

Invloed van het management board op de prestaties van bedrijven in Nederland

Author: Afram Kara
University of Twente
P.O. Box 217, 7500AE Enschede
The Netherlands
a.m.kara@student.utwente.nl

Deze paper bestaat uit een onderzoek naar de invloed van de board ontwerp en board samenstelling op de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland. Het doel van deze studie is om erachter te komen welke board variabelen een positief of negatief effect hebben op de prestaties van bedrijven in Nederland. Er wordt gebruik gemaakt van een met de hand gemaakte dataset van de board variabelen met betrekking op het ontwerp en samenstelling van een board. Er wordt onderzocht of deze variabelen een invloed hebben op de prestatie van bedrijven in Nederland. Daarnaast worden er twee controle variabelen gebruikt, namelijk de grootte en leverage van de onderzochte bedrijven. Uit het onderzoek valt op te maken dat weinig board variabelen een significant invloed hebben op de bedrijfsprestatie. Het onderzoek faalt om een positieve relatie te vinden tussen het ontwerp en samenstelling van de board en de prestatie van bedrijven. Daarnaast zorgen de correlaties tussen de board variabelen ervoor dat het effect op de prestaties van bedrijven beïnvloed wordt. De lage waarde voor R^2 betekent dat de bedrijfsprestatie wordt beïnvloed door variabelen die niet in het model aanwezig zijn. De resultaten zorgen ervoor dat men zich kan afvragen of een beter corporate governance ervoor zorgt dat een bedrijf beter gaat presteren. Daarmee lijkt dit onderzoek een bijdrage te leveren aan de bestaande literatuur, waarmee het effect van corporate governance op de bedrijfsprestatie moeilijk aan te tonen is.

Supervisors: prof. dr. M.R. Kabir, H.C. van Beusichem MSc, prof. X. Huang

Keywords

Management board, Nederland, beursgenoteerde bedrijven, niet-financiële bedrijven, board ontwerp, board samenstelling, bedrijfsprestatie

Permission to make digital or hard copies of all or part of this work for personal or classroom use is granted without fee provided that copies are not made or distributed for profit or commercial advantage and that copies bear this notice and the full citation on the first page. To copy otherwise, or republish, to post on servers or to redistribute to lists, requires prior specific permission and/or a fee.

1st IBA Bachelor Thesis Conference, June 27th, 2013, Enschede, The Netherlands.
Copyright 2013, University of Twente, Faculty of Management and Governance.

1. INLEIDING

Er zijn veel studies gedaan over de prestaties van bedrijven. Uit de studie van Porter in 1985 blijkt dat vooral de structuur van een industrie bepaald of een bedrijf presteert. Echter, uit recentere studies blijkt dat juist bedrijfsspecifieke factoren belangrijk zijn om het verschil in prestaties van bedrijven te weergeven (Douma, George & Kabir, 2006). Een voorbeeld van een bedrijfsspecifieke factor is de relatie tussen de shareholders en managers of de beloningsstructuur. Een belangrijk onderdeel in het bedrijf zelf dat invloed heeft op de bedrijfsprestatie is corporate governance. Volgens Claessens zorgt een betere corporate framework ervoor dat bedrijven profiteren door een bredere toegang tot financiën, lagere kosten van kapitaal, betere prestaties en een meer gunstigere behandeling van alle stakeholders (Claessens, 2003). De corporate framework is hoe en met welke middelen een bedrijf de interesses van managers en shareholders op één lijn probeert te krijgen. De laatste jaren is de interesse in corporate governance toegenomen. Dit komt mede door de globalisatie en het ontstaan van steeds grotere bedrijven. Daarnaast hebben er ook een aantal schandalen plaatsgevonden, wat een slechte invloed hadden op de bedrijfsprestatie. Een recent voorbeeld van een schandaal is de boekhoudfraude van dochterbedrijven van Imtech in Polen en Duitsland. Het gevolg hiervan was dat de marktwaarde van Imtech hiermee halveerde en in grote problemen kwam (NOS, 2014). Hieruit blijkt dat een slechte corporate governance desastreuze gevolgen kan hebben voor de prestaties van een bedrijf.

Hoewel corporate governance vaak wordt genoemd en gebruikt, is er niet echt een duidelijke definitie. Volgens Shleifer en Vishny handelt corporate governance met de manieren waarop aanbieders van financiën aan bedrijven zichzelf verzekeren van rendement op hun investeringen (Shleifer and Vishny, 1997). Anderen hebben een andere definitie voor corporate governance. Zo stellen Monks en Minow dat corporate governance handelt met de relaties van verschillende deelnemers voor het bepalen van de richting en prestaties van corporaties (Monks and Minow, 1995). Corporate governance houdt zich bezig met de controle en richting van managers. Ook probeert corporate governance de agency kosten te verminderen. Corporate governance is belangrijk voor bedrijven om verschillende redenen. Corporate governance is cruciaal voor de bedrijfsprestatie, economische efficiëntie en sociale welzijn. Ook zorgt corporate governance voor een goede besluitvorming. Daarnaast zorgt corporate governance voor een goede controle en balans en voorkomt corporate governance het misbruik van macht.

Corporate governance bestaat uit een aantal mechanismes. Een belangrijk mechanisme dat invloed heeft op de prestaties van het bedrijf is de board of directors. De board of directors wordt gekozen door de shareholders om ervoor te zorgen dat het bedrijf goed presteert. De board of directors van bedrijven hebben de macht om belangrijke beslissingen te nemen of belangrijke beslissingen goed te keuren. Deze beslissingen gaan onder andere over het investeringsbeleid, het management beloning beleid en over het board bestuur zelf (Bhagat & Bolton, 2008). Het board bestuur is de manier waarop de board wordt bestuurd, dus of er een hiërarchie bestaat en hoe de keuzes worden gemaakt. Daarom is het voor een bedrijf belangrijk om te weten welke aspecten van de board een positief effect hebben op de prestatie van het bedrijf. Zo kunnen de grootte van de board of het aantal vrouwen in de board een bepaalde invloed uitoefenen. Het doel van deze paper is om te onderzoeken welke elementen van de board een positieve of negatieve invloed hebben op de bedrijfsprestatie van bedrijven uit Nederland. De onderzoeksvraag is dan ook: wat is het effect

van het management board op de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland?

In Nederland geldt de Civil Law, wat betekent dat er wordt vertrouwd op codes en statuten. De wet is ontwikkeld door regels en procedures, wat betekent dat de wet niet snel zal veranderen. Ook zijn er vaak minder aandeelhouders in een bedrijf dan in de Verenigde Staten (Duffhues & Kabir, 2007) en is er een hoge kwaliteit van handhaving. Dit betekent dat de bedrijven in Nederland zich aan andere wetten en regels moeten houden dan bedrijven in de Verenigde Staten of Groot-Brittannië, waar de Common Law geldt. In de Common Law landen worden investeerders sterk beschermd, heeft de kapitaalmarkt een grote invloed, zijn er veel aandeelhouders en wordt er gebruik gemaakt van een one-tier board systeem. De one-tier board houdt in dat er één board is in het bedrijf, waarin alle board leden worden gekozen door de shareholders (Jungmann, 2006). In Civil Law landen is er vaak een two-tier board. Dit betekent dat er een supervisory board en een management board bestaat (Jungmann, 2006). De supervisory board leden zijn vaak vertegenwoordigers van de aandeelhouders of werknemers. Het management board bestaat uit de managers die in het bedrijf werken. Over het algemeen houdt het management board zich meer bezig met korte-termijn beslissingen terwijl de supervisory board deze beslissingen controleert. Dit geldt voor de meeste bedrijven die in dit onderzoek worden bestudeerd.

