

Corporate governance in Nederland: de invloed van de Commissie Peters

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

1 Inleiding

Corporate governance beschrijft de relaties tussen het topmanagement van ondernemingen en andere belanghebbenden. Feitelijk gaat het daarbij om de nadere invulling van de kernbegrippen transparantie en macht. Transparantie heeft in hoofdzaak betrekking op de wijze waarop verantwoording door het bestuur en toezichthouders wordt afgelegd. Het begrip macht betreft de invloed op de gang van zaken binnen ondernemingen. Bekend is dat in Nederland reeds sinds vele jaren een debat wordt gevoerd over de voor- en nadelen van de huidige governance-structuren, waarbij met name wordt gediscussieerd over mogelijke en wenselijke aanpassingen. In 1996 werd in Nederland, in navolging van het buitenland, een Commissie Corporate Governance ingesteld. Deze commissie wordt doorgaans de Commissie Peters genoemd, naar de voorzitter van de groep van vertegenwoordigers van het bedrijfsleven en beleggers en deskundigen uit de academische wereld. In juni 1997 heeft de commissie een lijst van aanbevelingen gepubliceerd in haar rapport getiteld 'Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen', waarin verschillende aanknopingspunten worden gegeven voor het verbeteren van governance in Nederlandse ondernemingen. Deze commissie wordt eind 1997 opgevolgd door een nieuwe commissie, genaamd Monitoring Commissie Corporate Governance, ook wel Commissie Peters II genoemd. Deze commissie heeft tot doel nadere uitwerking te geven aan het proces van monitoring zoals weergegeven in het eerste rapport. De beursgenoteerde ondernemingen worden uitgenodigd

actief in te gaan op de relevante aspecten van corporate governance, blijkende uit hun jaarlijkse verslaggeving en de aandeelhoudersvergaderingen. In december 1998 worden de resultaten van deze eenmalige monitoring inzake de veertig aanbevelingen gepubliceerd.

In deze studie wordt onderzocht wat de invloed is geweest van de Commissie Corporate Governance¹. Onderzocht wordt of kenmerken van governance zijn veranderd sinds het verschijnen van het rapport van de Commissie Peters en of veranderingen zijn opgetreden in de relatie tussen governance en prestaties. Ten slotte worden aankondigingseffecten gemeten rondom ontwikkelingen op het gebied van governance in Nederland.

In een voorgaande studie is reeds een beschrijving van de relaties tussen kenmerken van corporate governance en financiële prestaties gegeven voor Nederlandse beursfondsen. Hiervoor wordt verwezen naar onze vorige bijdrage in dit tijdschrift (DeJong, de Jong, Mertens en Wasley, 2001).

In paragraaf 2 wordt een overzicht gegeven van het debat over governance in Nederland, met speciale aandacht voor de Commissie Peters. In paragraaf 3 wordt beschreven in welke mate governance-kenmerken van Nederlandse ondernemingen zijn veranderd in de periode na publicatie van het rapport van de Commissie Peters, ten opzichte van de voorgaande periode. In paragraaf 4 wordt onderzocht of de invloeden van governance op financiële prestaties zijn veranderd in de post-Peters-periode ten opzichte van de pre-Peters-periode. In paragraaf 5 worden de resultaten beschreven van een studie naar aankondigingseffecten van nieuws met betrekking tot de Commissie Peters I en II. In paragraaf 6 wordt een vergelijking gemaakt tussen de Commissie Peters en de Cadbury Code, een soortgelijk initiatief in het Verenigd Koninkrijk. Paragraaf 7 bevat ten slotte de belangrijkste conclusies.

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

2 Debat over governance: de Commissie Peters

De instelling van de Commissie Peters in 1996 en haar rapportage in 1997 zijn geen op zichzelf staande gebeurtenissen. Aan de activiteiten is een jarenlange discussie over governance voorafgegaan. Teneinde een adequate begripsbepaling te verkrijgen zal in deze paragraaf allereerst de recente geschiedenis van de discussie over Corporate Governance in Nederland kort worden samengevat. Vervolgens zullen we een nauwkeurige beschrijving geven van de activiteiten van de Commissie Peters.

Oorspronkelijk lag de nadruk van het publieke debat over governance op de (on)wenselijkheid van beschermingsconstructies. In het jaarverslag over 1985 pleitten de beursautoriteiten (Vereniging voor de Effectenhandel, VvdE) voor een discussie teneinde de cumulatie van technische beschermingsconstructies in te dammen. Dit heeft geleid tot de installatie van de Commissie Van der Grinten in 1986, die als taak had de voor- en nadelen van thans vigerende beschermingsconstructies te inventariseren. Een meerderheid van de leden (inclusief de voorzitter) van deze commissie adviseerde in 1987 om de bestaande mogelijkheden tot het creëren van beschermingsconstructies te handhaven teneinde onvrijwillige overnames te voorkomen. De Commissie baseerde haar advies onder andere op de mogelijkheid voor aandeelhouders om al dan niet toestemming te geven voor de constructies. De VvdE betwistte de argumenten van de Commissie en uitte de intentie het gebruik van beschermingsconstructies toch in te perken. Als een tegenkracht voor de VvdE is een vereniging opgericht van beursgenoteerde ondernemingen (Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen, VEUO). In 1992 besluiten de VvdE en VEUO tot een tijdelijke oplossing in de vorm van Bijlage X, welke onderdeel uitmaakt van het fondsenreglement van de Amsterdamse beurs en toekomstige beschermingsconstructies beperkt. In 1995 wordt door VvdE en VEUO de installatie van het zogenaamde overnamepanel voorgesteld. Dit panel beschikt over de mogelijkheid om beschermingsconstructies tijdelijk ongedaan te maken in geval van een overnamepoging. Indien een aandeelhouder een substantiële meerderheid van de aandelen (70%) heeft gedurende minimaal twaalf maanden, kan de Ondernemingskamer, een onderdeel van het Gerechtshof in Amsterdam, worden geraadpleegd om een beschermingsconstructie op te heffen of buiten werking te stellen. Een ander uitvloeisel van de overeenkomst tussen VvdE en VEUO is de installatie van de Nederlandse Commissie voor Corporate Governance in april 1996.

