

Compliance en non-compliance met de Nederlandse Corporate Governance Code

Hans van Ees en Reggy Hooghiemstra

1. Inleiding

Corporate governance codes zijn een wereldwijd fenomeen. Meer dan 65 landen in de wereld kennen een corporate governance code. Ondanks de verschillen op het gebied van wet- en regelgeving, zijn de overeenkomsten tussen nationale corporate governance codes opvallend. De meeste nationale corporate governance codes bevatten aanbevelingen op het gebied van bestuurdersbeloning, de onafhankelijkheid van commissarissen, de instelling van belonings- en auditcommissies, de positie van aandeelhouders en het functioneren van de accountant. Een ander gemeenschappelijk kenmerk is dat corporate governance codes (hierna: codes) zich doorgaans richten op beursgenoteerde ondernemingen.

Codes zijn bedoeld om een min of meer uniforme standaard voor goed ondernemingsbestuur te creëren, gebaseerd op zelfregulering en vrijwillige compliance. Het beginsel van “pas toe of leg uit” neemt daarbij een centrale rol in. Dit beginsel houdt in dat ondernemingen mogen afwijken van de richtlijnen uit een code vooropgesteld dat zij uitleggen waarom zij afwijken. De flexibiliteit van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel vormt ontegenzeggelijk één van de belangrijkste voordelen van zogeheten soft law.¹

Het functioneren van corporate governance is een voorbeeld van hoe ondernemingen opereren op basis van beginselen en richtlijnen die door de deelnemers aan het organisatorische veld zijn ontwikkeld.² Kenmerkend voor dergelijke standaarden is het vrijwillige karakter; ondernemingen hebben de mogelijkheid om van de standaard af te wijken. Dit gegeven roept een aantal interessante vragen op. Bijvoorbeeld, op welke overwegingen kiezen ondernemingen ervoor af te wijken van de standaard en wat zijn de onderliggende determinanten van dergelijke beslissingen. In dit hoofdstuk zullen we aan deze en andere vragen aandacht besteden. Meer algemeen is het doel van het hoofdstuk om de determinanten van het niet-naleven van de corporate governance richtlijnen te onderzoeken. Daartoe zullen wij allereerst ingaan op

1 Zie R.V. Aguilera en A. Cuervo-Cazurra, ‘Codes of good governance’, *Corporate Governance: An International Review* 2009, 17, p. 376-387; alsmede S.I. Karlsson-Vinkhuysen en A. Vihma, ‘Comparing the legitimacy and effectiveness of global hard and soft law, An analytical framework.’, *Governance & Regulation* 2009, 3, p. 400-420.

2 Zie bijvoorbeeld N. Brunsson en B. Jacobsson, *A world of standards*, Oxford: Oxford University Press, 2000.

de ondernemings specifieke afwijkingen van de Nederlandse corporate governance code (hierna: de Nederlandse code). Ten tweede analyseren we in hoeverre Nederlandse ondernemingen gelijksoortige verklaringen voor het niet-toepassen van de beginselen en richtlijnen van de Nederlandse code hanteren en waarom.

Een dergelijke analyse kan op verschillende manieren aan de begripsvorming over corporate governance bijdragen. Allereerst is het onderzoek tot dusver hoofdzakelijk gericht op de beschrijving en toepassing van corporate governance codes in verschillende landen. Ten tweede heeft eerder onderzoek zich vooral gericht op het vaststellen van de waarderelevantie van het toepassen van richtlijnen van goed ondernemingsbestuur. Onderzoek naar non-compliance is relatief schaars en dit geldt in het bijzonder voor verklarend onderzoek op dit gebied. Ten derde is dit hoofdstuk een van de eerste pogingen om de uniformiteit in het niet-toepassen van richtlijnen van corporate governance codes te analyseren.³ Tenslotte, door de aandacht te vestigen op onderliggende ondernemings specifieke factoren en netwerkeigenschappen draagt dit onderzoek bij aan de literatuur over de adoptie van standaarden voor goed ondernemingsbestuur.

2. Theorie en proposities

2.1 Codes als gestandaardiseerde oplossing

Codes en overige gedragsstandaarden worden ontwikkeld om in de behoefte van de gebruikers te voorzien. Door de ontwikkeling van een corporate governance code worden gestandaardiseerde oplossingen geboden voor problemen die ontstaan ten gevolge van belangentegenstellingen tussen de belanghebbenden van de vennootschap. Codes maken daarmee deel uit van de institutionele omgeving van de onderneming. Eenmaal ingestelde gedragscodes worden doorgaans toegepast, waarmee de standaardisatie van beginselen en richtlijnen in het organisatorische veld gestalte krijgt. Verschillende studies in een groot aantal landen bevestigen deze these.⁴ In het Verenigd Koninkrijk heeft het toepassen van de Cadbury Code voor een kwaliteitsimpuls voor het toezicht binnen Britse beursgenoteerde ondernemingen gezorgd. Verder lijkt de toepassing van corporate governance codes in positieve zin samen te hangen met de omvang van de onderneming. Tegelijkertijd zijn er aanwijzingen dat het toepassen van corporate governance codes in formele zin hoog is, maar lang niet altijd wordt gevolgd door de beoogde aanpassing van het gedrag.

3 Zie in dit verband ook T. Talaulicar en A. von Werder, 'Patterns of compliance with the German Corporate Governance Code', *Corporate Governance: An International Review* 2008, 16, p. 255-273.

4 Zie voor een overzicht van eerder onderzoek op het gebied van corporate governance codes: R.V. Aguilera en A. Cuervo-Cazurra, 'Codes of good governance', *Corporate Governance: An International Review* 2009, 17, p. 376-387.

2.2 *Motieven om codes toe te passen*

De hoge mate van toepassing van nationale corporate governance codes kan worden verklaard vanuit concurrentieoverwegingen en institutionele drukmechanismen.⁵ Enerzijds bestaan er prikkels die maken dat (leidinggevend) van ondernemingen zich conformeren aan corporate governance richtlijnen, omdat de aandeelhouders dergelijke informatie aanwenden bij beleggingsbeslissingen. Er zijn aanwijzingen dat beleggers het toepassen van codes in positieve zin waarderen. Daarenboven, binnen de rechtswetenschap wordt gewezen op het zogenaamde “overeenstemmingsmotief”.⁶ Dit motief benadrukt het belang van goede bedoelingen en het hebben van een morele verplichting van toepassing. Anderzijds, ook verplichtende regulering kan dwangmatig bewerkstelligen dat ondernemingen de codes toepassen, bijvoorbeeld via wetgeving of via noteringsvereisten voor beursgenoteerde ondernemingen. Dergelijke negatieve drukmechanismen benadrukken aspecten die ondernemingen bij voorkeur willen voorkomen. Ook kan toepassing worden bevorderd door het belang van algemeen geldende normen en waarden in een samenleving te benadrukken, dan wel door te wijzen op het voorbeeldgedrag van succesvolle, vergelijkbare ondernemingen. Dit laatste motief, een motief dat ook binnen de rechtswetenschap voorkomt, verwijst naar de wens van ondernemingen reputatie te verwerven, dan wel het respect van belanghebbenden, als concurrenten, media en belangrijke aandeelhouders te behouden. Tenslotte, ook consultants kunnen imitatie en eenvormigheid van het gebruik van richtlijnen bevorderen.⁷

2.3 *Non-compliance en patronen van non-compliance*

Het toepassen van richtlijnen is maar één aspect van het standaardiseren van beginselen van goed ondernemingsbestuur. Het volgen van een standaard is vrijwillig en het uitgangspunt van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel is dat de financiële markten (i.c. de aandeelhouders) de naleving bewaken en op enigerlei wijze het afwijken van richtlijnen verwerken in lagere koersen of accepteren dat de afwijking van de richtlijnen in de specifieke situatie legitiem is.⁸ De resulterende beslissingsruimte en de rol van beleggers bij de bewaking van het toepassen van codes genereert zowel flexibiliteit als onzekerheid. Flexibiliteit vanwege de mogelijkheid om binnen bepaalde grenzen ondernemingspecifieke oplossingen te kiezen voor situationeel-relevante governance problemen. Onzekerheid omdat corporate governance codes geen nadere richtlijnen geven of een afwijking legitiem is of als zodanig wordt gepercipieerd.

5 Zie bijvoorbeeld A.V. Shipilov, H.R. Greve en T.J. Rowley, ‘When do interlocks matter? Institutional logics and the diffusion of multiple corporate governance practices’, *Academy of Management Journal* 2010, 53, p. 846-864.

6 Zie bijvoorbeeld P.J. May, ‘Compliance motivations: Affirmative and negative bases’, *Law & Society Review* 2004, 38, p. 41-68.

7 Zie in dit verband ook D. Seidl, ‘Standard setting and following in corporate governance. An observational-theoretical study of the effectiveness of governance codes’, *Organization* 2007, 14, p. 705-727.

8 I. MacNeil en X. Li, ‘Comply or explain, Market discipline and non-compliance with the Combined Code’, *Corporate Governance: An International Review* 2006, 14, p. 486-496.

Op voorhand lopen ondernemingen en bestuurders dus het risico dat de markt de bedoelde afwijking van de code richtlijn niet zal accepteren.⁹ Anders gesteld, een onderneming weet niet in welke mate externe belanghebbenden, zoals investeerders en de media, in de eerste plaats de afwijking zullen accepteren, dan wel in de tweede plaats de uitleg van de afwijking bereid zijn te accepteren als legitiem. In dergelijke situaties stelt de institutionele theorie dat (institutionele) actoren, i.c. ondernemingen, deze onzekerheid zullen proberen te verlagen door een vrijwillige reductie van de hen toegestane flexibiliteit. Dat gebeurt door standaardisatie en eenvormigheid door middel van imitatie.¹⁰ Onzekerheid bevordert de vergelijking tussen soortgelijke ondernemingen (“organizational peers”).¹¹ Dit betekent dat ondernemingen worden gedreven afwijkingen van de code te motiveren met behulp van argumenten die elders, bij vergelijkbare ondernemingen ook worden gebruikt. Ondernemingen imiteren elkaar in een poging de legitimatie van de individuele afwijkingen van de richtlijnen te vergroten.¹² Dit leidt tot een proces waarbij ogenschijnlijk vergelijkbare ondernemingen, vergelijkbare argumenten gebruiken bij het uitleggen van het niet-toepassen van de richtlijnen van de Nederlandse code. Dit impliceert grenzen aan het ondernemingsspecifieke deel van de informatie die wordt verschaft, omdat de legitimatie van een van de richtlijn afwijkend gedrag dient te worden gebaseerd op kenmerken die als verschillend worden geaccepteerd door externe belanghebbenden. Externe belanghebbenden zijn per definitie minder goed geïnformeerd over de specifieke kenmerken van de vennootschap. Argumenten betreffende het niet-toepassen van richtlijnen hebben dientengevolge vooral betrekking op kenmerken die zowel waarneembaar zijn door als begrijpelijk zijn voor externe belanghebbenden. Zo zal bijvoorbeeld de notering in een bepaalde index als onderscheidend worden aangemerkt, los van de relevantie voor de desbetreffende richtlijn. Dientengevolge valt te voorspellen dat de aard van de beursnotering, i.c. de opname in bijvoorbeeld de AEX-index en bijvoorbeeld de mogelijkheid van een notering aan een buitenlandse beurs, zal worden gezien als legitieme argumenten om bepaalde richtlijnen van de Nederlandse code met uitleg na te leven.¹³ De omvang van onderneming is een volgend kenmerk dat discrimineert tussen verschillende groepen van beursgenoteerde ondernemingen, evenals de aard en concentratie van het aandelenbezit, en sector- en balanskenmerken (bijvoorbeeld vermogensstructuur). Tenslotte, kruisverbanden met andere ondernemingen (“board interlocks”), dat wil zeggen het aanhouden van commissariaten bij verschillende ondernemingen, kunnen eveneens van invloed zijn op aspecten van

