

Onafhankelijke commissarissen en de relatie met performance in one-tier en two-tier bestuur

Een vergelijking tussen Nederland en het Verenigd Koninkrijk

Mijntje Lückerath-Rovers en Ewout Smits

SAMENVATTING In dit artikel wordt de relatie tussen het aantal onafhankelijke commissarissen in de Board en ondernemingsprestaties onderzocht voor Nederland en het Verenigd Koninkrijk (VK). Nederland en het VK verschillen ten opzichte van elkaar in het toegepaste bestuursmodel, respectievelijk het two-tier en het one-tier bestuursmodel. In Nederland is een wetsvoorstel ingediend zodat het one-tier bestuursmodel ook wordt toegestaan. Tegenstanders van het one-tier bestuursmodel betogen dat in het one-tier bestuursmodel de onafhankelijkheid van de toezichhouders in het geding is. In dit artikel wordt aangetoond dat de aanbevelingen voor onafhankelijkheid in het VK strikter zijn en dat het percentage onafhankelijke toezichhouders ('het relatieve aantal') in het VK significant hoger is. In zowel Nederland als het VK is geen bewijs gevonden dat het relatieve aantal onafhankelijke toezichhouders de ondernemingsprestaties beïnvloedt. Wij concluderen dat op basis van de meetbare onafhankelijkheidscriteria het bezwaar tegen een veronderstelde hogere afhankelijkheid van toezichhouders in een one-tier board niet stand houdt. Dit betekent echter niet dat zachtere criteria voor onafhankelijkheid (zoals ontstaan door intensieve samenwerking tussen bestuurder en commissaris, of een hogere vergoeding van de commissarissen) anders kunnen uitwerken in een one-tier board.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel levert een bijdrage aan de discussie of de onafhankelijke positie van commissarissen bij Nederlandse ondernemingen in gevaar komt als het one-tier bestuursmodel vaker zal worden toegepast. Uit de resultaten blijkt dat dit op basis van de meetbare onafhankelijkheidscriteria uit de governance code onwaarschijnlijk is. De discussie in de toekomst zal dan ook vooral moeten gaan over de zachtere criteria van afhankelijkheid zoals afhankelijkheid die ontstaat als bestuurders en commissarissen intensiever samenwerken.

NB: Aangezien de terminologie betreffende commissarissen tussen Nederland en het VK verschilt, zal in dit artikel gesproken worden over bestuurders (executive directors) en toezichhouders (commissarissen of non-executive directors). De gezamenlijke Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen wordt aangeduid als de Board.

1 Inleiding

Op 6 november 2008 is een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer ingediend waardoor ook in Nederland het monistische, one-tier, bestuursmodel wordt toegestaan. Het Nederlandse vennootschapsrecht is in beginsel gebaseerd op het dualistische, two-tier, bestuursmodel. Het one-tier bestuursmodel is wel mogelijk maar niet expliciet in de wet vastgelegd.^{1,2} De grotere onafhankelijkheid van toezichhouders ten opzichte van uitvoerende bestuurders wordt als één van de voordelen van het dualistische model gezien.³ Het genoemde wetsvoorstel is onderdeel van de omvangrijke discussie over onafhankelijkheid van boards en het belang daarvan voor ondernemingsprestaties. Vooral in de VS is er veel onderzoek gedaan naar deze relatie; onderzoekers hebben echter ondanks de vele inspanningen tot nu toe nog niet een eenduidige relatie tussen de mate van onafhankelijkheid van de Board en ondernemingsprestaties gevonden.

In dit artikel wordt de relatie tussen het percentage onafhankelijke toezichhouders ('het relatieve aantal') in de Board en ondernemingsprestaties onderzocht voor Nederland en het Verenigd Koninkrijk (VK). Nederland en het VK verschillen ten opzichte van elkaar in het toegepaste bestuursmodel. In Nederland zitten de uitvoerende bestuurders en toezichhouders in twee afzonderlijke organen: de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen. In het VK wordt het one-tier bestuursmodel toegepast. Zowel 'executive directors' (bestuurders) als 'non-executive directors' (toezichhouders) nemen samen plaats in één 'Board of Directors'. Uitvoerende bestuurders zijn per definitie niet onafhankelijk (en dus afhankelijk) omdat zij dagelijks werkzaam zijn in de onderneming. Hoewel van de meerderheid van de toezichhouders in beide modellen verwacht wordt dat zij onafhankelijk zijn, kan een enkeling ook een afhankelijke commissaris zijn.

De vragen die in dit artikel centraal staan zijn: Leidt het verschil in bestuursmodel ook tot een andere benadering van onafhankelijkheid in de governance codes en heeft dit vervolgens gevolgen voor de mate van onafhankelijkheid

binnen de Board? Daarnaast wordt bezien of de relatie tussen onafhankelijkheid en ondernemingsprestaties anders is in beide landen.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 zullen kort de visies van drie leidende theorieën op het gebied van corporate governance aangaande het belang van onafhankelijk (intern) toezicht worden vergeleken. Paragraaf 3 beschrijft eerder wetenschappelijk onderzoek naar de relatie tussen onafhankelijk toezicht en ondernemingsprestaties. Paragraaf 4 vergelijkt de bestuursmodellen en de definitie van onafhankelijkheid voor Nederland en het VK. Paragraaf 5 beschrijft de opzet en methode van het empirisch onderzoek en paragraaf 6 beschrijft vervolgens de gevonden resultaten. Paragraaf 7 sluit af met een conclusie.

2 Onafhankelijkheid in theorie

De weerstand in Nederland tegen het one-tier bestuursmodel berust onder andere op het argument dat de onafhankelijke positie van de toezichthouder daarmee in het geding komt, en veronderstelt daarmee dat hoe hoger de mate van onafhankelijkheid, hoe beter. Niet alle theorieën ondersteunen deze veronderstelling. In het licht van dit artikel worden een tweetal, tegengestelde, theorieën kort toegelicht: de agentschaptheorie en de stewardshiptheorie.

Agentschaptheorie

Volgens de ‘agentschaptheorie’ geven de eigenaren van een onderneming (‘principalen’) de dagelijkse leiding uit handen aan managers (‘agenten’) (Jensen en Meckling, 1976). De agent en principaal streven beiden naar maximalisatie van hun eigen welvaart, maar hun belangen zijn niet altijd gelijk (Jensen en Meckling, 1976). Eventueel opportunisme van het management kan intern gecontroleerd worden door toezichthouders in de Board, die dit op een onafhankelijke manier doen. De theorie pleit dan ook voor een Raad van Commissarissen (RvC) die overwegend bestaat uit onafhankelijke toezichthouders. De RvC wordt gezien als een controleur van het management en heeft een functie als monitor in de agentschaptheorie.

