

4 | Internationale boards en de gevolgen voor ondernemingsprestaties¹

Niels Hermes

“Leg aan een buitenlandse commissaris maar eens uit dat het salaris van de directeur hoog is en niet te snel moet stijgen. Het is een hels karwei. Als ik in een beloningscommissie de beloning van de bestuurders bespreek, snappen mijn buitenlandse collega’s de Nederlandse opvattingen over terughoudend salarisbeleid niet. Hollands geneuzel, noemen ze het. ‘Het is een goede vent, waarom zullen we dat niet belonen’, is hun opvatting.” (Interview met Kees van Lede, Volkskrant, 1 maart 2008)

1. Inleiding

De diversiteit van Raden van Commissarissen – in de Engelstalige literatuur veelal aangeduid met de term *boards*² – is een buitengewoon actueel onderwerp. Daarbij wordt vooral veel aandacht geschonken aan het belang van diversiteit in termen van geslacht, kennis en ervaring van individuele boardleden. Ook in corporate governance onderzoek vormt diversiteit van boards een van de hoofdthema’s. Daarbij staat de vraag centraal in hoeverre de diversiteit van boards van invloed is op de besluitvorming en prestaties van een onderneming.

In corporate governance onderzoek is tot nu toe minder aandacht voor diversiteit in termen van de nationaliteit van boardleden. Tegelijkertijd blijkt uit cijfers dat vele, met name internationaal opererende ondernemingen boards met een internationaal karakter hebben. Ter illustratie: in Nederland hebben veel beursgenoteerde ondernemingen een of meer buitenlandse leden in de board. Volgens het recruitmentbureau Spencer Stuart (2014) was in 2013 zelfs meer dan 40 procent van de boardleden van ondernemingen die aan de AEX stonden genoteerd een buitenlander.

Waarom heeft een onderneming buitenlandse boardleden? Met welke doelstellingen zijn zij aangesteld? Wat is hun rol en welke taken vervullen zij? En heeft hun

¹ Dit hoofdstuk is gebaseerd op mijn oratie getiteld “Strangers on the board: Internationale boards en de gevolgen voor ondernemingsprestaties”, die ik heb uitgesproken op 14 april 2015 bij de aanvaarding van mijn functie als hoogleraar International Finance aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen.

² In de corporate governance-literatuur worden verschillende definities van boards gebruikt. Dit hangt onder meer samen met het feit dat de samenstelling van een board, althans wat betreft beursgenoteerde ondernemingen, wordt bepaald door regelgeving die per land verschillend kan zijn. Zo kent Duitsland een expliciete scheiding tussen de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen, het zogenaamde *two-tier*-systeem. In Nederland was dit tot 2013 ook het geval. In de meeste Angelsaksische landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, vormen de bestuursleden en commissarissen één raad, het zogenaamde *one-tier*-systeem. Sinds 1 januari 2013 kunnen Nederlandse ondernemingen besluiten of zij voor het *one-tier*- of *two-tier*-systeem kiezen. Daarnaast zijn er verschillende tussenvormen die elementen van deze beide systemen combineren. In de literatuur wordt de term *board* meestal gebruikt voor de personen die toezicht houden op het bestuur (ofwel het management). In het vervolg hanteer ik daarom de term board in plaats van Raad van Commissarissen.

aanstelling een effect op de besluitvorming en prestaties van de onderneming? Dit hoofdstuk bespreekt in hoeverre deze vorm van diversiteit een rol speelt bij de uitvoering van de taken die boards doorgaans worden toegedicht en op welke wijze het proces van de besluitvorming wordt beïnvloed. Daarbij wordt de nadruk gelegd op de bespreking van de recente bevindingen in de academische literatuur ten aanzien van dit onderwerp. Daarnaast zal kort worden ingegaan op de beleidsrelevantie van deze bevindingen.

In het vervolg van dit hoofdstuk wordt allereerst de theorie van corporate governance besproken, waarbij de nadruk ligt op de rol van boards bij de besluitvorming en prestaties van de onderneming. Vervolgens wordt het belang van diversiteit van boards in het algemeen, en die van internationale boards in het bijzonder besproken. Hierna zal worden ingegaan op onderzoek dat de vraag beantwoordt waarom ondernemingen buitenlandse boardleden aanstellen, alsmede op de bevindingen naar de effecten van internationale boards op de ondernemingsprestaties. Ten slotte wordt de vraag beantwoord hoe toekomstig onderzoek op dit terrein het beste vorm kan worden gegeven en wat de mogelijke consequenties zijn van het onderzoek voor beleid op het gebied van corporate governance in het algemeen en de diversiteit van boards in het bijzonder.

2. Corporate governance en de rol van boards

Er zijn verschillende definities van corporate governance en haar onderzoeksgebied. Een brede definitie van dit onderzoeksgebied is de volgende: corporate governance is de studie van de machtsverhoudingen tussen en de invloed van verschillende belangengroepen met betrekking tot de besluitvorming in een organisatie.³ Onderzoek naar corporate governance past in verschillende wetenschappelijke disciplines, waaronder de juridische wetenschappen, politieke wetenschappen, psychologie, sociologie en cultuurwetenschappen, en niet in de laatste plaats economie en management.

Een veelgebruikte definitie in economisch onderzoek is die van Shleifer & Vishny die stellen dat corporate governance betrekking heeft op de wijze waarop de financiers van een onderneming zich verzekeren van een rendement op hun investering.⁴ Deze definitie maakt duidelijk dat corporate governance relevant wordt op het moment dat degenen die een onderneming financieren niet dezelfde zijn als de personen die de onderneming aansturen. De scheiding tussen bestuur en financiering, en de mogelijke belangentegenstellingen die daaruit voortvloeien, vormen de kern van de zogenaamde agentschapstheorie. Het instellen van een board is een van de governance-mechanismen die kunnen bijdragen aan het

3 Ruth Aguilera & Gregory Jackson (2010), "Comparative and International Corporate Governance", *Academy of Management Annals*, 4, 1, pp. 485-556.

4 Andrei Shleifer & Robert Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 2, pp. 737-783.

verkleinen van deze belangentegenstellingen, wat vervolgens positieve gevolgen kan hebben voor de waardecreatie door de onderneming.

Een board vervult een aantal belangrijke taken. Ten eerste voorziet zij het bestuur van de onderneming van advies bij het nemen van belangrijke beslissingen. Ten tweede dient zij, namens de stakeholders, toezicht te houden op de activiteiten van het bestuur. Ten derde kunnen leden van de board een onderneming toegang verschaffen tot deze schaarse middelen, zoals bijvoorbeeld externe financiering, via directe en indirecte contacten die zij hebben met actoren en organisaties die deze middelen controleren. Ten slotte kunnen boardleden een belangrijke rol spelen bij het verschaffen van legitimiteit aan de onderneming door haar omgeving.

In het kader van hun taken hebben boards onder meer de bevoegdheid om de bestuursvoorzitter te ontslaan, zij beslissen over de beloning van het bestuur en het uit te keren dividend, zij zien toe op de financiële verslaglegging, en zij hebben een belangrijke stem met betrekking tot strategische plannen en beslissingen, zoals fusies en overnames. Binnen het corporate governance-onderzoek in de finance- en managementliteratuur is veel aandacht voor factoren die bepalend zijn voor de wijze waarop en de mate waarin boards deze taken effectief vervullen. Daarbij wordt veelal gebruikgemaakt van informatie met betrekking tot de persoonskenmerken van leden van de board zoals geslacht, opleiding, leeftijd, professie, relevante ervaring, sociale netwerken en ook nationaliteit. Deze kenmerken worden gebruikt als indirecte indicatoren van de mate waarin leden van de board in staat zijn hun taken te vervullen en te bestuderen in hoeverre zij de prestaties van een onderneming kunnen beïnvloeden.

3. Boards en het belang van diversiteit

De interesse voor de rol van boards in de economische en managementliteratuur is mede het gevolg van de toegenomen mondialisering, de integratie van financiële markten en de verschillende fraudegevallen en beursschandalen van de laatste decennia. Deze ontwikkelingen en gebeurtenissen hebben boards en hun functioneren in het hart van discussies over corporate governance geplaatst. De schandalen hebben ook geleid tot het opstellen van codes voor corporate governance, waarin staat beschreven hoe ondernemingen hun governance het best kunnen organiseren, ook wel best practices genaamd. Deze codes bevatten onder meer best practices met betrekking tot de rol van boards. Zij zijn daardoor medebepalend geweest voor de discussie over, en het onderzoek naar, boards en hun bijdrage aan de besluitvorming en prestaties van ondernemingen.

Zo stelt de Nederlandse Corporate Governance Code dat de Raad van Commissarissen een profielschets dient op te stellen voor zijn omvang en samenstelling,

“... rekening houdend met de aard van de onderneming, haar activiteiten en de gewenste deskundigheid en achtergrond van de commissarissen. In de profielschets wordt ingegaan op de voor de vennootschap relevante aspecten van diversiteit in de samenstelling van de raad en wordt vermeld welke concrete doelstelling de raad ten aanzien van diversiteit hanteert”. (p.22).

De Code bepaalt voorts dat:

“... de raad van commissarissen zodanig is samengesteld dat de leden in staat zijn onafhankelijk ten opzichte van elkaar, het bestuur en welk deelbelang dan ook te opereren. Naast deskundigheid en persoonlijke betrokkenheid is onafhankelijkheid een cruciale eigenschap voor een goed functionerende raad van commissarissen. Een belangrijk middel ter bevordering van een onafhankelijk optreden van de raad van commissarissen is diversiteit in de samenstelling ervan, bijvoorbeeld ten aanzien van leeftijd, geslacht, expertise, maatschappelijke achtergrond of nationaliteit”. (p.42)

Een belangrijk onderwerp in discussies over de rol van boards gaat dus over de vraag in hoeverre het van belang is dat de leden van de board verschillende persoonskenmerken bezitten. Zal een board beter in staat zijn toezicht te houden op en advies te geven aan het bestuur wanneer de leden van de board verschillen met betrekking tot geslacht, opleiding, ervaring, netwerken, etc.? Waarom creëert diversiteit van boards economische waarde? Een eerste argument voor diversiteit betreft de onafhankelijkheid van boardleden. Wanneer een board bestaat uit leden met verschillende persoonskenmerken zoals geslacht, nationaliteit, ervaring en achtergrond, is de kans groter dat zij een onafhankelijker positie ten opzichte van het bestuur kunnen innemen. Het is dan immers minder waarschijnlijk dat zij uit hetzelfde sociale netwerk afkomstig zijn als dat van de bestuursleden. Dat verhoogt de kans dat zij zich onbevangener durven opstellen in discussies met het bestuur over te nemen beslissingen en dat zij het bestuur kritischer benaderen in hun rol als toezichthouder. Ten tweede neemt de diversiteit aan kennis en ideeën toe. Boardleden met een verschillende achtergrond hebben verschillende ervaringen en hebben kennis van verschillende markten, producten en oplossingen voor problemen die zij kunnen delen met het bestuur. Dit vergroot de keuzemogelijkheden van het bestuur en verhoogt daarmee de kans op een positief bedrijfsresultaat. Ten derde vergroot de diversiteit van de boardleden in potentie ook het netwerk op basis waarvan de onderneming toegang krijgt tot belangrijke schaarse middelen.

Naast deze positieve effecten kan de diversiteit van boardleden echter ook negatieve effecten hebben op de besluitvorming en prestaties van een onderneming. Zo kan diversiteit ertoe leiden dat het besluitvormingsproces wordt bemoeilijkt. Met verschillende meningen en inzichten is het lastiger om tot consensus te komen. Bovendien stijgt de kans op conflicten tussen de leden van de board.

4. De rol van buitenlandse boardleden

In hoeverre hebben ondernemingen buitenlandse boardleden? De gegevens in tabel 1 – gebaseerd op recente cijfers van Spencer Stuart, een Amerikaans recruitmentbureau voor topbestuurders van grote ondernemingen – verschaffen hierover enige duidelijkheid. Volgens de tabel had in 2013 gemiddeld 8 procent van de boardleden van de 200 grootste Amerikaanse ondernemingen niet de Amerikaanse nationaliteit. Voor de grootste ondernemingen in twaalf Europese landen blijkt dat in dat jaar gemiddeld 25 procent van alle boardleden een buitenlander was. Daarbij zijn de verschillen tussen landen overigens opmerkelijk. Voor Zwitserse en Nederlandse ondernemingen ligt dit percentage boven de 40; ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk komen uit op percentages van ongeveer 25. Ondernemingen in Italië en Spanje scoren beduidend lager met respectievelijk 8 en 12 procent. De cijfers in tabel 1 laten zien dat de aanwezigheid van buitenlandse boardleden, althans voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen, geen triviale zaak is.

Tabel 1: Aanwezigheid van buitenlandse boardleden

	<i>% buitenlandse boardleden</i>	<i>Gemiddeld aantal nationaliteiten*</i>
België	n.b.	2,6
Denemarken	25	3
Duitsland	24	2,3
Finland	13	2,6
Frankrijk	28	5
Italië	8	1,7
Nederland	45	3,4
Noorwegen	15	2,2
Spanje	12	n.b.
Turkije	15	1,7
U.K.	26	3,2
U.S.	8	n.b.
Zweden	18	2,6
Zwitserland	55	5,5

Bron: Spencer Stuart (2014), Switzerland Board Index 2014, Amsterdam, etc.: Spencer Stuart

Noot: n.b. is niet beschikbaar

* Inclusief de leden van de Raad van Bestuur, in de Engelstalige literatuur aangeduid met de executives.

Tabel 1 toont ook het gemiddelde aantal nationaliteiten in een board per land. Opnieuw blijken de verschillen tussen landen relatief groot. Terwijl in boards van Italiaanse en Duitse bedrijven het gemiddelde aantal nationaliteiten uitkomt op 2, geldt dat voor met name Franse en Zwitserse bedrijven de diversiteit aan nationaliteiten significant hoger ligt (gemiddeld 5 of meer) dan in de meeste andere landen (gemiddeld 2,6 voor de negen overige Europese landen).

Er is nog weinig onderzoek gedaan naar de vraag welke bijdrage buitenlandse boardleden leveren aan de prestaties van ondernemingen. Dat is opmerkelijk, mede in het licht van de sterk toegenomen mondialisering en de gevolgen daarvan voor het grensoverschrijdend verkeer van goederen, diensten en arbeid. Toch zijn er verschillende argumenten aan te voeren waarom een board met buitenlandse leden gevolgen kan hebben voor de besluitvorming en prestaties van een onderneming.

Ten eerste geldt het eerdergenoemde argument met betrekking tot de onafhankelijkheid van leden. Juist omdat de kans groot is dat buitenlandse leden geen deel uitmaken van het sociale netwerk van bestuursleden, zijn zij beter in staat een onafhankelijk oordeel te geven en een kritisch geluid te laten horen, waardoor zij hun rol als toezichthouder beter kunnen uitvoeren. Enkele recente studies vinden ondersteuning voor deze zienswijze. Onder meer Hyang Mi Choi, Wonsik Sul en Sang Kee Min bestuderen de invloed van buitenlandse boardleden op de prestaties van Koreaanse ondernemingen en concluderen dat buitenlanders vooral een positieve bijdrage kunnen leveren wanneer er relatief weinig buitenlandse aandeelhouders zijn.⁵ Zij betogen dat de onderneming in dat geval een signaal afgeeft aan aandeelhouders met een minderheidsbelang dat zij de banden tussen bestuur en aandeelhouders met een meerderheidsbelang breekt door buitenlanders aan te stellen, omdat daarmee de onafhankelijkheid van de board wordt versterkt.

Ten tweede geldt ook voor boards met buitenlandse leden dat de diversiteit aan ideeën toeneemt. Buitenlandse leden hebben een andere achtergrond, hebben kennis van andere markten en culturen, en maken deel uit van andere netwerken, waardoor zij het bestuur alternatieve mogelijkheden en oplossingen kunnen bieden. Ondernemingen kunnen met andere woorden baat hebben bij het aanstellen van buitenlandse boardleden als het gaat om het verkennen en veroveren van nieuwe afzetmarkten. In een van de eerste studies naar de rol van buitenlandse boardleden en hun invloed op besluitvorming en prestaties van de onderneming bestuderen Ramaswamy en Li de relatie tussen de aanwezigheid van buitenlandse boardleden en de mate van diversificatie van 94 grote Indiase ondernemingen.⁶ Zij benadrukken vooral de positieve effecten van buitenlandse boardleden door te wijzen op het feit dat zij meer kennis, expertise en andere netwerken hebben. Daarnaast kan het

5 Hyang Mi Choi, Wonsik Sul & Sang Kee Min (2012), "Foreign Board Membership and Firm Value in Korea", *Management Decision*, 50, 2, pp. 207-233.

6 Kannan Ramaswamy & Mingfang Li (2001), "Foreign Investors, Foreign Directors and Corporate Diversification: An Empirical Examination of Large Manufacturing Companies in India", *Asia Pacific Journal of Management*, 18, 2, pp. 207-222.

aanstellen van buitenlanders ook een signaalfunctie hebben. De onderneming laat daarmee zien dat zij serieus is met betrekking tot haar internationale ambities.

Bovendien kunnen buitenlandse boardleden alternatieve methoden aandragen als het gaat om de invulling van de functie van de board als toezichhouder. Een voorbeeld van dit laatste is het verschil in de wijze waarop in Angelsaksische landen – in vergelijking met bijvoorbeeld de meeste Europese landen – de beloningspakketten voor bestuursleden worden samengesteld.⁷ De beloning van bestuursleden in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is doorgaans hoger en wordt in hogere mate bepaald door de geleverde prestaties dan elders het geval is. Boardleden met een Angelsaksische achtergrond kunnen hun kennis en ervaring met betrekking tot het beloningsbeleid delen en zo invloed uitoefenen op het beloningsbeleid van ondernemingen die zich buiten de Angelsaksische context bevinden.

Oxelheim en Randøy hebben onderzoek gedaan naar de vraag in hoeverre boardleden met een Amerikaanse of Britse nationaliteit het beloningsbeleid van Noorse en Zweedse ondernemingen beïnvloeden.⁸ Zij laten zien dat de hoogte en het aandeel van de variabele beloning van bestuursleden van ondernemingen met een of meerdere Amerikaanse en/of Britse boardleden significant hoger is dan voor bestuursleden van andere ondernemingen. Vergelijkbaar onderzoek op basis van gegevens van Nederlandse, Duitse en Franse ondernemingen bevestigt dit beeld.⁹

Daarnaast kunnen buitenlandse boardleden belangrijke informatie verschaffen over de specifieke institutionele, juridische en culturele aspecten van het land waarvan zij afkomstig zijn. Amerikaanse boardleden kunnen in dit verband bijvoorbeeld een belangrijke rol spelen wanneer de onderneming een beursnotering in New York overweegt. Deze boardleden zijn normaal gesproken goed op de hoogte van de details met betrekking tot de regelgeving omtrent een dergelijke beursgang en de gevolgen voor de financiële verslaglegging die voortvloeien uit de zogenaamde Sarbanes-Oxley Act. Oxelheim en Randøy tonen aan dat Noorse en Zweedse ondernemingen met ten minste één Anglo-Amerikaans boardlid significant betere ondernemingsprestaties vertonen dan vergelijkbare ondernemingen zonder Anglo-Amerikaanse boardleden.¹⁰ Als verklaring voor dit resultaat voeren zij aan dat een onderneming hiermee kan laten zien dat zij bereid is te voldoen aan de hogere eisen die er vanuit Anglo-Amerikaanse kapitaalmarkten worden gesteld aan de corporate governance van een onderneming.

7 Zie in dit verband het citaat aan het begin van het hoofdstuk, afkomstig uit een interview met Kees van Lede, onder meer (voormalig) commissaris bij Philips, Air France-KLM en Heineken, in *de Volkskrant* van 1 maart 2008.

8 Lars Oxelheim & Trond Randøy (2005), "The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in non-Anglo-American Firms", *Journal of International Business Studies*, 36, 4, pp. 470-483.

9 Niels Hermes & Annemarie Schulenburg (2008), Executive Compensation and Anglo-American Influence: European Evidence, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1980353>.

10 Lars Oxelheim & Trond Randøy (2003), "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value", *Journal of Banking & Finance*, 27, 12, pp. 2369-2392.

Buitenlandse boardleden kunnen het functioneren van een board echter ook belemmeren. Allereerst zullen deze boardleden minder goed op de hoogte zijn van de institutionele, juridische en culturele context van het land waar de onderneming haar hoofdkwartier heeft. Dit kan het toezicht en de adviesfunctie minder effectief maken. Een voorbeeld hiervan heeft betrekking op de regels omtrent financiële verslaglegging. Een belangrijke taak van de board is het toezicht op de financiële verslaglegging. Deze verslaglegging is echter vaak ten dele ingebed in de nationale regelgeving en wordt beïnvloed door de lokale interpretatie van internationale afspraken omtrent financiële verslaglegging. Buitenlandse boardleden hebben wat dit betreft dus een kennisachterstand ten opzichte van de leden van het bestuur. Dit betekent dat boards met buitenlandse leden in potentie minder goed in staat zijn toezicht te houden op het bestuur. Een recente studie toont aan dat een board met buitenlandse leden de kans vergroot dat het bestuur de financiële verslaglegging van de jaarlijkse winsten of verliezen met opzet anders voorstelt dan ze in werkelijkheid is.¹¹

Ten tweede kunnen de kosten van besluitvorming hoger worden vanwege communicatieproblemen. Indien een board bestaat uit personen met verschillende nationaliteiten kunnen taalproblemen ontstaan. Het bespreken van lastige onderwerpen in een andere taal dan de moedertaal kan miscommunicatie in de hand werken. Bovendien kunnen overleg en discussies worden bemoeilijkt door verschillen in de manier van communicatie tussen personen met een verschillende culturele achtergrond. Dit maakt besluitvorming lastig en bemoeilijkt de rol van de board als toezichthouder en adviseur van het bestuur. Verscheidene studies wijzen uit dat taalverschillen en verschillende communicatieculturen discussies tussen en besluitvorming door boardleden bemoeilijkt.¹²

In het verlengde van communicatieproblemen kunnen buitenlandse boardleden ook bijdragen aan de kans dat er tijdens vergaderingen conflicten ontstaan, juist doordat zij andere inzichten en/of een andere culturele achtergrond hebben. Dergelijke conflicten kunnen leiden tot een minder effectieve besluitvorming. Diversiteit aan ideeën binnen een board hoeft derhalve niet alleen positieve gevolgen te hebben.

Een ander potentieel probleem is dat buitenlandse boardleden minder vaak aanwezig zijn in de onderneming en minder vaak bij vergaderingen en boardmeetings komen, waardoor zij onvoldoende geïnformeerd zijn over ontwikkelingen die de onderneming aangaan. Dit maakt dat zij hun rol als toezichthouder en adviseur van het bestuur niet goed kunnen uitvoeren. Masulis, Wang en Xie hebben dit onderzocht voor grote Amerikaanse ondernemingen en laten zien dat de geografische afstand tussen de woonplaats van een boardlid en het hoofdkwartier

11 Reggy Hooghiemstra, Niels Hermes, Lars Oxelheim & Trond Randøy (2015), The Impact of Board Internationalization on Earnings Management, Conference of the Academy of International Business – UK chapter, April 2015, Manchester: Manchester Metropolitan University.

12 Eero Vaara, Janne Tienari, Rebecca Piekkari & Risto Sääntti (2005), "Language and the Circuits of Power in a Merging Multinational Corporation", *Journal of Management Studies*, 42, 3, pp. 595-623.

van de onderneming ertoe leidt dat hij of zij minder vaak aanwezig is bij boardmeetings.¹³ Zij laten voorts zien dat ondernemingen met boards waarin buitenlandse leden zitten significant vaker financiële verslagleggingsproblemen hebben, hogere salarissen betalen aan de bestuursvoorzitter, minder vaak de bestuursvoorzitter zien vertrekken na tegenvallende prestaties en lagere financiële prestaties vertonen. Dit lijkt te bevestigen dat boards met buitenlandse leden hun taak als toezichhoudend orgaan minder goed uitvoeren.