Op 9 april 1996 wordt de Nederlandse Commissie voor Corporate Governance officieel geïnstalleerd door Baron van Ittersum, voorzitter van de VvdE. De leden van de commissie zijn vertegenwoordigers van het bedrijfsleven en beleggers en deskundigen uit de academische wereld. Een half jaar na oprichting publiceert de commissie in oktober 1996 haar voorlopige conclusies onder de titel 'Corporate governance in Nederland: een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie'. In dit rapport worden veertig aanbevelingen gedaan en wordt een commissie voorgesteld ter monitoring van de opvolging van de aanbevelingen door de ondernemingen. Vier maanden na de sluitingsdatum voor schriftelijke reacties op het rapport met de voorlopige conclusies wordt in juni 1997 het definitieve rapport gepubliceerd met als titel 'Corporate governance in Nederland: de veertig aanbevelingen'. Het definitieve rapport verschilt in geringe mate van het voorlopige rapport. Teruggrijpend op de in de inleiding genoemde begrippen transparantie en macht, kan in hoofdlijnen worden geconcludeerd dat transparantie tot uitdrukking komt in de centrale rol van verantwoording over alsmede het inzicht verschaffen in het gevoerde beleid door de ondernemingsleiding. Ten aanzien van macht is een belangrijke rol weggelegd voor de aard en omvang van beperkingen van de invloed van individuele aandeelhouders. Gedacht kan worden aan certificering van gewone aandelen, prioriteitsaandelen, preferente aandelen en het structuurregime. De Commissie Peters staat algemeen genomen voor een vergroting van de invloed van individuele aandeelhouders. Daartoe zou de zeggenschap van aandeelhouders moeten worden verbeterd, onder andere door het (vrijwillig) opheffen van bestaande vormen van stemrechtbeperking. Ondernemingen worden aangespoord om verbeteringen hieromtrent, mede aan de hand van de aanbevelingen, te overwegen. Zij worden tevens uitgenodigd de huidige situatie (en eventuele veranderingen daarin ten opzichte van het voorafgaande jaar) te rapporteren in het jaarverslag over 1997 en tevens ter discussie te stellen tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De ondernemingsleiding is gevraagd of zij van plan is de veertig aanbevelingen op te volgen. Een motivatie wordt gevraagd in geval men niet van plan is een aanbeveling te volgen. De nadruk van het rapport ligt op zelfregulering. Wetswijzigingen worden niet voorgesteld, met uitzondering van een voorstel om inkopen van eigen aandelen meer aantrekkelijk te maken. In 1998 rapporteert de Monitoring Commissie Corporate Governance (Commissie Peters II) over de reacties op de veertig aanbevelingen in de jaarverslagen van de

beursondernemingen. Per aanbeveling is nagegaan of de ondernemingen, die gehoor hebben gegeven aan de oproep om hun gegevens beschikbaar te stellen, deze al dan niet hebben opgevolgd. Tevens geeft het rapport een gedetailleerd overzicht van beperkingen van inspraak door aandeelhouders. De conclusie van dit rapport is dat het grootste deel van de ondernemingen geen wijzigingen heeft doorgevoerd in de governance-structuur, terwijl enkele ondernemingen minimale wijzigingen hebben gemaakt. In totaal hebben 14 van de 159 ondernemingen in de studie hun governance-structuur aangepast. Slechts 13 van de 159 ondernemingen hebben geen bescherming tegen invloeden van aandeelhouders².

Sinds het verschijnen van de rapporten van de Commissies Peters I en II, heeft zich een belangrijke ontwikkeling voorgedaan op het gebied van governance. Op 19 januari 2001 is het Ontwerpadvies van de Sociaal-Economische Raad (SER) over het structuurregime unaniem vastgesteld door afgevaardigden van werknemers en werkgevers en door de kroonleden. Het advies heeft betrekking op ondernemingen waarop het structuurregime van toepassing is. In de voorgaande bijdrage is reeds geconstateerd dat het verplichte structuurregime een negatieve invloed heeft op ondernemingsprestaties³. De kern van het SER-advies is een beoogde versterking van de invloed van zowel de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AvA) als de Ondernemingsraad (OR) op de samenstelling van de Raad van Commissarissen. De SER adviseert om de leden van de Raad van Commissarissen te laten benoemen door de AvA op voordracht van de Raad van Commissarissen. De AvA kan de voordracht verwerpen met een meerderheid van 2/3 van de aanwezige stemgerechtigden, die 1/3 van het geplaatste aandelenkapitaal vertegenwoordigen. De OR krijgt de bevoegdheid om een bijzondere voordracht te doen voor maximaal 1/3 van de zetels van de Raad van Commissarissen. De AvA kan het vertrouwen in de Raad van Commissarissen opzeggen, indien daartoe besloten wordt met de eerdergenoemde 2/3 meerderheid en 1/3 aanwezigheid. De rol van certificaathouders verandert doordat deze vermogensverschaffers mogen stemmen over specifieke onderwerpen, zoals de benoeming van de commissarissen en het opzeggen van het vertrouwen in de Raad van Commissarissen. In vergelijking met de bestaande situatie vervalt het recht van de Raad van Commissarissen tot zelfbenoeming (coöptatie) en krijgen aandeelhouders de rechten tot het verwerpen van een voordracht en het opzeggen van het vertrouwen in de commissarissen. Ten slotte krijgt de OR een recht tot voordracht in plaats van het

bezwaarrecht. Met name door partijen die de belangen van aandeelhouders behartigen is kritiek geuit op het voorstel. Deze partijen betogen dat het SER-advies voor aandeelhouders niet daadwerkelijk een verbetering is, onder andere doordat de vereiste meerderheid van 2/3 van de stemmen onoverkomelijk hoog is en het administratiekantoor stemrecht houdt over niet-uitgebrachte stemmen van certificaathouders. Tevens merken zij op dat aandeelhouders niet vertegenwoordigd zijn in de SER⁴.

Met het SER-advies heeft de discussie in Nederland over corporate governance een enigszins ander karakter gekregen. Terwijl de Commissie Peters pleit voor zelfregulering door de ondernemingen, kiest de SER voor aanpassingen in de wetgeving. Echter, het is interessant te constateren dat het SER-advies, meer dan de huidige wetgeving, ruimte laat voor afwijkingen van de voorgestelde stelsels⁵. Het is derhalve belangrijk de gevolgen van zelfregulering binnen ondernemingen te onderzoeken.