Stewardshiptheorie

De stewardshiptheorie kijkt anders naar de agent/principaal relatie aan dan de agentschaptheorie. Volgens Donaldson en Davis (1991) zijn managers niet opportunistisch zoals wordt verondersteld in de agentschaptheorie, maar worden zij geacht dezelfde belangen na te streven die de principalen hebben. Managers zijn van nature betrouwbaar en professioneel gemotiveerd. Doelstellingen van agenten botsen niet met doelstellingen van principalen, omdat agenten altijd professioneel gemotiveerd zijn om de waarde van de onderneming te waarborgen (Donaldson en Davis, 1991). Zij zullen aandeelhouders niet benadelen uit

angst voor reputatieschade, agency costs worden zo automatisch geminimaliseerd (Nicholson en Kiel, 2007b). Net als in de agency theorie handelt de agent rationeel en kiest hij voor het alternatief met het hoogste nut, echter het hoogste nut van de gehele organisatie en het collectief (Davis, Schoorman en Donaldson, 1997). De rol van toezichthouders in een board is daarom ondersteunend/service gericht en niet achterdochtig van aard (Rogers, 2005). Voorstanders van de stewardshiptheorie zijn van mening dat meer bestuurders en minder onafhankelijke toezichthouders in een bestuur zal leiden tot betere prestaties. De bestuurders zijn beter in staat om besluiten te nemen in het voordeel van de onderneming. Zij hebben namelijk meer kennis over de onderneming en betere toegang tot informatie dan onafhankelijke toezichthouders (De Bos, Lückerath-Rovers en Van Zijl, 2008).

Op basis van deze theorieën kunnen we concluderen dat er geen consensus bestaat over het optimale niveau van onafhankelijkheid, meer onafhankelijke toezichthouders is niet per definitie beter.

3 Onafhankelijkheid en financiële prestaties in eerder onderzoek

Het meeste onderzoek over de mate van onafhankelijkheid van toezichthouders in relatie tot financiële prestaties is afkomstig uit de Verenigde Staten. Ook het empirisch onderzoek toont vooralsnog geen significante positieve relatie tussen onafhankelijkheid en prestaties aan (De Bos, Lückerath-Rovers en Van Zijl, 2008). Dalton e.a. (1998) onderzochten de relatie tussen de compositie van de Board en financiële prestaties met behulp van een meta-analyse onder 54 eerdere onderzoeken. Niet alle gebruikte studies hanteerden dezelfde definitie voor onafhankelijkheid; ze zijn daarom opgedeeld in vier groepen die elk een andere definitie gebruiken. De auteurs vinden een statistisch significante relatie tussen onafhankelijkheid en financiële prestaties, echter is deze zeer klein en in hun ogen niet betekenisvol. Ze concluderen dat hun resultaten noch de agency theorie noch de stewardshiptheorie ondersteunen. Rhoades e.a. (2000) vonden met behulp van een meta-analyse onder 37 studies ook een kleine positieve correlatie tussen het percentage onafhankelijke toezichthouders en financiële prestaties. De auteurs concluderen dat de bijdrage van board structuur aan financiële prestatie met minder dan één procent weliswaar klein is, maar dat deze positieve correlatie de hypothese ondersteunt dat een groter aantal onafhankelijke toezichthouders bijdraagt aan betere financiële prestaties.

Volgens Rhoades e.a. (2000) is onderzoek dat tot nu toe gedaan is naar de relaties tussen onafhankelijkheid en financiële prestaties dan ook ‘inconsistent en conflicterend’. De

literatuur op het gebied van board structuren in relatie tot financiële prestaties kan noch eenduidig de hypothese van de agency theorie noch de hypothese van de stewardship-theorie bevestigen. Daarnaast beargumenteren Hillman en Dalziel (2003) dat onderzoekers naar de relatie tussen financiële prestaties en compositie van de Board ofwel de visie van de agency theorie volgen ofwel die van de resource dependence theory. Er bestaat echter geen universele definitie voor wat 'belangrijke middelen' (resources) zijn voor een onderneming. De waarde van een middel is afhankelijk van de context en van de behoefte die een onderneming heeft aan dat middel (Nicholson en Kiel, 2007b). Hillman en Dalziel (2003) pleiten dan ook voor een integratie van de agency- en resource dependence theorie.⁴ Een board moet volgens hen in staat zijn zowel te monitoren als de onderneming te voorzien in nuttige middelen en beide zijn volgens hen, in theorie, gerelateerd aan ondernemingsprestaties. Door deze stromingen separaat te onderzoeken ontstaat een incompleet beeld van de bijdrage die het leveren van middelen én het effectief toezicht houden oplevert.

4 Vergelijking governance en onafhankelijkheid in Nederland en VK

De Combined Code in het VK kan worden beschreven als 'the mother of all codes' en is een resultaat van regelmatige updates sinds de Cadbury Code (Thomsen, 2006). De Code is ingevoerd in juni 1998 en integreerde verschillende eerder verschenen codes: Cadbury Code uit 1992, het Greenbury Report uit 1995 en het Hampel report uit 1998 (Aguilera, 2005). Ook in Nederland is de invloed uit het VK merkbaar geweest. In 1996, vijf jaar na het uitkomen van het Cadbury Report, installeerde de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) een commissie corporate governance onder leiding van Peters. Zij stelden een jaar later een Code of Best Practice (Peters Report) op, bestaande uit veertig aanbevelingen. In de pers is deze code ook wel 'The Dutch Answer to the Cadbury Report' genoemd (Cheffins, 2000). Het Peters Report werd echter gezien als een code met aanbevelingen 'zonder tanden', omdat ondernemingen richtlijnen op een volledige vrijwillige basis mochten naleven en zij niets hoefden te verantwoorden in het jaarverslag, maar na de schandalen van Ahold en Enron was er ook in Nederland een grotere bereidheid om een nieuwe code te verankeren in het BW (Bezemer et al, 2007). In Nederland werd op 9 december 2003 de Nederlandse Corporate Governance Code gepresenteerd door de Corporate Governance Commissie onder leiding van Morris Tabaksblat, van toepassing op alle beursgenoteerde ondernemingen (Cheffins, 2000).

One-tier versus two-tier

Het Verenigd Koninkrijk maakt net als de meeste EU-landen gebruik van een one-tier bestuursmodel als

board structuur. Een voordeel van het one-tier bestuursmodel is de betere relatie tussen uitvoerende en toezicht houdende bestuurders en een betere informatie-uitwisseling tussen deze twee groepen (Gregory en Simmelkjaer, 2002). In theorie heeft een toezichthouder in een one-tier bestuursmodel directe toegang tot relevante informatie. Hij is intensiever betrokken bij de besluitvorming binnen de onderneming en kan zich niet verschuilen achter het feit dat ze alleen maar retrospectief toezicht houden; hierdoor heeft hij meer drijfveren om zoveel mogelijk relevante informatie te vergaren (Jungmann, 2006).

