



## Hoe effectief is ons corporate governancesysteem?

**Auteur(s):**

Cools, K.

Praag, C.M.van.

Cools is vice-president bij The Boston Consulting Group en deeltijd hoogleraar corporate finance aan de Rijksuniversiteit Groningen. Van Praag is universitair hoofddocent organisatie-economie aan de Universiteit van Amsterdam. Met dank aan Arnoud Boot voor zijn commentaar: [Cools.Kees@bcg.com](mailto:Cools.Kees@bcg.com)

**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4403, pagina 220, 16 mei 2003

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

*Topmanagers stappen vaker op. Soms is het een gepland of vrijwillig vertrek, maar in toenemende mate worden zij door de raad van commissarissen tot vertrek gedwongen. Als dit juiste beslissingen zijn, zouden die tot stijgende beurskoersen moeten leiden. In tegenstelling tot vóór 2000 leidt sindsdien een gedwongen vertrek doorgaans tot verhoogde aandelenomzettingen én een stijging van de waarde van de onderneming.*

Het voortijdig of gedwongen vertrek van topmanagers lijkt ook in Nederland schering en inslag te zijn. De afgelopen jaren zijn bestuurders voortijdig opgestapt bij onder meer abn amro, Ahold, Baan, Corus, Getronics, hbg, Koninklijke Olie (Shell), knp, Laurus, Numico, Océ, Philips, PinkRocade, Randstad, Stork, Vedior, Vopak, Wessanen en Wolters Kluwer. Bij veertien van deze negentien grotere beursfondsen betrof het vertrek bovendien onder meer de voorzitter van de raad van bestuur. Is het gedwongen vertrek van een bestuurder goed nieuws en is er hierdoor sprake van waardecreatie? Of is het een slecht teken dat een bestuurder het veld ruimt en daalt de aandelenkoers? Die vraag is een lakmoesproef voor een goed corporate governancesysteem. Corporate governance gaat immers over de organisatie van 'goed ondernemingsbestuur' en dit valt of staat met de kwaliteit en prestaties van het management. Als een manager slecht presteert zal hij moeten worden ontslagen en zal de koers stijgen. Wanneer een goed presterende manager zelf ontslag neemt dan is dat slecht nieuws en zal de aandelenkoers dalen. Met andere woorden, het effect van een gedwongen ontslag op de aandelenkoers kan geïnterpreteerd worden als een rapportcijfer voor die ontslagbeslissing door de commissarissen. Zodoende spreekt de markt een oordeel uit over de effectiviteit van het corporate governancesysteem.

### *Corporate governance en aandelenkoersen*

Aan de hand van koers- en volumereacties van aandelen op het vertrek van bestuursleden trachten we inzicht te krijgen in de effectiviteit van het Nederlandse corporate governancesysteem. Hierbij kijken we dus vooral naar de disciplinerende rol van de raad van commissarissen. Onze onderzoeksresultaten laten zien dat het Nederlandse corporate governancesysteem effectiever is geworden. Het aantal gedwongen ontslagen van bestuurders bij beursfondsen is de laatste tien jaar meer dan verdrievoudigd. Interessanter is dat sinds begin 2000 de aandelenkoersen positief reageren op gedwongen vertrek van bestuurders, terwijl vrijwillig, dus ongewenst vertrek juist leidt tot dalende aandelenkoersen. Met andere woorden, de beslissing van de raad van commissarissen om afscheid te nemen van een bestuurder is - afgaande op de reactie van beleggers - op zichzelf doorgaans juist. Daarmee is echter (nog) niet gezegd dat de effectiviteit van ons corporate governancesysteem voldoende is of dat verbeteringen onmogelijk of onnodig zouden zijn. Het is immers nog mogelijk dat de betreffende bestuurder nog veel eerder had moeten worden vervangen dan wel het selectieproces van topmanagers scheuren vertoont en de betreffende bestuurder nooit benoemd had moeten worden. Met ons onderzoek geven we antwoord op één van de twee hoofdvragen voor de commissie-Tabaksblat: hoe effectief is ons corporate governancesysteem? De twee vraag voor de commissie - of verbeteringen nodig en mogelijk zijn in ons corporate governancesysteem - kan op basis van ons onderzoek nog niet definitief worden beantwoord. Deze vraag komt in vervolgonderzoek aan bod.