3 Veranderingen in governance-structuren?

In deze paragraaf wordt onderzocht welke veranderingen in governance-structuren veroorzaakt zijn door de Commissie Peters. Een vergelijk wordt gemaakt tussen de kenmerken van governance in de periode voor het rapport van Peters en de periode na Peters.

De data in deze paragraaf en de volgende paragraaf zijn verzameld uit de datasets van het Centraal Bureau voor de Statistiek (jaarverslaggegevens), REACH (bankleningen en vergoedingen aan bestuurders en commissarissen), het jaarlijkse overzicht in Het Financieele Dagblad van eigendomsstructuren, de Gids bij de Officiële Prijscourant van de Amsterdamse Effectenbeurs (beschermingsconstructies en noteringen in VK en VS), Jaarboek Nederlandse Ondernemingen (samenstelling Raden van Bestuur en Commissarissen), het rapport Monitoring Corporate Governance in Nederland (1998) en jaarverslagen van de ondernemingen. De definities van de variabelen in deze studie zijn vermeld in Tabel 1. Voor een gedetailleerde beschrijving van de databronnen en definities wordt verwezen naar DeJong, De Jong, Mertens en Wasley (2001).

In Tabel 1 worden de gemiddelde waarden gegeven van de variabelen die de relevante governance-kenmerken meten. In de kolom '1996' worden de gemiddelden over 1996 gegeven en worden de governance-structuren in het pre-Peters-tijdperk beschreven. De kolom '1997' beschrijft het post-Peters-tijdperk⁶. In de kolom 'Verschil' zijn de

Tabel 1: Definities van variabelen en verschillen tussen 1996 en 1997

<i>Variabele</i>	<i>Definitie</i>	<i>Afkorting</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>Vershil</i>	<i>t-waarde</i>
Tobin's q-ratio	Marktwaaarde totale activa/ vervangingswaarde totale activa	TQ	1,630	1,740	0,110	(0,79)
Totale activa	Boekwaarde totale activa in NLG 1.000.000	BWTA	3645	3135	-0509	(-0,34)
Groei	Historische groei boekwaarde totale activa over drie jaren	GROEI	0,482	0,508	0,025	(0,16)
Vreemd vermogen	Langetermijn vreemd vermogen/ boekwaarde totale activa	VV	0,131	0,123	-0,008	(-0,60)
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	0,161	0,158	-0,003	(-0,07)
Structuurregime	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de toepasselijkheid van het structuurregime (anders 0)	SR	0,710	0,754	0,044	(0,78)
Vrijwillig structuurregime	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de toepasselijkheid van het structuurregime op vrijwillige basis (anders 0)	SR_V	0,073	0,140	0,068	(1,69)
Prioriteits aandelen	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van prioriteits aandelen (anders 0)	PRIO	0,38	0,37	-0,01	(-0,17)
Preferente aandelen	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van preferente aandelen met een beschermingsfunctie (anders 0)	PREF	0,60	0,55	-0,04	(-0,69)
Certificaten	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van de aanwezigheid van certificering (anders 0)	CERT	0,38	0,40	0,03	(0,39)
Stemrechtbeperking	Indicatorvariabele met waarde van 1 in geval van beperkingen van het stemrecht van aandeelhouders (anders 0)	STEM	0,14	0,11	-0,03	(-0,75)
Aantal beschermings- constructies (3)	Aantal beschermingsconstructies uit de set PRIO, PREF en CERT	BC3	1,35	1,32	-0,03	(-0,30)
Aantal beschermings- constructies (4)	Aantal beschermingsconstructies uit de set PRIO, PREF, CERT en STEM	BC4	1,49	1,43	-0,06	(-0,53)
Omvang RvC	Aantal leden van de Raad van Commissarissen	OMV_RC	4,93	4,99	0,06	(0,25)
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	0,657	0,651	-0,006	(-0,45)
Aandelenbezit RvC	Aandelenbezit door leden van de Raad van Commissarissen	AAND_RC	2,43	1,92	-0,51	(-0,36)
Interlocks RvC	Interlocks van leden Raad van Commissarissen/omvang Raad van Commissarissen	ILOCK_RC	1,070	1,055	-0,015	(-0,14)
Beloning RvC	Totale beloning Raad van Commissarissen/omvang Raad van Commissarissen; in NLG 1000 (118 en 109 waarnemingen)	BEL_RC	35,21	35,61	0,40	(0,16)
Omvang RvB	Aantal leden van de Raad van Bestuur	OMV_RB	2,80	2,83	-0,04	(-0,15)

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	0,343	0,349	0,006	(0,45)
Aandelenbezit RvB	Aandelenbezit door leden van de Raad van Bestuur	AAND_RB	3,37	2,95	-0,43	(-0,26)
Interlocks RvB	Interlocks van leden Raad van Bestuur/ omvang Raad van Bestuur	ILOCK_RB	0,233	0,268	0,034	(0,46)
Beloning RvB	Totale beloning Raad van Bestuur/ omvang Raad van Bestuur; in NLG 1000 (88 en 83 waarnemingen)	BEL_RB	918,46	1085,09	166,63	(1,31)
Aandelenbezit grootste aandeelhouder	Percentage aandelen in handen van de grootste (groot)aandeelhouder.	AAND_CONC	24,32	22,26	-2,06	(-0,77)
Aandelenbezit industriële ondernemingen	Percentage aandelen in handen van industriële ondernemingen	AAND_INDU	10,43	8,51	-1,93	(-0,74)
Aandelenbezit financiële instellingen	Percentage aandelen in handen van banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en venture capital- maatschappijen	AAND_FIN	11,23	11,64	0,41	(0,26)
<i>Interlocks</i> met financiële instellingen	Aantal <i>interlocks</i> met financiële instellingen	ILOCK_FIN	1,52	1,41	-0,11	(-0,55)
<i>Interlocks</i> met banken	Aantal <i>interlocks</i> met banken	ILOCK_BANK	0,96	0,84	-0,12	(-0,60)
Bankleningen	Langetermijnbankleningen/boekwaarde totale activa (106 en 98 waarnemingen)	BANK_VV	0,066	0,061	-0,005	(-0,43)
<i>De dataset bevat 124 waarnemingen in 1996 en 114 in 1997, tenzij anders vermeld is. De t-waarden betreffen een toets op het verschil tussen de data van 1996 en 1997 voor onafhankelijke steekproeven.</i>						

