel de resultaten een grote verscheidenheid aan bevindingen tonen, is een aantal algemene conclusies mogelijk. Ten eerste blijkt dat beperking van zeggenschap door aandeelhouders een negatieve uitwerking heeft op de prestaties. Dit blijkt uit de resultaten voor het structuurregime en verschansing met zowel grootaandeelhouders als beschermingsconstructies. Ten tweede blijkt dat kenmerken van bestuurders en commissarissen belangrijk zijn voor de prestaties van de ondernemingen. De invloed van deze aspecten zijn niet eenduidig en voor het optimaal laten functioneren van deze bestuurders en commissarissen dient rekening te worden gehouden met omvang van de raden, beloningsstructuur, en de toepasselijkheid van het structuurregime. Ten slotte blijkt dat de invloed van banken en andere financiële instellingen niet een positieve uitwerking heeft op de prestaties van de ondernemingen.

De analyse in deze studie heeft betrekking op de periode van 1992 tot en met 1996. Dit is een bewuste keuze, omdat in 1997 een rapport van de Nederlandse Commissie voor Corporate Governance (de Commissie-Peters) is verschenen waarin wordt opgeroepen tot een aantal verbeteringen in de governance-structuren van Nederlandse ondernemingen. In een vervolgartikel zal de invloed van de Commissie-Peters worden beschreven aan de hand van een vergelijking van de periode 1992-1996 met 1997. Tevens wordt in deze vervolgstudie een event-studie uitgevoerd op aankondigingen die verband houden met de activiteiten van de Commissie-Peters om te trachten de effecten van deze Commissie-Peters te identificeren.

---

## LITERATUUR

- Agrawal, A. en C.R. Knoeber, (1996), Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 377-398.
- Boot, A.W.A., (1999), Corporate governance: hoe nu verder?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 73, oktober, pp. 533-544.
- Bosveld, R. en A.M. Goedbloed, (1996), Effecten van beschermingsconstructies op aandelenkoersen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 70, mei, pp. 261-270.
- Center Applied Research, (2000), Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van beursvennootschappen, Rapport aan Minister van Financiën, Katholieke Universiteit Brabant, 20 maart.
- Cho, M., (1998), Ownership Structure, Investment, and Corporate Value: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp. 103-121.
- Dann, L.Y. en H. DeAngelo, (1983), Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 275-300.
- Dijk, R. van en A. de Jong, (1998), Determinanten van de vermogensstructuur van Nederlandse beursfondsen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 72, juli/augustus, pp. 383-397.
- Ees, H. van en H. Garretsen, (1994), Liquidity and Business Investment: Evidence from Dutch Panel Data, *Journal of Macro-economics*, Vol. 16, No. 4, pp. 613-627.
- Eisenberg, T., S. Sundgren en M.T. Wells, (1998), Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54.
- Hoeven, B. van der, (1995), Beschermingsconstructies Nederlandse beursfondsen: een burcht met vele verdedigingswallen, *F&O Monitor*, No. 1/2, pp. 23-31.
- Holderness, C.G. en D.P. Sheehan, (1988), The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317-346.
- Jensen, M.C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- Jong, A. de, D.V. DeJong, G. Mertens en C.E. Wasley, (2000), The Role of Self-regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands, *Working paper*.
- Jong, A. de en P.W. Moerland, (1999), Beheersingsmechanismen in Nederland: substituuft of complement?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 73, oktober, pp. 499-512.
- Jong, A. de, P.W. Moerland en T.E. Nijman, (2000), Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties, *Economisch Statistische Berichten*, 5 mei, pp. 368-371.
- Kabir, R., D. Cantrijn en A. Jeunink, (1997), Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: an Empirical Analysis,

- Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 97-109.
- Kampen, M.W.J.M van en B.P.J. van de Kraats, (1995), Grootaandeelhouderschap en aandelenrendement, *Economisch Statistische Berichten*, 7 juni, pp. 534-537.
- Kemna, A, T. Kloek en A. Pieterse, (1994), Een empirische verklaring voor de vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 68, december, pp. 737-751.
- Kumar, R. en P.R. Sopariwala, (1992), The Effect of Adoption of Long-term Performance Plans on Stock Prices and Accounting Numbers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 561-573.
- Larcker, D.F., (1983), The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp. 9-30.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes en A. Shleifer, (1999), Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471-517.
- Lindenberg, E.B. en S.A. Ross, (1981), Tobin's q-ratio and industrial organization, *Journal of Business*, Vol. 54, pp. 1-32.
- Lins, K., D. Strickland en M. Zenner, (1999), Do Non-US Firms Issue Stock on U.S. Equity Markets to Relax Capital Constraints?, *Working paper*.
- Loderer, C. en K. Martin, (1997), Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp. 223-256.
- Malatesta, P.H. en R.A. Walking, (1988), Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* Vol. 20, pp. 347-376.
- Manen, J.A. van en R.B.H. Hooghiemstra, (1999), Normen voor commissarissen: een verwachtingskloof?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 73, oktober, pp. 513-524.
- McConnell, J.J. en H. Servaes, (1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- McConnell, J.J. en H. Servaes, (1995), Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 131-157.
- Mehran, H., (1995), Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 163-184.
- Monitoring Commissie Corporate Governance, (1998), Monitoring Corporate Governance in Nederland, Economisch Instituut Tilburg.
- Morck, R., A. Shleifer en R.W. Vishny, (1988), Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Slagter, W.J., (1996), *Compendium van het ondernemingsrecht*, Kluwer Deventer, zevende editie.
- Sterken, E, C.L.M. Hermes en Th.J.B.M. Postma, (1999), Corporate governance: empirisch onderzoek voor Nederland en implicaties voor beleid, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 73, pp. 496-498.
- Vente, J. en D. Cantrijn, (1997), Institutionele beleggers en corporate governance in Nederland, *Bedrijfskunde*, Vol. 69, No. 4, pp. 51-60.
- Voogd, R.P., (1989), *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Academisch proefschrift, Deventer.
- Yermack, D., (1996), Higher Market Value of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.

#### NOTEN

- 1 Van Manen and Hooghiemstra (1999) bespreken de resultaten van een enquêteonderzoek waaraan 43 commissarissen van 22 top-25-ondernemingen hebben meegewerkt. Uit dit onderzoek blijkt dat commissarissen inderdaad toezicht als belangrijkste taak zien. De commissarissen geven aan dat het hun taak is toezicht te houden op de leden van de Raad van Bestuur en operationele beslissingen aan deze bestuurders over te laten. Voor wat betreft de onafhankelijke opstelling zijn de resultaten niet eenduidig. De commissarissen vinden dat een belangenconflict ontstaat wanneer commissarissen tevens bankier, klant of leverancier van gerelateerde ondernemingen zijn. Echter, de combinatie van aandeelhouder en commissaris wordt niet als strijdig gezien.
- 2 Zie Slagter (1996) voor een uitputtende beschrijving van de juridische details van het structuurregime.
- 3 Onder het verlichte structuurregime is een Raad van Commissarissen verplicht, maar deze heeft minder bevoegdheden dan onder het volledige structuurregime. De commissarissen benoemen en schorsen de leden van de Raad van Commissarissen en moeten goedkeuring verlenen aan belangrijke beslissingen. De aandeelhouders stellen de jaarrekening vast en benoemen en schorsen de leden van de Raad van Bestuur.
- 4 Zie ook Center Applied Research (2000).
- 5 In 1979 heeft Lantana Beheer de Tilburgse Waterleiding Maatschappij overgenomen (zie Bosveld en Goedbloed, 1996).
- 6 Alleen preferente aandelen met een beschermingsfunctie worden in deze studie beschouwd. Geplaatste en volgestorte (voor meer dan 25%) preferente aandelen zijn buiten beschouwing gelaten.
- 7 In het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance (1998) blijkt dat in 1997 8,2%

van de ondernemingen (13 van de 159 ondernemingen) geen juridische beschermingsconstructies had.

8 De Jong en Moerland (1999) tonen aan dat deze negatieve relatie ook voor individuele beschermingsconstructies geldt. De auteurs geven aan de hand van een illustratief voorbeeld een verklaring voor deze relatie. In 1997 kondigde Smit Internationale aan dat twee grootaandeelhouders van plan waren hun aandelen te verkopen (ieder van de aandeelhouders had een belang van 40%). Volgens *Het Financieele Dagblad* van 28 mei 1997 wordt in de eerstvolgende Algemene Vergadering van Aandeelhouders het wegvallen van de grootaandeelhouders een verlies van een beschermingswal genoemd. Tevens wordt voorgenoemen om de statuten aan te passen teneinde in geval van een overnamedreiging preferente beschermingsaandelen uit te kunnen geven. Klaarblijkelijk worden grootaandeelhouders gezien als een bescherming voor zittende managers.

