Gender-diversiteit: de Nederlandse business case

Mijntje Lückerath-Rovers

SAMENVATTING De bedrijfseconomische argumenten om meer vrouwen te benoemen in de top van een onderneming (betere besluitvorming, betere afspiegeling relevante stakeholders) worden vaak onderbouwd door het 'bewijs' van de studies van Catalyst en McKinsey dat meer vrouwen in de top daadwerkelijk bijdragen aan de ondernemingsprestaties van de onderneming. Dit artikel levert een bijdrage aan het Nederlandse debat door de methoden uit deze studies toe te passen op de 116 beursondernemingen die deel uitmaken van de Nederlandse Female Board Index (Lückerath-Rovers en Van Zanten, 2008). Daarnaast is het onderzoek uitgebreid met een regressieanalyse. De resultaten laten zien dat gemiddeld de ondernemingen met vrouwen beter presteren dan de ondernemingen zonder vrouwen of dan het sectorgemiddelde. Deze verschillen zijn echter alleen statistisch significant voor het rendement op het eigen vermogen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Het maatschappelijke debat over het gebrek aan vrouwen in de top van ondernemingen berust enerzijds op morele argumenten (gelijkheid tussen mannen en vrouwen) en anderzijds op bedrijfseconomische argumenten (ondernemingen met meer vrouwen presteren beter). In deze studie zijn de financiële prestaties van 116 Nederlandse beursondernemingen met en zonder vrouwen in de top onderzocht aan de hand van de methoden van Catalyst en McKinsey waardoor de uitkomsten een feitelijke bijdrage kunnen leveren aan het, vaak normatieve, debat in Nederland.

1 Inleiding

De aanwezigheid van vrouwen in de top wordt regelmatig in verband gebracht met (goed) ondernemingsbestuur. Een homogene groep bestuurders zou geen goede afspiegeling zijn van de maatschappij waarin zij opereren en dit is zowel een symptoom van zwak ondernemingsbestuur als een gemiste kans (Brammer e.a., 2007). Ook in Nederland is het aandeel vrouwen in de absolute top van een onderneming, de Raad van Bestuur (RvB) en de Raad van Commissarissen (RvC), erg laag. De Nederlandse Female Board Index 2007 toonde voor het eerst in Nederland aan welke Nederlandse beursondernemingen een vrouw in een van deze twee organen benoemd had en rangschikte deze ondernemingen aan de hand van het percentage vrouwen (Lückerath-Rovers, 2008). Eind 2007 was 5,2 procent van alle bestuurders en commissarissen een vrouw, dit was het gewogen gemiddelde van 2,1 procent vrouwelijke bestuurders en 6,9 procent vrouwelijke commissarissen. De afwezigheid van vrouwen in de RvB en RvC heeft geleid tot een Tweede Kamer-motie[1] om een streefcijfer voor het aandeel vrouwen in de RvC op te nemen in de Code Tabaksblat. Hoewel de Monitoring Commissie Corporate Governance (de commissie-Frijns) het belang van diversiteit onderkent, zijn in haar aanbevelingen van juli 2008 geen streefcijfers opgenomen. De commissie Frijns stelt voor om in Principe III.3 deskundigheid en samenstelling (van de RvC) op te nemen dat de onderneming moet 'streven naar een gemengde samenstelling, onder meer met betrekking tot geslacht en leeftijd'.

In dit artikel staat de vraag centraal of een toename van het aantal vrouwen in de top leidt tot betere prestaties. Allereerst zullen de argumenten voor meer diversiteit vanuit zowel de economische als de morele invalshoek worden beschreven (paragraaf 2 en 3). Vervolgens worden de onderzoeken van Catalyst en McKinsey naar de relatie tussen diversiteit en de financiële prestaties van een onderneming beschreven (paragraaf 5 en 6). Alhoewel beide studies (statistische) tekortkomingen hebben, wordt vooral naar deze studies verwezen door de media en opiniemakers. Het is daarom zinvol de tekortkomingen van deze studies te bespreken en de aangepaste methode toe te passen op de Nederlandse beursondernemingen (paragraaf 4 tot en met 7).

Vanwege het feit dat in Nederland het *two-tier* bestuursmodel wordt toegepast (RvB en RvC in twee afzonderlijke organen) en internationaal vaker het *one-tier* bestuursmodel (*executive en non-executive directors in één board*

of directors) wordt, om verwarring te voorkomen in dit artikel de RvB en RvC gezamenlijk aangeduid met de *board*.

2 Diversiteit als onderdeel van corporate governance

2.1 Corporate governance

Diversiteit in de context van *corporate governance* wordt door Van der Walt en Ingley (2003) beschreven als 'de samenstelling van de board en de combinatie van de verschillende eigenschappen, karakteristieken en expertise van de individuele leden in relatie met besluitvorming en andere processen binnen de board'. Het geslacht van de leden van de board is daarmee slechts een van de demografische kenmerken van diversiteit. De vraag of de aanwezigheid van vrouwen in het bestuur een verbetering is voor de governance van een onderneming hangt samen met de vraag waar goed ondernemingsbestuur toe zou moeten leiden. Zo stellen Brown e.a. (2002) dat 'als goed ondernemingsbestuur niet leidt tot verbeterde resultaten van de onderneming, de vraag wie in het bestuur van de onderneming zit of hoe dit bestuur opereert geen praktische waarde heeft. De benoeming van vrouwen in het bestuur heeft dan slechts een symbolische waarde.' Onderzoek naar de aanwezigheid van vrouwen in de board houdt rechtstreeks verband met andere (veel beschreven) aspecten van corporate governance. Bijvoorbeeld het belang van een goede relatie met stakeholders (*stakeholder theory*, Donaldson en Davis (1991) en *resource dependence theory*, Pfeffer en Salancik (1978)), diversiteit als maatstaf voor onafhankelijkheid (*agency theory*, Jensen en Meckling (1976)) en diversiteit als noodzaak voor eerlijke en transparante besluitvorming et cetera.

Kunnen demografische kenmerken van een bestuurder of commissaris wel zo veel effect hebben op de organisatie dat de prestaties verbeteren? Twee oorzaken zijn aan te wijzen, waardoor de samenstelling van de board van invloed is op de prestaties van een onderneming (Finkelstein en Hambrick, 1996). Ten eerste, inherent aan de positie van de board, heeft de board de meeste invloed op de strategische besluitvorming van een onderneming. En ten tweede heeft de board ook een toezichthoudende rol in die zin dat hij de aandeelhouder vertegenwoordigt, reageert op overnamedreigingen en de totale waarde van de onderneming in het oog houdt. Indien individuele leden mede de besluitvorming binnen de board bepalen, kan de samenstelling van de board dus van invloed zijn op de financiële prestaties van een onderneming. Bij onderzoek naar het effect van de samenstelling van de board is 'tijd' een complicerende factor. Juist doordat de board vooral invloed heeft op de strategische besluitvorming zijn de effecten niet op korte termijn meetbaar. Dit geldt ook voor een veranderende samenstelling van de board (zoals een meer diverse board).