### **Corporate governance in Nederland**

Corporate governance gaat over de organisatie van (goed) ondernemingsbestuur. Hoe kunnen de beste prikkels worden georganiseerd om het topmanagement de onderneming 'zo goed mogelijk' te laten besturen? De belangrijkste partijen die invloed kunnen uitoefenen op de raad van bestuur van een onderneming zijn de raad van commissarissen, (groot)aandeelhouders, potentiële overnemende bedrijven (de 'market for corporate control') en - voornamelijk in slechte tijden - ook de banken en obligatiehouders.

### *Structuurregime*

Zeer specifiek voor het Nederlandse systeem van corporate governance zijn het structuurregime en een reeks van krachtige beschermingsconstructies, waardoor de raad van commissarissen een unieke positie heeft. Het structuurregime dat sinds 1971 van kracht is, zorgt ervoor dat Nederland een zogenaamd 'two tier system' van corporate governance kent: de rollen van toezichthouder en uitvoerend management zijn verdeeld over twee verschillende organen: de raad van commissarissen respectievelijk de raad van bestuur. De raad van commissarissen heeft de wettelijke plicht erop toe te zien dat het topmanagement de onderneming bestuurt in het belang van alle belanghebbenden. Omdat bovendien de leden worden benoemd en ontslagen via het systeem van coöptatie is de raad van commissarissen een toezichthoudend orgaan dat met een grote mate van onafhankelijkheid kan opereren. Deze onafhankelijkheid wordt gecombineerd met enkele zeer belangrijke bevoegdheden, waaronder het recht om bestuurders te benoemen en te ontslaan. Dit wordt

nog eens versterkt door de machteloosheid van de aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen vanwege het bestaan van enkele - eveneens unieke - beschermingsconstructies, zoals de mogelijke uitgifte van preferente aandelen, uitgifte van prioriteitsaandelen of certificering van aandelen.

## Effectiviteit van corporate governance

Hoe effectief zijn corporate governance systemen? Om die algemene vraag te beantwoorden zijn er in de literatuur drie categorieën empirisch economisch onderzoek ontwikkeld die de relatie bestuderen tussen het ontslag van topmanagers en ondernemingsresultaten. De eerste categorie onderzoekt of het ontslag van bestuurders gerelateerd is aan de winstontwikkeling dan wel het verloop van de aandelenkoers in de voorgaande periode. De meeste van deze studies bevestigen de effectiviteit van interne 'monitoring en control'-mechanismen van slecht presterende managers omdat ze laten zien dat het gedwongen ontslag van topmanagers doorgaans wordt voorafgegaan door dalende winsten dan wel dalende aandelenkoersen. Een tweede categorie onderzoekt de relatie tussen het gedwongen vertrek van topmanagers en de lange termijn winstontwikkeling. Dit leidt tot gemengde resultaten, die suggereren dat er geen relatie zou bestaan tussen aanstelling en vertrek van managers en ondernemingsresultaten. Gedwongen ontslagen vinden slechts plaats omdat er bij dalende resultaten een zondebok moet worden aangewezen, maar leiden niet tot een ontslag en verbetering van het resultaat. Een positieve uitzondering is het gedwongen vertrek ten gevolge van 'proxy fights' (de strijd om de stemmen van aandeelhouders bij vijandige overnames bijvoorbeeld). In dergelijke gevallen stijgen de ondernemingswaarde en -resultaten doorgaans. Onze studie valt in de derde categorie studies die de effectiviteit van corporate governance systemen onderzoekt. Deze studies meten het effect op de aandelenkoers van de aankondiging van het (gedwongen) ontslag van topmanagers en meestal betreft dat de bestuursvoorzitter. Het grote aantal studies in deze categorie laat een enigszins gemengd beeld zien. Wanneer het geen gedwongen vertrek betreft (pensioen, overlijden, vrijwillig ontslag) is er meestal geen sprake van een statistisch significant koerseffect. In geval van gedwongen ontslag daarentegen is er vaak sprake van een statistisch significante, maar kleine positieve koersreactie van tussen de half en anderhalf procent op de dag van aankondiging. Dit resultaat is gevonden voor het gedwongen vertrek van Amerikaanse, Japanse en Franse bestuursvoorzitters<sup>1</sup>. Een studie naar het gedwongen ontslag van Britse bestuursvoorzitters laat daarentegen negatieve koersreacties zien, wat moeilijk te rijmen is met de bevindingen uit andere landen<sup>2</sup>. Samenvattend laten de resultaten van deze studies het volgende beeld zien. Vrijwillig vertrek leidt niet tot significante koersreacties en een vrijwillige overstap naar een andere onderneming levert meestal dalende aandelenkoersen op. Gedwongen ontslag leidt vaak, maar niet altijd, tot een stijging van de marktwaarde. Dat dit verband niet zo eenduidig is, maakt het lastig om op basis van aankondigingsstudies te concluderen dat de interne 'monitoring en control'-mechanismen van het topmanagement altijd effectief zijn. Hier blijken echter twee factoren een rol te spelen.

