



## Commissarissen van buiten, een gemengde zegen

**Auteur(s):**

Creemers, K.J.M.

*Promovendus bij het department of finance van Stern School of Business. Met dank aan Bart Hobijn voor behulpzame suggesties.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4218, pagina 624, 3 september 1999

**Rubriek:**

Katern Economie in Bedrijf

**Trefwoord(en):**

corporate, governance

**Eén van de centrale onderzoeksvragen in de recente literatuur aangaande het bestuur en toezicht van beursgenoteerde ondernemingen is, wat de meest effectieve samenstelling van deze besturen is. Conventionele wijsheid zegt, dat buitenstaanders beter in staat zijn tot effectief toezicht van het management<sup>1</sup>. Dit heeft ertoe geleid, dat bijna alle Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven inmiddels een (overgrote) meerderheid aan buitenstaanders in de 'Board of Directors' hebben<sup>2</sup>.**

Sanjai Bhagat en Bernard Black geven in twee artikelen een overzicht van het onderzoek naar de empirische ondersteuning van deze trend, en concluderen dat deze ondersteuning grotendeels afwezig is<sup>3</sup>. In voorgaande onderzoeken werd vooral gekeken naar het effect van buitenstaanders in de Board of Directors op specifieke taken, zoals het vervangen van de directeur, (vijandelijke) biedingen op het eigen bedrijf, acquisities van andere bedrijven, beschermingsconstructies, beloningen voor management, het tegengaan van bankroet en fraude, en investeringen in onderzoek en ontwikkeling. De samenstelling van het bestuur lijkt nauwelijks invloed te hebben op deze taken. Indien dat wel het geval is, is de grootte van dit verschil wellicht niet statistisch maar wel economisch verwaarloosbaar, is het onduidelijk of de samenstelling van de Board of Directors oorzaak of gevolg is, en is onzeker of het leidt tot grotere economische efficiëntie.

In de eerste grote lange-termijnstudie van het effect van de samenstelling van besturen op het ondernemingsresultaat, tonen Bhagat en Black aan dat er eerder bewijs is voor het tegendeel. Zij kijken naar het resultaat van de onderneming als geheel, in tegenstelling tot de studies naar specifieke taken. In het laatste geval blijft het de vraag hoe die deelresultaten zich onderling verhouden, bovendien kunnen ze voor hetzelfde bedrijf verschillende resultaten geven. Bhagat en Black vinden nu dat ondernemingen met een (overgrote) meerderheid aan buitenstaanders in het bestuur (aanzienlijk) slechter presteren dan bedrijven met meer gebalanceerde besturen. Hun studie bekijkt een breed scala aan resultaat-indicatoren voor de onderneming. Verder corrigeren ze voor de bedrijfsgrootte, het aantal bestuursleden, sectoreffecten, het aandelenbezit door management en buitenstaanders, de aanwezigheid van grootaandeelhouders en tot op zekere hoogte voor endogeneiteitsproblemen. De negatieve relatie tussen buitenstaanders en ondernemingsresultaat wordt bepaald door de slechte prestaties van bedrijven met een overgrote meerderheid aan buitenstaanders (dus in een elf-hoofdig bestuur slechts één of twee topmanagers).

Bhagat en Black geven de volgende verklaringen voor hun bevindingen. Verschillende typen bestuurders hebben ieder hun eigen kwaliteiten. Simpel gezegd: het topmanagement heeft veel kennis maar hoeft toezicht, de buitenstaanders zijn onafhankelijk maar niet noodzakelijk capabel. Een evenwichtige mix is beter. Een groter aantal topmanagers in het bestuur maakt het voor de buitenstaanders gemakkelijker hen te beoordelen. Strategische beslissingen kunnen wellicht beter door insiders gemaakt worden. Buitenstaanders zijn mogelijk onvoldoende gemotiveerd en bezitten nauwelijks aandelenkapitaal terwijl topmanagers veel meer persoonlijk belang in het bedrijf hebben. De buitenstaanders zijn wellicht niet onafhankelijk genoeg: te veel onder invloed van management en te weinig verantwoordelijk aan aandeelhouders en andere belanghebbenden. Sommige buitenstaanders zijn misschien waardevoller dan andere. Een topmanager van een ander bedrijf is bijvoorbeeld te druk bezet of is te veel geneigd de directeur een vrijheid of compensatie te geven die hij zelf ook wil.

De oorzaak van het te ver doorschieten van het aantal buitenstaanders zou de kracht van de conventionele wijsheid en de pressie van wellicht oversimpele 'good corporate governance' ratingen kunnen zijn.

Voor de Nederlandse situatie, waar de Raad van Commissarissen (de toezichthouder van de Raad van Bestuur) enkel uit buitenstaanders mag bestaan, betekent het dat de invulling van het onafhankelijk toezicht heroverwogen moet worden. Temeer, omdat het toezicht door de Raad van Commissarissen des te belangrijker lijkt vanwege de geringe invloed van aandeelhouders in het huidige Nederlandse regime.

---

<sup>1</sup> Voor het belang en de reden van dit toezicht, zie A. Shleifer en R.W. Vishny, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 1997, blz. 737-783. Voor een analyse van de Nederlandse situatie, zie bijv. P.W. Moerland, [leder aandeel een stem](#), *ESB*, 26 februari 1997, blz. 168-171 of [mijn artikel op de voorgaande bladzijden](#).

<sup>2</sup> In de VS bestaat het ondernemingsbestuur (Board of Directors) slechts uit één laag met daarin zowel buitenstaanders als

topmanagement. Daarmee valt dit dus te vergelijken met de gecombineerde Nederlandse Raad van Commissarissen en Raad van Bestuur. De leden van de Board of Directors kunnen zowel gekozen als ontslagen worden door de aandeelhouders.

3 S. Bhagat en B. Black, The uncertain relationship between board composition and firm performance, *Business Lawyer*, 1999, blz. 921-963, en Board independence and long-term firm performance, working paper, 1998, <http://www.law.columbia.edu/law-economicstudies/abstracts.htm#143> De studie gebruikt data van 1985 tot 1995 voor 957 grote Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen