

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen: aanwezigheid en impact

Ondernemingen ondervinden steeds meer druk om het algemeen maatschappelijk belang in hun bedrijfsvoering mee te nemen. Welke rol speelt hierbij de raad van commissarissen? En meer in het bijzonder: in welke mate heeft de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen invloed op het maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) van ondernemingen?

- ▶ Bijna twee derde van de ondernemingen heeft ten minste één maatschappelijk georiënteerde commissaris.
- ▶ Vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en het hoger onderwijs zijn goed vertegenwoordigd.
- ▶ Hun aanwezigheid heeft echter nauwelijks effect op de MVO-prestaties van een onderneming.

Discussies over het belang van maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) worden al enkele decennia gevoerd, zowel in het publieke als het academische domein. Ondernemingen ondervinden echter in toenemende mate druk vanuit de samenleving om zich niet alleen te richten

op het maken van winst, maar ook om het algemeen maatschappelijk belang mee te nemen, en zich rekenschap te geven van de sociale en milieutechnische gevolgen van hun bedrijfsvoering. Zo wordt in de laatste versie van de Nederlandse Corporate Governance Code (2016) benadrukt dat ondernemingen zich zouden moeten richten op het creëren van langetermijnwaarde, waarbij men de belangen van de relevante belanghebbenden moet meenemen. In 2021 werd Shell geconfronteerd met beleggers die eisten dat de onderneming meer zou doen om klimaatverandering tegen te gaan, en kreeg Sainsbury in juli 2022 te maken met een actie van ShareAction – een niet-gouvernementele organisatie (ngo), die pleit voor het verhogen van de lonen van de werknemers in de onderneming. In een reactie op de toenemende maatschappelijke roep om meer MVO kondigde de Business Round Table, een lobbyorganisatie met als leden de bestuursvoorzitters van de grootste Amerikaanse ondernemingen, in 2019 aan dat zij zich in de toekomst meer zullen gaan richten op MVO.

NIELS HERMES

*Hoogleraar aan de
Rijksuniversiteit
Groningen (RUG)*

REGGY

HOOGHIEMSTRA

*Hoogleraar aan de
RUG*

Het bestuur van een onderneming bepaalt, in samenspraak met de leden van de raad van commissarissen, in hoeverre en op welke wijze het algemeen maatschappelijk belang bij de bedrijfsvoering wordt betrokken. Commissarissen spelen aldus een belangrijke rol in de besluitvorming, en ondernemingen streven er derhalve naar om hun raden te bemensen met competente personen die waardevolle vaardigheden en expertise bezitten. Een van de taken van de raad van commissarissen is om toezicht te houden op de wijze waarop het bestuur, bij het nemen van beslissingen, de verschillende belangen laat meewegen. Daarbij kan het zinvol zijn dat vertegenwoordigers van verschillende maatschappelijke belangen in de raad zitten. Zij zijn immers het best op de hoogte van deze belangen, en kunnen het bestuur het beste bijstaan in het ontwikkelen van een visie op de vraag hoe de verschillende deelbelangen erbij betrokken kunnen worden. Uit het oogpunt van het behoud van hun reputatie als vertegenwoordiger van het maatschappelijk belang zullen zij vaak ook gemotiveerd zijn om een bijdrage te leveren aan de MVO-prestaties van de ondernemingen. Ondernemingen op hun beurt kunnen hun bereidheid om maatschappelijke belangen in de besluitvorming mee te laten wegen uitdragen door het aanstellen van commissarissen uit het maatschappelijke veld.

De vraag is nu in hoeverre vertegenwoordigers van verschillende maatschappelijke belangen deel uitmaken van de raad van commissarissen. In dit artikel bestuderen we deze vraag op basis van data voor Europese beursgenoteerde ondernemingen. We richten ons daarbij op een aantal categorieën van deze vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen, te weten commissarissen met een bestuurlijke achtergrond in politiek, wetenschap en hoger onderwijs, de strijdmacht, sport en de ngo's. Eerdere studies laten zien dat deze vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen invloed kunnen uitoefenen op de prestaties van de onderneming (Lester et al., 2008; White et al., 2014; Li en Rainville, 2021; Chen et al., 2022). Deze studies kijken evenwel vooral naar Amerikaanse ondernemingen en hun financiële prestaties. Wij richten ons daarentegen op Europese ondernemingen en hun MVO-prestaties.

DE MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARIS EN MAATSCHAPPELIJKE BELANGEN

Commissarissen met bestuurservaring in het maatschappelijke veld hebben specifieke kennis van de verschillende maatschappelijke belangen waarmee ondernemingen in hun bedrijfsvoering geconfronteerd kunnen worden. Zo zijn commissarissen met bestuurlijke ervaring bij ngo's direct betrokken (geweest) bij het vertegenwoordigen van diverse maatschappelijke belangen. Zij zijn derhalve goed op de hoogte van wat er speelt in de samenleving (Chen et al., 2022). Dat geldt ook voor commissarissen met bestuurlijke ervaring in de politiek. Zij hebben bovendien waardevolle kennis van het overheidsbeleid, en bieden toegang tot de politieke besluitvorming (Lester et al., 2008). Dit kan van belang zijn wanneer een onderneming moet besluiten over hoe het maatschappelijk belang het beste in de bedrijfsvoering kan worden meegenomen. Commissarissen met ervaring in wetenschap en hoger onderwijs brengen specifieke kennis mee over toepassingen en nieuwe ontwikkelingen met betrekking tot het MVO (Li en Rainville, 2021). Commissarissen met een achtergrond bij de strijdmacht hebben een sterk ontwikkeld gevoel voor morele en ethische waarden (Franke, 2001; Xie en Hao, 2017). Ten slotte blijkt uit onderzoek dat bestuurders met een sportieve carrière sterke leiderschapskwaliteiten bezitten en dat zij vaak worden gezien als een rolmodel voor moreel en ethisch gedrag (Giannoulakis en Drayer, 2009; Dong et al., 2019). De combinatie van beide eigenschappen leidt ertoe dat ze mogelijk meer de nadruk zullen leggen op het meenemen van de diverse maatschappelijke belangen.

GEBRUIKTE DATA EN METHODE

Onze gegevens hebben betrekking op grote beursgenoteerde ondernemingen in achttien Europese landen voor de periode 2016–2020. De complete dataset bevat 6.060 waarnemingen en betreft 1.722 ondernemingen. De data zijn afkomstig van BoardEx en Thomson Reuters' ASSET4.

BoardEx bevat informatie over de samenstelling van de raden van commissarissen van ondernemingen, waaronder

informatie over de vraag of een commissaris bestuurservaring heeft bij goede doelen, de politiek, de krijgsmacht, universitaire en medische instellingen en sportorganisaties. Om de aanwezigheid van vertegenwoordigers van maatschappelijke belangen in de raden van commissarissen te meten, bepalen we per jaar en per onderneming of er minimaal één commissaris bestuurlijke ervaring heeft in de politiek, wetenschap, hoger onderwijs, strijdmacht, sport of liefdadigheid. We berekenen voorts het percentage van commissarissen met dit type ervaring per jaar en per onderneming.

We gebruiken Thomson Reuters' ASSET4 voor het meten van de prestaties met betrekking tot het MVO van ondernemingen. Onze gegevens over deze prestaties zijn gebaseerd op de in ASSET4 opgenomen beoordelingen van de mate waarin ondernemingen zich inspannen voor het behalen van sociale en/of milieudoelen. Deze beoordelingen (ook wel aangeduid als ESG-ratings) zijn veelvuldig gebruikt in eerder onderzoek. Voor elke onderneming verzamelt Thomson Reuters informatie over circa 400 verschillende activiteiten die verband houden met de sociale en/of milieutechnische inspanningen van de onderneming. Op basis van deze gegevens krijgt elke onderneming een ESG-rating die kan variëren van 0 tot 200. Deze rating komt tot stand door de ratings voor sociale en milieutechnische aspecten bij elkaar op te tellen. Een hogere rating impliceert betere MVO-prestaties. We realiseren ons dat er verschillende methoden zijn om ESG-ratings te bepalen, en dat onderzoek heeft aangetoond dat de correlatie tussen maatstaven van ESG gebaseerd op verschillende methoden in sommige gevallen relatief laag is (Berg et al., 2022). Wij hebben gekozen voor de data van Thomson Reuters' ASSET4, omdat deze al sinds enige tijd veelvuldig worden gebruikt in meerdere onderzoeken (Ioannou en Serafeim, 2012; Marano et al., 2022).

Naast MVO-prestaties nemen we in de analyse een aantal andere variabelen mee die van invloed kunnen zijn op de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen. We worden daarbij geïnspireerd door eerder onderzoek van onder meer de Villiers et al. (2011) en Chen et al. (2022). Concreet controleren we voor de omvang, financiële prestaties en de kapitaalstructuur van de onderneming. Daar-

naast nemen we diverse governance-variabelen mee – zoals: (1) de omvang van de raad van commissarissen, (2) de mate van onafhankelijkheid van de raad, (3) de aanwezigheid van vrouwen in de raad, (4) het gemiddeld aantal commissarissen in de raad die ook bij andere beursgenoteerde ondernemingen zijn benoemd, (5) de rol van de bestuursvoorzitter, (6) de aanwezigheid van een MVO-commissie, en (7) het aantal financiële analisten dat de onderneming actief volgt. De informatie over deze variabelen is eveneens afkomstig uit ASSET4.

In alle analyses wordt er rekening gehouden met land-, jaar-, en industrie-effecten door het opnemen van dummy-variabelen. Voorts worden de schattingen uitgevoerd met gebruikmaking van robuuste standaardfouten.

DE MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARIS: EEN OVERZICHT

Tabel 1 geeft een overzicht van de mate waarin de raden van commissarissen van Europese ondernemingen worden bezet door maatschappelijk georiënteerde commissarissen. Paneel A van de tabel geeft weer of er minimaal één maatschappelijk georiënteerde commissaris in de raad zitting heeft. Paneel B rapporteert het percentage van alle leden van de raad met relevante ervaring in het maatschappelijke veld. Als we kijken naar de gegevens in paneel A, dan valt allereerst op dat bijna twee derde van alle bedrijven een maatschappelijk georiënteerde commissaris heeft. Daarnaast laat de tabel zien dat er flinke verschillen bestaan tussen landen. Terwijl in landen als Noorwegen, Zweden, Finland en Turkije het percentage ondernemingen met minimaal één maatschappelijk georiënteerde commissaris rond de 50 procent schommelt, is dit rond de 75 procent in Spanje, Italië, Griekenland en Ierland. Nederland bevindt zich in de middenmoot: in ons land heeft bijna twee derde van de ondernemingen een maatschappelijk georiënteerde commissaris. Ten slotte zijn vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en de wetenschap en het hoger onderwijs vertegenwoordigd in de raden van commissarissen.

Het beeld dat wordt geschetst in paneel A van tabel 1, wordt grotendeels bevestigd door de cijfers in paneel B.

Maatschappelijk geïntereerde commissarissen in raden van commissarissen van Europese ondernemingen, 2016–2020

	N	Paneel A: Waarnemingen waarvoor geldt dat er minimaal één commissaris met een maatschappelijke achtergrond in de raad zit in procenten						Paneel B: Aantal commissarissen met een maatschappelijke achtergrond dat in de raad zit in procenten					
		Totaal	Ngo	Militair	Politiek	W&O	Sport	Totaal	Ngo	Militair	Politiek	W&O	Sport
België	174	70,7	4,0	1,7	60,9	64,9	0,0	23,8	0,5	0,2	13,9	15,2	0,0
Denemarken	161	69,6	3,1	14,3	51,6	49,7	0,0	19,6	0,2	1,6	10,3	10,6	0,0
Duitsland	600	71,0	1,8	3,0	54,2	59,7	3,2	21,5	0,1	0,2	10,0	13,4	0,3
Finland	151	57,0	0,0	7,9	53,6	33,1	0,0	17,0	0,0	1,0	13,9	5,5	0,0
Frankrijk	548	73,0	0,5	7,1	69,3	52,4	2,6	22,8	0,0	0,5	19,2	7,1	0,3
Griekenland	102	78,4	0,0	10,8	63,7	61,8	1,0	18,6	0,0	1,0	11,0	9,8	0,1
Ierland	185	80,0	0,5	3,8	65,9	48,6	3,8	20,2	0,1	0,3	14,2	7,8	0,3
Italië	310	76,8	1,9	3,5	71,3	73,9	6,5	29,3	0,1	0,3	16,1	21,1	0,6
Luxemburg	98	54,1	5,1	1,0	42,9	39,8	10,2	16,9	0,8	0,1	11,7	7,2	1,3
Nederland	239	67,8	0,0	10,0	62,3	47,3	0,4	29,2	0,0	1,4	22,3	11,2	0,0
Noorwegen	152	55,9	0,0	5,3	52,0	30,3	0,0	12,9	0,0	0,8	9,1	5,5	0,0
Oostenrijk	107	57,0	0,0	14,0	51,4	49,5	0,0	17,1	0,0	1,1	11,4	7,7	0,0
Polen	140	72,1	0,0	2,9	70,0	65,7	2,1	39,5	0,0	0,3	27,7	21,4	0,2
Spanje	270	80,7	0,0	1,1	70,4	72,6	2,2	28,5	0,0	0,1	16,6	18,2	0,3
Turkije	178	42,7	1,7	2,8	36,0	36,0	1,1	15,3	0,1	0,5	12,8	7,1	0,1
VK	1.738	65,4	1,3	7,2	59,6	34,5	2,9	18,6	0,1	0,9	15,1	5,9	0,4
Zweden	449	47,7	0,0	4,2	38,5	21,4	1,3	8,7	0,0	0,5	5,9	3,3	0,1
Zwitserland	458	65,7	0,0	5,2	52,2	52,6	1,7	21,8	0,0	0,6	12,0	12,4	0,2
Totaal	6.060	66,3	1,1	5,8	57,9	46,4	2,4	20,5	0,1	0,6	14,1	9,5	0,3