In de literatuur worden verschillende argumenten aangedragen waarom de vertegenwoordiging van meer vrouwen in de board leidt tot een betere besluitvorming binnen de boardroom. De aanwezigheid van vrouwen kan de teamprestaties verbeteren, aangezien meer diverse teams een grotere range van perspectieven overwegen en daardoor tot een betere besluitvorming komen. Deze betere besluitvorming zou dan uiteindelijk leiden tot hogere ondernemingswaarde en ondernemingsprestaties (Burgess en Tharenou, 2002; Singh en Vinnicombe, 2004; Carter e.a., 2003). Diversiteit zou bijdragen aan de discussie, de uitwisseling van ideeën en de prestaties van de groep. Door het bestuur als geheel van nieuwe inzichten en perspectieven te voorzien, draagt diversiteit bij aan het verbeteren van de waarde van de organisatie en haar prestaties (Kang, Cheng en Gray, 2007).

Het overwegen van meer perspectieven kan ook meer tijd kosten en leiden tot een toename van het aantal conflicten. Het tegen elkaar afwegen van meer perspectieven zal de besluitvorming vertragen en kan er uiteindelijk ook voor zorgen dat de board meer verdeeld zal zijn dan bij een minder diverse board. (Rose, 2007). Dwyer e.a.(2003) geven aan dat diverse topmanagementteams ook duurder en moeilijker te coördineren kunnen zijn dan homogene teams en dat de toegenomen kosten de stijging van financiële prestaties daarmee teniet kunnen doen.

Brammer e.a. (2007) stellen dat de argumenten naar meer vrouwen in de board verdeeld kunnen worden in argumenten vanuit een bedrijfeconomsich perspectief en vanuit een moreel perspectief. Beide kunnen weer verdeeld worden in argumenten voor gelijke kansen en argumenten voor gelijke vertegenwoordiging.

2.2 Economische argumenten

2.2.1 Gelijke kansen

Economische argumenten voor gelijke kansen voor vrouwen richten zich op het feit dat de afwezigheid van vrouwen suboptimaal is voor de onderneming. Het systematisch niet kiezen van de meest geschikte kandidaat zal de financiële prestaties van de ondernemingen beïnvloeden. Het ontbreken van vrouwen in de top van de onderneming kan daarmee een signaal zijn van een niet optimaal opererende onderneming.

Als bepaalde waardevolle eigenschappen niet evenredig verdeeld zijn over demografische groepen mensen, zal de onderneming zich deze eigenschappen structureel ontzeggen door vrouwen uit te sluiten van besluitvormende posities. Ondernemingen met een hogere mate van diversiteit in de board geven een belangrijk positief signaal

Tabel 1 Vierdeling in het debat over de afwezigheid van vrouwen in de board (gebaseerd op Brammer e.a., 2007)

	ECONOMISCHE ARGUMENTEN	MORELE ARGUMENTEN
GELIJKE KANSEN	Economische argumenten voor gelijke kansen voor vrouwen richten zich op het feit dat de afwezigheid van vrouwen suboptimaal is voor de onderneming. Het systematisch niet kiezen van de meest geschikte kandidaat zal de financiële prestaties van de ondernemingen beïnvloeden. Als bepaalde waardevolle eigenschappen niet evenredig verdeeld zijn over demografische groepen mensen, zal de onderneming zich deze eigenschappen structureel ontzeggen door vrouwen uit te sluiten van besluitvormende posities.	Morele argumenten voor gelijke kansen zijn gebaseerd op het feit dat het verkeerd is om individuen te weren van de board alleen vanwege geslacht of ras, ongeacht bekwaamheid. Dat is immers een vorm van discriminatie.
MOGELIJKE VERTEGENWOORDIGING	Economische argumenten voor gelijke vertegenwoordiging refereren aan het directe en indirecte belang om de board een afspiegeling van de (demografische karakteristieken van) belanghebbenden van de onderneming te laten zijn, zoals consumenten, werknemers en beleggers.	De ondervertegenwoordiging van vrouwen en andere groepen in de board is historisch zo gegroeid, maar ze sluit deze groepen uit van economische macht en dient te worden opgeheven. Dit argument is enigszins vergelijkbaar met argumenten voor stemrecht voor iedereen. De aanwezigheid van meer vrouwen in de board zou voor de maatschappij een rechtvaardiger en eerlijker uitkomst zijn.

af aan (potentiële) werknemers van een onderneming, waardoor de concurrentiepositie binnen (tussen werknemers onderling) en buiten de onderneming (tussen potentiële werknemers) wordt versterkt (Rose, 2007) en de prestaties zullen verbeteren (Pfeffer en Salancik, 1978). Goed gekwalificeerde (externe) kandidaten voor bestuursfuncties zien dat zij in aanmerking kunnen komen voor een vacante functie, ook als zij buiten de kring staan waaruit normaal bestuursleden worden gerekruteerd. Daarnaast kan diversiteit de interne concurrentie tussen werknemers aanwakkeren (en daarmee hun prestaties verhogen) vanwege het positieve signaal voor de 'minderheden' dat iedereen een bestuursfunctie kan bereiken; onafhankelijk van zijn demografische kenmerken.

2.2.2 Gelijke vertegenwoordiging

Economische argumenten voor gelijke vertegenwoordiging refereren aan het directe en indirecte belang om de board een afspiegeling van de (demografische karakteristieken van) belanghebbenden van de onderneming te laten zijn, zoals consumenten, werknemers en beleggers. Een meer diverse board zorgt voor een beter begrip van de afzetmarkten en de klanten van de ondernemingen. Ook ervaart de omgeving een hogere mate van diversiteit als positief, waardoor de reputatie van de onderneming verbetert. Door de diversiteit binnen de onderneming en haar bestuur af te stemmen op de diversiteit binnen de relevante afzetmarkt, zal een onderneming beter in staat zijn deze afzetmarkten te bedienen en te behouden (Carter e.a., 2003; Pfeffer en Salancik, 1978; en Donaldson en Davis, 1991).

2.3 Morele argumenten

De argumenten voor gelijke kansen stellen dat het verkeerd is om individuen te weren van de board alleen vanwege geslacht of ras, ongeacht bekwaamheid. Dat is immers een vorm van discriminatie. De argumenten voor gelijke vertegenwoordiging richten zich op het feit dat de aanwezigheid van meer vrouwen in de board voor de maatschappij een rechtvaardiger en eerlijker uitkomst zou zijn. De morele argumenten zijn vooral gebaseerd op de maatschappelijke verantwoordelijkheid van ondernemingen en hun bestuur: 'being a good corporate citizen', bijvoorbeeld het niet discrimineren, het naleven van (maatschappelijke)

normen en waarden (Van der Walt en Ingley, 2003; Pfeffer en Salancik, 1978). Aan de andere kant, beargumenteert Rose (2007), kan men niet zomaar democratische opvattingen afkomstig uit het publieke domein (zoals stemrecht voor iedereen) opleggen aan ondernemingen, omdat daarvoor de uitgangspunten in een onderneming te sterk verschillen van de uitgangspunten in de maatschappij. Tabel 1 vat de vierdeling in het debat over meer vrouwen in de board samen.