verschillen tussen de gemiddelden opgenomen, terwijl de kolom 't-waarde' de significantie van het verschil beschrijft. Uit de resultaten blijkt dat geen enkele variabele significant (tot 5%-niveau) is veranderd in 1997, ten opzichte van 1996. De vrijwillige toepassing van het structuurregime is significant toegenomen (op 10%-niveau). Deze toename is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de toegenomen internationale activiteiten, waardoor ondernemingen met het verplichte structuurregime een vrijstelling hebben verkregen. De bevindingen in Tabel 1 suggereren dat de invloed van de Commissie Peters op de governance-structuren van de ondernemingen alsmede wijziging hierin zeer beperkt is geweest. Uit het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance (1998) kan een vergelijkbare conclusie worden getrokken aan de hand van een tabel met de waargenomen veranderingen (Tabel 9, p.22), waarin slechts 14 veranderingen worden vermeld⁷.

4 Veranderingen in de relatie tussen governance en prestaties?

In de voorgaande paragraaf is onderzocht of ondernemingen karakteristieken van governance hebben aangepast. Over het algemeen bleek dit niet of slechts zeer sporadisch het geval te zijn.

Echter, de ondernemingen hebben wellicht als gevolg van de rapporten van de Commissie Peters de werking van de verschillende governance-karakteristieken aangepast. Dergelijke aanpassingen worden niet zichtbaar in een vergelijking van karakteristieken, zoals in eerste instantie is onderzocht en weergegeven in de voorgaande paragraaf. In deze paragraaf wordt onderzocht of de invloeden van governance-karakteristieken op financiële prestaties zijn veranderd na publicatie van het rapport van de Commissie Peters. Door middel van een dergelijke analyse zijn we in staat te meten of de werking van governance (mede) is beïnvloed door het werk van de Commissie. De uitgangspunten van de analyse zijn de regressies in DeJong, De Jong, Mertens en Wasley (2001). In deze regressies wordt een maatstaf voor financiële prestaties van ondernemingen, de q-ratio, verklaard aan de hand van governance-kenmerken en controlevariabelen. Alle variabelen die in deze studie een significante coëfficiënt hadden op 5%-niveau of lager zijn in beschouwing genomen. Tevens houdt de gevolgde procedure in dat ook variabelen in de analyse worden betrokken die volgens Tabel 1 een significante verandering op 5%-niveau laten zien in 1997 ten opzichte van 1996. Echter, geen enkele variabele voldoet aan laatstgenoemde eis. In Tabel 2 zijn de resultaten beschreven.

Tabel 2: Regressie-analyse voor verschillen in de determinanten van de q-ratio tussen 1992-1996 en 1997

	(1) Resultaten voor 1992-1996		(2) Resultaten voor 1992-1997		(3) Resultaten 1992-1996 vs. 1997:			
					1992-1997		Interactie met indicator voor 1997	
LOG(BWTA)	-0,084	(-2,86)**	-0,097	(-3,17)**	-0,092	(-2,99)**		
LOG(1+GROEI)	0,685	(2,99)**	1,155	(3,69)**	1,116	(3,77)**		
VV	-0,598	(-2,10)*	-0,896	(-2,93)**	-0,632	(-2,19)*	-1,352	(-1,13)
NOTERING	0,577	(3,54)**	0,717	(4,11)**	0,607	(3,69)**	0,443	(0,86)
SR	-0,567	(-1,37)	-0,750	(-1,73)*	-0,562	(-1,33)	-1,083	(-0,55)
SR_V	0,276	(2,66)**	0,195	(1,90)*	0,231	(2,17)*	-0,159	(-0,60)
REL_RC	-1,607	(-3,10)**	-1,762	(-3,21)**	-1,530	(-2,92)**	-1,670	(-0,61)
REL_RC*SR	0,738	(1,21)	1,074	(1,67)*	0,744	(1,20)	1,679	(0,58)
AAND_RC	-0,006	(-3,28)**	-0,006	(-3,61)**	-0,006	(-3,22)**	-0,0003	(-0,003)
ILOCK_RC	0,201	(2,79)**	0,221	(3,20)**	0,208	(2,87)**	0,008	(0,04)
ILOCK_RC*SR	-0,039	(-0,57)	-0,045	(-0,67)	-0,046	(-0,64)	0,162	(0,72)
BC4	0,161	(3,21)**	0,136	(2,45)**	0,161	(3,07)**	-0,102	(-0,51)
AAND_CONC	0,008	(3,05)**	0,007	(2,46)**	0,008	(2,96)**	-0,005	(-0,44)
AAND_CONC*BC4	-0,004	(-2,93)**	-0,004	(-2,27)*	-0,004	(-2,83)**	0,005	(0,69)
STEM	0,132	(1,62)	0,073	(0,87)	0,127	(1,50)	-0,446	(-1,54)
AAND_FIN	-0,004	(-2,28)*	-0,006	(-3,00)**	-0,004	(-2,05)*	-0,012	(-1,67)*
ILOCK_BANK	-0,055	(-2,34)**	-0,072	(-3,15)**	-0,054	(-2,19)*	-0,153	(-1,84)*
Waarnemingen	570		684		684			
Adj. R ²	0,235		0,254		0,264			

*De steekproef bestaat uit 132 ondernemingen in de periode 1992-1997. Zie Tabel 1 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).*

In kolom (1) worden de resultaten van een regressie over de pre-Peters-periode 1992-1996 gegeven. De resultaten komen overeen met de resultaten van DeJong, De Jong, Mertens en Wasley (2001). In kolom (2) worden de resultaten gegeven over de volledige periode waarover data beschikbaar zijn, 1992-1997. Uit de resultaten in kolom (2) blijkt onder meer dat het structuurregime (SR) een significant negatieve invloed heeft op de q-ratio. Tevens worden de prestaties significant negatief beïnvloed door de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen (REL_RC), aandelenbezit door commissarissen (AAND_RC), geconcentreerd aandelenbezit samen met beschermingsconstructies (AAND_CONC*BC4), aandelenbezit door financiële ondernemingen (AAND_FIN), *interlocks*^s met banken (ILOCK_BANK) en de hoeveelheid vreemd vermogen (VV). Een significant positieve invloed hebben de vrijwillige toepassing van het structuurregime (SR_V), de relatieve omvang van de Raad van Commissarissen mits onder het structuurregime (REL_RC*SR), *interlocks* van commissarissen (ILOCK_RC), concentratie van aandelenbezit (AAND_CONC) en beschermingsconstructies (BC4). Zie DeJong, De Jong,

Mertens en Wasley (2001) voor een uitgebreide discussie van deze resultaten. De bevindingen tonen het belang van governance in Nederland aan, aangezien de financiële prestaties van de ondernemingen worden beïnvloed door het structuurregime, de samenstelling van de Raad van Commissarissen, beschermingsconstructies, grootaandeelhouders en relaties met financiële instellingen.