Gemiddeld is een vijfde van alle leden van de raad van commissarissen van Europese bedrijven een maatschappelijk geïntereerde commissaris. Dit aandeel daalt slechts licht, van 22 procent in 2016 naar 20 procent in 2020. Opnieuw zijn er flinke verschillen tussen de Europese landen. De percentages zijn het laagst voor de Noordse landen (8 tot 15 procent) en Turkije (15 procent). De hoogste percentages (tegen de 30 procent) zien we wederom in landen als Spanje en Italië, maar opmerkelijkerwijs ook in Nederland (29 procent). Polen spant de kroon met bijna 40 procent. Paneel B

bevestigt ook dat het vooral commissarissen met een achtergrond in de politiek en in de wetenschap en het hoger onderwijs zijn die in de raden van commissarissen vertegenwoordigd worden. Voor Nederland en Polen zijn daarbij vooral de hoge percentages opmerkelijk van commissarissen met een achtergrond in de politiek (21 respectievelijk 28 procent, tegenover een Europees gemiddelde van slechts 14 procent). Commissarissen met een achtergrond in de wetenschap en het hoger onderwijs vinden we vooral terug in Spanje, Italië en Polen (18 tot 21 procent).

Maatschappelijk georiënteerde commissarissen en MVO-prestaties van ondernemingen, 2016–2020

TABEL 2

	Paneel A: Kortetermijneffecten (1 jaar)						Paneel B: Langetermijneffecten (3 jaar)					
	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal	MVO	Milieu	Sociaal
Een of meer maatschappelijk georiënteerde commissarissen	0,46 (0,36)	0,34 (0,23)	0,15 (0,21)				0,26 (0,45)	0,10 (0,29)	0,19 (0,27)			
Percentage maatschappelijk georiënteerde commissarissen				0,11 (0,93)	0,03 (0,59)	0,16 (0,53)				1,75 (1,19)	1,25* (0,72)	0,58 (0,69)
R ²	0,91	0,90	0,87	0,91	0,90	0,87	0,93	0,92	0,89	0,93	0,92	0,89

Noten: In alle analyses zijn controlevariabelen meegenomen voor de omvang, financiële prestaties en de kapitaalstructuur van de onderneming, diverse governance-kenmerken, het aantal financiële analisten dat de onderneming actief volgt, en de MVO-prestaties van een onderneming in het voorgaande jaar. In alle analyses wordt ook rekening gehouden met land-, jaar-, en industrie-effecten door het opnemen van dummyvariabelen. Alle schattingen worden uitgevoerd met gebruikmaking van robuuste standaardfouten. P-waarden tussen haakjes.

* Significat op tienprocentniveau

MAATSCHAPPELIJK GEORIËNTEERDE COMMISSARISSSEN EN MVO-PRESTATIES

Vervolgens bestuderen we in hoeverre de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen gevolgen heeft voor de MVO-prestaties van de onderneming. We nemen daarbij de MVO-prestaties van één, respectievelijk drie jaar in de toekomst als afhankelijke variabele om daarmee de korte- en middellangetermijneffecten te kunnen bestuderen van maatschappelijk georiënteerde commissarissen. Zoals eerder vermeld, controleren we voor een groot aantal variabelen in de regressies, waaronder de MVO-prestaties van een onderneming in het voorgaande jaar, aangezien deze prestaties pad-afhankelijk kunnen zijn (Petrenko et al., 2016). De resultaten van de analyses worden gepresenteerd in tabel 2.