Er is al veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen de board van een bedrijf en de bedrijfsprestatie. Echter, in een opkomende economie en een economie die in de overgang is zijn externe mechanismes minder ontwikkeld. Daarom wordt het beleid van een bedrijf vooral uitgevoerd door interne mechanismes (Douma, George & Kabir, 2006). Er zal in deze paper daarom ook vooral naar interne mechanismes gekeken worden. Daarnaast zal er niet alleen gekeken worden naar waaruit het bestuur bestaat, maar ook naar hoe het bestuur is ontworpen. Shareholders zouden deze paper kunnen gebruiken bij het samenstellen en ontwerpen van een bestuur.

De rest van de paper is als volgt georganiseerd. De volgende sectie beoordeelt de literatuur over de board of directors en alle relevante theorieën die hierbij horen. Dezelfde sectie beschrijft ook welke onderdelen van het management board zijn onderzocht en wat de hypotheses zijn. Sectie 3 geeft weer welke methode er is gebruikt om de relatie tussen het ontwerp en samenstelling van de board en de bedrijfsprestatie te analyseren. Ook beschrijft sectie 3 welk model is gebruikt en hoe de variabelen worden gemeten. Sectie 4 presenteert de resultaten van de relatie tussen de boardelementen en de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland. De data die hiervoor is gebruikt komt uit de jaarverslagen van beursgenoteerde bedrijven in Nederland. De jaarverslagen worden gebruikt om informatie te krijgen over de grootte van het management board, de beloningen voor de leden het management board, aandelen geschonken aan de managers uit het management board, de gemiddelde leeftijd van de leden van het management board, de gemiddelde ervaring van de leden van het management board, de hoeveelheid verschillende nationaliteiten van de leden van het management board, het percentage vrouwen in het management board en de bedrijfsprestatie van het bedrijf. Met behulp van deze data is vervolgens een regressie analyse uitgevoerd om de relatie tussen deze onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele weer te geven. In de laatste sectie wordt alles samengevat en afgesloten met een conclusie.

2. LITERATUUR REVIEW

Om een goed beeld te krijgen van wat de taken van een board zijn, is het belangrijk om de theorieën uit te leggen waar de boards mee te maken krijgen. Het management board maakt het

management team van het bedrijf en is verantwoordelijk voor het bereiken van de doelen van het bedrijf, haar strategie en beleid en de daaruit volgende resultaten (De Jong et al. 2005). Het is de taak van de boards om het bedrijf te leiden en de problemen die hierbij ontstaan op te lossen. Een van de belangrijkste taken van de board is om te handelen met de agency theory. De agency theory komt voort uit de scheiding van eigendom en zeggenschap. De agency theory is gericht op de alomtegenwoordige agency relatie, waarbij de ene partij (principaal) het werk delegeert aan iemand anders (agent), die dat werk uitvoert (Eisenhardt, 1989). De agency theory probeert deze relatie te beschrijven door gebruik te maken van een contract. Er kunnen twee problemen voorkomen in de agency relaties. Het verlangen en doelen van de principaal en agent kunnen verschillen en het is te moeilijk of te duur voor een principaal om erachter te komen wat de agent werkelijk aan het doen is. Het tweede probleem ontstaat wanneer de principaal en de agent verschillende houdingen ten opzichte van risico hebben. Hierdoor kan een agent andere acties ondernemen dan wat de principaal zou willen, doordat zij andere voorkeuren hebben voor risico (Eisenhardt, 1989). De agency theory is ontstaan door de scheiding van leiding en eigendom van een bedrijf en houdt zich bezig met het oplossen van deze problemen die hierbij ontstaan. De ene partij in het contract moet de andere partij controleren en ervoor zorgen dat er manieren worden gevonden om de interesses van beide partijen op één lijn te krijgen. Er zijn verschillende soorten typen agency problemen. Het eerste type agency probleem is die tussen de eigenaar en de manager. Het tweede type agency probleem is die tussen de meerderheid en de minderheid. En het laatste type probleem is die tussen shareholders en stakeholders.

De agency theory zorgt ervoor dat de principaal en agent niet alle informatie binnenkrijgen, doordat individuele acties niet kunnen worden waargenomen en op worden gecontracteerd (Hölmstrom, 1979). De principaal en agent ondervinden een asymmetrische informatie tussen hen, wat ervoor zorgt dat er twee types informatieproblemen ontstaan: moral hazard en adverse selection. Moral hazard ontstaat wanneer individuen meedoen aan risicodeling onder de conditie dat private genomen acties invloed hebben op de kansverdeling van de uitkomst (Hölmstrom, 1979). Bij moral hazard zal er niet de Pareto-optimale risicodeling plaatsvinden, omdat er niet de juiste prikkels zijn om de correcte actie uit te voeren (Hölmstrom, 1979). Het komt er dus op neer dat de agent niet de correcte keuze maakt, doordat hij weinig tot geen risico loopt voor zijn eigen acties. De principaal zal dus het meeste risico lopen voor de acties van de agent. Bijvoorbeeld wanneer een manager geen nut ziet in het handelen in lijn met de interesses van de shareholders, zal een manager eerder handelen in lijn met zijn eigen interesses. Hierdoor zullen de doelen van de shareholders maar de doelen van de managers worden nagestreefd. Het is de taak van de board om dit probleem weg te werken door de juiste beslissingen te maken. Hoe meer de board de interesses van de managers en de shareholders op één lijn weet te brengen, hoe beter het bedrijf zal presteren. De board moet beslissingen maken, welke ervoor zorgen dat de agency theory zo min mogelijk optreedt.

Een ander probleem waarmee de boards te maken krijgen is adverse selection. Het adverse selection probleem is door Akerlof (1970) uitgelicht. Het draait volgens Akerlof bij adverse selection om informatie assymetrie, waarbij de agent meer over een onderwerp weet dan de principaal. De agent houdt deze informatie voor zichzelf, omdat deze informatie invloed kan hebben op de toekomst. Akerlof illustreert dit met een voorbeeld van tweedehands auto's. De eigenaar plaatst deze tweedehandse auto op de markt, maar vermeldt er niet bij dat

deze auto defecten heeft. De koper komt pas nadat hij de auto heeft gekocht erachter dat de auto niet in orde is (Akerlof, 1970). De niet-optimale keuze wordt gemaakt door het achterhouden van informatie. Door een niet-optimale keuze te maken zal de prestatie van het bedrijf ook niet optimaal zijn.