In kolom (3) worden de resultaten van een regressie over de periode 1992-1997 gepresenteerd waarin alle relevante variabelen en tevens interactievariabelen zijn opgenomen, bestaande uit de relevante variabelen en een indicatorvariabele voor data uit het jaar 1997. De coëfficiënt voor deze interactievariabele geeft derhalve het verschil aan van de invloed op de q-ratio in 1997, ten opzichte van de voorgaande jaren. Uit de resultaten blijkt bijvoorbeeld dat de hoeveelheid vreemd vermogen (VV) over de periode 1992-1996 een significant negatieve invloed had (de coëfficiënt is -0,632), terwijl in 1997 sprake was van een nog grotere negatieve invloed (de coëfficiënt is -1,352), die overigens niet significant is. Uit kolom (3) blijkt dat twee variabelen in 1997 een significant verschillende invloed hadden in

vergelijking met de voorgaande jaren. Beide variabelen betreffen de invloed van financiële instellingen. Aandelenbezit door financiële instituten en interlocks met banken hadden in 1997 een significant meer negatieve invloed in vergelijking met 1992-1996. De variabelen waarop het rapport van de Commissie Peters betrekking heeft laten geen significante verschillen zien in het jaar waarin de ondernemingen werden opgeroepen veranderingen door te voeren. Dit impliceert dat de aanbevelingen van de Commissie Peters geen invloed hebben gehad op de werking van de onderzochte governance-mechanismen.

5 Studie naar aankondigingseffecten

In de voorgaande twee paragrafen is de invloed van de Commissie Peters onderzocht door kenmerken en invloed op prestaties van governance in een periode na verschijning van het rapport te vergelijken met een periode vóór de aanbevelingen van Peters. In deze paragraaf wordt een alternatie-

ve aanpak gehanteerd. We onderzoeken hier namelijk de reacties van aandeelhouders op diverse gebeurtenissen omtrent de activiteiten van de Commissie Peters met behulp van een zogenaamde event-studieanalyse. Allereerst is in Tabel 3 een overzicht opgenomen van de selectie van aankondigingen die door ons nader zijn onderzocht.

De eerste drie aankondigingen hebben betrekking op de totstandkoming van de Commissie Peters. Indien aandeelhouders veel vertrouwen zouden hebben in een verbetering van governance door de inspanningen van de commissie, zou dit moeten leiden tot positieve koerseffecten. De vierde en vijfde aankondiging betreffen de publicatie van het voorlopige en definitieve rapport van de Commissie Peters. Indien aandeelhouders als gevolg van de inhoud van dit rapport verwachten dat governance effectiever zal worden, wordt een positieve reactie verwacht. Aankondigingen zes en zeven betreffen een privaat initiatief van een aantal ondernemingen om een eigen systeem voor stemming bij volmacht mogelijk te maken (proxy

Tabel 3: Gebeurtenissen omtrent de Commissie Peters

Aankondiging 1:	Op 13 februari 1996 kondigt Van Ittersum, voorzitter van de Vereniging voor de Effectenhandel, een commissie voor corporate governance in Nederland aan.
Aankondiging 2:	Op 28 februari 1996 overeenkomst tussen Ministeries van Financiën, Justitie en Economische Zaken, de VvdE en VEUO over regeling beschermingsconstructies.
Aankondiging 3:	Op 15 maart 1996 worden de leden van de Commissie Corporate Governance (Commissie Peters) aangekondigd.
Aankondiging 4:	Op 28 oktober 1996 worden de voorlopige conclusies van de Commissie Peters gepresenteerd ('Corporate governance in Nederland: een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie').
Aankondiging 5:	Op 25 juni 1997 worden de definitieve conclusies van de Commissie Peters gepubliceerd ('Corporate governance in Nederland; de veertig aanbevelingen'). De definitieve conclusies komen sterk overeen met de voorlopige conclusies.
Aankondiging 6:	Op 18 april 1998 wordt het Communicatiekanaal Aandeelhouders aangekondigd. Een aantal ondernemingen heeft een eigen systeem voor volmachtstemmen ontwikkeld.
Aankondiging 7:	Op 19 mei 1998 worden de participerende ondernemingen in het Communicatiekanaal Aandeelhouders bekend gemaakt.
Aankondiging 8:	Op 3 december 1998 wordt het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance gepresenteerd aan de Minister van Financiën en gepubliceerd ('Monitoring corporate governance in Nederland 1998'). Dit rapport bevat een precieze beschrijving van de governance-structuren van 159 beursondernemingen. De Minister van Financiën kondigt een voorstel voor stemmen bij volmacht aan.
Aankondiging 9:	Op 29 april 1999 wordt het voorstel voor stemmen bij volmacht goedgekeurd door de Ministerraad.
Aankondiging 10:	Op 10 mei 1999 reageert de Minister van Financiën in een nota aan de Tweede Kamer op het rapport van de Commissie Peters: ondernemingen moeten betere informatie verstrekken over beloningen en aandelentransacties van managers; stemmen bij volmacht moet mogelijk worden en stemrechtbeperkingen moeten worden verminderd. Geen specifieke voorstellen worden genoemd en in Het Financieele Dagblad wordt de nota een 'wensenlijstje' genoemd.
Aankondiging 11:	Op 23 juni 1999 wordt een richtlijn van de Europese Unie aangekondigd met betrekking tot overnames waarin meerderheidsaandeelhouders worden verplicht een bod uit te brengen op de overige aandelen van de ondernemingen en certificering en preferente aandelen zijn toegestaan.