3 De relatie vrouwen in de top en ondernemingsprestaties

In de media en door opiniemakers wordt regelmatig bericht dat diversiteit in de board aantoonbaar leidt tot hogere ondernemingsresultaten. Vooral de studies van organisatiebureau McKinsey (2007) en het Amerikaanse Catalyst (2007) worden veelvuldig aangehaald als bewijs voor deze positieve relatie (zie bijvoorbeeld 'Vrouwen in de bestuurstop levert significant beter rendement op' in *Het Financieele Dagblad*). Beide studies hebben echter teveel methodologische tekortkomingen om te kunnen dienen als bewijs. Zo wordt bijvoorbeeld in beide studies niet aangegeven of de verschillen statistisch significant zijn en is de selectie van ondernemingen in het rapport van McKinsey gebaseerd op subjectieve criteria.

De resultaten van wetenschappelijke (empirische) studies naar de relatie tussen diversiteit en ondernemingsprestaties, waarbij de methodologie en dataselectie vaak beter onderbouwd zijn, zijn niet consistent. Sommige studies vinden een positieve relatie tussen diversiteit en financiële prestaties, andere vinden geen of zelfs een negatieve relatie (Van Ees e.a., 2007; Rose, 2007). In 2003 kopte *The Times* dat beursondernemingen in het Verenigd Koninkrijk waarschijnlijk beter af zijn zonder vrouwen in het bestuur, nadat Judge (2003) een negatieve relatie met prestaties liet zien voor de Engelse Female FTSE100 Index 2003. In een reactie op dat artikel bekritiseren Ryan en Haslam (2005) de kortzichtigheid in het artikel en de daar gehanteerde methode. De benoeming en aanwezigheid van vrouwen zou namelijk niet statisch bekeken moeten worden (het aantal vrouwen op een bepaald moment), maar meer dynamisch (de verandering in het aantal vrouwen en de gevolgen daarvan). Ryan en Haslam onderzochten benoemingen van mannen en vrouwen in relatie tot financiële prestaties. Zij toonden aan dat ondernemingen die een vrouw benoemden gedurende de vijf maanden voorafgaand aan die benoeming slechter presteerden dan de ondernemingen die een man benoemden. Daarom introduceren zij de term *glass cliff* om aan te geven dat vrouwen soms juist benoemd worden als een onderneming in moeilijkheden verkeert en er voor de benoemde vrouw een groot afbreukrisico bestaat.

Van Ees e.a. (2007) stellen dat een meer diverse RvC juist zou kunnen ontstaan in tijden van slechtere ondernemingsprestaties. In slechte tijden zou namelijk de roep van de aandeelhouder om meer onafhankelijke commissarissen toenemen, omdat deze eerder geneigd zouden zijn om in te grijpen bij beslissingen van het topmanagement.[2] Een homogene RvC wordt in dit verband eerder als een minder kritische RvC gezien, terwijl diversiteit meer onafhankelijkheid binnen de RvC zou brengen. Als in een later stadium de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de benoeming van meer onafhankelijke leden (lees in dit geval: vrouwen) wordt onderzocht, kan een negatieve relatie worden gevonden in plaats van een positieve.

Lee en James (2003) constateren een daling in aandelenkoersen nadat een nieuwe *chief executive officer* (CEO) wordt benoemd en deze daling is groter als er een vrouwelijke CEO wordt benoemd. Volgens Lee en James associeert een belegger de benoeming van een nieuwe CEO met toegenomen onzekerheid en neemt die onzekerheid nog eens toe als er in plaats van een man een vrouwelijke bestuurder wordt benoemd.

Krishnan en Park (2005) onderzochten de relatie tussen diversiteit en het rendement op totaal vermogen en geïnvesteerd vermogen voor 679 ondernemingen uit de Fortune 1.000. De resultaten tonen een positieve relatie tussen diversiteit in topmanagementteams en financiële prestaties. Carter e.a. (2003) onderzochten voor de Fortune 1000 ondernemingen de relatie tussen Tobin's Q en de aanwezigheid van vrouwen en vinden ook een statistisch significante relatie.

Vanwege de maatschappelijke aandacht voor de studies van Catalyst en McKinsey worden de methoden van deze studies toegepast op de Nederlandse ondernemingen. Vervolgens toont paragraaf 7 de resultaten van de regressieanalyse.

4 Onderzoeksopzet

4.1 Ondernemingen in dataset

De methoden van Catalyst en McKinsey worden op de Nederlandse situatie toegepast. In de Nederlandse dataset zitten 116 beursondernemingen die op 30 juni 2008 allen op de Amsterdamse Euronext genoteerd waren. Alleen naamloze vennootschappen met een statutaire zetel in Nederland zijn meegenomen in het onderzoek, aangezien er internationaal grote verschillen in diversiteit bestaan en deze verschillen de resultaten zouden kunnen beïnvloeden (Lückerath-Rovers en Van Zanten, 2008). Daarnaast zijn beleggingsinstellingen niet in het

onderzoek meegenomen vanwege de vaak bijzondere omstandigheden en bedrijfsvoering van deze ondernemingen.

4.2 Diversiteit

Van de 116 ondernemingen is het gemiddelde aandeel vrouwen in de RvB en RvC berekend voor de periode 2005-2007. Naast deze relatieve maatstaf zijn ondernemingen verdeeld in twee categorieën: ondernemingen met en ondernemingen zonder vrouwen. Er is geen onderscheid gemaakt tussen de vrouwelijke bestuurders en de vrouwelijke commissarissen, aangezien in de internationale studies ook geen onderscheid is gemaakt tussen de *executive* en *non-executive* directors. Daarnaast zou een focus op het vrouwelijk bestuur anders weinig zinvol zijn aangezien er slecht zes vrouwelijke bestuurders benoemd zijn binnen de 116 beursondernemingen. In tabel 2 staan alle 116 ondernemingen gerangschikt aan de hand van (aflopend) aandeel vrouwen in de RvB en RvC gedurende de periode 2005-2007.

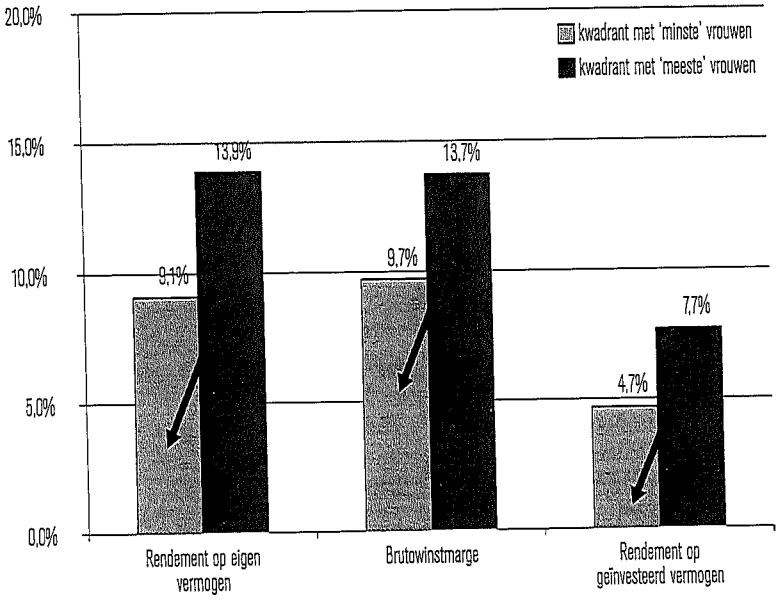
4.3 Onderzoeksbeperkingen

De relatie tussen de aanwezigheid van vrouwen in de top en ondernemingsprestaties is niet eenvoudig te 'bewijzen'. Hambrick en Mason (1984) merken op dat aandacht voor causaliteit in dergelijk onderzoek belangrijk is, omdat de samenstelling van de board geen willekeurig proces is maar door, bijvoorbeeld de industrie kan worden beïnvloed. Daarnaast heeft eerder onderzoek ook aangetoond dat beleggers niet altijd positief reageren op de benoeming van een vrouw (zie Ryan e.a., 2005; Lee, e.a., 2003; Van Ees e.a., 2007).