9 Zie ook D. Seidl, ‘Standard setting and following in corporate governance, An observational-theoretical study of the effectiveness of governance codes’, *Organization* 2007, 14, p. 705-727.

10 N. Brunsson en B. Jacobsson, *A world of standards Oxford*: Oxford University Press, 2000.

11 Zie bijvoorbeeld E. Boxenbaum en S. Jonsson, ‘Isomorphism diffusion and decoupling’. In: Greenwood R, Oliver C, Suddaby R, Sahlin K (red) *The SAGE handbook of organizational institutionalism*, Sage: Los Angeles, 2008, pp. 78-98.

12 M.B. Lieberman en S. Asaba, ‘Why do firms imitate each other?’, *Academy of Management Review* 2006, 31, p. 366-385.

13 Voor een soortgelijk argument, zie T. Talauciar en A. von Werder, ‘Patterns of compliance with the German Corporate Governance Code’, *Corporate Governance: An International Review* 2008, 16, p. 255-273.

toepassing en naleving van richtlijnen vanwege het daaruit resulterende informele lidmaatschap van zogenaamde business netwerken.

Concluderend, de argumenten die ondernemingen aandragen voor het niet-toepassen van de richtlijnen van de Nederlandse code, als ook het niet-toepassen van de richtlijnen zelf, worden gedreven door de institutionele druk opgelegd door externe belanghebbenden. Deze druk leidt vervolgens tot standaardisatie en eenvormigheid, hetgeen kan impliceren dat niet de richtlijn maar de afwijking ervan de norm wordt in het organisatorische veld. Op basis van inzichten uit de institutionele theorie voorspellen we dat ondernemingsspecifieke kenmerken ter zake het niet-naleven van richtlijnen uit de Nederlandse code een ondergeschikte rol zullen spelen en dat het afwijken van de richtlijnen in hoge mate eenvormig zal zijn voor ogenschijnlijk dezelfde ondernemingen. Anders gezegd, voor buitenstaanders schijnbaar gelijke en direct waarneembare kenmerken van ondernemingen vormen de basis van de uitleg voor het niet-toepassen van de richtlijnen van de Nederlandse code. Dit betekent dat de druk in het organisatorische veld op gespannen voet staat met de logica van vrijwillige regulering op basis van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel. Met andere woorden, wij beargumenteren dat sprake is van een paradoxale situatie. Het beginsel van vrijwillige zelfregulering dat ten grondslag ligt aan corporate governance codes door middel van het “pas-toe-en-leg-uit”-beginsel, zal feitelijk, ten gevolge van institutionele druk, leiden tot een beperkt aantal richtlijnen waarvan de afwijking als sociaal gelegitimeerd wordt geaccepteerd.

3. Onderzoeksontwerp

3.1 Steekproef

Dit onderzoek beoogt mogelijke patronen c.q. gelijkenissen in de manier waarop Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen afwijkingen van de Nederlandse code uitleggen te identificeren. Het onderzoek is gebaseerd op 130 ondernemingen die eind December 2005 een notering hebben op Euronext Amsterdam en dus de Nederlandse code op basis van “pas-toe-of-leg-uit” moeten toepassen. Vier ondernemingen vallen af omdat zij ook een notering in het Verenigd Koninkrijk hebben en aangeven de Britse code te volgen; aldus resteren 126 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor de basisanalyse. Op een soortgelijke wijze is de analyse herhaald aan de hand van de 89 ondernemingen die eind 2008 aan Euronext Amsterdam genoteerd stonden (én die tevens in December 2005 genoteerd waren). Dit stelt ons in staat om de mate van dynamiek te achterhalen.

Financiële gegevens komen uit de databank “Review en Analysis of Firms in Holland” (REACH). Data ten aanzien van de index (dat wil zeggen AEX, AMX, ASX of lokaal) komt van de website van Euronext Amsterdam. Overige data is afkomstig uit de jaarverslagen van de ondernemingen.

3.2 *Inhoudsanalyse*

In dit hoofdstuk maken we gebruik van inhoudsanalyse om gelijkenissen in de manier waarop Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen afwijkingen van de Nederlandse code uitleggen te identificeren.¹⁴ Omdat er op het gebied van “pas-toe-of-leg-uit” niet of nauwelijks eerder onderzoek is gedaan, hebben we ons eigen inhoudsanalyse-instrument ontwikkeld. In dit onderzoek wordt gekeken naar één dimensie waarop afwijkingen van de Nederlandse code worden gecodeerd: de aard van de uitleg. Op basis van een pilot zijn er uiteindelijk negen categorieën overgebleven waarop, per onderneming, alle afwijkingen van de Nederlandse code worden gecodeerd. Het coderen van deze negen categorieën komt tot stand door de volgende zin aan te vullen: “Richtlijn nummer uit de Nederlandse corporate governance code] inzake [...] wordt niet door de onderneming toegepast, omdat de onderneming ...”