Een ander probleem dat kan voorkomen in bedrijven is dat managers zichzelf verankeren in het bedrijf, door zichzelf waardevol te maken voor de shareholders en het kostbaar maken om je te laten vervangen (Schleifer & Vishny, 1989). Dit wordt ook wel de entrenchment strategie genoemd, waarbij de managers hun eigen interesses nastreven in plaats van die van de principaal. De manager heeft een prikkel om de middelen van het bedrijf te investeren in bezittingen, waarvan de waarde hoger zal zijn onder hem dan onder de beste alternatieve manager (Shleifer & Vishny, 1989). Het zal duur worden om deze manager vervolgens te vervangen, waardoor de manager een hoger loon of vrijheid kan vragen. Deze strategie geldt niet alleen voor managers, maar voor iedereen die waarde hecht aan zijn baan (Shleifer & Vishny, 1989). Op deze manier worden de behoeftes van de shareholders niet bevredigd, maar meer die van de managers. Dit kan ervoor zorgen dat het bedrijf minder gaat presteren. De board moet hiermee zien om te gaan.

De kosten die door deze problemen worden veroorzaakt, worden agency kosten genoemd. Een voorbeeld van agency kosten zijn waardevermindering van een bedrijf door foute keuzes van het management, managementkosten en kosten met betrekking tot controle van werknemers. Ook de beloningen voor de managers kan worden gezien als een agency kost. Zo stellen Core et al. (1999) dat bedrijven met een zwakkere governance structuur meer betalen aan de directeurs. Hoe hoger de agency kosten zullen zijn, hoe meer deze kosten invloed zullen hebben op de bedrijfsprestatie. Als de agency kosten dalen, zal de winst van een bedrijf stijgen waardoor de aandelen van het bedrijf zullen stijgen. De shareholders zullen dus hun waarde vergroten. Dit betekent dat het voor een bedrijf belangrijk is om deze agency kosten te verlagen. Er bestaan een aantal corporate governance mechanismes, die invloed hebben op deze problemen. De interne mechanismes van corporate governance zijn eigendomsstructuur, board structuur en beloningsstructuur. In deze paper zal voornamelijk de board structuur van Nederlandse bedrijven onderzocht worden. Zoals al eerder is uitgelegd, zal de board moeten omgaan met de agency theory, adverse selection enz. Daarom is het interessant om te weten hoe de board structuur invloed heeft op het maken van de juiste beslissingen en dus invloed heeft op de prestaties van een bedrijf. Een andere belangrijke taak van de board is om ervoor te zorgen dat de kosten om deze problemen op te lossen zo laag mogelijk zijn. In dit onderzoek zal de board ontwerp, board structuur en bedrijfsprestatie van Nederlandse bedrijven met elkaar vergeleken worden. Met de board wordt in deze studie wordt het management board bedoeld. Er is voor het management board gekozen, omdat managers hier lid van zijn. In een supervisory board of raad van commissarissen hoeft niet altijd een manager te zitten. In de volgende sectie zal worden besproken welke elementen van de board een effect kunnen hebben op de prestatie van een onderneming.

2.1 Theorie board elementen

2.1.1 Ontwerp van het management board

We zullen ons in dit onderzoek vooral richten op interne mechanismes. In tegenstelling tot andere onderzoeken zal er niet alleen worden gekeken naar board samenstelling maar dus ook naar board ontwerp van bedrijven in Nederland. Het board ontwerp zijn externe omstandigheden die de bestuurders beïnvloeden bij het maken van beslissingen. De board ontwerp

is in deze paper opgesplitst in drie kleinere delen, waarbij apart wordt gekeken wat voor effect zij hebben op de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland. Deze delen zijn board grootte, management beloning en aandelen gegeven aan de managers uit het management board.

Board grootte

Het is aan te nemen dat een grotere board betere keuzes zal maken, omdat er meerdere mensen aanwezig zijn met kennis. Door meer kennis te combineren kunnen er betere keuzes worden gemaakt, waardoor de bedrijfsprestatie verbeterd. Uit de studie van Kyereboah-Coleman en Biekpe (2006) blijkt dat een grotere board een positief effect heeft op de Return of Assets, maar ook een negatief effect op de groei van verkoop in Ghana. Het negatieve effect kan ontstaan doordat een grotere board ook problemen met zich meebrengt, zoals slechtere communicatie en free-riding. Free-riding vindt plaats wanneer een persoon profiteert van de voordelen, zonder dat diegene betaalt voor de kosten van dit voordeel. Bij een management board zou het zo kunnen zijn dat leden van het management board kunnen profiteren van de activiteiten van de andere leden. Dit komt voor wanneer een lid van het management board veel moeite doet en veel energie erin steekt om de juiste keuzes te maken, terwijl er een ander lid is die weinig moeite doet en niet deelneemt in de besluitvorming. De persoon die weinig energie in de besluitvorming heeft gestoken zal uiteindelijk profiteren van de moeite en inspanning van een ander, doordat de juiste keuze is gemaakt. Zo vindt Yermack (1996) dat er een negatieve relatie bestaat tussen de grootte van de board en de bedrijfsprestatie. Dit kan erop wijzen dat er bij grotere boards mindere juiste beslissingen worden genomen, door slechtere communicatie of free-riding. Ook de studie van Eisenberg (1989) laat een negatieve relatie zien tussen de grootte van een board en de bedrijfsprestatie van bedrijven in Finland. Volgens Wang en Ong (2005) maakt de structuur van de board niets uit en heeft het geen effect op de bedrijfsprestatie. Dus zal een grotere board ook geen effect hebben op de prestatie van een bedrijf. Er moet worden opgemerkt dat deze studies niet over Nederland gaan. Dus er kan worden afgevraagd of deze resultaten ook gelden voor bedrijven in Nederland. Een studie over bedrijven in Nederland van Van Ees et al. laat geen relatie zien tussen de grootte van een board en de bedrijfsprestatie (Van Ees et al. 2003). Echter, in deze paper wordt er van de theorie uit gegaan dat een grotere board meer kennis en perspectieven toevoegt, wat zal leiden tot betere keuzes. Om te testen wat voor effect de grootte van de board heeft op de prestaties van bedrijven in Nederland, is de volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 1: Er is een positieve relatie tussen de grootte van het management board en de bedrijfsprestatie

Management beloning

De beloningen betaald aan managers wordt gezien als een middel om de interesses van de shareholders en de managers op één lijn te krijgen. Volgens de agency theory zal bij een hogere beloning de bestuurders een betere relatie bestaan tussen de interesses van de managers en de stakeholders (Duffhues & Kabir, 2007). Dit zal ervoor zorgen dat het bedrijf beter zal presteren. Als dit zo is, dan geldt dat er een positieve pay-performance relatie is. Op deze manier zou het bedrijf de agency kosten dus kunnen verminderen. Er is echter geen bewijs voor een grote en positieve pay-performance relatie uit voorgaande studies (Duffhues & Kabir, 2007; Jensen & Murphy, 1990). Onderzoek laat verschillende soorten resultaten zien van de relatie tussen de beloningen van management en de bedrijfsprestatie. Het kan zelfs zo zijn dat er een negatieve pay-performance relatie bestaat. Dit staat ook wel bekend als de

managerial power theory. Onder deze theorie wordt de beloning voor bestuurders gezien als een onderdeel van de agency problem (Bebchuk & Fried, 2003). De bestuurders hebben zelf invloed op hun beloning en gebruiken deze invloed om een hogere compensatie te krijgen ten koste van andere stakeholders. Echter, bij het opstellen van de hypothese is er van de theorie uitgegaan dat een hogere beloning ervoor zorgt dat de managers beter handelen naar de interesses van de shareholders. Een hogere beloning voor de managers zou dan betekenen dat het bedrijf beter gaat presteren. Dit resulteert in de volgende hypothese:

Hypothese 2: er is een positieve relatie tussen de beloningen voor de leden van het management board en de bedrijfsprestatie

Aandelen aan managers

Naast een vaste beloningen voor de bestuurders, bestaat er ook een variabele beloning in de vorm van aandelen. Zoals eerder al is uitgelegd dient de beloning ervoor om de interesses van de shareholders en management op één lijn te krijgen. Ook het uitgeven van aandelen is een middel om de verschillende interesses bij elkaar te brengen. Het komt regelmatig voor in bedrijven dat bestuurders beloningen krijgen in de vorm van aandelen. Dit kan ook een bonus zijn, wanneer het bedrijf een doel heeft behaald. Morgenson (1998) laat in zijn studie zien dat de 200 grootste bedrijven in de Verenigde Staten meer dan dertien procent van de aandelen had gereserveerd als beloning voor de managers. Echter, uit een studie over bedrijven in Nederland blijkt dat er geen relatie bestaat tussen de remuneratie van de board leden en de bedrijfsprestatie (Van Ees et al. 2003). Ook de studie van Jensen en Murphy (1990) laat zien dat er niet echt een positief verband is tussen de beloning aan de CEO van een bedrijf en de bedrijfsprestatie. Deze beloning bestond deels uit shares van het bedrijf. Hieruit valt dus op te maken dat in de studie van Jensen en Murphy de compensatie niet het effect heeft dat de interesses van de CEO en de shareholders op één lijn komen te liggen. In tegenstelling tot Jensen en Murphy laat Mehran (1995) in zijn studie zien dat er wel een positieve relatie is tussen de bedrijfsprestatie en het beloningsdeel in vorm van aandelen dat naar de bestuurders gaat. Ook vond Mehran een positieve relatie tussen de bedrijfsprestatie en het percentage aandelen, dat in het bezit zijn van de top managers (Mehran, 1995). In dit geval zorgt een hogere beloning ervoor dat het bedrijf beter gaat presteren, waardoor de waarde van het bedrijf stijgt. Om te testen of dit ook geldt in Nederland, wordt er in deze paper gebruik gemaakt van de volgende hypothese:

Hypothese 3: Er is een positieve relatie tussen de aandelen gegeven aan de leden van het management board en de bedrijfsprestatie

2.1.2 Samenstelling board

De diversiteit van een board kan worden gedefinieerd als de variatie in de samenstelling van een board. De diversiteit in een board die je kunt observeren zijn etnische achtergrond, nationaliteit, geslacht en leeftijd (Kang, Cheng & Grey, 2007). Volgens Carter et al. (2003) zijn sommige voordelen van diversiteit van een board een betere kijk op de markt, toenemende creativiteit en innovatie, en effectieve oplossing voor problemen. Volgens Carter, Simkins & Simpson (2003) is de board diversiteit in corporaties toegenomen de laatste tijd. Om het effect van de samenstelling van boards op de bedrijfsprestatie te onderzoeken, zal in dit onderzoek de volgende elementen worden bestudeerd:

Leeftijd

Traditioneel bestaan board members vaak uit leden met een middelleeftijd tot aan pensioenleeftijd, die hiervoor als managers hebben gewerkt in een ander bedrijf in dezelfde industrie. Deze waarneming verandert langzaam en leeftijd diversiteit wordt meer aangemoedigd, om verschillende perspectieven van verschillende leeftijdsgroepen mee te nemen en als een deel van succesplanning (Kang, Cheng & Grey, 2007). De jongere deel van de board heeft vaak de intentie en de energie om te slagen en de toekomst uit te stippelen (Kang, Cheng & Grey, 2007). De oudere deel van de board maakt gebruik van ervaring, rust en kennis om beslissingen te maken. Dit zou betekenen dat het combineren van jonge leden en oude leden tot betere beslissingen zullen leiden, omdat er meerdere perspectieven bij komen kijken. Vooral als de klanten van het bedrijf verschillen in leeftijd, zal de diversiteit aan leeftijd in de board belangrijker worden. Volgens Siciliano (1996) is er geen relatie tussen leeftijd diversiteit in een board en de efficiëntie van een bedrijf. Uit andere studies blijkt echter dat groepen met meer leeftijd diversiteit een hogere omzet hebben (Jackson et al., 1991; O'Reilly et al. 1989). Om te onderzoeken of de leeftijd van de board leden een invloed heeft op de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland, is de volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 4: Er is een positieve relatie tussen de gemiddelde leeftijd van de leden van het management board en de bedrijfsprestatie

Ervaring

Bij ervaring gaat het om hoelang een persoon al lid is van een board. Een lid dat al een tijd in de board zit kan veel van het bedrijf afweten om zo de juiste beslissingen te maken. Echter, kan de ervaring van de persoon ook een negatieve invloed hebben. Een voorbeeld hiervan is de entrenchment strategie van deze personen, waarbij zij zichzelf verankeren in het bedrijf en hun eigen doelen na zullen streven in plaats van de doelen van het bedrijf. Uit de studies van Jackson et al. (1991) en O'Reilly et al. (1989) is al gebleken dat bedrijven met meer leeftijd diversiteit in de board een hogere omzet hebben. Dit kan erop wijzen dat leden van de board met minder ervaring een positief invloed op de bedrijfsprestatie hebben. Om te onderzoeken of de ervaring een invloed heeft op de bedrijfsprestatie, is de volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 5: Er is een positieve relatie tussen de ervaring van de leden van het management board en de bedrijfsprestatie