Tabel 2 Gemiddeld aandeel vrouwen in RvB en RvC in de periode 2005-2007

Aantal ondernemingen	Gemiddeld aandeel vrouwen in RvB en RvC in de periode 2005-2007
1	38%
1	27%
2	20%
1	18%
1	17%
3	15%
1	14%
6	13%
1	12%
1	11%
3	10%
1	9%
4	8%
2	7%
1	6%
2	5%
2	3%
83	0%
116	Gemiddeld 4%

Figuur 1 Resultaten Catalyst (2007)



5 De methode-Catalyst

Catalyst (2007) heeft de relatie tussen vrouwen in de board en financiële prestaties onderzocht in de Verenigde Staten. De ondernemingen in de dataset van Catalyst waren onderdeel van de Fortune 500[3] in 2001 en/of 2003, maar niet noodzakelijkerwijs in beide jaren. 520 ondernemingen zijn in het onderzoek opgenomen. Diversiteit werd gemeten door het gemiddelde aandeel vrouwen in de board van de jaren 2001 en 2003 te berekenen. Voor de financiële prestaties is het gemiddelde berekend van de cijfers van 2001 tot 2004. De financiële maatstaven van Catalyst zijn:

- rendement op eigen vermogen (REV);
- brutowinstmarge (BWM);
- rendement op geïnvesteerd vermogen (ROIC).

Catalyst rangschikt de 520 ondernemingen naar het gemid-

deld aantal vrouwen in de board en deelt de groep vervolgens in vier kwadranten van elk 130 ondernemingen.[4] Vervolgens worden de financiële prestaties van het vierde kwadrant met de 130 ondernemingen met de meeste vrouwen vergeleken met het eerste kwadrant met de 130 ondernemingen met de minste vrouwen. In het eerste kwadrant (de 25 procent ondernemingen met het kleinste aantal vrouwen) zit gemiddeld 0,6 vrouw in de board en in het laatste kwadrant (25 procent ondernemingen met het grootste aantal vrouwen) meer dan 2,5 vrouwen. De verschillen in de financiële prestatiemaatstaven tussen de ondernemingen in het eerste en in het laatste (vierde) kwadrant zijn weergegeven in figuur 1.

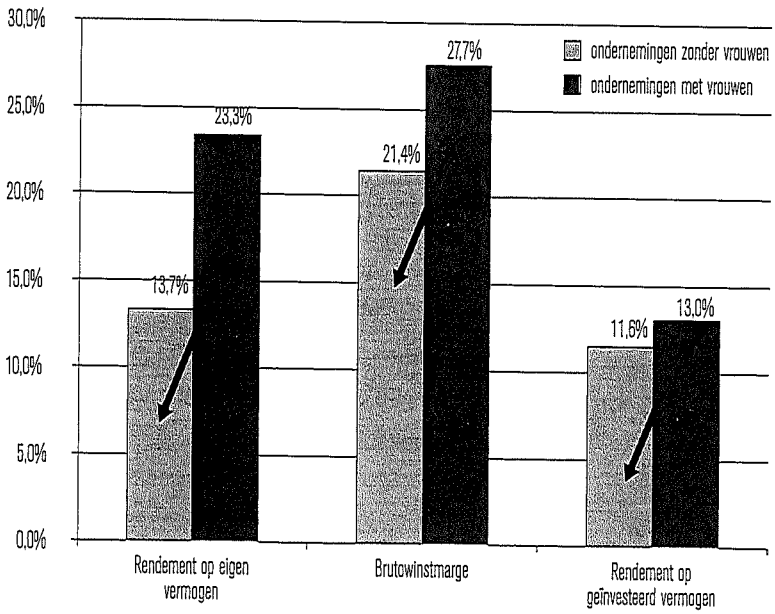
Uit deze figuur blijkt dat de financiële prestaties van de ondernemingen met veel vrouwen in de board minimaal 42 procent hoger (brutowinstmarge) zijn dan die van ondernemingen met weinig vrouwen en zelfs 66 procent hoger voor rendement op geïnvesteerd vermogen. Catalyst rapporteert niet of de verschillen statistisch significant zijn, onbekend is of er rekening is gehouden met extreme waarden en of de gemiddelden een betrouwbare afspiegeling zijn van beide groepen ondernemingen. Catalyst onderkent ook het probleem van de causale relatie (zie de hiervoor beschreven onderzoeksbeperkingen) en maakt (in een voetnoot) de opmerking dat de correlatie (tussen de aanwezigheid van vrouwen in de board en financiële prestaties) niet een causaal verband tussen beide variabelen bewijst dan wel impliceert.

5.1 Methode-Catalyst in Nederland: kwadrantenmethode niet bruikbaar

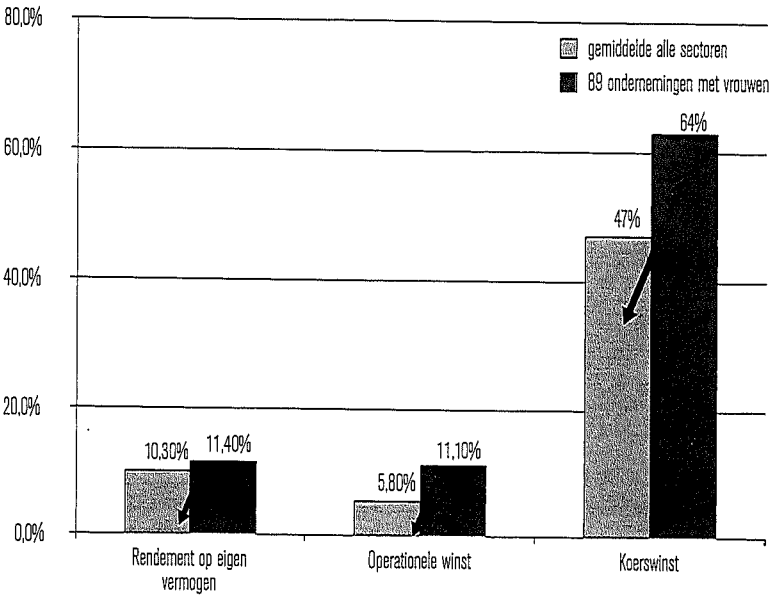
De Catalyst-methode kan voor Nederlandse situatie niet exact worden toegepast. De verdeling in vier kwadranten vereist namelijk dat de kwadranten daadwerkelijk van elkaar verschillen en dat het gemiddeld percentage vrouwen voor de ondernemingen op de ranglijst geleidelijk stijgt van 0 procent tot het maximum van 38 procent (Ahold). Het aantal ondernemingen in de Nederlandse Female Board Index is 116, waarvan 83 ondernemingen in de jaren 2005-2007 geen enkele vrouw benoemd hebben in de top. Aangezien elk kwadrant uit ongeveer 30 ondernemingen bestaat, betekent dit dat er geen onderscheid tussen de kwadranten gemaakt kan worden. Zowel het eerste als het tweede en vrijwel het gehele derde kwadrant heeft geen vrouwen in de top benoemd.