De resultaten in de tabel laten zien dat er geen verband lijkt te zijn tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen in de raad en de MVO-prestaties van een onderneming. Dit geldt voor zowel de prestaties op de korte als die op de middellange termijn. Het maakt ook niet uit of we kijken naar de aanwezigheid of het aandeel van maatschappelijk georiënteerde commissarissen in de raad. We splitsen MVO-prestaties op in prestaties die ver-

band houden met sociale versus milieutechnische inspanningen, maar ook dat laat hetzelfde beeld zien: de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen lijkt geen noemenswaardig effect te hebben op de MVO-prestaties van een onderneming.

Ten slotte voeren we een aantal additionele analyses uit (niet opgenomen in tabelvorm). We schatten alle modellen met enerzijds alleen commissarissen die bestuurlijke ervaring hebben in de politiek, en anderzijds met commissarissen met ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs. Daarnaast bestuderen we of het van belang is dat maatschappelijk georiënteerde commissarissen een kritieke massa vormen in de raad, dat wil zeggen of zij van invloed zijn wanneer minimaal dertig procent van de commissarissen een maatschappelijke achtergrond heeft. De schattingen laten zien dat de aanwezigheid van commissarissen met bestuurlijke ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs een positief effect heeft op de middellange termijn qua MVO-prestaties van een onderneming, met name als het gaat om milieutechnische inspanningen. In alle andere gevallen vinden we geen ondersteuning voor een relatie tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen en de MVO-prestaties van een onderneming. Overigens beseffen we dat

– hoewel we zo veel mogelijk controleren voor eventuele andere verklarende factoren en met een vertraagde onafhankelijke variabele schatten – onze bevindingen het beste kunnen worden opgevat als een correlatie in plaats van als een causaal verband tussen de aanwezigheid van maatschappelijk georiënteerde commissarissen en MVO-prestaties.

CONCLUSIE

Ondernemingen ondervinden in toenemende mate druk vanuit de samenleving om zich meer rekenschap te geven van de sociale en milieutechnische gevolgen van hun bedrijfsvoering. Dit roept onder andere de vraag op in hoeverre ondernemingen de corporate governance kunnen inrichten, zodanig dat ze beter in staat zijn met deze oproep vanuit de maatschappij om te gaan. Een mogelijke benadering is om maatschappelijk georiënteerde commissarissen aan te stellen met bestuurlijke ervaring in het maatschappelijke veld. Deze commissarissen kunnen dan maatschappelijke belangen vertegenwoordigen. Zij kunnen daarnaast het bestuur van de onderneming bijstaan bij het ontwikkelen van een visie op de vraag hoe men de verschillende maatschappelijke belangen zou kunnen meenemen.

We vinden zeer beperkt bewijs dat maatschappelijk georiënteerde commissarissen een positieve bijdrage kunnen leveren aan de MVO-prestaties van de onderneming. Dit geldt dan vooral voor de prestaties op de middellange termijn, en in het bijzonder voor maatschappelijk georiënteerde commissarissen met bestuurlijke ervaring in de wetenschap en het hoger onderwijs.

De empirische ondersteuning voor het positieve effect van maatschappelijk georiënteerde commissarissen op de MVO-prestaties is dus niet overweldigend. Dat kan te maken hebben met de relatief korte tijdsspanne waarvoor we data hebben. Met andere woorden: het kan zijn dat het effect van de aanwezigheid van deze commissarissen pas over een langere periode zichtbaar wordt. Een mogelijke andere verklaring is dat de institutionele context, die per land kan verschillen, een belangrijke rol speelt. Landen kunnen verschillen in de regelgeving voor de mate waarin zij maatschappelijk verantwoord ondernemen stimuleren en faciliteren – bijvoorbeeld

door belastingmaatregelen, subsidies en heffingen. Ook kunnen culturele verschillen tussen landen van invloed zijn op de mate waarin de maatschappij zich roert, zodanig dat er maatschappelijke organisaties ontstaan die druk uitoefenen op ondernemingen om hun belangen mee te nemen. Een derde verklaring kan zijn dat ondernemingen het ontwikkelen van een reactie op maatschappelijke druk niet altijd via de raad van commissarissen laten lopen. Zo benoemde Volkswagen in 2016, in de nasleep van het dieselschandaal, voormalig Eurocommissaris voor het Klimaat, Connie Hedegaard, als lid van de net ingestelde Duurzaamheidsraad (*Sustainability Council*). Deze raad diende het bestuur te adviseren over hoe de onderneming duurzamer zou kunnen produceren.