Nationaliteiten

Doordat de globalisatie en dat de markten steeds groter en beter toegankelijk worden, is het eenvoudiger voor een bedrijf om een persoon met een andere nationaliteit aan te stellen als bestuurder. Wanneer een bedrijf meerdere nationaliteiten heeft in board, zal de diversiteit van dit bedrijf groter zijn. Een grotere diversiteit zorgt ervoor dat het bestuur verschillende invalshoeken heeft, waardoor er betere beslissingen kunnen worden gemaakt. Een van de redenen waarom globalisatie invloed heeft op de corporate governance van bedrijven is dat het makkelijker wordt voor bedrijven om informatie en corporate governance over te brengen naar het buitenland, doordat globalisatie bedrijf barrières vermindert (Oxelheim & Randoy, 2001). In Europa is nationaliteit een steeds belangrijker aspect op het gebied van board diversiteit (Oxelheim & Randoy, 2001). Echter, teveel nationaliteiten kunnen ook voor nadelen zorgen. Zo kan een te grote diversiteit ervoor zorgen dat het bestuur langer over een keuze doet en dat er misverstanden en conflicten ontstaan (Milliken & Martins, 1996). In 1999 was het percentage van buitenlandse board leden 11% in Nederland (Van Veen & Elbertsen, 2008). Uit de studie van Van Veen & Elbertsen is gebleken dat de nationaliteit diversiteit van de boards in Nederland groter dan is dan de

nationaliteit diversiteit van de boards in Duitsland en Groot-Brittannië (Van Veen & Elbertsen, 2008). Om te onderzoeken of verschillende nationaliteiten in een board een positief effect heeft op de bedrijfsprestatie van bedrijven in Nederland, is de volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 6: Er is een positieve relatie tussen het percentage nationaliteiten in een board en de bedrijfsprestatie

Man vs. Vrouw

In bedrijven over de hele wereld, zijn er veel meer mannen in een board van een bedrijf aanwezig dan vrouwen. Bijvoorbeeld, in Noorwegen hebben 65% van de 600 grootste bedrijven geen enkele vrouw in de board en is de percentage vrouwelijke CEO's in Zweden maar 2% in 2003 (Hang, Cheng & Grey, 2007). De aanwezigheid van een vrouw in de board kan een positief invloed hebben. Een vrouw als in de board zorgt niet alleen voor verschillende perspectieven, vaardigheden en kennis, maar ook voor verschillende waarden, normen en opvatting (Ruigrok, Peck & Tacheva, 2007). Zo vindt Carter, Simkins & Simpson(2003) een positieve relatie tussen de aanwezigheid van vrouwen in de board en de waarde van het bedrijf. Hieruit kun je dus afleiden dat vrouwen een toegevoegde waarde hebben voor het bedrijf. De vrouwen verschillen van mannen, waardoor er nieuwe inzichten in het bedrijf aanwezig zijn. Echter, volgens Shrader, Blackburn en Iles (1997) heeft het percentage vrouwen in de board een negatief effect op de waarde van een bedrijf. Dit kan erop wijzen dat de inzichten van vrouwen, negatieve effecten hebben op de keuzes van de board. Om te onderzoeken of vrouwen in een board van een bedrijf in Nederland een positieve invloed hebben op de bedrijfsprestatie, is de volgende hypothese opgesteld:

Hypothese 7: Er is een positieve relatie tussen de mix van geslacht in een board en de bedrijfsprestatie

3. METHODOLOGY EN DATA

In deze paper zullen de 47 Naamloze Vennootschappen die op de AEX, AMX en ASX staan worden bestudeerd. De benodigde informatie over de bedrijven zal worden gehaald uit de jaarverslagen van deze bedrijven uit 2012 en 2013. De data over de variabelen van de board zullen worden gehaald uit jaarverslagen van bedrijven uit 2012, terwijl data over de bedrijfsprestatie wordt gehaald uit de jaarverslagen van de bedrijven uit 2013. De data van de variabelen van de board wordt gehaald uit jaarverslagen van 2012, omdat er op deze manier geen sprake is van endogeniteit. De jaarverslagen van deze bedrijven zijn verkrijgbaar, doordat de genoteerde bedrijven op de AEX, AMX en ASX verplicht zijn om duidelijkheid te geven over de situatie van het bedrijf. In deze studie zijn alleen niet-financiële bedrijven geanalyseerd, omdat in de meeste studies over corporate governance financiële bedrijven niet worden geanalyseerd. Een aantal bedrijven uit dit onderzoek hadden geen two-tier structuur, maar een one-tier structuur. Dit betekent dat er bij deze bedrijven één board is die de verantwoordelijkheid van het bedrijf op zich neemt. De bedrijven die één board hebben in 2012 zijn Reed Elsevier, Royal Dutch Shell A en Unilever Cert. Van deze bedrijven is bij de beloning en geschonken aandelen of opties alleen gekeken naar de leden die bij het bedrijf werken, de managers dus.

De afhankelijke variabele in deze paper is de bedrijfsprestatie. De bedrijfsprestatie wordt gemeten door de Tobin's Q. De Tobin's Q staat ook wel bekend als verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van een bedrijf. Het is de verhouding tussen de som van de marktwaarde van de aandelen

plus de boekwaarde van de schuld en de boekwaarde van de totale activa. Q wordt vaak gebruikt als een indicator voor de bedrijfsprestatie of bedrijfswaarde in studies over corporate governance (Cheung & Wei, 2006; De Jong et al. 2005). Deze studies gebruiken meerdere indicatoren voor het meten van de bedrijfsprestatie. Maar omdat er in dit onderzoek voor gekozen is om te letten op de prestaties en waarden van bedrijven, is er voor gekozen om alleen Tobin's Q te gebruiken als indicator voor de bedrijfsprestatie. Tobin's Q is zowel een indicator voor de prestatie als de waarde van een bedrijf.

Als de waarde voor Tobin's Q 1 is, dan betekent dit dat de marktwaarde van het bedrijf en activa van het bedrijf gelijk aan elkaar is. Een hoge waarde voor Tobin's Q dan 1 er meer in het kapitaal van het bedrijf kan worden geïnvesteerd, omdat het bedrijf meer waard is dan dat ervoor wordt betaald. Een waarde lager dan 1 voor Tobin's Q betekent dat er minder in het kapitaal van het bedrijf kan worden geïnvesteerd, omdat het bedrijf minder waard is dan dat ervoor wordt betaald. Een hogere Tobin's Q betekent dus dat het bedrijf beter presteert, omdat de marktwaarde van het bedrijf hoger is.

De onafhankelijke variabelen in deze paper zijn de elementen van de board ontwerp en board samenstelling. Deze zullen op de volgende manier gemeten worden:

Board grootte: aantal personen die een deel uitmaken van het management board in 2012

Management beloning: gemiddelde hoeveelheid salaris en bonussen van de managers in 2012. We corrigeren deze waarde van beloning door de grootte van een bedrijf door de waarde van beloning te delen door de logaritme van de marktwaarde van total equity van het bedrijf. Er wordt gebruik gemaakt van de log-waarde van de marktwaarde van total equity, omdat dit een indicator is voor de grootte van een bedrijf (Duffhues & Kabir, 2007)

Aandelen: de gemiddelde waarde van de aandelen en opties in Euro's die in 2012 aan de managers als bonussen zijn uitgekeerd. De waarde van de aandelen die als bonussen zijn uitgekeerd worden gecorrigeerd door de grootte van een bedrijf, door de waarde van de aandelen te delen door de logaritme van de marktwaarde van total equity van het bedrijf. Er wordt gebruik gemaakt van de log-waarde van de marktwaarde van total equity, omdat dit een indicator is voor de grootte van een bedrijf (Duffhues & Kabir, 2007)

Ervaring: gemiddelde ervaring als lid van het management board van de managers in jaren in 2012