### Reëel en informatie-effect

Warner, Watts en Wruck hebben gesuggereerd dat ook als het corporate governance systeem goed functioneert, er twee koerseffecten mogelijk zijn op een ontslagaankondiging<sup>3</sup>. Beide effecten genereren tegengestelde koersreacties: een positief reëel effect en een negatief informatie-effect. Van een positief reëel effect is sprake wanneer het (onverwachte) ontslag in het belang van de onderneming en de aandeelhouders is, omdat een slecht functionerende manager wordt vervangen door een - naar verwachting - betere. Het negatieve informatie-effect houdt in dat de ontslagaankondiging aangeeft dat het slechter gaat met de onderneming dan tot dan toe werd aangenomen door de markt. Dit leidt tot een neerwaartse bijstelling van de verwachtingen en dus tot een koersdaling. De koersreactie bij de aankondiging van het (gedwongen) ontslag van een topmanager is dan de optelsom van beide tegengestelde effecten. Per geval kan het positieve reële of het negatieve informatie-effect sterker of zwakker zijn. Daarom is het onmogelijk om a priori een uitspraak te doen over het netto-effect.

### Aandelenomzetten

Een manier om toch na te gaan of een gedwongen ontslag van een bestuurder 'value relevant' is, is het analyseren van aandelenomzetten. De tegengestelde reële en informatie-effecten kunnen per saldo een niet significant koerseffect opleveren, maar beide type reacties leveren wel hogere aandelenomzetten op. Deze hogere omzetten worden veroorzaakt door twee verschillende groepen beleggers. De ene groep apprecieert met name het reële effect, wat duidt op effectieve corporate governance. De andere groep reageert vooral op het informatie-effect. We hebben daarom een internationaal niet eerder uitgevoerde studie gedaan naar zowel de koersreacties als de effecten op de handelsvolumes bij de aankondiging van het (gedwongen) ontslag van topmanagers in Nederland.

## Resultaten

Uit ons onderzoek (zie tekstkader) blijkt dat de geaggregeerde koerseffecten (het gemiddelde koers-effect van alle ontslagaankondigingen, dat is het gemiddelde van een reeks positieve en negatieve koerseffecten) voor de verschillende categorieën van ontslag meestal niet statistisch significant zijn, terwijl ook de economische effecten (de hoogte van de koersreactie) erg klein zijn (hooguit tussen de 0,5 en 0,7 procent). Dit komt overeen met een aantal eerdere studies op basis van Amerikaanse en Britse data. Als we kijken naar het aantal individuele ontslagen die leiden tot hetzij een positief hetzij een negatief significant individueel koerseffect, dan blijkt dat aantal op de dag van aankondiging zelf tamelijk hoog te zijn: 19,4 procent en 22,5 procent bij cmr respectievelijk mar-model (zie voetnoot 1<sup>4</sup> bij het tekstkader). Voor de subgroep gedwongen ontslagen is dat percentage zelfs dertig procent, wat ruim boven de vijf procent buitengewone rendementen ligt bij een normaal verdeelde steekproef. Dit wijst erop dat gedwongen ontslagen leiden tot significante koersreacties, hetzij positief, hetzij negatief. Het beeld wordt nog duidelijker als we de handelsvolumes op de beurs analyseren. [tabel 1](#) laat zien dat op de dag dat een gedwongen ontslag wordt aangekondigd de aantallen verhandelde aandelen aanzienlijk hoger zijn dan op een gemiddelde beursdag, bovendien met een zeer hoge statistische significantie van 99 procent. De handelsvolumes bij vrijwillig vertrek of in situaties waarin het motief onduidelijk is, zijn daarentegen niet statistisch significant hoger dan gemiddeld.