De gebruikte bronnen zijn: Het Financieele Dagblad, Commissie Corporate Governance (1996, 1997) en Monitoring Commissie Corporate Governance (1998).

voting). Vertrouwen in dit systeem zal tot uitdrukking komen in een positieve koersreactie. Aankondiging acht is de publicatie van het rapport van de Monitoring Commissie. Aandeelhouders zijn met de uitkomsten beter in staat de governance-kenmerken van de ondernemingen te betrekken in de waardering van de fondsen doordat dit rapport de precieze ondernemingsspecifieke governance-structuren bevat. Tevens beschrijft het rapport veranderingen naar aanleiding van de Commissie Peters. De koersreactie is afhankelijk van de verwachtingen die aandeelhouders hadden voor publicatie van het rapport. Aankondigingen negen, tien en elf hebben betrekking op politieke acties van de Minister van Financiën en de Europese Unie.

De aanpak in deze event-studie is gebaseerd op Zellner's (1962) 'Seemingly-Unrelated-Regression' methode (SUR), zoals gebruikt in Schipper en Thompson (1983, 1985)⁹. Deze techniek stelt ons in staat een tweetal hypothesen te toetsen. De eerste hypothese (H_{01}) betreft de som van de abnormale rendementen over de ondernemingen. De daaraan gelieerde nulhypothese is dat gemiddeld abnormaal rendement over alle ondernemingen gelijk is aan nul. De tweede hypothese (H_{02}) betreft individuele ondernemingen. Hieraan is de tweede nulhypothese gekoppeld, namelijk dat alle ondernemingen een abnormaal rendement van nul hebben. Beide hypothesen worden getoetst met een F -toets, zoals besproken in Schipper en Thompson (1985). Een belangrijk verschil met de twee analyses in de voorgaande paragrafen is dat de event-studie de verwerking in de aandelenkoersen meet van de veranderde opinie van investeerders. Normaliter zijn deze reac-

ties op zeer korte termijn waarneembaar. De reacties meten veranderde verwachtingen van investeerders met betrekking tot de ondernemingswaarde. Deze ondernemingswaarde weerspiegelt toekomstige activiteiten van de onderneming, inclusief het aanpassen van governance-structuren. De resultaten van de event-studie voor de elf aankondigingen zijn weergegeven in Tabel 4.

De resultaten in Tabel 4 laten zien dat de eerste drie aankondigingen omtrent de formatie van de Commissie Peters geen significant abnormaal rendement laten zien voor alle ondernemingen (H_{01}), noch voor een groep van ondernemingen (H_{02}). Geen van beide nulhypothesen kan op basis van deze resultaten worden verworpen. Ook de aankondigingen van de voorlopige en definitieve conclusies (vier en vijf) leiden niet tot een verwerping van de nulhypothesen. Op basis van deze vijf aankondigingen kan worden gesteld dat de marktreactie aantoont dat de Commissie Peters naar de verwachting van investeerders geen wezenlijke invloed op de ondernemingen heeft.

Aankondigingen zes en zeven betreffen een initiatief van een aantal ondernemingen en ook deze acties leiden niet tot het verwerpen van de nulhypothesen. Dit impliceert dat ook de verwachtingen omtrent het private initiatief, om de communicatie tussen aandeelhouders en bestuurders te vergroten, klein zijn. De achtste aankondiging betreft de publicatie van het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance en de voornemens van de Minister van Financiën. Het gemiddelde abnormale rendement bedraagt -0,7% en de F -statistieken voor H_{01} en H_{02} tonen aan dat de beide hypothesen worden verworpen. Deze resultaten betekenen dat de markt een negatieve reactie

Tabel 4: Resultaten event-studieanalyse

Aankondiging	Gemiddeld abnormaal rendement (%)	Mediaan abnormaal rendement (%)	F -statistiek voor H_{01}	F -statistiek voor H_{02}
1	-0,056	-0,032	0,06	0,84
2	-0,143	-0,118	0,28	0,46
3	0,099	-0,078	0,13	0,73
4	-0,052	-0,056	0,06	0,65
5	0,076	-0,082	0,08	0,89
6	-0,054	-0,136	0,04	0,89
7	-0,221	-0,336	0,33	0,80
8	-0,706	-0,613	6,80***	1,59***
9	-0,307	-0,056	1,29	0,85
10	-0,090	-0,139	0,16	1,50***
11	-0,198	-0,034	0,54	0,62

*De rendementen en toetsen zijn gebaseerd op 114 waarnemingen. Significante F -statistieken zijn aangeduid met * (10%-niveau), ** (5%-niveau) en *** (1%-niveau).*

vertoont naar aanleiding van de bekendmaking van de resultaten van de Monitoring Commissie Corporate Governance. In totaal heeft 77% van de ondernemingen een negatief abnormaal rendement. Teneinde een beter inzicht te krijgen in de achterliggende oorzaken van deze reacties zijn ook voor verschillende deelverzamelingen de gemiddelde abnormale rendementen berekend. Daarbij is onder meer een onderscheid gemaakt tussen de deelpopulaties verplicht structuurregime, vrijwillig structuurregime en geen structuurregime. Hieruit blijkt dat de gemiddelde abnormale rendementen voor ondernemingen met het verplichte structuurregime, het vrijwillige structuurregime en zonder structuurregime respectievelijk -0,9%, -0,2% en -0,6% zijn. Het enige abnormale rendement dat significant van nul verschilt, valt waar te nemen voor het verplichte structuurregime. Andere deelpopulaties die significante verschillen opleveren, betreffen het al dan niet bezitten van prioriteitsaandelen alsmede internationale notering. Ondernemingen met prioriteitsaandelen ondervinden een gemiddeld abnormaal rendement van -1,0% in vergelijking met -0,3% abnormaal rendement voor ondernemingen zonder prioriteitsaandelen ten tijde van de publicatie van het monitoring rapport. Bij ondernemingen die ook op buitenlandse beurzen genoteerd zijn, geldt een gemiddeld abnormaal rendement van respectievelijk 1,0% en -0,5%. Hieruit kan worden afgeleid dat een notering aan een beurs in de VS of het VK positief uitwerkt op de waarde van de onderneming.