1. bestaande afspraken en/of contracten wenst te respecteren (“bestaande contracten argument”);
2. de richtlijn in strijd acht met jurisprudentie en/of wet- en regelgeving, dan wel nadere wetgeving op dit terrein wenst af te wachten en/of zich conformeert aan bestaande wet- en regelgeving en/of deze afdoende acht (“wetgevingsargument”);
3. nog bezig is met het implementeren van de richtlijn en de verwachting heeft deze in het komende boekjaar wél na te leven (“tijdelijke afwijking”);
4. een eigen regeling kent waarvan zij uitdrukkelijk vindt dat deze in lijn is met de geest van de Nederlandse code (“eigen regeling in lijn met de Nederlandse code”);
5. een andere regeling kent (toelichting: er wordt in dit geval slechts informatie over de eigen regeling verschaft zonder nadere motivering) (“alternatieve, interne regeling”);
6. vindt dat de richtlijn vraagt om een werkwijze die niet gebruikelijk is in de lenen en/of sectoren waarin zij actief is (“contextueel argument”);
7. vindt dat de invoering van de richtlijn een te grote administratieve en/of financiële last zou vergen en/of vindt dat de onderneming te klein is om de richtlijn te kunnen naleven (“grootte argument”);
8. vindt dat de richtlijn ligt op een terrein dat een privé-aangelegenheid van bestuurders en/of commissarissen is (“privacy argument”); en
9. op een overige reden wijst (“overige argumenten”).

Alle corporate governance paragrafen zijn eerst gelezen door een codeur; waarna twee codeurs onafhankelijk van elkaar alle aldus geïdentificeerde uitleg aan de hand van bovenstaande categorieën hebben geïdentificeerd. Deze procedure leverde betrouwbare resultaten op: Cohen’s kappa lag boven de 75 procent.

¹⁴ Voor een nadere uiteenzetting over inhoudsanalyse zie K.A. Neuendorf, *The content analysis guidebook*, Sage: Thousand Oaks, 2002.

3.3 *Nadere analyses*

Om gelijkenissen ten aanzien van de manier waarop ondernemingen afwijkingen van de Nederlandse code uitleggen te identificeren is vervolgens clusteranalyse toegepast. Met behulp van clusteranalyse is het mogelijk om groepen van ondernemingen te identificeren die sterke gelijkenissen qua uitleg vertonen. In eerder onderzoek hebben Talaulicar en von Werder clusteranalyse gehanteerd om patronen in het naleven van de Duitse code te identificeren. Nadat de clusters van ondernemingen zijn vastgesteld, wordt met behulp van discriminantanalyse vastgesteld welke ondernemingskarakteristieken de clusters van elkaar doen verschillen.

In het theoretische deel van dit hoofdstuk hebben we beargumenteerd dat onzekerheid ertoe leidt dat ondernemingen bij het beargumenteren van afwijkingen van de Nederlandse code zich spiegelen aan vergelijkbare ondernemingen (“organizational peers”). De ondernemingskenmerken moeten dus te observeren en te begrijpen zijn voor externe belanghebbenden om te kunnen worden gebruikt bij de uitleg een afwijking van de Nederlandse code. In overeenstemming met dit argument zijn er in de analyse twee categorieën van variabelen opgenomen, die enerzijds ondernemings specifieke en anderzijds netwerkspecifieke kenmerken weerspiegelen.

Teneinde de ondernemings specifieke variabele te operationaliseren hebben we allereerst drie groepen gecreëerd; één groep bestaande uit ondernemingen die opgenomen zijn in de AEX-index, een andere groep die opgenomen is in AMX (of Midkap)-index en een restgroep. Ten tweede, onze verwachting is dat ondernemingen die ook buiten Nederland beursgenoteerd zijn, en met name als zij een notering in Amerika hebben, andere patronen kennen om afwijkingen van de Nederlandse code uit te leggen. In dit onderzoek nemen we enerzijds een variabele mee die het aantal noteringen op het buitenlandse aandelenbeurzen weerspiegelt en anderzijds vaststelt of de onderneming ook in Amerika is genoteerd. Ten derde wordt ondernemingsomvang, gemeten als totale omzet en totale beurswaarde aan het eind van het boekjaar, als een mogelijke determinant meegenomen. Ten vierde, de invloed van eigendomsstructuur wordt meegenomen in de analyse omdat uit eerder onderzoek is gebleken dat de hoeveelheid informatieverschaffing op het gebied van corporate governance negatief is geassocieerd met de mate van eigendomsconcentratie. Ook onderzoek door Arcot en Bruno toont aan dat ondernemingen waarin aandelenbezit geconcentreerd is, vaker meer algemene en minder informatieve uitleg voor non-compliance geven dan ondernemingen waarin aandelenbezit minder geconcentreerd is.¹⁵ Met behulp van informatie uit de REACH-databank zijn vier groepen gecreëerd die een toenemende mate van eigendomsconcentratie weerspiegelen. De referentiegroep is de groep met de hoogste concentratie. Ten vijfde, vermogensstructuur (verhouding vreemd ten opzichte van totaal vermogen) wordt meegenomen gezien eerder onderzoek waarin aan is getoond dat vermogensstructuur van invloed is op transparantie ten aanzien

15 S.R. Arcot en V.G. Bruno, *In letter but not in spirit: An analysis of corporate governance in the UK*. Working paper beschikbaar via <http://ssrn.com/abstract=819784>, 2006.

van corporate governance. Uit eerder onderzoek is gebleken dat compliance varieert met sectoren. Daarom worden een aantal groepen aan de hand van de indeling van Euronext Amsterdam geïdentificeerd. Tenslotte, nemen we twee maatstaven voor ondernemingsprestaties op: ROA, gedefinieerd als bedrijfsresultaat (EBIT) gedeeld door totale activa en verandering in aandelenkoers over het jaar.