**Tabel 1. Effecten op aandelenomzet van de aankondiging van het vertrek van een bestuurder bij de honderd grootste beursfondsen, 1991-1999**

omvang	effect	t-waarde
steekproef	op omzeta	

totale groep	205	0,38c	6,10
vertrek motief bekend	188	0,39c	5,25
vertrek onverwacht	109	0,41c	3,37
vrijwillig vertrek	45	0,46	0,92
onduidelijk of vertrek vrijwillig is	37	0,41b	1,83
of gedwongen is	37	0,41b	1,83
gedwongen vertrek	27	0,31c	3,45
hoogstwaarschijnlijk gedwongen vertrek	36	0,29c	4,44
vertrek van voorzitter, vertrekmotief bekend	74	0,34c	4,93
vertrek van voorzitter, vertrek onverwacht	30	0,36c	2,85

a. Koersreacties zijn hier niet gerapporteerd omdat die doorgaans niet statistisch significant zijn voor de periode 1991-1999.

b. statistisch significant op 90 procentniveau.

c. statistisch significant op 99 procentniveau.

### Verskillende waarderings

De resultaten tonen aan dat het ontbreken van geaggregeerde koerseffecten bij gedwongen ontslag niet het gevolg is van desinteresse van beleggers, maar dat deze gebeurtenis door verschillende beleggers verschillend wordt gewaardeerd. Deze conclusie wordt nog eens versterkt door het zeer grote aantal individuele buitengewone aandelenrendementen, hetzij positief hetzij negatief, bij het gedwongen vertrek van een bestuurder. Het working paper waarin deze onderzoeksresultaten zijn gepresenteerd beslaat de periode 1991-2000<sup>4</sup>. In aanvulling daarop hebben we voor dit artikel het vertrek van alle 34 bestuurders van de top vijftig Nederlandse ondernemingen tussen 1 januari 2000 en 1 maart 2003 onderzocht en de resultaten daarvan geven een nog interessanter beeld van de effectiviteit van het Nederlandse corporate governancestelsel.

### Actievere commissarissen

Uit het aanvullende onderzoek valt op dat gedwongen vertrek de laatste jaren aanzienlijk vaker voorkomt dan in het begin van de jaren negentig. Onder de grootste vijftig beursfondsen vertrokken tussen 1990 en 1995 gemiddeld drie topmanagers per jaar, terwijl in de periode 1999-2003 gemiddeld tien topmanagers voortijdig en onvrijwillig het veld ruimen<sup>5</sup>. Dit wijst erop dat raden van commissarissen actiever zijn geworden in het beoordelen en zonodig ingrijpen in gevallen van onvoldoende presterende topmanagers, aannemende dat de kwaliteit van het management niet drastisch omlaag is gegaan de afgelopen jaren. Net als in de periode 1991-2000 zijn de omzetvolumes op de beurs bij de aankondiging van een gedwongen ontslag gemiddeld tweeënhalf keer groter dan op een gemiddelde beursdag (en bovendien statistisch significant). De geaggregeerde koerseffecten laten nu een positieve reactie zien van gemiddeld 3,2 procent in geval van gedwongen vertrek en een negatieve reactie van 2,4 procent bij vrijwillig vertrek. Dit verschil is bovendien statistisch significant op éénprocentniveau. Deze cijfers wijzen erop dat acties door de raad van commissarissen wat betreft de samenstelling van het ondernemingsbestuur effectief zijn, in die zin dat deze een waardeverhogend effect hebben. Deze conclusie geeft geen antwoord op de vraag of de commissarissen eerder of anders hadden moeten ingrijpen en daarmee meer waarde hadden kunnen of hadden 'moeten', creëren. De mogelijkheid bestaat zelfs dat het (positieve) aankondigingseffect bij gedwongen ontslag groter is naarmate de commissarissen langer wachten met het vervangen van een slecht functionerende bestuurder. In dat geval zou een sterk positieve aandelenreactie bij een gedwongen vertrek duiden op een op zichzelf juist, maar wel (veel) te laat ingrijpen door de raad van commissarissen. Dit kan weer duiden op het feit dat de benoeming van de bestuurder onterecht was, wat aangeeft dat het corporate governancestelsel suboptimaal functioneert. In een vervolgonderzoek zal ook deze vraag worden beantwoord.