In Europa hebben landen als Frankrijk, Duitsland en Nederland⁵ het two-tier bestuursmodel, bestaande uit een Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen. De scheiding tussen bestuur en toezicht wordt door de voorstanders van het two-tier model als het grootste voordeel gezien ten opzichte van het one-tier model (Jungmann, 2006). Door deze scheiding zijn de toezichthouders in de RvC in staat een onafhankelijk oordeel te vellen over de voorstellen van de RvB (Maassen en Van den Bosch, 1999). Een nadeel is echter dat bij een two-tier bestuur het toezicht achteraf plaatsvindt, terwijl er bij one-tier besturen sprake is van toezicht gedurende het besluitvormingsproces. De toezichthouders binnen een two-tier systeem zijn minder betrokken bij bestuur en beleidsbepaling, aangezien zij meer retrospectief werken, terwijl de rol van non-executives binnen het one-tier systeem reactief is (Jungmann, 2006). Overigens betwijfelen Maassen en Van den Bosch (1999) of de RvC wel echt onafhankelijk kan zijn, omdat leden van de RvC en RvB ook contact hebben met elkaar in officiële vergaderingen of daarbuiten. Van Ees e.a. (2007) waarschuwen dat in slechte tijden de roep van de aandeelhouder om meer onafhankelijke toezichthouders toeneemt, omdat deze eerder geneigd zouden zijn om in te grijpen bij beslissingen van het topmanagement en dat daarmee een omgekeerde relatie tussen onafhankelijke toezichthouders en prestaties gevonden zou kunnen worden.

De redenen om in Nederland tot aanpassing van de wet over te gaan is vooral gelegen in het vergroten van de aantrekkelijkheid van Nederland voor het internationale bedrijfsleven (internationaal is het one-tier bestuursmodel leidend) en daarnaast zou het intern toezicht door toezichthouders (waarop veel maatschappelijke kritiek) verbeterd worden. Er is een trend zichtbaar dat het one-tier model en het two-tier model naar elkaar groeien (De Bos, Lückerath-Rovers en Van Zijl, 2008; Peij, 2007; Hopt en Leyens, 2004). Deze trend is onder meer een gevolg van de toenemende invloed van internationale overheden, aandeelhouders en andere belanghebbenden (Peij, 2007). In landen met een one-tier model wordt een grotere scheiding tussen toezicht en uitvoering betracht, terwijl er in het two-tier model

meer directe betrokkenheid is van toezichhoudende bestuurders bij beslissingen van het management. Daarnaast worden in een one-tier model meer onafhankelijke subcommissies in het leven geroepen (Peij, 2007). De twee modellen tonen zo steeds meer gelijkenissen. Kenmerkend is dat de Europese Commissie geen voorkeur heeft voor één van beide bestuursmodellen, aangezien volgens hen goede onafhankelijkheid kan worden bereikt in beide modellen.⁶

Definitie onafhankelijkheid

Het definiëren van 'de onafhankelijkheid van een toezichhoudende bestuurder' is een moeilijke kwestie (Aguilera, 2005). Deze definitie verschilt bijna in elke code en in elk land (Gregory en Simmelkjaer, 2002). Corporate Governance codes pleiten allemaal voor een significant aantal onafhankelijke toezichhouders in de board. Er is echter geen consensus voor een duidelijke verdeling tussen uitvoerende bestuurders, toezichhouders en binnen deze groep onafhankelijke toezichhouders. De Europese Commissie heeft een statement met bijbehorende minimumeisen gegeven voor onafhankelijkheid: 'A director is considered

to be independent when he is free from any business, family or other relationship – with the company, its controlling shareholder or the management of either – that creates a conflict of interest such as to jeopardize exercise of his free judgement'.⁷

In het Verenigd Koninkrijk is onafhankelijkheid één van de belangrijkste elementen uit de Combined Code (Thomsen, 2006). Dit is een aanscherping ten opzicht van de eerdere Cadbury Code. In de Cadbury Code moesten minstens drie bestuurders toezichhouders zijn en minsten twee moesten een onafhankelijke status hebben, in de Combined Code moet de meerderheid van de board, inclusief voorzitter van toezichhoudende bestuurders onafhankelijk zijn in hun relatie met de uitvoerende bestuurders. In paragraaf A 3.1 van de Code staan de eisen voor onafhankelijkheid van een 'non-executive director' (zie figuur 1).

De aanbevelingen in de Code Tabaksblat lijken sterk op de aanbevelingen in de Combined Code. Een commissaris geldt als onafhankelijk, indien de in figuur 2 genoemde afhankelijkheidscriteria niet op hem van toepassing zijn.

Figuur 1 Onafhankelijkheidseisen VK

De Board moet verklaren wanneer hij vaststelt dat een toezichhouder onafhankelijk is (vanwege het bestaan van relaties of omstandigheden die relevant lijken voor deze verklaring), en moet ook verklaren als de toezichhouder:

- (1) in de vijf jaar voorafgaande aan de benoeming werknemer van de vennootschap of een gelieerde vennootschap is geweest;
- (2) in de drie jaar voorafgaande aan de benoeming een directe belangrijke zakelijke relatie met de vennootschap heeft gehad of als partner, aandeelhouder, bestuurder of werknemer een hoge positie heeft bekleed in een orgaan die een dergelijke belangrijke zakelijke relatie heeft met de vennootschap;
- (3) een persoonlijke financiële vergoeding van de vennootschap ontvangt, anders dan de vergoeding die voor de als commissaris verrichte werkzaamheden wordt ontvangen en voor zover zij niet past in de normale uitoefening van bedrijf, een aandelenpakket in de vennootschap heeft of een prestatiegerichte betaling, of een pensioenuitkering krijgt;
- (4) hechte familiebanden heeft met adviseurs, bestuurders of werknemers die een hoge functie bekleeden in de onderneming;
- (5) bestuurslid is van een vennootschap waarin een bestuurslid van de vennootschap waarop hij toezicht houdt commissaris is of op andere significante manier met deze bestuurders verbonden is;
- (6) een belangrijke aandeelhouder vertegenwoordigt;
- (7) al meer dan negen jaar zitting heeft in de board vanaf de datum van de eerste benoeming.