Leeftijd: gemiddelde leeftijd van managers in het management board in 2012

Nationaliteiten: percentage van verschillende nationaliteiten in het management board in 2012. Dit wordt berekend door het

aantal verschillende nationaliteiten van de leden van het management board te delen door de grootte van het bestuur

Vrouwen: percentage vrouwen die deel uitmaken van het management board in 2012

Er is een onderscheid gemaakt tussen de short-term beloningen en de long-term beloningen. Dit is gedaan om het effect te onderzoeken van de long-term en short-term beloningen. In deze studie zal het management beloning en de uitgekeerde aandelen worden gedeeld door de logaritme van de marktwaarde van total equity, omdat algemeen wordt aangenomen dat de beloningen bij grotere bedrijven groter is. De log-waarde van de marktwaarde van total equity kan als maatstaf worden gebruikt voor de grootte van een bedrijf (Duffhues & Kabir, 2007). Er wordt gebruik gemaakt van de log-waarde van de variabelen, omdat de log-waarde van deze variabelen ervoor zorgen dat er een lineaire functie ontstaat. Hierdoor kunnen de waarden worden gebruikt in de regressieanalyse. Wanneer de waarden van beloningen niet worden gedeeld door de log-waarde van de marktwaarde van total equity maar door de marktwaarde van total equity, dan zouden deze waarden geen lineaire functie hebben en zouden de waarden voor beloningen dus niet geschikt zijn voor een regressie analyse.

Ook zijn er in dit onderzoek twee controle variabelen gebruikt. De eerste controle variabele is de marktwaarde van het bedrijf. Het kan zo zijn dat een groter bedrijf een groter board zal hebben of dat er meer ervaring van de bestuursleden wordt geëist om het bedrijven te leiden. Ook zou een groter bedrijf meer buitenlanders aantrekken, waardoor het aantal nationaliteiten in het bedrijf groter zou worden. De marktwaarde van het bedrijf is een indicator voor de grootte van het bedrijf. De tweede controle variabele in dit onderzoek is de leverage van de bedrijven. De leverage is de ratio tussen de totale schuld en de totale activa van een bedrijf (Duffhues & Kabir, 2007). Een bedrijf met een hogere leverage zou kunnen beslissen om de beloningen van de bestuursleden te beperken.

Met behulp van deze variabelen is een regressie analyse uitgevoerd. De formule die voor deze regressie analyse is gebruikt ziet er als volgt uit:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \text{constante} + \beta_1 * \text{grootte}_{it-1} + \beta_2 * \text{beloning}_{it-1} + \beta_3 * \text{aandelen}_{it-1} + \beta_4 * \text{leeftijd}_{it-1} + \beta_5 * \text{ervaring}_{it-1} + \beta_6 * \text{nationaliteiten}_{it-1} + \beta_7 * \text{vrouwen}_{it-1} + \beta_8 * \text{grootte bedrijf}_{it} + \beta_9 * \text{leverage}_{it}$$

De afhankelijke variabele Tobin's Q staat voor de marktwaarde en prestatie van bedrijf i in jaar t.

4. DATA ANALYSE

In de tabel 1 staan beschrijvende statistieken van de variabelen van het onderzoek.

	N	Gemiddelde	Mediaan	Minimum	Maximum	Standaard deviatie
Board grootte	47	3,72	3,00	1,00	14,00	2,64
Management beloning	47	81.173,31	64.071,00	28.242,70	262.267,14	52.657,98
Geschonken aandelen	47	53.548,98	29.542,00	0,00	287.080,20	74.310,75
Leeftijd	47	51,91	52,00	41	63	4,86
Ervaring	47	5,39	4,00	0,50	17,00	3,84
Nationaliteit	47	0,54	0,50	0,20	1,00	0,24
Vrouwen	47	0,06	0,00	0,00	0,50	0,13
Tobin's Q	47	1,44	1,33	0,49	4,18	0,63
Grootte bedrijf	47	8.500.000.000	1.230.000.000	11.010.000	97.742.590.880	19.050.000.000
Leverage	47	0,59	0,59	0,19	1,28	0,20

Tabel 1. Beschrijvende statistieken

Dit onderzoek is gebaseerd op 47 niet-financiële bedrijven die in Nederland beursgenoteerd zijn. De gemiddelde grote van het management board is 3,7. Er zijn een aantal bedrijven die een board hebben met meer dan 10 leden. Dit komt doordat deze bedrijven een one-tier structuur hebben, wat betekent dat er een bestuur is die de gehele verantwoordelijkheid van het bedrijf op zich neemt en alle beslissingen maakt. Door deze uitschieters is de standaard deviatie dan ook hoger uitgevallen. Over het algemeen bestaat het management board van bedrijven in Nederland uit drie tot en met vijf leden. Er wordt in Nederland bij meerdere bedrijven waarde gehecht aan medewerkers van de eigen organisatie. Dit valt op te maken aan het aantal jaren dat een bestuurslid werkzaam is bij een bedrijf. Er zitten grote verschillen tussen de beloningen van de leden van het management board bij bedrijven in Nederland. Het bedrijf met het laagst uitgekeerde korte-termijn beloning is Acom, terwijl Unilever Cert. gemiddeld het meeste korte-termijn beloning aan de leden van het management board betaalt. Wat opvalt, is dat het verschil tussen de Tobin's Q van beide bedrijven maar 0,38 is. Aandelen schenken aan bestuursleden is een vorm van lange-termijn beloning. Niet alle bedrijven maken hier gebruik van. 17% van de bedrijven in dit onderzoek schenken geen aandelen aan de leden van management board als lange-termijn beloning. Gemiddeld is een bestuurslid 12 jaar werkzaam bij het bedrijf. Echter, uitschieters zijn aanwezig. Zo zijn de bestuursleden van Heineken gemiddeld 29,5 jaar werkzaam in het bedrijf, terwijl de bestuursleden van Nutreco slechts 1,75 jaar werkzaam in het bedrijf zijn. Verder is er in Nederland niet echt sprake van een entrenchment strategie bij de managers. Dit komt doordat de ervaring van bestuursleden als bestuurslid niet buitengewoon is. Een gemiddelde ervaring van 5,5 jaar als bestuurslid is in vergelijking met andere landen niet veel en mede daardoor is er geen sprake van een entrenchment strategie bij de managers. Ook is te merken dat globalisatie invloed heeft op bedrijven in Nederland. Dit kun je opmaken doordat het percentage van nationaliteiten in het management board meer dan 50% is. Dit betekent dat 1 op de 2 personen in het management board van bedrijven in Nederland een andere nationaliteit heeft. Men kan opmaken dat de vrouwen ondervetegenwoordigd worden in het management board. Gemiddeld bestaat 6% van het management board uit vrouwen. Daarnaast was er in 37 van 47 bedrijven geen een vrouw aanwezig in het management board. De gemiddelde waarde voor Tobin's Q is 1,44 wat betekent dat bedrijven in Nederland meer waard zijn dan dat ervoor wordt betaald. Daardoor is het aantrekkelijk om deze bedrijven te investeren. Ook geeft een hogere Tobin's Q aan dat een bedrijf beter presteert. Zo heeft ASML een Tobin's Q van 3,00 terwijl Nedap een Tobin's Q heeft van 0,73. Dit betekent dat ASML over het algemeen beter presteert dan Nedap.