9 Nederlandse ondernemingen zijn alleen verplicht om de totale vergoedingen aan leden van de Raden van Bestuur en Commissarissen te rapporteren. Derhalve is geen informatie beschikbaar over de beloningsstructuur van de individuele bestuurders en commissarissen. De data met betrekking tot beloningen zijn ook niet voor alle ondernemingen beschikbaar, omdat een aantal ondernemingen geen melding maakt van deze post in de jaarrekening, of alleen de beloning aan de Raad van Commissarissen vermeldt. De data over bankleningen zijn niet voor alle ondernemingen beschikbaar omdat een aantal ondernemingen geen aparte post met bankschulden heeft en het hierdoor onmogelijk is te bepalen of de onderneming geen bankschuld heeft of dat de post simpelweg niet is vermeld. De gegevens over beloningen en bankleningen zijn geverifieerd aan de hand van jaarverslagen.

10 De Wet Melding Zeggenschap is van kracht geworden in 1992 en is de Nederlandse implementatie van de EU *Transparency Directive* 88/627. Doordat de Wet Melding Zeggenschap meldingen eist wanneer grenzen van 5%, 10%, 25%, 50% of 66,7% worden gepasseerd is geen informatie beschikbaar over aandelenbezit beneden de ondergrens van 5%.

11 Zie Lins, Strickland en Zenner (1999) voor motieven met betrekking tot noteringen aan beurzen in de Verenigde Staten.

12 Het verlichte (beperkte) structuurregime is slechts toepasselijk voor drie ondernemingen in onze dataset. Om deze reden wordt dit regime niet als separate variabele opgenomen.

13 De maatstaf voor concentratie van het aandelenbezit betreft alleen de aandeelhouders die geen positie in de Raad van Bestuur of de Raad van Commissarissen hebben.

14 In de discussie van de resultaten richten wij ons op coëfficiënten die significant zijn op 5%-niveau of minder. De resultaten van de regressies in deze

paragraaf zijn gebaseerd op White's voor hetroskedasticiteit gecorrigeerde standaardfouten en indicatorvariabelen voor jaren. Doordat we een dataset gebruiken met meerdere waarnemingen per onderneming in de periode 1992-1996, is het mogelijk dat onze resultaten worden beïnvloed door de aanwezigheid van autocorrelatie. Teneinde inzicht te krijgen in de potentiële invloed van autocorrelatie hebben we de regressies in Tabellen 3, 4 en 5 tevens uitgevoerd voor elk van de vijf jaren apart en met gebruik van de gemiddelden per onderneming van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen over de vijf jaren. De significantie van de coëfficiënten neemt aanzienlijk af door de reductie van het aantal waarnemingen. Echter, de richting van de significante coëfficiënten blijft nagenoeg gelijk. Ten slotte hebben we Newey-West's correctie voor zowel hetroskedasticiteit als autocorrelatie toegepast en vonden we geen noemenswaardige verschillen met de correctie volgens White.

15 Merk op dat in deze regressie de significant negatieve invloed van de schuldratio (VV) verdwijnt. Dit betekent dat ten minste een deel van deze invloed werd veroorzaakt door het vreemd vermogen dat door banken wordt verschaft. Voor een aantal ondernemingen is geen informatie over bankleningen beschikbaar. Het aantal waarnemingen is hierdoor 519, terwijl de overige regressies gebaseerd zijn op 570 waarnemingen.

16 Met dank aan P. de Vries van de Vereniging van Effectenbezitters, die ons op dit institutionele karakteristiek wees.

17 Dit resultaat is consistent met een eerdere studie van De Jong, Moerland en Nijman (2000). In deze studie wordt een negatief effect gevonden, dat significant is in een van de drie analyses. Een mogelijke verklaring voor de insignificantie in de andere twee analyses is de beperkte omvang van de steekproef in deze studie (50 ondernemingen in De Jong, Moerland en Nijman (2000) versus 132 ondernemingen in het onderzoek dat in dit artikel wordt beschreven).