Als alternatief, maar met hetzelfde principe als Catalyst om ondernemingen met relatief *weinig* en *veel* vrouwen te vergelijken, wordt voor Nederland een vergelijking gemaakt tussen ondernemingen *zonder* en *met* vrouwen in de board gedurende de periode 2005-2007.[5] In figuur 2 zijn deze twee groepen ondernemingen vergeleken op basis van het

Figuur 2 Methode-Catalyst voor Nederlandse beursondernemingen, periode 2005-2007



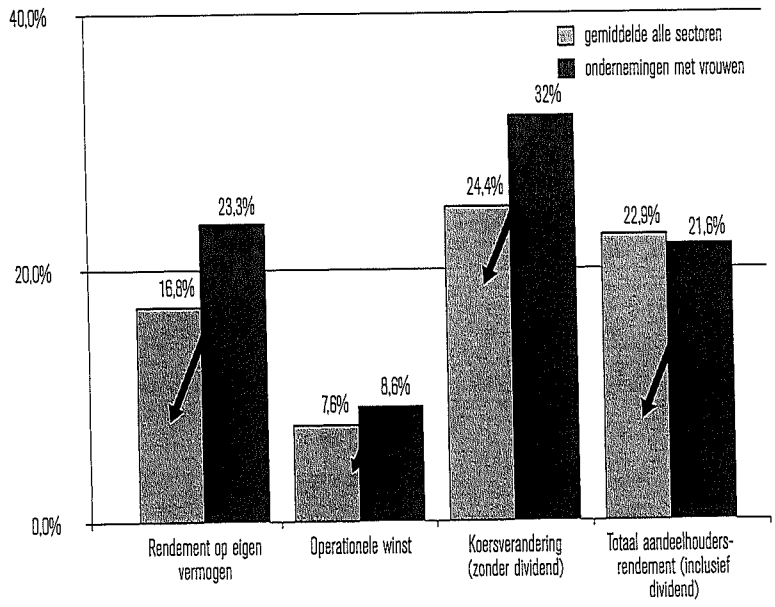
Figuur 3 Resultaten McKinsey (2007)



gemiddelde rendement op eigen vermogen (REV), de brutowinstmarge (BWM) en het rendement op geïnvesteerd vermogen (ROIC).[6] Het vergelijken van gemiddelden heeft als nadeel dat één of meer extreme waarden het gemiddelde dusdanig kunnen beïnvloeden dat het geen goede graadmeter is voor de totale groep. In figuur 2 zijn daarom de extreme waarden niet meegenomen in de berekening van de gemiddelden. Zouden deze waarden wel meegenomen zijn, dan waren de verschillen tussen de ondernemingen met en zonder vrouwen nog groter geweest.[7]

Ook voor de Nederlandse situatie geldt dat de ondernemingen met vrouwen gemiddeld beter scoren dan de ondernemingen zonder vrouwen. Het verschil is het grootst voor het rendement op het eigen vermogen. De ondernemingen met vrouwen in de board hebben een gemiddeld rendement op eigen vermogen van 23,3 procent, terwijl de ondernemingen zonder vrouwen slechts 13,7 procent scoren - een significant verschil van 70 procent ($t = 3,5$). De brutowinstmarge en het rendement op het geïnvesteerd vermogen zijn respectievelijk 29 procent en 12 procent hoger voor de ondernemingen met vrouwen ten opzichte van de ondernemingen zonder vrouwen, maar deze verschillen zijn statistisch niet significant ($t = 1,3$ en $t = 0,8$).

Figuur 4 Methode-McKinsey toegepast op 116 Nederlandse beursondernemingen



6 De methode-McKinsey: Women matter

Het rapport *Women Matter* van McKinsey bestaat uit twee afzonderlijke onderzoeken naar de relatie tussen vrouwen aan de top en ondernemingsprestaties: een kwalitatief en een kwantitatief onderzoek. Het kwalitatieve onderzoek is een grootschalig opgezette enquête en geeft informatie over waarom ondernemingen met vrouwen aan de top beter zouden presteren.[8]

De aandacht in de media gaat vooral uit naar het kwantitatieve onderzoek van het rapport Women Matter. De studie is in samenwerking met het Zwitserse AMM Finance en het door hen opgerichte beleggingsfonds Amazone Euro Fund (AEF) uitgevoerd. In het onderzoek worden 89 Europese beursgenoteerde ondernemingen met de beste diversiteitsscore vergeleken met hun sectorgemiddelde. In tegenstelling tot Catalyst vergelijkt McKinsey dus niet ondernemingen met veel of weinig vrouwen, maar zet McKinsey de 89 ondernemingen met de beste diversiteitscore af tegen het gemiddelde van de gehele sector. De financiële prestatie van deze ondernemingen en de sector waarin ze opereren werd gemeten aan de hand van:

- rendement op het eigen vermogen (REV);
- operationele winst, resultaat voor rente en belastingen (EBITDA);
- koerswinst (2005-2007).

De door McKinsey gepresenteerde resultaten zijn in figuur 3 opgenomen.

6.1 Subjectieve selectie ondernemingen?

De 89 ondernemingen in het onderzoek zijn in samenwerking met het Amazone Euro Fund geselecteerd aan de hand van de criteria voor diversiteit die dit beleggingsfonds heeft ontwikkeld.[9] Diversiteit wordt op drie punten beoordeeld: ten eerste het aandeel vrouwelijke (*executive*) bestuurders, bij wie CEO en CFO zwaarder tellen. Ten tweede in mindere mate de aanwezigheid van twee of meer vrouwelijke (*non-executive*) commissarissen en ten derde de specifieke aandacht voor diversiteit in het jaarverslag. Het derde criterium brengt enige subjectiviteit met zich mee, omdat niet vermeld is wat bedoeld word met 'specifieke aandacht' en hoe dit gemeten wordt.

Daarnaast worden de ondernemingen in het Amazone Euro Fund niet alleen op basis van deze diversiteitscriteria geselecteerd, maar ook op basis van eerdere financiële prestaties.[10] Als McKinsey zijn onderzoek gebaseerd heeft op de ondernemingen in het Amazone Euro Fund, en de ondernemingsprestaties dus al op voorhand mee zijn genomen in de selectie van de ondernemingen, treedt op zijn minst een *bias* (subjectiviteit) op.