Concluderend kan worden gesteld dat de onderzochte aankondigingen weinig positieve reacties van de markt teweeg hebben gebracht. Dit duidt op een algemeen heersende teleurstelling over de mate waarin zelfregulering leidt tot veranderingen in governance-karakteristieken. Op één gebeurtenis, de officiële presentatie van de resultaten van het monitoring onderzoek, werd overwegend negatief gereageerd. Daarbij moet wel onderscheid worden gemaakt naar specifieke corporate governance-karakteristieken van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

6 Internationaal vergelijk: de Cadbury Code

In het Verenigd Koninkrijk (VK) is in december 1992 een rapport verschenen van de Cadbury commissie. Het doel van de Cadbury Code was het verbeteren van de governance in het VK door middel van aanbevelingen en zelfregulering door de ondernemingen. De keuze in de Cadbury Code voor zelfregulering is overeenkomstig met de insteek van het rapport van de Commissie Peters. Stiles en Taylor (1993a, 1993b) hebben onder-

zocht in welke mate de honderd grootste ondernemingen in het VK zich hebben geconformeerd aan de aanbevelingen. Uit het onderzoek blijkt dat reeds na één jaar 73% van de beursondernemingen aan minstens vier van de zes criteria heeft voldaan¹⁰. De resultaten van dit onderzoek vormen overtuigend bewijs voor effectiviteit van zelfregulering. Tevens toont het onderzoek aan dat de ondernemingen op relatief korte termijn in staat zijn geweest hun governance-structuren aan te passen¹¹. Volgens Hart (1995) zullen aanbevelingen, zoals door Cadbury en Peters, leiden tot meer kennis en begrip op het gebied van governance. Echter, zelfregulering zal volgens Hart niet tot veranderingen leiden als er geen additionele mechanismen werkzaam zijn, waardoor ondernemingen worden gedwongen zich te conformeren aan de aanbevelingen. In het VK zijn dergelijke marktmechanismen bijvoorbeeld de actieve overnamemarkt en aandeelhoudersactivisme. In Nederland daarentegen is de invloed van dergelijke mechanismen niet vanzelfsprekend, bijvoorbeeld door de aanwezigheid van beperkingen van zeggenschap door aandeelhouders in de vorm van certificering en het structuurregime. Om deze reden is het interessant om in de Nederlandse situatie de gevolgen van de Commissie Peters te vergelijken met het VK. Zoals in de voorgaande paragrafen is beschreven, contrasteert de Nederlandse situatie met de positieve invloed die de Cadbury Code in het VK heeft gehad. Klaarblijkelijk is het wel mogelijk dat zelfregulering effectief is, maar bestaan additionele randvoorwaarden waaraan in het VK is voldaan, maar in Nederland niet. De redenering van Hart (1995), dat het falen van zelfregulering veroorzaakt wordt door de afwezigheid van marktmechanismen, kan de discrepantie tussen Nederland en het VK verklaren. Immers, in Nederland zien de aandeelhouders hun stemrecht sterk beperkt door juridische constructies, terwijl aandeelhouders van Engelse ondernemingen een grotere invloed op het bestuur hebben. Tevens heeft het VK een meer actieve markt voor onvrijwillige overnames.

7 Conclusies

In deze studie is ingegaan op de invloed van de Nederlandse Commissie Corporate Governance (Commissie Peters) op bepaalde governance-karakteristieken van Nederlandse (beursgenoteerde) ondernemingen. Daartoe is in eerste instantie een kort overzicht geschetst van de belangrijkste evenementen die aanleiding vormden voor het onderzoek, te weten de rapporten van de Commissie Peters I en II. Het private initiatief onder leiding van de Commissies tot verbetering

van de bestaande governance-structuren vormt een uitgelezen mogelijkheid de mogelijke effecten daarvan in kaart te brengen. Met deze studie is beoogd een antwoord te geven op de vraag of de karakteristieken van corporate governance in Nederland zijn veranderd sinds de verschijning van het rapport van de Commissie Peters (1997), met daarin opgenomen de veertig aanbevelingen, en of sindsdien veranderingen zijn opgetreden in de relatie tussen governance-kenmerken en -prestaties. Het werk van de Commissie Peters II zelf heeft reeds enig licht kunnen werpen op de reacties van ondernemingen. Hierbij is echter enkel een beschrijvende analyse gepresenteerd, zonder nadere statistische onderbouwing, waaruit geconcludeerd kon worden dat slechts weinig ondernemingen daadwerkelijk veranderingen hebben doorgevoerd binnen de bestaande governance-structuren. In deze studie is volgens een drietal stappen getracht veranderingen te meten.

In eerste instantie is onderzocht of de onderscheiden corporate governance-variabelen significante veranderingen hebben ondergaan in het jaar na het verschijnen van het Commissie Peters-rapport. Zoals verwacht is hiervan geen sprake. Geen van de variabelen bleek significant te zijn gewijzigd, uitgezonderd de vrijwillige toepassing van het structuurregime. Dit kan echter worden verklaard door de toegenomen internationale activiteiten van ondernemingen. De tweede stap behelst onderzoek naar de veranderde invloeden van governance-karakteristieken op financiële prestaties. Dit bood de mogelijkheid na te gaan of de werking van governance (mede) is beïnvloed door het werk van de Commissie. Uit de regressie-analyses kan een aantal variabelen worden afgeleid die negatief inwerken op performance (waaronder verplicht structuurregime, relatieve omvang Raad van Commissarissen, aandelenbezit door financiële ondernemingen en interlocks met banken) alsmede een aantal die positief uitwerken op financiële prestaties (onder meer de vrijwillige toepassing van het structuurregime, interlocks van commissarissen en concentratie van aandelenbezit). Ten aanzien van de veranderingen in de werking van governance is geconstateerd dat slechts twee variabelen een andere invloed hebben gekregen, te weten aandelenbezit door financiële instituten en interlocks met banken. Het betreft overigens in beide gevallen een meer negatieve invloed.

Ten slotte is als derde en laatste stap door middel van een event-studie gemeten of er sprake was van aankondigingseffecten rondom ontwikkelingen op het gebied van governance in Nederland. Uit de marktreactie blijkt dat de Commissie Peters naar verwachting geen wezenlijke invloed op de

ondernemingen heeft. Ook van het initiatief tot stemmen bij volmacht door een aantal ondernemingen wordt kennelijk weinig verwacht. Alleen de bekendmaking van de resultaten van de Monitoring Commissie heeft geleid tot een negatieve marktreactie. Hieruit is geconcludeerd dat er algemeen gesproken teleurstellend is gereageerd op de mate waarin zelfregulering leidt tot veranderingen in Corporate Governance-karakteristieken. Als laatste kan worden opgemerkt dat het van belang is de verschillende marktreacties te relateren aan de voor ondernemingen specifieke governance-structuren.