5. Onderzoek naar de rol van buitenlandse boardleden: de kritiek

Er is evenwel ook de nodige kritiek te leveren op het hiervoor besproken onderzoek. Een belangrijk methodologisch probleem van het onderzoek naar de invloed van buitenlandse boardleden op de prestaties van de onderneming is dat veronderstelde causale verbanden lastig te verifiëren zijn. Dit heeft te maken met het feit dat de verklarende variabelen in de analyse bepaald kunnen zijn door factoren die in potentie ook de te verklaren variabele kunnen beïnvloeden. Hierdoor is niet eenduidig vast te stellen waardoor het verloop van de te verklaren variabele wordt bepaald. Dit probleem kan als volgt worden verduidelijkt.

De prestaties van een onderneming kunnen positief zijn beïnvloed, bijvoorbeeld doordat de onderneming in het verleden een overname in het buitenland heeft gedaan. Echter, deze overname heeft er ook toe geleid dat er buitenlandse leden aan de board zijn toegevoegd. Wat bepaalt nu de positieve ontwikkeling van de ondernemingsprestaties: de aanwezigheid van buitenlandse boardleden of de overname? Een gerelateerd probleem is dat er sprake kan zijn van omgekeerde causaliteit, dat wil zeggen, de goede prestaties van de onderneming leiden ertoe dat er buitenlandse leden in de board komen, in plaats van andersom.

Deze voorbeelden wijzen op de mogelijkheid dat buitenlandse leden in de board terecht zijn gekomen om redenen die direct verband houden met de prestaties van de onderneming. Zij zitten daar met andere woorden niet toevallig. Een zuivere analyse van de bijdrage van buitenlandse boardleden vraagt om een vergelijking tussen identieke ondernemingen met en zonder buitenlanders, waarbij deze buitenlanders willekeurig zijn toebedeeld aan de onderzochte ondernemingen. In de praktijk is een dergelijke empirische toetsing echter vaak niet of erg lastig uit te voeren.

Onderzoek wijst uit dat buitenlanders inderdaad meestal niet toevallig zijn toegetreden tot de board van een onderneming. In het algemeen kiezen ondernemingen hun boardleden onder meer vanwege hun specifieke persoonskenmerken, bijvoorbeeld om de relatie met leveranciers, afzetmarkten, klanten etc. beter te organiseren

13 Ronald Masulis, Cong Wang & Fei Xie (2012), "Globalizing the Boardroom: The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Accounting & Economics*, 53, 3, pp. 527-554.

en beheersen. Internationaal georiënteerde ondernemingen zullen daarom sneller buitenlandse boardleden kiezen vanwege hun kennis en contacten met buitenlandse leveranciers en markten. Verschillende studies vinden ondersteuning voor dit verband.¹⁴

Daarnaast kunnen aandeelhouders hun invloed aanwenden om buitenlanders in de board te krijgen. Onderzoek van Sur, Lvina en Magnan op basis van informatie over bijna 1500 beursgenoteerde Amerikaanse ondernemingen wijst uit dat de leden van de board althans tot op zekere hoogte een weerspiegeling zijn van het type aandeelhouders van de onderneming.¹⁵

De hierboven genoemde problematiek ten aanzien van de empirische toetsing is overigens een terugkerend probleem in de corporate governance-literatuur. De resultaten van onderzoek naar aan corporate governance gerelateerde verschijnselen, inclusief het onderzoek naar de rol van buitenlandse boardleden, moeten derhalve met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Een andere, meer inhoudelijke kritiek aangaande het onderzoek naar de rol van buitenlandse boardleden betreft de vraag wat dit onderzoek nu eigenlijk meet. Hebben buitenlandse boardleden echt unieke persoonskenmerken waarmee zij waarde creëren voor de onderneming, of is hun belangrijkste bijdrage gewoonweg het feit dat zij vaak relatieve buitenstaanders zijn? Met andere woorden, wordt hier in feite niet gewoon het effect van onafhankelijkheid gemeten?

Ook kan de vraag worden gesteld of de aandacht voor een specifiek persoonskenmerk zoals nationaliteit recht doet aan een analyse van de bijdrage van boardleden aan de prestaties van de onderneming. Zoals gezegd hebben boardleden meerdere taken. Veel onderzoek bekijkt de taken los van elkaar alsof boardleden steeds de keuze maken wanneer zij welke taak uitoefenen en hoeveel tijd zij daaraan besteden. Daarbij lijkt in het meeste onderzoek de nadruk te liggen op de rol als toezichthouder. In de praktijk zijn de verschillende taken echter moeilijk los van elkaar te zien. In boardmeetings en discussies worden zij juist vaak simultaan uitgevoerd en zijn zij eerder complementair dan substituten. In het licht hiervan is een analyse van de bijdrage van de board op basis van één bepaald type persoonskenmerk zoals geslacht, nationaliteit of onafhankelijkheid waarschijnlijk ook te beperkt. Buitenlandse boardleden zijn doorgaans onafhankelijk. Tegelijkertijd bezitten zij unieke