### Conclusie

Hoe effectief is ons corporate governancestelsel? Het volledige antwoord op die vraag kent vele dimensies: de verdeling van verantwoordelijkheden en bevoegdheden tussen raad van bestuur, commissarissen (in een two-tier systeem) en aandeelhouders, de rol van werknemers, verschaffers van vreemd vermogen en leveranciers, de bescherming van minderheidsaandeelhouders, het nut en de efficiëntie van beschermingsconstructies en de mate van transparantie bij de rapportage van resultaten en het communiceren van verwachte resultaten, de beloningsstructuur en de strategie. Uiteindelijk wordt de kwaliteit van corporate governance echter bepaald door de kwaliteit en inzet van de topmanagers. Daarom is de lakmoesproef voor de effectiviteit van elk corporate governancestelsel de vraag of de toezichthouders bij machte zijn in te grijpen als het management faalt. Een manier om vast te stellen of dat mechanisme aanwezig is, is te analyseren of het gedwongen ontslag van topmanagers leidt tot waardecreatie. Onze lakmoesproef laat voor de periode 1991-1999 zien dat het gedwongen ontslag van topmanagers in ieder geval relevante informatie bevat over de (toekomstige) resultaten van de onderneming en over de kwaliteit van de betrokken bestuurder. Sinds de eeuwwisseling is dit beeld nog interessanter geworden. Op de eerste plaats is het aantal gedwongen ontslagen van bestuurders meer dan verdrievoudigd. Bovendien, en veel belangrijker, kan vastgesteld worden dat sindsdien het - door commissarissen - afgedwongen ontslag van topmanagers doorgaans een juiste beslissing is. Het verhoogt de waarde van de onderneming en werkt hoogstwaarschijnlijk preventief. Dit resultaat geeft een antwoord op een van de kernvragen voor de commissie-Tabaksblat: is ons corporate governancestelsel effectief? Lopend onderzoek geeft antwoord op de vraag of het optimum is bereikt en of verdere verbeteringen in ons corporate governancestelsel gewenst en mogelijk zijn, en de vraag of commissarissen niet eerder dan wel anders hadden moeten ingrijpen.

<sup>1</sup> Zie onder andere K. Bonnier en R.F. Bruner, An analysis of the stock price reaction to management change in distressed firms, Journal of Accounting and Economics, jrg. 11, 1986, blz. 95-106; J.K. Kang en A. Shivdasani, Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover, Review of Financial Studies, jrg. 9, 1996, blz. 1061-1095; I. Dherment-Ferere en L. Renneboog, Share price reactions to CEO resignations and large shareholder monitoring in listed French companies, working paper Tilburg University, Tilburg, 2000; D.J. Denis en D.K. Denis, Performance changes following top management dismissals, Journal of Finance, jrg. 50, 1995, blz. 1029-1057.

2 E. Dedman en S.W-J. Lin, Shareholder wealth effects of CEO departures: evidence from the UK, discussion paper, University of Bristol, oktober 2000.

3 J. B. Warner, R.L. Watts en K.H. Wruck, Stock-prices and top management changes, Journal of Financial Economics, jrg. 20, 1988, blz. 461-492.

4 K. Cools en M. van Praag, The value relevance of forced management departures: Dutch evidence, working paper, Universiteit van Amsterdam, 2003.

5 Alleen in de eerste drie maanden van 2003 was er bij de vijftig grootste beursfondsen al zeven keer sprake van het gedwongen vertrek van een bestuurder.