Er is een multiple regressie analyse uitgevoerd op de data. De resultaten zijn te vinden in tabel 2. De waarde van R geeft de kwaliteit aan van de voorspelling van de waarde voor de afhankelijke variabele, Tobin's Q. Een waarde van 0,41 voor R is aan de lage kant, wat betekent dat de kwaliteit van Tobin's Q in het model niet hoog is. De R^2 is de hoeveelheid variantie in de afhankelijke variabele die kan worden verklaard door de onafhankelijke variabelen. Een waarde van 0,16 betekent dat 16% van de Tobin's Q wordt verklaard door de board samenstelling en board ontwerp. Dit is een lage waarde. Als we kijken naar de waardes voor B in het model, zien we dat eigenlijk alleen dat de waarde voor de hoeveelheid geschenken aandelen een positief effect heeft op de bedrijfsprestatie. Dit is dan ook de enige onafhankelijke variabele die significant is. Verder is uit de waardes voor B te zien dat er een kleine negatieve relatie bestaat tussen Tobin's Q en de grootte van de board en de hoeveelheid nationaliteiten in

R	0,41		
R²	0,16		
Adjusted R²	-0,04		
Model	β	t	Significantie
Constante		1,54	1,33
Board grootte	-0,45	-1,45	0,16
Management beloning	-0,29	-0,90	0,38
Aandelen	0,49	2,08	0,05
Leeftijd	0,04	0,15	0,88
Ervaring	0,05	0,22	0,83
Nationaliteit	-0,21	-1,08	0,29
Vrouwen	0,16	0,72	0,48
Grootte bedrijf	0,33	1,03	0,31
Leverage	-0,12	-0,58	0,57

Tabel 2. Regressie analyse

een board. Ook valt te zien dat het een klein negatief effect op de prestaties van een bedrijf heeft, wanneer een persoon uit een management board lang werkzaam in het bedrijf is. Echter, op de aandelen na is geen enkele onafhankelijke variabele significant, wat betekent dat het niet bewezen is dat er een relatie bestaat tussen het ontwerp en samenstelling van een board en de bedrijfsprestatie. Het verwijderen van de bedrijven met maar één board uit het onderzoek, heeft geen grote effecten op de regressie analyse en resultaten. Daarom zijn deze bedrijven niet uit het onderzoek gehaald.

De lage t-waardes en de lage waarde voor R^2 kan erop wijzen dat er correlatie bestaat tussen de onafhankelijke variabelen van het model. Tabel 3 geeft de onderlinge correlaties weer van de onafhankelijke variabelen. Uit tabel 3 valt op te maken dat 8 variabelen significant aan elkaar gecorreleerd zijn. De hoeveelheid geschenken aandelen aan de managers zijn bijvoorbeeld positief gecorreleerd met de grootte van de beloning van de managers. Dit kan komen doordat in een bedrijf waarbij de korte-termijn beloningen hoog zijn, de lange-termijn beloningen vaak ook hoog zullen zijn. Ook is de gemiddelde leeftijd van de managers positief gecorreleerd met de gemiddelde ervaring van de managers. Dit kan komen doordat mensen met veel ervaring bij een bedrijf vaak oudere mensen zijn. Jongere mensen zullen minder ervaring bij eenzelfde bedrijf hebben dan oudere mensen, omdat de jongere mensen meer aan hun carrière zullen denken en uitdagingen willen opzoeken. Dat betekent dat de jongere mensen vaker van banen zullen wisselen dan oudere mensen. Daarnaast zijn ook de korte- en lange-termijn beloningen positief gecorreleerd met de gemiddelde leeftijd van de managers. Dit wijst erop dat bedrijven bereid zijn meer te betalen voor oudere werknemers. Dit kan komen door de denkwijze dat oudere managers over meer kennis beschikken dan jongere managers. Omdat onder andere de oudere managers een langer werkverleden hebben dan jongere managers. Doordat sommige onafhankelijke variabelen een correlatie met elkaar hebben, is het verstandig om deze variabelen uit het model te halen. Het resultaat is te zien in tabel 4, waar één voor één de gecorreleerde variabelen zijn verwijderd. Er is gekozen voor deze procedure, waarbij de variabele met de meeste correlaties met andere variabelen als eerst wordt verwijderd, omdat er op deze manier het snelst een model wordt gevormd waarbij er zo min mogelijk correlaties bestaan tussen de onafhankelijke variabelen. Ook dit laat niet echt een verband zien tussen het management board structuur

	Board grootte	Management compensatie	Aandelen	Leeftijd	Ervaring	Nationaliteit	Vrouwen
Board grootte	1	0,65*	0,64*	0,37*	-0,21	-0,25	0,32*
Management compensatie		1	0,74*	0,50*	0,09	0,01	0,34*
Aandelen			1	0,41*	0,03	0,02	0,28
Leeftijd				1	0,44*	0,20	-0,10
Ervaring					1	0,21	-0,08
Nationaliteit						1	0,14
Vrouwen							1

Tabel 3. Correlaties variabelen

*Correlatie is significant op een niveau van 0,05

Variabelen	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
Constante							
Nationaliteit	-0,21	-0,06	-0,06	-0,10	-0,09	-0,08	-0,06
Ervaring	0,05	0,18	0,16	0,07	0,11	0,11	
Vrouwen	0,16	0,00	-0,04	0,02	0,06		
Aandelen	0,49*	0,40	0,35	0,31			
Leeftijd	0,04	-0,14	-0,18				
Management compensatie	-0,29	-0,23					
Board grootte	-0,45						
Adjusted R-squared	-0,04	-0,07	-0,06	-0,05	-0,08	-0,05	-0,04
R-squared	0,16	0,12	0,11	0,09	0,04	0,04	0,03

Tabel 4. Aangepaste regressie

*Correlatie is significant op een niveau van 0,05

en de bedrijfsprestatie. De R^2 daalt zelfs van 0,16 naar 0,03. Dit betekent dat nog maar slechts 3% van de Tobin's Q wordt bepaald door de variabelen die in het model aanwezig zijn. De lage waarden voor R^2 en adjusted R^2 betekenen dat Tobin's Q wordt bepaald door variabelen die niet in het model aanwezig zijn.