Tabel 3 Gemiddelden en Pearson-correlaties

n = 97, alle variabelen zijn gemiddelden over de periode 2005-2007

Variabele	Gem.	S.D.	1	2	3	4	5	6
1 Vrouwen in de board (dummy)	0,32	0,47	1,0					
2 Vrouwen in de board (%)	0,04	0,07	0,85***	1,0				
3 Rendement op eigen vermogen (REV)	16,8	13,32	0,34***	0,29***	1,0			
4 Totaal aandeelhoudersrendement (TSR)	24,5	19,9	-0,09	-0,08	0,45***	1,0		
5 Omvang ondernemingen (log balanstotaal)	2,10	0,34	0,41***	0,23**	0,34***	-0,04	1,0	
6 Omvang RvB en RvC	7,8	3,16	0,48***	0,28***	0,25**	-0,13	0,62***	1,0
Industrie (7 sectoren)								
Constructie	0,06	0,24	-0,18	-0,15	0,06	0,22**	0,05	-0,01
Dienstverlening	0,19	0,39	-0,16	-0,17	-0,05	0,17*	-0,16	-0,18
Financieel	0,11	0,32	0,24**	0,03	0,00	-0,20*	0,5***	0,36***
Groothandel	0,09	0,29	-0,14	-0,12	-0,01	-0,12	-0,16	-0,12
Industrie	0,44	0,50	0,15	0,18	-0,02	-0,07	-0,18	-0,03
Detailhandel	0,04	0,20	-0,03	0,16	0,07	-0,02	0,06	-0,01
Transport/communicatie	0,06	0,24	0,01	0,03	0,03	0,07	0,05	0,06

* = significant ($p < 0,10$); ** = significant ($p < 0,05$); *** = significant ($p < 0,01$).

Vervolgens vergelijkt McKinsey de resultaten van de 89 ondernemingen met het gemiddelde van hun sector. De resultaten worden echter samengevoegd voor alle sectoren tezamen weergegeven. Uit het McKinsey-rapport blijkt niet welke sectoren vertegenwoordigd zijn in de groep van 89 ondernemingen, of de sectoren gelijk verdeeld zijn, hoe het sectorgemiddelde over de landen is bepaald en hoeveel ondernemingen in de totale dataset zitten.[11] De informatie in het rapport en de betrokken ondernemingen zijn daardoor niet toetsbaar of repliceerbaar. Dit heeft er onder andere toe geleid dat Van Ees e.a. (2007) in hun studie ten behoeve van de commissie-Frijns de studie van McKinsey (en ook Catalyst) niet meenemen in hun bespreking, omdat 'de rapporten in beperkte mate aandacht besteden aan de wijze waarop het onderzoek is opgezet, hetgeen niet in lijn is met de wetenschappelijke eis van reproduceerbaarheid' (voetnoot 13, p. 12). Wielaard en Nierop (2008) concluderen in een column in *De Accountant* dat 'het harde bewijs dat McKinsey levert over de relatie ondernemingsprestaties en vrouwen in de top flinterdun is'.

De McKinsey-methode zal daarom voor de Nederlandse ondernemingen worden aangepast, maar met handhaving van het principe om beter gediversificeerde ondernemingen te vergelijken met hun sector.

Methode-McKinsey in Nederland

Per sector is het gemiddelde van elke prestatiemaatstaf[12] berekend (het gemiddelde van alle ondernemingen in de sector), waarna gekeken is of de ondernemingen met vrouwen boven het sectorgemiddelde presteerden.[13] Naast

Tabel 4 Resultaten regressieanalyse

(n = 97), afhankelijke variabelen REV en TSR

	REV			TSR		
Variabele	*Model 1: Controle model*	*Model 2: Dummy diversiteit*	*Model 3: Percentage diversiteit*	*Model 4: Controle model*	*Model 5: Dummy diversiteit*	*Model 6: Percentage diversiteit*
Constant	-23,1**	-21,7**	-22,0**	0,3	-0,04	-0,43
	(-2,1)	(-2,1)	(-2,0)	(0,0)	(0,0)	(-0,03)
Omvang ondernemingen (log(balanstotaal)	21,4***	21,7***	21,0***	20,2*	20,3*	20,5*
	(3,0)	(3,1)	(3,0)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Omvang RvB en RvC	-0,5	-1,1	-0,8	-2,1*	-2,1*	-2,0*
	(-0,7)	(-1,5)	(-1,1)	(-1,8)	(-1,7)	(-1,7)
Financieel	-9,5**	-10,6**	-8,7*	-17,1**	-16,0**	-17,4**
	(-2,0)	(-2,4)	(-1,9)	(-2,2)	(-2,2)	(-2,2)
Vrouwen in de board (dummy)		8,5***			-0,9	
		(2,8)			(-0,17)	
Vrouwen in de board (%)			41,6**			-15,7
			(2,3)			(-0,5)
F-waarde	5,5***	6,5***	5,7***	2,5*	1,9	1,9
Adjusted R2	0,12	0,19	0,16	0,04	0,03	0,04

* = significant (p < 0,10); ** = significant (p < 0,05); *** = significant (p < 0,01).

de drie door McKinsey toegepaste maatstaven is aan de analyse het totale aandeelhoudersrendement (TSR) toegevoegd. Naast koerswinst neemt deze maatstaf ook de uitgekeerde dividenden mee in de berekening, wat een completer beeld geeft van het rendement voor de aandeelhouder. De verschillen in de vier prestatiemaatstaven zijn in figuur 4 weergegeven.

Voor de eerste drie prestatiemaatstaven die ook in het McKinseyonderzoek zijn toegepast, geldt dat de ondernemingen met vrouwen inderdaad boven de gemiddelden van alle ondernemingen presteren. Het rendement op het eigen vermogen[14] is 38 procent hoger, de operationele winst 13 procent hoger en de koersverandering 31 procent. Maar voor de toegevoegde maatstaf, het totale aandeelhouderrendement, scoren de ondernemingen met vrouwen iets lager (6 procent lager) dan het gemiddelde van alle ondernemingen. Net als bij de studie van Catalyst is alleen het verschil in rendement op het eigen vermogen statistisch significant (t = 3,5). De (hier niet getoonde) analyse per sector laat een gelijk beeld zien.

7 Correlatie- en regressieanalyse

In aanvulling op de methoden Catalyst en McKinsey is voor dit onderzoek ook een regressie-analyse uitgevoerd. Vergelijkbaar met de studie van Krishnan en Park (2005) is de relatie tussen financiële prestaties en de aanwezigheid van vrouwen in de board getest. De aanwezigheid van vrouwen als onafhankelijke variabele is op twee verschillende manier meegenomen. Ten eerste als een dummyvariabele met de waarde één als er gedurende de periode 2005-2007 één of meer vrouwen in de board benoemd waren en een waarde nul bij geen vrouwen in de board. Ten tweede als een relatieve variabele, namelijk het percentage vrouwen in de board. Drie controlevariabelen zijn opgenomen: de omvang van de onderneming (logaritme van balanstotaal), omvang van de board en een dummyvariable

voor financiële ondernemingen. Tabel 3 toont de gemiddelden van deze variabelen en de Pearson-correlatie.