Ten slotte valt het op dat Europese ondernemingen vrijwel geen commissarissen hebben aangesteld met bestuurlijke ervaring bij ngo's. Deze ervaring is echter, wellicht meer nog dan de ervaring in de politiek of in de wetenschap en onderwijs, relevant om als raad van commissarissen bij te kunnen dragen aan een verbetering van de MVO-prestaties van de onderneming. Chen et al. (2022) tonen aan dat ruim een derde van de grote beursgenoteerde Amerikaanse ondernemingen minimaal één commissaris heeft met bestuurlijke ervaring bij ngo's, en dat deze commissarissen een duidelijk positieve bijdrage kunnen leveren aan de MVO-prestaties van de onderneming. Zij tonen aan dat vooral ondernemingen die in het verleden slechte MVO-prestaties te zien gaven, dergelijke commissarissen hebben aangesteld. Pas drie jaar na de aanstelling van deze commissarissen zijn de MVO-prestaties van de onderneming verbeterd. Een belangrijke verklaring voor het feit dat deze commissarissen een positief effect hebben op de MVO-prestaties van een onderneming kan zijn dat zij zich vanwege hun achtergrond, meer dan andere maatschappelijk georiënteerde commissarissen, directer betrokken zijn (geweest) bij het vertegenwoordigen van diverse maatschappelijke belangen. Hun grotere mate van betrokkenheid leidt ertoe dat zij effectiever zijn in het vertegenwoordigen van maatschappelijke belangen binnen de raad.

Om ervoor te zorgen dat de machtsbalans binnen de maatschappelijke onderneming zodanig verandert dat de onderneming meer aandacht krijgt voor maatschappelijke

belangen, zou een toename van commissarissen met een ngo-achtergrond een welkome ontwikkeling zijn. In de Corporate Governance Code zou daartoe een aanbeveling kunnen

worden opgenomen die ondernemingen ertoe aanzet om ervoor te zorgen dat de kennis in de raad wordt uitgebreid met kennis omtrent de maatschappelijk relevante thema's.

LITERATUUR

Berg, F., J.F. Kölbl en R. Rigobon (2022) Aggregate confusion: The divergence of ESG-Rating. *Review of Finance*, te verschijnen. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>.

Chen, S., N. Hermes en R. Hooghiemstra (2022) Corporate social responsibility and NGO directors on boards. *Journal of Business Ethics*, 175(3), 625–649.

Corporate Governance Code (2016) *De Nederlandse Corporate Governance Code*. Te vinden op www.rijks-overheid.nl.

de Villiers, C., V. Naiker en C.J. van Staden (2011) The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636–1663.

Dong, Y., T. Duan, W. Hou en Y. Liu (2019) Athletes in boardrooms: Evidence from the world. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59, 165–183.

Franke, V.C. (2001) Generation X and the military: A comparison of attitudes and values between West Point cadets and college students. *Journal of Political & Military Sociology*, 29(1), 92–119.

Giannoulakis, C. en J. Drayer (2009) 'Thugs' versus 'good guys': The impact of NBA cares on player image. *European Sport Management Quarterly*, 9(4), 453–468.

Ioannou, I. en G. Serafeim (2012) What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834–864.

Lester, R.H., A. Hillman, A. Zardkoohi en A.A. Cannella jr. (2008) Former government officials as outside directors: The role of human and social capital. *The Academy of Management Journal*, 51(5), 999–1013.

Li, Z. en M. Rainville (2021) Do military indepen-

dent directors improve firm performance? *Finance Research Letters*, 43, 101988.

Marano, V., S. Sauerwald en M. van Essen (2022) The influence of culture on the relationship between women directors and corporate social performance. *Journal of International Business Studies*, 53, 1315–1342.

Petrenko, O.V., F. Aime, J. Ridge en A. Hill (2016) Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 37(2), 262–279.

White, J.T., T. Woidtke, H.A. Black en R.L. Schweitzer (2014) Appointments of academic directors. *Journal of Corporate Finance*, 28, 135–151.

Xie, G. en Y. Hao (2017) *Military experience and corporate social responsibility: Evidence from China*. SSRN Working Paper.