14 Lars Oxelheim, Aleksandra Gregoric, Trond Randøy & Steen Thomsen (2013), "On the Internationalization of Corporate Boards: The Case of Nordic Firms", *Journal of International Business Studies*, 44, 3, pp. 173-194; Kees van Veen, Padma Rao Sahib & Evelien Aangeenbrug (2014), "Where Do International Board Members Come From? Country-level Antecedents of International Board Member Selection in European Boards", *International Business Review*, 23, 2, pp. 407-417.

15 Sujit Sur, Elena Lvina & Michel Magnan (2013), "Why do Boards Differ? Because Owners Do: Assessing Ownership Impact on Board Composition", *Corporate Governance: An International Review*, 21, 4, pp. 373-389. Ter illustratie van dit punt: de Mexicaanse zakenman Carlos Slim eiste twee zetels in de board van KPN nadat hij in de loop van 2012 een belangrijk deel van de aandelen in deze onderneming had gekocht. Op 10 april 2013 traden Oscar von Hauske Solis en Carlos García Moreno Elizondo toe tot de board van KPN. Beide boardleden zijn werkzaam bij het Mexicaanse telecombedrijf América Móvil, eigendom van Carlos Slim, en hebben de Mexicaanse nationaliteit.

kennis waarmee zij het bestuur van nuttig advies kunnen voorzien. De mate waarin boardleden kunnen bijdragen aan het uitvoeren en combineren van beide taken hangt derhalve mede af van de combinatie van persoonskenmerken die zij bezitten, zowel individueel als groep.¹⁶

Daarnaast kan men kritiek leveren op de wijze waarop in veel onderzoek persoonskenmerken van boardleden worden gekoppeld aan hun gedrag en activiteiten. Wat zich precies afspeelt in een boardmeeting kan men meestal niet observeren en daarom wordt er met variabelen gewerkt die het gedrag indirect meten. Zo wordt de mate van onafhankelijkheid van een boardlid gebruikt als maatstaf voor de mate waarin deze persoon zich kritisch opstelt tijdens discussies. In hoeverre dit echter in de praktijk werkelijk zo is hangt ook af van andere persoonskenmerken, zoals zijn of haar taakopvatting, werkstijl en motivatie.

Ten slotte is de interactie tussen boardleden van invloed op de individuele bijdrage van de leden. Zijn er boardleden die de discussies domineren, is er sprake van groepsvorming binnen een board, is er sprake van statusverschillen, etc.? In het finance-onderzoek is voor deze vraagstukken relatief weinig aandacht, dit in tegenstelling tot het managementonderzoek, waar onder meer gebruik wordt gemaakt van vragenlijstonderzoek, documentanalyse, diepte-interviews en observationele onderzoeksmethoden, om meer te weten te komen over wat er zich precies afspeelt binnen de muren van een boardroom. Onderzoekers als James Westphal, Daniel Forbes en Frances Milliken hebben in dit verband baanbrekend werk verricht.¹⁷ Voor een beter begrip van de invloed die boards uitoefenen op de besluitvorming en prestaties van een onderneming, en hoe diversiteit daarbij een rol speelt, vormt dit type onderzoek een welkome en belangrijke aanvulling op het bestaande finance-onderzoek.¹⁸

16 Een onderneming kan trachten de samenstelling van de board te optimaliseren door bij de aanstelling van leden rekening te houden met de behoefte aan toezicht en advisering. Deze behoefte wordt ook bepaald door de situatie waarin de onderneming verkeert. Een jonge onderneming zal meer behoefte hebben aan advisering; een grote onderneming vraagt om een versterking van het toezicht. Een onderneming die in zwaar weer terecht is gekomen heeft behoefte aan beide, zeker wanneer de crisis mede is veroorzaakt door mismanagement en onvoldoende toezicht. Boardleden hebben verschillende persoonskenmerken en vaardigheden die hen beter maken in het geven van advies, dan wel het uitoefenen van toezicht. Zo zijn onafhankelijke leden (waaronder dus over het algemeen ook buitenlanders vallen) beter in toezicht, terwijl leden met een werkverleden bij de onderneming in eerste instantie beter kunnen worden ingezet als het gaat om advies over strategische beslissingen.

17 Daniël Forbes & Frances Milliken (1999), "Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups", *Academy of Management Review*, 24, 3, pp. 489-505; James Westphal (1999), "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties", *Academy of Management Journal*, 42, 1, pp. 7-24; James Westphal & Edward Zajac (1997), "Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection", *Administrative Science Quarterly*, 40, 1, pp. 60-83.