Figuur 2 Onafhankelijkheidseisen Nederland

De betrokken commissaris wordt als afhankelijk gezien als hij, dan wel zijn echtgenoot, geregistreerde partner of een andere levensgezel, pleegkind of bloed- of aanverwant tot in de tweede graad:

- (1) in de vijf jaar voorafgaande aan de benoeming werknemer of bestuurder van de vennootschap of een gelieerde vennootschap is geweest;
- (2) een persoonlijke financiële vergoeding van de vennootschap of van een aan haar gelieerde vennootschap ontvangt, anders dan de vergoeding die voor de als commissaris verrichte werkzaamheden wordt ontvangen en voor zover zij niet past in de normale uitoefening van bedrijf;
- (3) in het jaar voorafgaande aan de benoeming een belangrijke zakelijke relatie met de vennootschap of een aan haar gelieerde vennootschap heeft gehad;
- (4) bestuurslid is van een vennootschap waarin een bestuurslid van de vennootschap waarop hij toezicht houdt commissaris is;
- (5) een aandelenpakket van ten minste tien procent in de vennootschap houdt (daarbij meegerekend het aandelenbezit van natuurlijke personen of juridische lichamen die met hem samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst);
- (6) bestuurder of commissaris is bij of anderszins vertegenwoordiger is van een rechtspersoon welke ten minste tien procent van de aandelen in de vennootschap houdt, tenzij het gaat om groepsmaatschappijen;
- (7) gedurende de voorgaande twaalf maanden tijdelijk heeft voorzien in het bestuur bij belet en ontstentenis van bestuurders.

Samenvattend komt het er op neer dat een commissaris onafhankelijk is indien hij geen relationele banden met de ondernemingen heeft (gehad), bovendien zijn financiële relaties met de onderneming ook beperkt toegestaan (De Bos, Lückerath-Rovers en Van Zijl, 2008). De grote lijnen van beide codes zijn hetzelfde, twee belangrijke verschillen zijn:

- In het Verenigd Koninkrijk moet minstens de helft van de board bezet zijn door toezichthouders. In Nederland staan er in de Code Tabaksblad geen aanbevelingen voor een verplicht minimum aantal toezichthouders.
- In het Verenigd Koninkrijk moet elke toezichthouder onafhankelijk zijn, er geldt dus een eis voor 100 procent onafhankelijkheid. In Nederland staat in de Code Tabaksblad de aanbeveling dat alle toezichthouders in de board, met uitzondering van maximaal één persoon, onafhankelijk moeten zijn op basis van de criteria van bepaling III.2.2.⁸

Tabel 1 geeft een samenvatting van de vergelijking tussen Nederland en het Verenigd Koninkrijk. Naast de hierboven genoemde verschillen wordt tevens nog het nuanceverschil genoemd tussen het apply or explain principe ('pas toe of leg uit') in Nederland en het comply or explain principe ('voldoe of leg uit') in het VK. Dit betekent dat in Nederland ook het uitleggen in plaats van toepassen van de Code voldoet aan naleving van de Code Tabaksblad. Dit is in het VK strikter gedefinieerd, de onderneming voldoet niet aan de Combined Code als het principe niet wordt toegepast, ook niet als het wordt uitgelegd.

Onafhankelijkheid werd altijd als een groot voordeel genoemd van het two-tier bestuursmodel in een stakeholder-georiënteerde omgeving.⁹ Een shareholder-georiënteerd land als het Verenigd Koninkrijk lijkt echter een inhaalslag te hebben gemaakt nu de verschillen tussen bestuursmodellen kleiner worden. De criteria voor onafhankelijkheid in beide codes lijken dan ook sterk op elkaar, een onafhankelijke commissaris is in beide landen vergelijkbaar. Daarentegen wordt in het VK een hogere mate van

onafhankelijkheid binnen de Board gevraagd; dit betekent dat in onderhavig onderzoek een hogere mate van onafhankelijkheid wordt bereikt in het VK. Over de daadwerkelijke invulling van onafhankelijk gedrag, los van de harde criteria uit de codes, valt niets te zeggen.

5 Methode en onderzoek

Dataset

De data in het onderzoek zijn afkomstig uit de Spencer Stuart Board Indices van Nederland en het VK (Spencer Stuart, 2006). De UK Board Index omvat de 150 grootste ondernemingen gemeten naar beurswaarde. De Netherlands Board Index bevat de 100 grootste beursgenoteerde ondernemingen in 2006. Spencer Stuart verzamelt informatie aan de hand van vragenlijsten, jaarverslagen en internet. De omvang van de board en overige board data zijn in deze gevallen genomen zoals zij waren op 31 juli 2006. De VK dataset bestaat uiteindelijk uit 135 ondernemingen vanwege fusies en delistings. De dataset van Nederland bestaat uiteindelijk uit 86 ondernemingen. Zes ondernemingen vielen af vanwege fusies en delistings. Nog eens acht ondernemingen vielen af omdat voor deze ondernemingen het aantal onafhankelijke toezichthouders niet gegeven is door Spencer Stuart.

Variabelen

Variabelen financiële prestaties

De variabelen voor financiële prestaties zijn de afhankelijke variabelen in het onderzoek. De financiële resultaten zijn gemeten over de jaren 2006 en 2007, de data zijn afkomstig van Worldscope.

Op basis van de gebruikte variabelen in eerdere studies zijn de volgende meetwaarden in deze studie gebruikt:

- Rentabiliteit Eigen Vermogen (REV) (nettowinst gedeeld door boekwaarde eigen vermogen)
- Rentabiliteit geïnvesteerd Vermogen (RIV) (nettowinst plus rente gedeeld door geïnvesteerd vermogen)

Tabel 1 Vergelijking Verenigd Koninkrijk en Nederland

Land	Board Structuur	Corporate Governance Code	Eisen onafhankelijkheid	GEO dualiteit	Principe Code
Verenigd Koninkrijk	One-tier	Combined Code	Minimaal 50% is toezichthouder en onafhankelijk (exclusief voorzitter)	Scheiding vereist	'Comply or explain'
Nederland	Two-tier, uitzonderingen mogelijk	Code Tabaksblad	Alle toezichthouders onafhankelijk, met uitzondering van maximaal één persoon	Scheiding vereist in one-tier model	'Apply or explain'

- Rentabiliteit Totaal Vermogen (RTV) (netto winst gedeeld door balanstotaal)
- Tobin's Q (marktwaarde eigen vermogen plus boekwaarde vreemd vermogen)/totaal vermogen

Onafhankelijkheid

De mate van onafhankelijke toezichthouders is op twee manieren gemeten, als een relatieve maatstaf en als een dummy. De relatieve onafhankelijkheid is het procentuele aandeel onafhankelijke toezichthouders in de totale board. Daarnaast is er gebruik gemaakt van een dummy variabele met de waarde 1 als de toezichthouders allen onafhankelijk zijn (=100%) en waarde 0 als niet alle toezichthouders onafhankelijk zijn (<100%). In het VK wordt 100% onafhankelijkheid aanbevolen, in Nederland mag er één afhankelijke toezichthouder plaats nemen in de board. Spencer Stuart gaf voor de Nederlandse situatie aan dat bij 54 toezichthouders, verdeeld over 40 ondernemingen, de onafhankelijkheidsstatus niet bekend was. Dit betekent dat de onafhankelijkheidsvariabelen, zowel de dummy als het percentage niet met zekerheid vast te stellen zijn. Deze toezichthouders zouden namelijk zowel onafhankelijk als afhankelijk kunnen zijn. Het weglaten van deze toezichthouders uit de analyse zou ook gevolgen hebben voor de andere variabelen zoals de omvang van de Board of het percentage toezichthouders in de Board. Voor deze ondernemingen zijn daarom de onafhankelijkheidsvariabelen tweemaal berekend, eenmaal alsof al deze toezichthouders onafhankelijk zijn (best-casescenario) of alsof ze allen afhankelijk zijn (worst-casescenario). Vervolgens is gekeken of de vergelijking met het VK hierdoor verandert.