5. CONCLUSIE

Dit onderzoek geeft een bijdrage aan de bestaande literatuur over de invloed van een board op de prestaties van een bedrijf. Het doel van deze paper was om te onderzoeken welke elementen van het board structuur en board ontwerp een positieve of negatieve invloed heeft op de prestaties van bedrijven in Nederland. We hebben kunnen zien dat het onderzoek niet echt een relatie weergeeft tussen de prestaties van bedrijven en het ontwerp en samenstelling van het management board. Dit komt voor een groot deel overeen met voorgaande studies over corporate governance. Zo vinden Tosi et al. (2000); Jensen & Murphy (1990) en Duffhues & Kabir (2007) geen relatie tussen de compensatie van de CEO en de prestatie van bedrijven. Ook Wang en Ong (2005) concluderen dat de structuur van de board geen bepaalde invloed heeft op de prestatie van een bedrijf. Eerdere studie in Nederland van Van Ees et al. (2003) vindt geen relatie tussen de board grootte en de prestatie van een bedrijf. Ten slotte vond Siciliano (1996) geen relatie tussen de leeftijd diversiteit van bestuursleden en de efficiëntie van een bedrijf. Volgens de theorie zou er een positieve relatie bestaan tussen de grootte van de board en de bedrijfsprestatie, omdat er verschillende perspectieven en meningen aanwezig zijn in een grotere board. Ook zou een hogere beloning voor de managers zorgen voor een betere prestatie van het bedrijf, omdat met behulp van een beloning de interesses van de shareholders en managers dichter bij elkaar komen. Aan de andere kant steunt ons onderzoek meer de

managerial power theory, waarbij de beloningen van de managers als een onderdeel van het agency probleem worden gezien. Dit komt doordat er geen significante relatie bestaat tussen de lange- en korte termijn beloningen voor de managers en de prestaties van een bedrijf.

Echter, de rol van het management board in een bedrijf mag niet vergeten worden. Het management board neemt belangrijke beslissingen, die invloed hebben op het gehele bedrijf. Het management board maakt het management team van het bedrijf en is verantwoordelijk voor het bereiken van de doelen van het bedrijf, haar strategie en beleid en de daaruit volgende resultaten (De Jong et al. 2005). Daarnaast zijn de leden van het management board een voorbeeld voor de werknemers van het bedrijf. Een positieve houding en uitstraling van de managers zou een positieve invloed kunnen hebben op de andere werknemers in het bedrijf. Het is daarom belangrijk om een goed ontwerp en samenstelling van het management board te hebben. Ook al blijkt het niet uit dit onderzoek, een goede mix van eigenschappen en persoonlijkheden zullen een positief effect hebben op de beslissingen van het management board. De beperkingen van dit onderzoek zijn het aantal onderzochte bedrijven. De grootte van de steekproef gebruikt voor dit onderzoek is 47. Een onderzoek met een groter steekproef zou kunnen resulteren in andere resultaten. Ook is dit onderzoek gebaseerd op Nederlandse bedrijven, wat betekent dat de resultaten van dit onderzoek niet hoeft te gelden voor bedrijven in andere landen. Het zou ook kunnen dat het toevoegen van andere controle variabelen een invloed zou kunnen hebben op de resultaten van het onderzoek. Dit zou voor vervolgstudies een interessant punt kunnen zijn. Daarnaast is dit onderzoek gebaseerd op gegevens van het management boards van de bedrijven van het jaar 2012. Een onderzoek gebaseerd op meerdere jaren zou tot andere resultaten kunnen leiden. De

onderzochte bedrijven in dit onderzoek zijn bedrijven waar over het algemeen duizenden mensen werken. Daarom is het onwaarschijnlijk dat de bedrijfsprestatie alleen door het ontwerp en samenstelling van het management board wordt bepaald. Er zijn veel andere factoren die invloed zou kunnen hebben op de bedrijfsprestatie, zoals de concurrentie, eisen van vakbonden of het cultuur in het bedrijf. Vervolgstudies zouden deze factoren kunnen meenemen of bestuderen. Ook zou men met een groter aantal onderzochte bedrijven tot een andere conclusie kunnen komen.

6. REFERENTIES

- Akerlof, G. (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500
- Bebchuk, L. & Fried, J. (2003) Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 17, pp. 71-92
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 14, pp. 257-273
- Carter, D., Simkins, B. & Simpson, W., (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, Vol. 38, pp. 33-53.
- Cheung, W. & Wei, K., (2006). Insider ownership and corporate performance: evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 906 - 925
- Claessens S., S. Djankor, J. Fan, J. & Lang, L., (2003). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *The Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 2741-2771
- Core, J., Holthausen, R., and Larcker, D., (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51, pp. 371-406
- De Jong, A., De Jong, D., Mertens, G. & Wasley, C., (2005). The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 473 - 503
- Douma, S., George, J. & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, Vol. 27, pp. 637 - 657
- Duffhues, P. & Kabir, R. (2007). Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, pp. 45 - 60
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*. Vol. 14, pp. 57 - 74
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, pp. 74-91
- Jackson, S., Brett, J., Sessa, V., Cooper, D., Julin, J. & Peyronnin, K. (1991). Some differences make a difference: Individual dissimilarity and group heterogeneity as correlates of recruitment, promotions, and turnover. *Journal of Applied Psychology*, Vol. 76, pp. 675-689.
- Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance pay and top-management incentives. *The Journal of Political Economy*. Vol. 98, pp. 225 - 264
- Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems - Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3, pp. 426 - 474
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S., (2007). Corporate governance and board composition: diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 194-207
- Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N., (2006). The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: experience from Ghana. *Journal of Corporate Ownership and Control*, Vol. 4, pp.114-122
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 38, pp. 163-184
- Milliken, F. & Martins, L. (1996). Searching for common threads: understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of Management Review*, Vol. 21, pp. 402-433
- Monks, R. & Minow, N. (1995). *Corporate governance*. Cambridge, Massachusetts: Blackwell
- Morgenson, G. (1998). Stock options are not a free lunch. *Forbes*. 18 mei
- NOS (2014) Opnieuw corruptie bij Imtech. Verkregen op 29 april 2014, via: <http://nos.nl/artikel/613251-opnieuw-corruptie-bij-imtech.html>
- O'Reilly, C., Caldwell, D. & Barnett, W., (1989). Work group demography, social integration, and turnover. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 34, pp. 21-37
- Oxelheim, L. & Randoy, T., (2001). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, pp. 2369-2392
- Ruigrok, W., Peck, S. & Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, pp. 546-557
- Shleifer, A. & Vishny, R., (1989) Management entrenchment. *Journal of Financial Economics*. Vol. 25, pp. 123-139
- Shleifer, A. & Vishny, R., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, LII, No. 2, pp. 737-783.
- Shrader, C., Blackburn V. & Iles P., (1997). Women in management and firm financial value: An exploratory study. *Journal of Managerial Issues*, Vol. 9, pp. 355-372.
- Siciliano, J. (1996). The relationship of board member diversity to organizational performance. *Journal of Business Ethics*, Vol. 15, pp. 1313-1320
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J., Gomez-Mejia, L., (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*. Vol. 26, pp. 301-339
- Van Ees, H., Postma, T. & Sterken, E. (2003). Board characteristics and corporate performance in the Netherlands. *Eastern Economic Journal*. Vol. 29, pp. 41-57
- Van Veen, K. & Elbertsen, J., (2008). Governance regimes and nationality diversity in corporate boards: a comparative study Germany, the Netherlands and the United Kingdom. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 16, pp. 386-399

Wang, D. & Ong, C. (2005). Board structure, process and performance: evidence from public-listed companies in Singapore. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 13, pp. 277–290.

Yermack, D. 1996. Higher market Valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-212