In termen van netwerkspecifieke kenmerken wordt het mogelijke effect van kruisverbanden binnen de raad van commissarissen (commissarisnetwerken oftewel “board interlocks”) meegenomen.¹⁶ Eerder onderzoek leert dat commissarisnetwerken een belangrijk mechanisme vormen voor de verspreiding van ondernemingspraktijken. In dit onderzoek nemen we twee specifieke variabelen mee. Allereerst, het aantal personen binnen de raad van commissarissen dat minimaal één commissariaat bij een andere beursgenoteerde onderneming heeft. Ten tweede bepalen we het gemiddelde aantal kruisverbanden per commissaris door het totale aantal kruisverbanden binnen één raad van commissarissen te delen door het aantal commissarissen dat minimaal één kruisverband heeft. en hogere waarde van deze variabele geeft aan dat de onderneming meer kruisverbanden heeft met andere beursgenoteerde ondernemingen. Tot slot is een tweedeling gemaakt waarbij is gekeken of er in de raad van commissarissen minimaal één commissaris zit die lid is (geweest) van een commissie die zich bezighoudt of zich bezig heeft gehouden met het ontwikkelen en/of monitoren van een corporate governance code in Nederland. De verwachting is namelijk dat dergelijke commissarissen meer druk voelen om, mede vanwege hun persoonlijke reputatie, ervoor te zorgen dat de onderneming legitieme argumenten voor non-compliance hanteert.

4. Resultaten

4.1 Beschrijvende analyse

In totaal worden door de 126 ondernemingen 663 afwijkingen van de Nederlandse code uitgelegd. Dit komt neer op (afgerond) vijf uitgelegde richtlijnen per onderneming; een aantal dat vergelijkbaar is met eerder onderzoek. Een eerste statistische analyse toont aan dat AEX-ondernemingen een significant geringer aantal afwijkingen uitleggen dan ondernemingen die geen deel uitmaken van de AEX-index. Deze bevinding is in overeenstemming met onderzoek naar mate van compliance met de Britse code en de Duitse code.¹⁷

Uit dit onderzoek blijkt dat er een beperkte set van richtlijnen is waarvan ondernemingen afwijken. In overeenstemming met onderzoek onder Britse en Duitse

16 Zie bijvoorbeeld A.V. Shipilov, H.R. Greve en T.J. Rowley, ‘When do interlocks matter? Institutional logics and the diffusion of multiple corporate governance practices’, *Academy of Management Journal* 2010, 53, p. 846-864; en H. Rao en K. Sivakumar, ‘Institutional sources of boundary-spanning structures, the establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials’, *Organization Science* 1999, 10, p. 27-42.

17 Zie in dit verband het overzichtsartikel van R.V. Aguilera en A. Cuervo-Cazurra, ‘Codes of good governance’, *Corporate Governance: An International Review* 2009, 17, p. 376-387.

ondernemingen, vinden wij dat Nederlandse ondernemingen frequent afwijken van richtlijnen op het gebied van bestuurdersbezoldiging. In het bijzonder geldt dat 77 van de 126 ondernemingen aangeven de richtlijn betreffende de maximum ontslagvergoeding niet toe te passen. Evenzeer zijn er 93 ondernemingen die afwijken van de richtlijn dat een bestuurder voor een periode van maximaal vier jaar benoemd kan worden. Ten slotte zijn er 56 ondernemingen die de richtlijn ten aanzien van het instellingen van een commissie vanuit de raad van commissarissen niet naleven.

Tabel 1 geeft een eerste analyse van de verklaringen die beursgenoteerde ondernemingen voor non-compliance hanteren. Tabel 1 verschaft ook een eerste aanwijzing dat ondernemingen soortgelijke argumenten hanteren om afwijkingen van de Nederlandse code te motiveren. Afgezien van de categorie “overig” worden vijf categorieën veelvuldig gebruikt. Ten eerste zijn er 134 gevallen waarin een onderneming aangeeft niet aan een richtlijn te kunnen voldoen omdat zij contracten en/of afspraken wensen na te leven die al bestonden voordat de code in werking trad; een mogelijkheid die overigens ook expliciet in de preambule van de Nederlandse code wordt genoemd. Ten tweede, 118 keer geven ondernemingen aan dat de financiële en/of administratieve last de invoering van een richtlijn in de weg staat. Dit argument wordt vooral door de kleinere ondernemingen gehanteerd. Een derde veelvuldig gehanteerde praktijk is dat ondernemingen volstaan met het geven van informatie over de eigen, alternatieve regeling (81 gevallen). In 49 gevallen wezen ondernemingen erop dat het naleven van een richtlijn in strijd zou zijn met bestaande wetgeving of jurisprudentie en/of dat de onderneming wetgeving op een navenant terrein wenste af te wachten. Een laatste veelvuldig gehanteerd argument is dat de onderneming opmerkt dat er tijdelijk niet aan een richtlijn kon worden voldaan (40 gevallen).