Controlevariabelen

De controlevariabelen in deze studie zijn omvang van de onderneming (balanstotaal) en de omvang van de board.

6 Resultaten

A. Beschrijvende statistiek

Tabel 2 geeft de verdeling van het aantal ondernemingen met 100% - en minder dan 100% - onafhankelijke toezichthouders in Nederland en het VK. In Nederland zijn in ieder geval bij 27 ondernemingen alle toezichthouders (=100%) onafhankelijk, bij 59 ondernemingen zijn niet alle toezichthouders onafhankelijk (<100%). Van de 135 ondernemingen in het VK zijn bij 104 ondernemingen alle toezichthouders onafhankelijk, bij 31 ondernemingen is geen sprake van 100% onafhankelijk toezichthouders (daarnaast geven twee ondernemingen aan dat de CEO tevens voorzitter van de RvC is). In het VK zijn dus relatief meer ondernemingen met 100% onafhankelijke toezichthouders (77%) dan in Nederland (31%). Dit verschil is statistisch significant (Chi-square 45,3). Indien we ervan uitgaan dat de toezichthouders van wie geen onafhankelijkheidsstatus bekend was, allen onafhankelijk zijn, zou in Nederland 55% van alle RvC's 100% onafhankelijk zijn. Dit is nog steeds een significant verschil met de 77% in het VK. De verklaring hiervoor kan worden gevonden in de aanbevelingen over onafhankelijkheid in beide corporate governance codes. In het Verenigd Koninkrijk moet de helft van de gehele board (RvB en RvC) worden bezet door onafhankelijke toezichthouders. In Nederland moeten alle toezichthouders (de RvC) met uitzondering van één persoon onafhankelijk zijn. In de Code Tabaksblat staat dus geen eis van 100%.

Tabel 3 geeft een overzicht en een verschillenanalyse van het percentage onafhankelijke toezichthouders alsook andere board karakteristieken, waaronder de omvang van de Board en de verdeling tussen bestuurders en toezichthouders. Ook hieruit blijken significante verschillen in de compositie van de board tussen Nederland en het VK, zelfs in de situatie dat we ervan uitgaan dan alle toezichthou-

Tabel 2 Verdeling ondernemingen naar 100% onafhankelijkheid

	n	<100% onafhankelijk	100% onafhankelijk
Nederland			
- worst case ^a	86	59 (68,6%)	27 (31,4%)
- best case ^b	86	39 (45,4%)	47 (54,6%)
VK	135	31 (23,0%)	104 (77,0%)
Totaal	221	90 (40,7%)	131 (59,3%)

^a Worst-casescenario: de toezichthouders waarvan de onafhankelijkheid niet bekend was, zijn allen verondersteld afhankelijk te zijn, Pearson Chi-square 45,3; $p < 0,01$;

^b Best-casescenario: de toezichthouders waarvan de onafhankelijkheid niet bekend was, zijn allen verondersteld onafhankelijk te zijn, Pearson Chi-square 13,0; $p < 0,01$.

Tabel 3 Verschillenanalyse samenstelling van de Board

	Gemiddelde NL N=86	Gemiddelde VK N=135	Vershil VK t.o.v. NL	t-waarde
Omvang totale Board (#)	9,0	10,9	+17,5%	4,7***
Aantal (uitvoerende) bestuurders (#)	3,3	3,7	+10,6%	2,1**
Aantal toezichhouders (#)	5,6	7,2	+21,1%	4,9***
Aantal Worst case^a onafhankelijke toezichhouders (#)	4,3	6,8	+36,3%	9,0***
Best case^b	5,0		+26,4%	6,2***
Percentage bestuurders (%)	37,3%	34,4%	-8,3%	2,3**
Percentage toezichhouders (%)	62,7%	65,5%	+4,4%	2,4**
Percentage Worst case onafhankelijke toezichhouders (%)	76,7%		+19,8%	9,3***
Best case	89,2%	95,7%	+6,8%	3,8***

^a Worst-casescenario: de toezichhouders waarvan de onafhankelijkheid niet bekend was, zijn allen verondersteld afhankelijk te zijn. ^b Best-casescenario: de toezichhouders waarvan de onafhankelijkheid niet bekend was, zijn allen verondersteld onafhankelijk te zijn. * = $p < 0,1$; ** = $p < 0,05$; *** = $p < 0,01$.

ders van wie de onafhankelijkheid niet bekend was, onafhankelijk zijn (best-case).

In het VK heeft de gemiddelde Board bijna twee leden meer dan in Nederland (10,9 vs. 9,0). Het verschil in omvang komt grotendeels voor rekening van de toename in het aantal toezichhouders (in VK 1,6 toezichhouder meer). De verschillen in de absolute aantallen bestuurders en/of (onafhankelijke) toezichhouders zijn allen significant. Relatief gezien zijn de percentages uitvoerende bestuurders en toezichhouders nagenoeg gelijk, een verdeling van iets meer dan een derde bestuurders en tweederde toezichhouders. In Nederland schuift deze verdeling echter op ten gunste van het aantal bestuurders. Opvallend is het percentage onafhankelijke toezichhouders. Dit percentage is in het Verenigd Koninkrijk fors groter dan in Nederland (96% om minimaal 77% (worst case) en maximaal 89% (best case)). Ook relatief gezien

verschilt Nederland significant met het VK als het gaat om de compositie van de board, en vooral ook wat betreft het aandeel van de onafhankelijke toezichhouders. Het vergelijken van de medianen levert geen andere significante resultaten op dan het vergelijken van de gemiddelden.