De algemene conclusie op basis van deze empirische studie is dat de initiatieven van de Commissie Peters en in haar kielzog andere private initiatieven (vooralsnog) niet hebben geleid tot een belangrijke wijziging in de governance-structuren van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Dit geldt zowel voor de governance-structuren zelf alsook voor hun relatie met financiële prestaties. Tevens hebben investeerders niet positief gereageerd op de activiteiten van de Commissie Peters.

LITERATUUR

- Commissie Corporate Governance, (1996), *Corporate governance in Nederland: een aanzet tot verandering en een uitnodiging tot discussie*.
- Commissie Corporate Governance, (1997), *Corporate governance in Nederland; de veertig aanbevelingen*.
- Dayha, J., J. McConnell en N.G. Travlos, (1999), *The Cadbury committee, corporate performance and management turnover*, Working paper.
- DeJong, D., A. de Jong, G. Mertens en C. Wasley, (2001), Corporate governance in Nederland: governance en financiële prestaties, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol. 75, nr. 3, pp. 103-116.
- Dirksen, A.J., E.J.E.M. Houben en G.M.H. Mertens, (1999), Corporate Governance in Nederland 1998, in: *Tijdschrift voor Bedrijfsadministratie*, Vol.103, nr.1221, pp.94-104.
- Hart, O., (1995), Corporate governance: some theory and implications, in: *The Economic Journal*, Vol.105, pp. 678-689.
- Jong, A. de, D. DeJong, G. Mertens en C. Wasley, (2000), *The role of self-regulation in corporate governance: evidence from the Netherlands*, Working paper.
- Monitoring Commissie Corporate Governance, (1998), *Monitoring Corporate Governance in Nederland*, Economisch Instituut Tilburg.

- Schipper, K. en R. Thompson, (1983), The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms, in: *Journal of Accounting Research*, Vol.21, pp.184-221.
- Schipper, K. en R. Thompson, (1985), The impact of merger-related regulations using exact distributions of test statistics, in: *Journal of Accounting Research*, Vol.23, pp.408-415.
- Sociaal-Economische Raad, (2001), *Ontwerpadvis over het functioneren en de toekomst van de structuurregeling*.
- Stiles, P. en B. Taylor, (1993a), Benchmarking corporate governance: the impact of the Cadbury code, in: *Long Range Planning*, Vol. 26, pp. 61-71.
- Stiles, P. en B. Taylor, (1993b), Benchmarking corporate governance: an update, in: *Long Range Planning*, Vol. 26, pp. 138-139.
- Weimer, P. (1998), Reacties van AEX-fondsen op de aanbevelingen van de Commissie Corporate Governance, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, Vol.72, nr.12, pp.618-629.
- Zellner, A., (1962), An efficient method of estimating seemingly-unrelated-regressions and tests for aggregation bias, in: *Journal of American Statistical Association*, Vol.57, pp.348-368.

NOTEN

- 1 In dit verband wordt verwezen naar de publicaties van Weimer (1998) en Dirksen, Houben en Mertens (1999) waarin de reacties van de ondernemingen op de veertig aanbevelingen in het rapport van de Commissie Peters uit 1997 zijn verzameld en beschreven.
- 2 Zie tevens Het Financieele Dagblad van 12 december 1998.
- 3 Zie DeJong, De Jong, Mertens en Wasley (2001). In deze studie zijn tevens de kenmerken van het structuurregime beschreven. Uit de empirische analyse voor 132 Nederlandse beursondernemingen blijkt dat het verplichte structuurregime een significant negatief effect heeft op de q-ratio, een maatstaf voor ondernemingsprestaties. Dit resultaat is consistent met de bevindingen in De Jong, Moerland en Nijman (2000), waarin voor 50 ondernemingen een significant negatieve invloed wordt gevonden op boekhoudkun-

dige rendementen en een negatieve invloed op marktrendementen en de q-ratio die insignificant is. Gezien deze resultaten is het opmerkelijk dat het SER-advies (2001, p.6) vermeldt 'Hier en daar is de suggestie gewekt dat de Nederlandse structuurregeling een negatieve invloed zou hebben op de ondernemingsprestaties. Empirisch onderzoek levert daarvoor evenwel geen aanwijzingen op.' Over het onderzoek van De Jong, Moerland en Nijman (2000) wordt gemeld dat '...men de bevindingen ook zo kan formuleren dat geen aanwijzingen zijn gevonden dat het van toepassing zijn van het structuurregime samengaat met betere financiële prestaties.'

4 Zie Het Financieele Dagblad van 19 januari 2001 en van 1 februari 2001.

5 Zie Het Financieele Dagblad van 30 januari 2001.

6 Naast de vergelijking 1996 versus 1997, hebben we ook het gemiddelde over 1992-1996 vergeleken met 1997. De resultaten zijn overeenkomstig.

7 Zie ook Dirksen, Houben en Mertens (1999), waarin een soortgelijke conclusie wordt getrokken op basis van de resultaten van het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance.

8 Een *interlock* is een positie van een lid van de Raad van Bestuur of de Raad van Commissarissen van de betreffende onderneming in de Raad van Bestuur of Commissarissen van een andere onderneming.

9 In de appendix bij dit artikel wordt een omschrijving van de gehanteerde methode gegeven.

10 Dayha, McConnell en Travlos (1999) hebben onderzocht in welke mate de door de Cadbury Code geïnduceerde veranderingen in de governance-structuren hebben geleid tot meer effectieve governance. Uit het onderzoek, naar de relatie tussen performance en het gedwongen opstappen van bestuurders, blijkt dat disciplinerende boards na de Cadbury Code is toegenomen. Dit impliceert dat ondernemingen niet alleen hun governance-structuur hebben aangepast, maar dat tevens de effectiviteit hierdoor is toegenomen.

11 In de paragrafen 3 en 4 veronderstellen wij dat veranderingen in governance reeds na een jaar waarneembaar zijn. De bevindingen van Stiles en Taylor (1993a) onderschrijven de aannemelijkheid van deze veronderstelling.