

Corporate governance: empirisch onderzoek voor Nederland en implicaties voor beleid

Prof. Dr. E. Sterken, Dr. C.L.M. Hermes en Dr. Th. J.B.M. Postma

THEMA

Inleiding

In de jaren negentig is de aandacht voor vraagstukken met betrekking tot corporate governance sterk toegenomen. Ook in Nederland is er zowel beleidsmatig als academisch interesse ontstaan voor dit complexe veld. In dit verband is het verschijnen van het rapport van de Commissie-Peters (1997) een mijlpaal. Hoewel er in academische kringen, ook in Nederland, al langer belangstelling voor de theorie van corporate governance bestaat, zijn pas recentelijk de eerste verkennende empirische studies verricht (zie bijvoorbeeld het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance, 1998). De belangrijkste verklaring voor het geringe aantal van dergelijke studies is gelegen in het feit dat pas sinds 1992 gegevens omtrent houderschap van het aandelenbezit in beperkte mate – beschikbaar zijn. Met een gepaste vertraging is sindsdien op verschillende plaatsen in Nederland gewerkt aan de empirische verkenning van de data, niet in het minst gestimuleerd door de instelling van een nieuwe leerstoel Corporate Governance te Tilburg (KUB), die voor de komende vijf jaar wordt bezet door Prof. Dr. P.W. Moerland. Omdat er slechts in beperkte mate sprake was van onderlinge bekendheid en afstemming van het onderzoek, is op initiatief van het Nederlands Netwerk Institutionele Economie op 29 januari 1999 in Groningen een workshop georganiseerd met als titel 'Corporate governance: evidence from the Netherlands.' De workshop

beoogde lopend empirisch onderzoek met betrekking tot de Nederlandse situatie te inventariseren en uit te wisselen.

Dit special issue bevat vier artikelen over corporate governance, waarin enerzijds verslag wordt gedaan van de academische interesse in de empirische analyse van diverse vraagstukken op dit gebied in Nederland, en anderzijds wordt ingegaan op een aantal beleidsmatige aspecten van dit belangrijke onderwerp. Twee van de vier artikelen in dit special issue van het *MAB* (De Jong en Moerland, en Van Manen en Hooghiemstra) zijn bewerkingen van presentaties gehouden tijdens de workshop over empirisch onderzoek naar corporate governance-vraagstukken in Nederland. De twee andere artikelen (Hooghoudt en Boot) vormen een afspiegeling van de beleidsdiscussie over dit onderwerp. Zij gaan daarbij met name in op het rapport van de Commissie-Peters (1997) en het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance (1998), de consequenties die men aan de aanbevelingen in deze rapporten zou kunnen verbinden, en de reacties van de politiek op beide rapporten.

Corporate governance is een moeilijk te definiëren onderwerp van studie. Diverse auteurs gebruiken derhalve ook verschillende definities. Teneinde empirisch onderzoek te verrichten wordt door de meeste auteurs de definitie van Andrei Shleifer en Robert Vishny (1997) gehanteerd. In hun definitie concentreren deze beide Harvard-economen zich op de vraag hoe verschaffers van financiële middelen aan een onderneming zich een verlangd rendement op hun belegging kunnen toeëigenen. Deze kapitaalverschaffers hebben bepaalde instrumenten tot hun

De auteurs zijn respectievelijk hoogleraar Geldtheorie, universitair docent Financieel Management en universitair hoofddocent Management & Organisatie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

beschikking en voeren specifieke activiteiten uit, waarmee zij hun doelstelling trachten te verwezenlijken. Deze instrumenten en activiteiten – de zogenaamde disciplineringsmechanismen – zijn onderdeel van corporate governance van een onderneming. Deze mechanismen zijn gericht op het geven van prikkels aan het management van de onderneming om te handelen in het belang van de kapitaalverschaffers. Een bredere opvatting van corporate governance – het zogenaamde stakeholder-model (zie bijvoorbeeld Van Manen, 1998), waarin naast kapitaalverschaffers ook andere belanghebbende partijen, zoals bijvoorbeeld de werknemers van de onderneming, worden onderscheiden – wordt in mindere mate omarmd.

In hoofdlijnen kan men twee soorten van empirisch onderzoek onderscheiden. Ten eerste wordt onderzoek gedaan aan de hand van beschikbare datasets, zoals die van het CBS (welke gegevens van de balans en winst- en verliesrekening van beursgenoteerde ondernemingen bevat), het databestand Reach, de gegevens die in het Jaarboek van Nederlandse Ondernemingen worden gepubliceerd, de gegevens die sinds februari 1992 onder de Wet melding zeggenschap beschikbaar zijn, en de gegevens omtrent de samenstelling van Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen. Op basis van deze databestanden is men in staat op ondernemingsniveau disciplineringsmechanismen te analyseren. Ten tweede kan men onderzoek verrichten naar vraagstukken van corporate governance op basis van gegevens die uit enquêtes verkregen zijn. In dergelijke enquêtes is men in staat om bepaalde elementen van corporate governance rechtstreeks te meten.

Het Nederlandse onderzoek naar corporate governance-vraagstukken richt zich op specifieke kenmerken van corporate governance in Nederland.

In de eerste plaats onderzoekt men de invloed van het structuurregime. De rol, perceptie en samenstelling van de Raad van Commissarissen kan zich daarbij in een warme belangstelling verheugen.