Tabel 4 toont de verschillenanalyse tussen de vier financiële variabelen. Alleen het gemiddelde REV is significant hoger in het VK dan in Nederland, de overige variabelen verschillen niet significant. Een nadere analyse van de medianen van deze variabelen (hier niet getoond) laat echter zien dat het verschil in de gemiddelde REV vooral veroorzaakt wordt door enkele extreme waarden. Het verschil in medianen is dan ook voor geen enkele van de vier financiële variabelen significant. Op basis daarvan concluderen wij dat Nederland en het VK niet significant verschillen wat betreft de financiële prestaties.

Tabel 4 Verschillenanalyse financiële variabelen, gemiddelden over 2005-2006

	Gemiddelde NL N=81	Gemiddelde VK N=121	Vershil VK t.o.v. NL	t-waarde
Rentabiliteit eigen vermogen (REV)	18,4%	30,5%	+39,7%	2,1**
Rentabiliteit geïnvesteerd vermogen (RIV)	15,1%	16,2%	+6,5%	0,5
Rentabiliteit Totaal Vermogen (RTV)	9,4%	9,4%	+0,4%	0,03
Tobin's Q	1,45	1,44	-2,0%	0,2

* = $p < 0,1$ ** = $p < 0,05$ *** = $p < 0,01$

Correlatieanalyse is gebruikt om onderlinge relaties aan te geven tussen de belangrijkste variabelen in het onderzoek. Tabel 5 toont de Pearson-correlaties voor het VK en Tabel 6 voor Nederland. Voor het VK geven de correlatiecoëfficiënten aan dat de kans op aanwezigheid van onafhankelijke toezichthouders afneemt als de board groter is ($p < 0,01$). Ook is de kans kleiner dat bij een grotere board alle toezichthouders 100% onafhankelijk zijn ($p < 0,01$). Deze correlaties impliceren dat het moeilijk is om bij een toename in de omvang van de board te blijven voldoen aan de aanbevelingen in de Combined Code. Het percentage onafhankelijke toezichthouders in de board is signi-

ficant negatief gecorreleerd met REV ($p < 0,05$). De correlaties met RIV, RTV en Tobin's Q zijn negatief maar alle drie niet significant. In Nederland lijkt de omvang van de board geen invloed te hebben op het percentage onafhankelijke toezichthouders. Net als in het VK is er wel een significant negatieve correlatie tussen de omvang van de Board en 100% onafhankelijke toezichthouders. In tegenstelling tot het VK is in Nederland de REV positief en significant gecorreleerd met het percentage onafhankelijke toezichthouders. De overige drie prestatie maatstaven tonen geen significante correlatie met de mate van onafhankelijkheid.

Tabel 5 Pearson correlaties voor het Verenigd Koninkrijk, n=121

	1	2	3	4	5	6	7
1 Onafhankelijke toezichthouders (%)	1,00						
2 Onafhankelijke toezichthouders (dummy)	0,91***	1,00					
3 REV	-0,21**	-0,10	1,00				
4 Tobin's Q	-0,02	0,00	0,41***	1,00			
5 RIV	-0,02	0,01	0,52***	0,67***	1,00		
6 RTV	0,04	0,06	0,42***	0,79***	0,84***	1,00	
7 Totaal board	-0,32***	-0,30***	0,09	-0,17*	-0,14	-0,10	1,00
8 Omvang ondernemingen (log TA 2006)	-0,02	-0,10	-0,14	-0,55***	-0,38***	-0,46***	0,64***

* = $p < 0,1$; ** = $p < 0,05$; *** = $p < 0,01$

Tabel 6 Pearson correlaties Nederland, n=81

	1	2	3	4	5	6	7
1 Onafhankelijke toezichthouders (%)	1						
2 Onafhankelijke toezichthouders (dummy)	0,74***	1					
3 REV	0,28**	0,07	1				
4 Tobin's Q	-0,02	0,03	,12	1			
5 RIV	0,18	0,08	0,83***	0,26**	1		
6 RTV	0,17	0,10	0,76***	0,35***	0,94***	1	
7 Totaal board	0,03	-0,23**	0,06	0,13	0,00	-0,00	1
8 Omvang ondernemingen (log TA 2006)	0,03	-0,21*	0,19*	-0,36***	0,07	0,34	0,83***

* = $p < 0,1$; ** = $p < 0,05$; *** = $p < 0,01$. Deze correlatiematrix toont de correlaties voor de situatie waarbij alle toezichthouders waarvan de onafhankelijkheid niet bekend was als onafhankelijk zijn gekwalificeerd (worst-case). In de andere situatie (best-case) zouden de tekens en de mate van significantie niet gewijzigd zijn.

Tabel 7 toont de resultaten van de regressieanalyse met als afhankelijke variabele REV voor zowel Nederland als het VK. In het controlemodel (model 1) zijn enkel de omvang van de onderneming en de omvang van board als verklarende variabelen opgenomen. Modellen 2 en 3 tonen respectievelijk de resultaten met toegevoegd een dummy variabele voor 100% onafhankelijkheid en de relatieve onafhankelijkheid. Ook in de regressieanalyse is een interessante tegenstelling waarneembaar tussen Nederland en het VK. In Nederland heeft in alle modellen de omvang van de onderneming een significant positieve relatie met het REV, in het VK is deze relatie in alle modellen significant negatief. Voor wat betreft de onafhankelijkheid van de toezichthouders, geldt dat alleen het percentage onafhankelijke toezichthouders in Nederland (model 3) een positieve significante relatie vertoont met de ondernemingsprestaties. De adjusted R2 verbetert in dit model van 0,05 naar (nog steeds lage) 0,11. De resultaten kunnen een indicatie zijn dat 100% onafhankelijkheid geen toegevoegde waarde heeft voor ondernemingsprestaties, maar dat het optimale niveau van onafhankelijkheid in de Board in Nederland nog niet bereikt is. In het VK voegen de onafhankelijkheidsvariabelen weinig toe.

De Nederlandse modellen zijn enkel getoond voor de situatie waarbij alle toezichthouders waarvan de onafhanke-

lijkheid niet bekend was als afhankelijk zijn gekwalificeerd (worst-case scenario).

Beperkingen van het onderzoek

Endogeniteit

Een onderzoek als dit wordt bemoeilijkt door causaliteit en kruisverbanden tussen onafhankelijkheid en andere prestatiebevallende factoren. 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. Ook Hermalin en Weisbach (2003) noemen endogeniteit een belangrijk aspect om rekening mee te houden. Zij suggereren dat slechte financiële prestaties ook kunnen leiden tot een toename van onafhankelijkheid in boards. Door dit effect lijken ondernemingen met een groot aantal onafhankelijke toezichthouders er per definitie slecht van af te komen.