Tabel 1: Inhoud van typen uitleg voor afwijkingen van de Nederlandse code gegroepeerd naar index

	AEX	AMX	Overig	Totaal
Bestaande contracten argument	20	30	84	134
Wetgevingsargument	5	8	36	49
Tijdelijke afwijking	7	7	26	40
Alternatief beleid dat in lijn is met de code	5	3	3	11
Alternatief, intern beleid	17	18	46	81
Contextueel argument	2	2	2	6
Grootte argument	4	6	108	118
Privacy argument	2	0	14	16
Overige argumenten	32	27	149	208
Totaal	94	101	468	663

4.2 Nadere analyses

Op basis van vastomlijnde procedures kunnen twee clusters worden onderscheiden die wezenlijk verschillende argumenten voor non-compliance hanteren. Het eerste cluster van 48 ondernemingen, hanteert vier typen argumenten: afgezien van de categorie “overig”, legt dit cluster veelvuldig afwijkingen uit door te wijzen op het naleven van bestaande contracten. Voorts wijzen ondernemingen in dit cluster veelvuldig op de tijdelijkheid van de afwijking. De resultaten geven ook aan dat ondernemingen behorende tot het eerste cluster veelvuldig volstaan met het geven van informatie over de eigen regeling in plaats van het daadwerkelijk uitleggen van een afwijking.

De 78 ondernemingen uit het tweede cluster hanteren vier typen uitleg: behoudens de categorie “overig” wijzen deze ondernemingen met name op de grootte van de onderneming als motivering waarom een richtlijn niet wordt nageleefd; dan wel wordt erop gewezen dat de onderneming bestaande afspraken wil nakomen. Een laatste type motivering dat door dit cluster wordt gebezigd is dat zij een richtlijn niet kunnen naleven omdat de richtlijn niet in lijn zou zijn met Nederlandse wetgeving (en/of bestaande jurisprudentie).

Nu we hebben vastgesteld dat het mogelijk is om twee clusters van ondernemingen te onderscheiden op basis van de patronen van uitleg, wordt met behulp van discriminantanalyse vastgesteld op welke onderneming- en netwerkspecifieke kenmerken de twee clusters verschillen. De resultaten van de discriminantanalyse zijn in tabel 2 weergegeven.

Tabel 2: Resultaten van discriminantanalyse

Firm characteristics	Gemiddelde		Wilks lambda	F-waarde
	Cluster 1 (n=48)	Cluster 2 (n=78)		
AEX-dummy	0,27	0,13	0,968	4,119**
AMX-dummy	0,29	0,10	0,941	7,707***
Aantal noteringen in buitenland	1,60	1,24	0,960	5,216**
US-notering (dummy)	0,27	0,10	0,952	6,263**
Omzet (in € duizend)	5.740.613	1.953.623	0,951	6,438**
Beurswaarde (in € duizend)	5.367.496	1.945.600	0,965	4,443**
Dummy onafhankelijkheidsindicator A	0,65	0,49	0,976	3,044*
Dummy onafhankelijkheidsindicator B	0,21	0,26	0,997	0,374

Dummy onafhankelijkheidsindicator C	0,00	0,08	0,969	3,937**
Vermogensstructuur	0,50	0,56	0,982	2,329
Sector dummy: Olie en Basis materialen	0,06	0,06	1,000	0,001
Sector dummy: Industrieel	0,27	0,35	0,994	0,770
Sector dummy: Consumenten producten	0,21	0,15	0,995	0,605
Sector dummy: Consumenten services	0,10	0,13	0,999	0,161
Sector dummy: Telecom en Technologie	0,08	0,22	0,969	3,937**
Verandering in aandelenkoers	0,30	0,20	0,993	0,859
ROA (t-1)	0,14	0,06	0,990	1,220
Aantal commissarissen met "interlocks"	3,00	1,88	0,951	6,349**
Gemiddeld aantal commissarissen bij andere beursgenoteerde ondernemingen	2,31	1,77	0,968	4,162**
Dummy lidmaatschap corporate governance commissie	0,17	0,12	0,995	0,662

Deze tabel geeft weer de gemiddelde scores voor de twee clusters op diverse karakteristieken. ***, **, * houden in een significant verschil in tussen clusters op het 1%, 5%, en 10% niveau.

Tabel 2 laat zien dat de twee clusters wezenlijk van elkaar verschillen. Uit tabel 2 kan worden afgeleid dat het eerste cluster van 48 ondernemingen bestaat uit grote ondernemingen (in termen van omzet en beurswaarde) en dat het gaat om ondernemingen die deel uitmaken van de AEX- of Midkapindices. Voorts hebben deze ondernemingen meerdere noteringen en zijn ze vaker genoteerd op een Amerikaanse beurs. Daarnaast worden de ondernemingen gekenmerkt door een gespreid aandelenbezit (dit blijkt uit de hoge score op "onafhankelijkheidsindicator A") en behoren ze onder meer tot de financiële sector (de weggelaten referentiegroep). Wat de ondernemingen uit het eerste cluster voorts kenmerkt is het hoge aantal commissarissen dat minimaal één andere commissariaat bij een beursgenoteerde onderneming vervult, alsmede het hoge gemiddelde aantal gedeelde posities van deze commissarissen. Ondernemingen uit het tweede cluster daarentegen kunnen worden gekenmerkt als klein, maken geen deel uit van de belangrijkste Nederlandse beursindices, kennen een hogere mate van concentratie van aandelenbezit en betreft ondernemingen actief in de ICT en technologie sectoren.