Gedurende de periode 2005-2007 had 32 procent van de 97 ondernemingen één of meer vrouwen benoemd, gemiddeld was 4 procent van de bestuurders en commissarissen een vrouw. De RvB en RvC gezamenlijk bestaan uit 7,8 leden. De correlatiecoëfficiënten laten zien dat de kans op de aanwezigheid van een vrouw in de board toeneemt als de onderneming en ook de board groter is, en ook financiële ondernemingen hebben vaker een vrouw in de board. De aanwezigheid van en ook het percentage vrouwen in de board is significant positief gecorreleerd aan het REV. De correlatie met het aandeelhoudersrendement is negatief maar niet significant. Er is geen sprake van multicollineariteit tussen de variabelen. Tabel 4 toont de regressieanalyse met als afhankelijke variabele het rendement op het eigen vermogen (model 1-3) en het totaal aandeelhoudersrendement (model 4-6). In alle modellen zijn de financiële prestaties positief en significant gerelateerd aan de omvang van de onderneming en negatief significant gerelateerd aan financiële sector. De aanwezigheid van één of meer vrouwen is positief en significant ($p < 0{,}001$) gerelateerd met het REV (model 2) en negatief niet significant met het TSR (model 5). De aangepaste R^2 stijgt van 0,12 in model 1 naar 0,19 in model 2. De relatieve aanwezigheid van vrouwen in de board heeft een positief significante relatie ($p < 0{,}05$) met REV (model 3), de aangepaste R^2 stijgt naar 0,16. De relatie met TSR is wederom negatief maar niet significant.

8 Afsluiting

In de literatuur wordt verondersteld dat een meer diverse board leidt tot een betere besluitvorming, dat hij onafhankelijker is en meer perspectieven in overweging neemt. Het effect daarvan op de genomen besluiten en vervolgens op de financiële prestaties is lastig te meten, aangezien vele factoren van invloed zijn op de financiële prestaties van een onderneming. Causaliteit en kruisverbanden tussen diversiteit en andere prestatiebepalende factoren maken een geïsoleerd onderzoek lastig. Opvallend is toch dat rendement op het eigen vermogen consequent en statistisch significant hoger is voor ondernemingen met vrouwen in de top dan voor ondernemingen zonder vrouwen in de top. Ook in de regressieanalyse blijft de aanwezigheid van vrouwen een significante variabele in de relatie met het rendement op het eigen vermogen. De verschillen in gemiddelden zijn niet voor alle geteste prestatiemaatstaven statistisch significant en overtuigend, maar wel in vrijwel alle gevallen positief. Er zijn dus aanwijzingen dat gemiddeld genomen de aanwezigheid van vrouwen in de board een onderscheidend kenmerk zou kunnen zijn van beter presterende ondernemingen. Over de oorzaak en het gevolg valt niets te zeggen. Het onderbouwen van de argumentatie vóór het benoemen van vrouwen op basis van positieve resultaten is daarom gevaarlijk (zie ook Lückerath-Rovers, 2007). Want wat gebeurt er als de relatie niet gevonden wordt? Of erger: als de relatie negatief is? Vervalt dan alle argumentatie om een vrouw te benoemen?

Het ligt niet voor de hand te concluderen dat die ene vrouw in de board persoonlijk verantwoordelijk is voor een stijging van het rendement. Wellicht zijn de vrouwen in de board een logisch gevolg van een modernere en transparantere onderneming waar op alle lagen van de onderneming beter gepresteerd wordt, doordat op lagen van de onderneming er een betere connectie met de relevante stakeholders is en werknemers gemotiveerd worden te excelleren, omdat iedereen hogerop kan komen. Of zoals Krishnan en Park (2005) stellen, zijn deze ondernemingen succesvoller omdat personen promotie maken op basis van hun kwaliteiten en niet op basis van demografische kenmerken? Vervolgonderzoek zal vooral in moeten gaan op de vraag waardoor deze ondernemingen hoger scoren op het rendement op het eigen vermogen. Interessante vragen hierbij zijn of de vrouwen in de board verschillen van hun mannelijke collega's, of de ondernemingen met meer vrouwen in de board ook op andere lagen van de onderneming meer gediversificeerd zijn en waarom het aandeelhoudersrendement niet positief gerelateerd is aan diversiteit. Wellicht dat daarmee iets over de oorzaak en gevolg van de positieve bijdrage van diversiteit aan ondernemingsprestaties gezegd kan worden. Voorlopig zijn er nog voldoende mogelijkheden voor onderzoek, aangezien er nog steeds een onderscheid te maken is tussen ondernemingen met en ondernemingen zonder vrouwen. ■

Dr. M. Lückerath-Rovers is universitair docent Financiële Markten en Toezicht aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