Metten van onafhankelijkheid

De relatieve onafhankelijkheid van de toezichthouders in deze studie is bepaald aan de hand van de harde (af te vinken) criteria zoals opgenomen in de corporate governance codes van het VK en Nederland. Minder goed meetbare, softe, criteria of de omstandigheden waarin de

Tabel 7 Relatie tussen rentabiliteit op het eigen vermogen (REV) en onafhankelijke toezichthouders

Afhankelijke variabele:	Nederland (n=81)			Verenigd Koninkrijk n=121		
	REV			REV		
Verklarende variabelen:	Model 1: Controlemodel	Model 2: Dummy	Model 3: Percentage	Model 1: Controlemodel	Model 2: Dummy	Model 3: Percentage
Constant	8,3 (1,3)	6,2 (1,0)	-7,4 (0,9)	54,8 (2,3)**	60,9 (2,2)**	141,8 (2,3)**
Omvang ondernemingen (log TA 2006)	7,6 (2,3)**	7,7 (2,4)**	7,5 (2,4)**	-21,9 (2,9)***	-21,5 (2,8)***	-18,8 (2,4)**
Totaal Board	-1,5 (1,6)	-1,4 (1,5)	-1,5 (1,7)*	5,6 (2,6)**	5,2 (2,3)**	4,1 (1,8)*
100% onafhankelijkheid (dummy)		3,5 (0,9)			-5,4 (0,5)	
Relatieve onafhankelijkheid (%)			21,2 (2,6)**			-86,8 (1,5)
F-waarde	2,9*	2,1*	4,3***	4,6**	3,1**	3,9**
Adjusted R2	0,05	0,04	0,11	0,06	0,05	0,07

* = $p < 0,1$; ** = $p < 0,05$; *** = $p < 0,01$

toezichthouder zich bevindt zouden echter ook opgenomen moeten worden in een dergelijke analyse. Bijvoorbeeld: een toezichthouder die al acht jaar in de Board zit heeft misschien een inniger band met de bestuurder dan een commissaris die zojuist is aangetreden. Ditzelfde geldt voor onafhankelijke toezichthouders in een one-tier board die vaker in het gezelschap van de bestuurders verkeren en intensiever betrokken zijn bij de onderneming dan toezichthouders in een two-tier Board. Ook de (relatieve) hoogte van de vergoeding voor een commissaris ten opzichte van zijn besteedbaar inkomen kan aanleiding zijn de ene commissaris als afhankelijker te bestempelen dan de andere aangezien dit van invloed zou kunnen zijn op de bereidheid van een commissaris zich kritisch uit te spreken of zelfs op te stappen (zie ook De Bos, Lückerath-Rovers en Quadackers, 2008). De consequenties van deze, of andere, omstandigheden voor een onafhankelijke opstelling zijn in deze studie niet meegenomen. De verschillen tussen one-tier board en two-tier board met betrekking tot onafhankelijkheid zijn wellicht vooral in deze soft criteria voelbaar. De resultaten van deze studie dienen met inachtneming van deze beperkingen geïnterpreteerd te worden.

7 Samenvatting en conclusies

Nederland en de VK hanteren een verschillend bestuursmodel, het two-tier versus one-tier bestuursmodel. Nu Nederland ook overstapt naar het one-tier bestuursmodel zijn de tegenstanders van dit model vooral bang voor de gevolgen voor de onafhankelijkheid van de toezichthouders. In de eerste paragraaf is kort beschreven dat vanuit de theorie geen overeenstemming bestaat over de optimale mate van onafhankelijkheid. Agentschaptheorie en stewardshiptheorie spreken elkaar daarin tegen. Ook bleek uit paragraaf 3 dat eerder empirisch onderzoek nog geen uitsluitsel heeft gegeven over de relatie tussen onafhankelijk toezicht en ondernemingsprestaties. In dit artikel zijn Nederland en het VK vergeleken voor wat betreft de aanbevelingen in de governance codes met betrekking tot onafhankelijke toezichthouders, het relatieve aandeel onafhankelijke toezichthouders in de Board evenals de (empirische) relatie tussen de mate van onafhankelijkheid en ondernemingsprestaties.

Voor wat betreft de onafhankelijkheidscriteria in de governance codes in het VK en in Nederland constateerden wij dat er slechts kleine verschillen zijn. Ook hieruit blijkt dat in formele zin de modellen naar elkaar toe lijken te groeien. Wel is er een verschil in het hanteren van deze criteria: in het VK hanteert men de aanbeveling dat alle toezichthouders onafhankelijkheid zouden moeten zijn, deze aanbeveling is er niet in Nederland en er wordt één afhankelijke toezichthouder toegestaan. Dit heeft gevolgen voor het relatieve aandeel onafhankelijke toezichthouders. In het

VK waren bij 77% van de ondernemingen alle toezichthouders (100%) onafhankelijk, in Nederland was dit minimaal 31% en maximaal 55% van de ondernemingen.¹⁰ Een significant verschil. Daarnaast was het gemiddelde percentage onafhankelijke toezichthouders in het VK 96% ten opzichte van minimaal 77% en maximaal 90% in Nederland.

Voor beide landen zijn in het onderzoek geen significante relaties gevonden tussen ondernemingsprestaties en de dummyvariabele voor 100% onafhankelijkheid. Ondernemingen met alleen maar onafhankelijke toezichthouders lijken niet significant beter te presteren. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat ondernemingen ook teveel aan onafhankelijke toezichthouders kunnen hebben. Dit sluit ook aan bij de gevonden tegengestelde relatie tussen het percentage onafhankelijke toezichthouders en rentabiliteit op het eigen vermogen in het VK en in Nederland. In het VK was deze relatie significant negatief en in Nederland significant positief. Een belangrijk argument hiervoor is dat een board moet bestaan uit een optimale mix van afhankelijke toezichthouders, onafhankelijke toezichthouders en uitvoerende bestuurders. Alle drie leveren ze een unieke bijdrage aan de board en de prestaties van de onderneming. Dit sluit ook aan bij de gevonden tegenstellingen in de theorievorming omtrent onafhankelijkheid in de Board en de gevonden tegengestelde resultaten in eerder empirisch onderzoek, en veronderstelt dat er een optimum bestaat. Kroeze (2005) beargumenteert dat de plaatsen die onafhankelijke toezichthouders innemen in de RvC ten koste kunnen gaan van toezichthouders met andere noodzakelijke competenties. Wellicht is het hoge percentage onafhankelijke toezichthouders in het VK voorbij het punt van de optimale mix en hebben we in Nederland een optimalere mix bereikt. Ook al vreest men voor minder onafhankelijkheid in het one-tier bestuursmodel, op basis van deze studie zou men moeten vrezen voor een teveel aan onafhankelijkheid. Aan de andere kant zou het ook kunnen zijn dat feitelijke onafhankelijkheid in beide landen in de praktijk anders wordt vormgegeven, cultuurverschillen tussen landen kunnen daarbij een grote rol spelen. Nogmaals, een dergelijke uitspraak kan pas onderbouwd worden als ook de minder voor de hand liggende, niet meetbare criteria van onafhankelijkheid onderzocht worden. ■

Dr. M. Lückerath-Rovers is universitair hoofddocent Financiële Markten en Toezicht aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Erasmus Universiteit Rotterdam.
Mr. E. Smits heeft de Master Financieel Recht aan de Erasmus Universiteit Rotterdam afgerond en rondt momenteel de Master Finance and Investments af aan Rotterdam School of Management.