In de tweede plaats wordt onderzoek gedaan naar de concentratiegraad van het aandelenbezit en van stemrechten binnen Nederlandse bedrijven. Uit dit onderzoek blijkt dat het aandelenbezit

in Nederland niet erg is geconcentreerd. Datzelfde geldt voor het stemrecht, waarin Nederland achterblijft ten opzichte van een aantal andere Europese landen. Tegelijkertijd is deze concentratie wel opvallend hoger dan in de Angelsaksische landen. Dit wordt mede veroorzaakt door de rol die de administratiekantoren in Nederland spelen. De indruk bestaat dat het bestaan van het structuurregime en de administratiekantoren een verklaring is waarom er in Nederland, naast deze mechanismen en de mogelijkheid om stemrecht in preferente aandelen te concentreren, nauwelijks sprake is van andere beschermingsconstructies.

In de derde plaats is er in het onderzoek aandacht voor de rol die banken spelen in corporate governance. Banken kunnen op diverse manieren invloed uitoefenen: via direct aandelenbezit, het verschaffen van krediet of het onderhouden van netwerkrelaties.

Over een aantal zaken was men het tijdens de workshop in Groningen eens. Ten eerste dient er te worden gewerkt aan het construeren van een zuiver databestand. Tot op heden is er sprake van aanzienlijke vervuiling van het bestand dat eigendom van aandelen rapporteert. Ten tweede staat de analyse van de invloed van corporate governance op de Nederlandse bedrijvigheid nog in de kinderschoenen. Ten slotte is het van groot belang dat de institutionele omgeving – en dan met name de juridische aspecten – meer dan nu het geval is in het onderzoek wordt betrokken. Er rest dus nog een hoop werk voor economen en onderzoekers uit verwante disciplines.

Hieronder volgt een korte beschrijving van de inhoud van de vier papers in dit special issue over corporate governance in Nederland.

Beheersingsmechanismen in Nederland: substituuat of complement?

Dr. A. de Jong en Prof. Dr. P.W. Moerland geven een statistische analyse van disciplineringsmechanismen. De auteurs onderscheiden diverse kenmerken van de eigendomsstructuur, beschermingsconstructies, kenmerken van het toezichthoudende orgaan en karakteristieken van bankrelaties. Aan de hand van eenvoudige correlaties wordt onderzocht of er sprake is van het al dan niet complementair zijn van discipline-

ringsmechanismen. De auteurs concluderen dat het noodzakelijk is om in analyses van de invloed van corporate governance op ondernemingsactiviteiten een brede groep van beheersingsmechanismen te betrekken.

Normen voor commissarissen: een verwachtingskloof?

Prof. Dr. J.A. van Manen en Drs. R.B.H. Hooghiemstra bestuderen het vermeende verschil tussen verwachtingen omtrent het functioneren van de leden van de Raad van Commissarissen van de commissarissen zelf ten opzichte van de verwachtingen hieromtrent van het publiek. Door middel van een enquête worden de verschillen in percepties in kaart gebracht. De resultaten van de enquête laten zien dat, terwijl de commissarissen vooral de belangen van de verschaffers van vermogen in het oog hebben, het publiek zich meer zorgen maakt over de belangen van de werknemers. Hier komt onder meer het eerdergenoemde verschil in modellen van corporate governance naar voren: daar waar de commissarissen uitgaan van het zogenaamde shareholder-model van Shleifer en Vishny, hanteert het publiek in het algemeen het zogenaamde stakeholder-model.

Enkele opmerkingen inzake de plannen van het kabinet met betrekking tot corporate governance

In het artikel van Mr. R.H. Hooghoudt worden de plannen besproken die het kabinet in het voorjaar van 1999 heeft aangekondigd om de corporate governance in Nederland te verbeteren. Deze plannen werden aangekondigd in reactie op het rapport van de Commissie-Peters II. Hooghoudt constateert dat er nog veel onduidelijkheden bestaan. Met betrekking tot de zogenaamde proxy sollicitation (het systeem waarin betrokkenen actief stemvolmachten voor de algemene vergadering kunnen verwerven), en het op openheid omtrent de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders gescheiden behandelen van de jaarrekening en de décharge van de

ondernemingsleiding, wordt vooruitgang waargenomen. Ten aanzien van andere aspecten, zoals bijvoorbeeld openheid omtrent de bezoldiging en het effectenbezit van bestuurders en commissarissen, blijken de kabinetsplannen evenwel minder concreet te zijn. Hooghoudt laat in zijn beschouwing de voornemens ten aanzien van de toepassing van de internationaal geaccepteerde accountingstandaarden en de ideeën met betrekking tot het structuurregime achterwege, omdat hiervoor nog geen beleidsplannen zijn aangekondigd.

Corporate governance: hoe nu verder?

In zijn bijdrage aan dit special issue over corporate governance geeft Prof. Dr. A.W.A. Boot een kritische beschouwing van de resultaten van de discussie tot nu toe. Voorts formuleert hij actiepunten voor de nabije toekomst. Boot concentreert zich op de vraag hoe men transparantie, verantwoording en zeggenschap kan vergroten of versterken teneinde tot een hogere effectiviteit van corporate governance te komen. Een belangrijk onderdeel van zijn betoog wordt gevormd door het argument dat het mogelijk moet zijn om een combinatie van instrumenten toe te staan die een effectieve, tijdelijke bescherming biedt, in plaats van de permanente, veelal dubbele beschermingsconstructies van nu. Ook op de gebieden van de rol van de algemene vergadering van aandeelhouders en monitoring komt Boot tot scherpe aanbevelingen.

LITERATUUR

- Commissie-Peters (1997), *Corporate Governance in Nederland: de veertig aanbevelingen*, Amsterdam.
- Manen, J. van, (1998), *Monitor in het Belang van de Vennootschap: een analyse van de Functie van Commissarissen*, Den Haag, Elsevier.
- Monitoring Commissie Corporate Governance (1998), *Monitoring Corporate Governance in Nederland*, Kluwer.
- Shleifer, A., en Robert W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.