Literatuurlijst

- Adams, R.B. en D. Ferreira (2004), *Gender diversity in the boardroom*, ECGI Working Paper Series in Finance.
- Bos, A. de, M. Lückerath-Rovers en L. Quadackers (2007), Verschillen tussen mannelijke en vrouwelijke commissarissen, *Goed Bestuur*, vol. 2, no. 4, december, pp. 17-24.
- Bos, A. de, M. Lückerath-Rovers en N.J.M. van Zijl (2008), Zorg over onafhankelijkheid in een one-tier board: terecht of niet?, *Goed Bestuur*, vol. 3, no. 1, maart, pp. 12-21.
- Brammer, S., A. Millington en S. Pavelin (2007), Gender and ethnic diversity among UK corporate boards, *Corporate Governance*, vol. 15, no.2, pp. 393-403.
- Brown, D.A.H., D.L. Brown en V. Anastasopoulos (2002), *Women on boards: Not just the right thing...But the "bright" thing*, The Conference Board of Canada.
- Burgess, Z. en P. Tharenou (2002), Women board directors: Characteristics of the few, *Journal of Business Ethics*, vol. 37, no. 1, pp. 39-49.
- Catalyst (2007), *The bottom line: Corporate performance and women's representation on boards.*
- Carter, D.A., B.J. Simkins, en W.G. Simpson (2003), Corporate governance, board diversity and firm value, *The Financial Review*, vol. 38, pp. 44-53.
- Donaldson, L. en J.H. Davis (1991), Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, vol. 16, no. 1, pp. 49-64.
- Dwyer, S., O.C. Richard en K. Chadwick (2003), Gender diversity in management and firm performance: the influence of growth orientation and organizational culture, *Journal of Business Research*, vol. 56, pp. 1009-1019.
- Ees, H. van, R.B.H. Hooghiemstra, G. van der Laan en D. Veltrop (2007), *Diversiteit binnen raden van commissarissen van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen*, Rijksuniversiteit Groningen.
- Finkelstein, S en D. Hambrick (1996), *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*, West Publishing Company.
- Hambrick, D.C. en P.A. Mason (1984), Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers, *Academy of Management Review*, vol. 9, no. 2, pp. 193-206.
- Hillman, A.J., C. Shropshire en A.A. Canella (2007), Organizational predictors of women on corporate boards, *Academy of Management Journal*, vol. 50, no. 4, pp. 941-952.
- *Het Financieele Dagblad* (2007), Vrouwen in de bestuurstop levert significant beter rendement op, 2 oktober 2007.
- Huse, M. (2007), *Boards, governance en value creation. The human side of corporate governance*, Cambridge University Press.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Judge, E. (2003), Women on board: Help or hindrance? *The Times*, 11 november 2003, p. 21.
- Kang, H., M. Cheng en S.J. Gray (2007), Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards, *Corporate Governance*, vol. 15, no. 2, pp. 194-207.
- Krishnan, H.A. en D. Park (2005), A few good women-on top management teams, *Journal of Business Research*, vol. 58, pp. 1712-1720.
- Lee, P.M. en E.H. James (2003), She'-E-Os: *Gender effects and stock price reactions to the announcements of top executive appointments*, Darden Business School Working Paper No. 02-11.
- Lückerath-Rovers, M. (2008), *De Nederlandse Female Board Index 2007. Analyse van de vrouwelijke bestuurders en commissarissen bij 122 Nederlandse beursondernemingen*, Erasmus Instituut Toezicht & Compliance, www.toezichtencompliance/publicaties.
- Lückerath-Rovers, M en M. van Zanten (2008), *Topvrouwen. Wie zijn ze. Waar zitten ze. En: Hoe krijgen we er meer*, Academic Service.
- Lückerath-Rovers, M. (2007), Vrouwen aan de top en rendement, *Het Financieele Dagblad*, 23 oktober 2007, p. 9.
- McKinsey & Company (2007), *Women matter. Gender diversity, a corporate performance driver.*
- Pfeffer, J. en G. R. Salancik (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Stanford: Stanford Business Books.
- Rose, C. (2007), Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, vol. 15, no. 2, pp. 404-413.
- Ryan, M.K, en S.A. Haslam (2005), The glass cliff: Evidence that women are over-represented in precarious leadership positions, *British Journal of Management*, vol. 16, no. 2, pp. 81-90.
- Sealy, R., V. Singh en S. Vinnicombe (2007), *The Female FTSE Report 2007*, Cranfield University.
- Singh, V. en S. Vinnicombe (2004), Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations, *Corporate Governance*, vol. 12, no. 4, pp. 479-489.
- Walt, N. van der en C. Ingley (2003), Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors, *Corporate Governance*, vol. 11, no. 3, pp. 218-234.
- Wielaard, N. en T. Nierop (2008), Spookcijfer: Vrouwen, winst en McKinsey, *De Accountant*, februari 2008, p. 13.

Noten

1 *Kamerstukken II*, 2007-08, 31 083, nr. 17.

2 Overigens heeft onderzoek in de Verenigde Staten naar de relatie tussen meer onafhankelijke bestuurders en ondernemingsprestaties ook nog geen eenduidig bewijs opgeleverd. Zie ook voor een beschrijving van dit onderzoek en een vergelijking voor de Nederlandse situatie De Bos e.a. (2008).

3 De Fortune 500 is een ranglijst van de 500 grootste ondernemingen in de Verenigde Staten, gemeten naar jaaromzet. De ranglijst wordt jaarlijks gepubliceerd in het blad *Fortune*.

4 De kwadranten bestonden niet helemaal uit

vier gelijke delen van 130 ondernemingen. Het kwadrant met ondernemingen met de meeste vrouwen bevatte 132 ondernemingen terwijl het kwadrant met de minste vrouwen slechts 129 ondernemingen bevatte. Dit verschil wordt niet uitgelegd, maar zou verklaard kunnen worden door het feit dat meerdere ondernemingen op de grens van het kwadrant hetzelfde percentage vrouwen hebben en dat daardoor de scheiding binnen deze groep een arbitraire keuze zou zijn. Catalyst heeft er wellicht voor gekozen deze groepen bijeen te houden met als gevolg dat het aantal ondernemingen per kwadrant niet gelijk is.

5 Hiervoor is het gemiddelde percentage vrouwen berekend voor de periode 2005 en 2007 en vergeleken met de gemiddelde ondernemingsprestaties van deze jaren. In de periode 2005-2007 hadden 33 ondernemingen minimaal één vrouw in de board en 83 ondernemingen hadden geen vrouw in de board.

6 De ratio's zijn afkomstig van de database Worldscope en zijn als volgt berekend: REV is nettowinst / eigen vermogen, BWM is brutowinst / omzet, ROIC is nettowinst / totaal vermogen.

7 Bij REV zijn 97 ondernemingen in de vergelijking meegenomen, 31 met en 66 zonder vrouwen, bij ROIC zijn dit 96 ondernemingen, 28 met en 68 zonder vrouwen en bij BWM 95 ondernemingen, 26 met en 69 zonder vrouwen.

8 De enquête is gehouden onder 115.000 werknemers van 231 verschillende ondernemingen.

9 De ondernemingen zijn afkomstig uit een bestand van alle Europese beursgenoteerde ondernemingen met een beurskapitalisatie van meer dan 150 miljoen euro. Onbekend is wat de identiteit is van de 89 geselecteerde ondernemingen of uit welke landen of sectoren ze afkomstig zijn.

10 De website van het AEF zegt daarover het volgende: 'De ondernemingen in het fonds moeten een dubbele barrière over. Allereerst krijgen ze een diversiteitsscore, gevolgd door een financiële score, waardoor alleen de hoogste kwaliteit aandelen geselecteerd worden voor het fonds'; zie: www.ammfinance.com, flyer Amazone Euro Fund, d.d. 31 mei 2007. Daarbij komt dat het Amazone Euro Fund gelanceerd is op 1 april 2006 en dat de rendementen worden berekend over de jaren 2003-2005. De periode waarover het rendement wordt berekend, is dus gelijk aan de periode die waarschijnlijk gebruikt is bij de selectie van de ondernemingen.

11 Informatie van het Amazone Euro Fund laat zien dat de verdeling over de sectoren verre van gelijk is. Zo is bijvoorbeeld 43 procent van de ondernemingen afkomstig uit de consumentenbranche en 1,8 procent uit de Telecomsector.

12 De ratio's zijn afkomstig van de database Worldscope en zijn als volgt berekend: REV is nettowinst / eigen vermogen, operationele winst is de winst voor rente en belastingen / balanstotaal; koerswinst is de gemiddelde procentuele stijging van de slotkoers van het aandeel over de periode december 2005 tot december 2007. Het totale aandeelhouderrendement is de koers van het aandeel plus dividenden / de koers van het aandeel één jaar geleden.

13 Ook hierbij zijn de extreme waarden buiten de analyse gehouden vanwege de beïnvloeding van het gemiddelden, zie ook beschrijving bij de studie van Catalyst. De verschillen zouden groter zijn geworden.

14 De verschillen tussen de methoden Catalyst en McKinsey in het rendement op het eigen vermogen van de controle groep (13,7 procent ten opzichte van 16,8 procent) komt voort uit de verschillen in de methodiek. In de Catalayst-methode zijn ondernemingen met en zonder vrouwen vergeleken, terwijl voor de McKinsey-methode is gekeken of de ondernemingen met vrouwen beter presteren dan het gemiddelde van de hele sector.