Literatuur

- Aguilera, R.V. (2005), Corporate governance and director accountability: an institutional comparative perspective, *British Journal of Management*, vol. 16, Supplement, pp. 39-53.
- Bezemer, P.J., G.F. Maassen, F.A.J. Bosch van den en H.W. Volberda (2007), Investigating the development of the international and external service tasks of the non-executive directors: The case of the Netherlands, *Corporate Governance. an International Review*, vol. 15, no. 6, pp. 1119-1129.
- Bos, A. de, M. Lückérath-Rovers en N. van Zijl (2008), Zorg over onafhankelijkheid in een one-tier board: Terecht of niet? *Goed Bestuur*, vol. 1, pp. 12-21.
- Bos, A. de, M. Lückérath-Rovers en L. Quadackers (2008), Slagvaardig maar gebonden, *Het Financieele Dagblad*, 11 January 2008, p. 9.
- Cheffins, B.R. (2000), Corporate governance reform: Britain as an exporter, *Hume Papers on Public Policy*, vol. 8, no. 1, pp. 10-28. Republished in Thomas Clarke (ed.), *Corporate Governance: Critical Perspectives on Business and Management*, vol. 1 (London: Routledge, 2004).
- Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand en J.L. Johnson (1998), Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, vol. 19, pp. 269-290.
- Davis, J.H., F.D. Schoorman en L. Donaldson (1997), Toward a stewardship theory of management, *The Academy of Management Review*, vol. 22, no. 1, pp. 20-47.
- 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.
- 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; zie: <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/DiversiteitonderzoekRuG.pdf>.
- Gregory, H.J. en R.T. Simmelkjaer (2002), *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states*, Weil, Gotshal en Manges LLP, in consultation with the EASD and ECGN; zie: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf.
- 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.
- Hermalin, B.E. en M.S. Weisbach (2003), Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature, *Economic Policy Review*, vol. 9, no. 1, pp. 7-26.
- Hillman, A.J. en T. Dalziel (2003), Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives, *Academy of Management Review*, vol. 28, no. 3, pp. 383-396.
- Hopt, K.J. en P.C. Leyens (2004), Board models in Europe - recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy, *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, no. 2, pp. 135-168.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Jungmann, C. (2006), The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems, *European Company and Financial Law Review*, vol. 3, no. 4, pp. 426-474; 426.
- Kroeze, M.J. (2005), Onafhankelijkheid van commissarissen, *Ondernemingsrecht*, vol. 7, no. 8, pp. 272-278.
- Maassen, G.F. en F.A.J. Van den Bosch (1999), On the supposed independence of two-tier boards: Formal structure and reality in the Netherlands, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 7, no. 1, pp. 31-37.
- Nicholson, G.J. en G.C. Kiel (2007a), 'Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance', *Corporate Governance. an International Review*, vol. 15, no. 4, pp. 585-608.
- Nicholson, G.J. en G.C. Kiel (2007b), Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 14, no. 4, pp. 585-608; 585.
- Peij, S.C. (2007), 'Rijnlands' eenlaags bestuursmodel heeft de toekomst: Nieuwe arrangementen voor scheiding van bestuur en toezicht, *Goed Bestuur*, no. 4, pp. 26-32.
- Pfeffer, J. en G.R. Salancik (eds) (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, New York: Harper & Row.
- Rhoades, D.L., P.L. Rechner en C. Sundaramurthy (2000), Board composition and financial performance: A meta-analysis of the influence of outside directors, *Journal of Managerial Issues*, vol. 12, no. 1, pp. 76-91.
- Rogers, M. (2005), *Contingent corporate governance: A challenge to universal theories of board structure*, University of Sydney and University of South Wales; zie: <http://handle.unsw.edu.au/1959.4/23024>.
- Spencer Stuart (2006), *The Netherlands Board Index*.
- Thomsen, S. (2006), The hidden meaning of codes: Corporate governance and investor rent seeking, *European Business Organization Law Review*, vol. 7, pp. 845-861.

Noten

1 Wetsvoorstel 6 november 2009: Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van regels over bestuur en toezicht in naamloze en besloten vennootschappen, Ministerie van Justitie. De nieuwe artikelen 129a en 239a maken invoering van een one-tier board mogelijk voor de BV en NV.

2 Voor de volledigheid: het one-tier bestuursmodel is al toegestaan in Nederland onder andere als gevolg van het Europese verdrag voor vrijheid van vestiging waarbij iedere onderneming in de EU de vrijheid heeft een bepaalde rechtsvorm te kiezen (ook Angelsaksisch).

3 Een two-tier board is niet per definitie onafhankelijker. Daarnaast moeten ook in een one-tier board vaak onafhankelijke toezichhouders plaats nemen. In de VS moet bijvoorbeeld de meerderheid van de board bestaan uit on-

afhankelijke toezichhouders (zie artikel 303A.01 van de NYSE Listed Company Manual).

4 De Resource Dependence Theory van Pfeffer en Salancik (1978) beschouwt de board (RvB en RvC) als een essentiële link tussen een onderneming en haar omgeving, en de externe bronnen ('resources') waarvan de onderneming afhankelijk ('dependence') is. Deze link is mede van invloed op de ondernemingsprestaties omdat hoe beter een onderneming verbonden is met haar stakeholders, hoe minder weerstand en meer medewerking vanuit de omgeving te verwachten is.

5 In Nederland zijn ondernemingen die niet vallen onder het structuurregime niet verplicht een Raad van Commissarissen aan te stellen; zij kunnen kiezen voor een one-tier board model. Voorbeelden van ondernemingen uit de AEX Index

met een one-tier board zijn Royal Dutch Shell, Unilever en Fortis (De Bos, Lückerath-Rovers en Van Zijl, 2008).

6 Europese Commissie, consultatiedocument 2004, p. 7.

7 Europese Commissie, consultatiedocument 2004, p. 12.

8 Code Tabaksblat, 2003, p. 16.

9 Kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance 1999, p. 4.

10 Voor de Nederlandse situatie was de onafhankelijkheidsstatus voor 54 toezichhouders onbekend, en voor Nederland is daarom steeds een best-case (alle 54 zijn onafhankelijk) en een worst-case (alle 54 zijn afhankelijk) berekend.