In het voorgaande hebben we met achtereenvolgens cluster- en discriminantanalyse aangetoond dat de introductie van de Nederlandse code geleid heeft tot een zekere mate van uniformiteit c.q. standaardisering in de wijze waarop ondernemingen afwijkingen van de richtlijnen van de Nederlandse code uitleggen. Het is echter mogelijk dat dit gedrag over de tijd verandert omdat ideeën ten aanzien van legitiem gedrag en daarom ten aanzien van toelaatbare motiveringen veranderen.¹⁸ Om deze mogelijkheid te onderzoeken en om de dynamiek in de omgang met de Nederlandse code te onderzoeken is de inhoudsanalyse voor het boekjaar 2008 herhaald (in totaal zijn er 89 ondernemingen die zowel in 2005 als in 2008 met uitleg van code richtlijnen af hebben geweken; het gaat hierbij om in totaal 541 gemotiveerde afwijkingen). Dit levert de volgende resultaten op. Een eerste analyse toont aan dat ondernemingen in 2008 van nagenoeg dezelfde set van richtlijnen afwijken als waarvan zij in 2005 afweken; hoewel—in lijn met onderzoek van Arcot en Bruno onder Britse ondernemingen—een afname in het aantal uitgelegde afwijkingen kan worden geconstateerd.¹⁹ Ook in 2008 vormen de richtlijnen ten aanzien van bestuurdersbezoldiging de categorie waarvan ondernemingen veelvuldig afwijken. Vanwege mogelijke dynamiek is het interessant te analyseren in welke mate de uitleg van een afwijking van een specifieke richtlijn in 2005 overeenkomt met de uitleg in van dezelfde richtlijn in 2008. Figuur 1 vat de resultaten samen en toont aan dat er weinig dynamiek is waar te nemen in de wijze waarop Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen omgaan met de Nederlandse standaard voor goed ondernemingsbestuur. 61,2% van de aangetroffen uitleg is qua aard onveranderd gebleven; terwijl in 27,2% er sprake is van een bepaling die in 2005 is uitgelegd en die in 2008 wordt nageleefd.

5. Discussie en concluderende opmerkingen

Het doel van dit onderzoek was het bepalen van de determinanten van de wijze waarop ondernemingen afwijkingen van een code voor goed ondernemingsbestuur uitleggen. Daartoe hebben we, allereerst, onderzocht in welke mate ondernemingen afwijken van richtlijnen uit de Nederlandse code en, ten tweede, of het mogelijk is hierin gemeenschappelijke patronen te onderkennen. Ten derde hebben we vastgesteld in hoeverre onderneming- en netwerkspecifieke omstandigheden de patronen van uitleg kunnen verklaren. Als zodanig heeft deze analyse inzicht gegeven in de wijze waarop ondernemingen omgaan met enerzijds de flexibiliteit die het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel biedt en anderzijds de onzekerheid waarmee dit tegelijkertijd gepaard gaat.

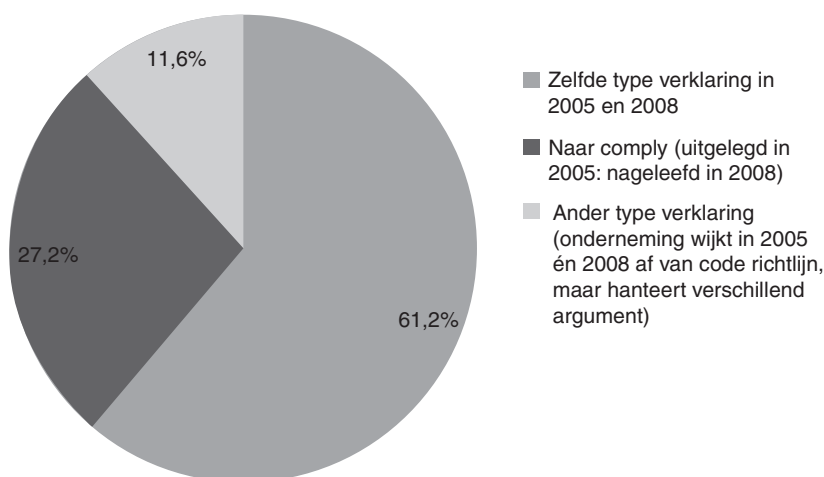
Onze exploratieve analyse heeft geresulteerd in twee clusters van ondernemingen. De analyse toont aan dat ondernemingen behorende tot een bepaald cluster afwijken van grotendeels dezelfde set van richtlijnen uit de Nederlandse code. Voor het eerste

18 D.L. Deephouse en M. Suchman, ‘Legitimacy in organizational institutionalism’ In: Greenwood R, Oliver C, Suddaby R, Sahlin K (eds) *The SAGE handbook of organizational institutionalism*, Sage: Los Angeles, 2008, pp. 49-77.

19 Zie S.R. Arcot en V.G. Bruno, *In letter but not in spirit: An analysis of corporate governance in the UK*. Working paper beschikbaar via <http://ssrn.com/abstract=819784>, 2006.