18 De gedragsmatige aspecten van wat er in boardmeetings gebeurt worden bestudeerd in het onderzoeksgebied van de *behavioral corporate governance*. Zie Hans van Ees, Jonas Gabrielsson & Morten Huse (2009), "Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 17, 3, pp. 307-319, voor een theoretische beschouwing van dit onderzoek.

6. Afsluiting: Beleidsimplicaties en lessen voor toekomstig onderzoek

Wat kunnen studies naar de rol van buitenlandse boardleden ons nu vertellen over het belang van de diversiteit van boards in het algemeen? Door beleidsmakers wordt vaak betoogd dat diversiteit moet worden nagestreefd. Zo wordt diversiteit van boards bijvoorbeeld benadrukt in diverse corporate governance codes. Een van de lessen van het onderzoek naar de diversiteit van boards met betrekking tot de nationaliteiten van de leden lijkt te zijn dat diversiteit niet per definitie positief is voor een onderneming. Deze conclusie is nochtans gebaseerd op een klein aantal onderzoeken. We weten met andere woorden nog te weinig over wat diversiteit naar nationaliteit nu precies betekent voor het verbeteren van de besluitvorming en prestaties van een onderneming. Dat heeft implicaties voor de beleidsrelevantie van het onderzoek: beleidsmakers dienen voorzichtig te zijn met het vertalen van de onderzoeksresultaten in concreet beleid.

Toekomstig onderzoek naar de rol van boards – en van buitenlandse leden van deze boards in het bijzonder – is derhalve gewenst, temeer daar mag worden verwacht dat door de toegenomen mondialisering in brede zin, en de internationalisering van ondernemingen in het bijzonder, het aantal buitenlanders in boards van ondernemingen alleen maar verder zal toenemen. Dit onderzoek zou zich moeten toespitsen op de volgende aspecten. Ten eerste is het zaak dat zorgvuldiger wordt gekeken naar de werkelijke onderliggende causale relaties. In dit verband is het van belang dat er meer onderzoek komt naar de vraag waarom buitenlandse boardleden worden aangesteld als eerste stap in het ontwarren van causale verbanden. Het onderzoek naar de rol die vrouwen spelen in boards heeft eenzelfde ontwikkeling doorgemaakt. Nadat de focus in eerste instantie lag op het directe verband tussen vrouwen in boards en de prestaties van een onderneming, wordt in recente studies ook gekeken waarom er zo weinig vrouwen in boards terecht komen. Daarbij lijken culturele en institutionele factoren een belangrijke rol te spelen. Voor beleidsmakers zijn dit belangrijke inzichten bij het formeren van beleid dat diversiteit tracht te bevorderen.

Ten tweede is er behoefte aan meer diversiteit wat betreft de context waarin boardonderzoek plaatsvindt. Het grootste deel van het boardonderzoek wordt gedaan op basis van data van Amerikaanse ondernemingen.¹⁹ Deze studies leveren interessante inzichten op met betrekking tot de wijze waarop boards werken en hoe zij beslissingen en prestaties beïnvloeden. Deze studies hebben echter slechts betrekking op de Amerikaanse context. De vraag is hoe boards werken buiten de Amerikaanse context, waar andere instituties en culturen gelden.

19 In de afgelopen vijf jaargangen van de top-drie finance tijdschriften (*Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* en *Review of Financial Studies*) verschenen 103 artikelen over aan corporate governance gerelateerde onderwerpen. In slechts 23 artikelen (ofwel 22 procent) werd gebruikgemaakt van data van niet-Amerikaanse ondernemingen.

Ten derde zou er meer aandacht moeten komen voor een evenwichtige analyse van de toezicht en adviestaak van de board. Nu ligt in veel onderzoek de nadruk op toezicht. Mede in het licht van de financiële en economische crisis is het echter juist van belang te bestuderen hoe boards beide rollen effectief kunnen uitvoeren en combineren om ondernemingen weerbaarder te maken tegen toekomstige crisissituaties.

Ten vierde zou toekomstig onderzoek zich meer moeten richten op het bestuderen van de rol van boards in combinatie met andere corporate governance-mechanismen. Het is zeer waarschijnlijk dat in de praktijk bepaalde corporate governance-mechanismen simultaan gekozen worden. Het huidige onderzoek is vooral gericht op het bestuderen van de werking van boards zonder daarbij rekening te houden met andere mechanismen zoals de eigendomsverhoudingen, de markt voor fusies en overnames, etc.

Ten slotte pleit ik hier voor meer kruisbestuiving tussen het finance- en managementonderzoek naar de rol van boards. Op dit moment opereren beide onderzoeksgebieden relatief geïsoleerd van elkaar. Het zou met name interessant zijn wanneer in het finance-onderzoek de inzichten van het managementonderzoek betreffende de gedragsmatige en cognitieve aspecten van de interactie tussen boardleden explicieter worden meegenomen. Dat zou ook goed aansluiten bij de recente ontwikkeling in de finance-literatuur, waarbij steeds meer aandacht is voor *behavioral finance*.