Figuur 1: Dynamiek in motiveringen voor non-compliance

Deze figuur geeft aan hoe een onderneming een afwijking van een specifieke richtlijn in 2005 uitlegde en hoe dezelfde onderneming een afwijking van dezelfde richtlijn in 2008 uitlegde (dan wel in 2008 de richtlijn naleefde). De figuur is gebaseerd op 89 ondernemingen die zowel in 2005 als in 2008 genoteerd waren aan Euronext Amsterdam én minimaal één richtlijn uitlegden (in totaal ging het om 541 uitgelegde afwijkingen).



cluster, de relatief grote aan de AEX of AMX genoteerde ondernemingen viel op dat zij in hogere mate de richtlijnen uit Nederlandse code toepasten; een resultaat dat ook in eerder onderzoek is gevonden.²⁰ Er zijn diverse verklaringen voor dit resultaat mogelijk. In de eerste plaats is het mogelijk dat de initiële vaste kosten die ondernemingen moeten maken om de richtlijnen toe te passen voor de grotere ondernemingen relatief beter te dragen zijn dan voor de kleinere ondernemingen. Ten tweede, zijn de kosten verbonden aan de eventuele reputatieschade hoger voor grote(re) ondernemingen, terwijl ook met behulp van institutionele theorie kan worden verklaard waarom grotere ondernemingen in de regel zich zullen houden aan een standaard in plaats ervan af te wijken. Volgens Beck en Walgenbach kennen grotere ondernemingen een grotere noodzaak zich aan te passen aan geïnstitutionaliseerde verwachtingen omdat zij in hogere mate het risico lopen dat hun legitimiteit bedreigd wordt indien zij zich niet aanpassen.²¹ Dit resultaat duidt erop dat de reactie op een best practice standaard, zoals de Nederlandse code, tot uniformiteit leidt.²²

20 Zie R.V. Aguilera en A. Cuervo-Cazurra, 'Codes of good governance', *Corporate Governance: An International Review* 2009, 17, p. 376-387.

21 N. Beck en P. Walgenbach, 'Technical efficiency or adaptation to institutionalized expectations? The adoption of ISO 9000 standards in the German mechanical engineering industry', *Organisation Studies* 2005, 26, p. 841-866.

22 M.B. Lieberman en S. Asaba, 'Why do firms imitate each other?', *Academy of Management Review* 2006, 31, p. 366-385.

Het onderzoek laat ook zien dat non-compliance niet ondernemingsspecifiek is, maar in hoge mate gelijkenis vertoont binnen de onderscheiden clusters. Voor de “grote ondernemingen” is waar te nemen dat zowel hun zichtbaarheid als de eigendomsstructuur bepalend is voor de uniforme wijze waarop zij afwijkingen van de Nederlandse code in corporate governance-paragrafen uit leggen. Op het eerste gezicht illustreert dit het nastreven van legitimiteit, een essentieel voorwaarde voor de levensvatbaarheid van organisaties.²³ Deze benadering van non-compliance leidt ertoe dat deze ondernemingen argumenten hanteren die verdedigbaar zijn voor zowel de bestuurders als voor de externe waarnemers. Daarbij valt op dat de grote ondernemingen relatief vaak volstaan met het geven van informatie over de eigen interne regeling als substituut voor een in de Nederlandse code beschreven standaard voor goed ondernemingsbestuur. Een mogelijke verklaring voor deze handelswijze is dat het mechanisme op basis van zelf-regulering dat uitgaat van toezicht door aandeelhouders niet voldoende krachtig is in geval van gespreid aandelenbezit.²⁴ Bovendien is er binnen deze groep van ondernemingen sprake van een relatief dicht netwerk van commissarissen. Zo’n dicht netwerk van commissarissen kan ertoe leiden dat normatieve patronen ten aanzien van non-compliance zich verspreiden binnen deze groep van ondernemingen waardoor ondernemingen minder gevoelig zijn voor externe institutionele druk. Ten slotte geeft onze analyse van de dynamiek van non-compliance aan dat argumenten voor afwijkingen van de Nederlandse code persistent zijn. Indien een onderneming eenmaal voor een bepaalde praktijk (dat wil zeggen een bepaalde uitleg) heeft gekozen dan volhardt de onderneming in deze praktijk. Dit is mogelijk een gevolg van de voorkeur om de onzekerheid over de acceptatie van de uitleg door externe belanghebbenden te reduceren.²⁵

Een opvallend resultaat van ons onderzoek is dat het eenvoudigweg presenteren van informatie over vennootschappelijk beleid op gebied van goed ondernemingsbestuur een legitieme manier is om ter zake van een nationale standaard af te wijken. Het lijkt erop dat de mogelijkheid om externe druk te weerstaan wordt beïnvloed door het machtsverwicht tussen de diverse belanghebbenden van de onderneming. Grote, “machtige” ondernemingen lijken meer in staat om afwijkingen van de Nederlandse code te motiveren door te wijzen op de alternatieve, eigen regeling. Externe omstandigheden, die zorgen voor zichtbaarheid en mogelijke reputatie-effecten lijken in dat geval onvoldoende krachtig om de toepassing van de code af te dwingen.

Een belangrijke praktische implicatie van dit onderzoek betreft de effectiviteit van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel. De uniformiteit van de uitleg en de afwezigheid van onderliggende, ondernemingsspecifieke karakteristieken doen twijfels rijzen over de substantiële relevantie van de gebezigde motivatie. Binnen een cluster van

23 Voor een overzicht zie: R. Greenwood, C. Oliver, R. Suddaby, en K. Sahlin, *The SAGE handbook of organizational institutionalism*, Sage: Los Angeles, 2008.

24 I. MacNeil en X. Li, ‘Comply or explain, Market discipline and non-compliance with the Combined Code’, *Corporate Governance: An International Review* 2006, 14, p. 486-496.

25 M.C. Becker en T. Knudsen, ‘The role of routines in reducing pervasive uncertainty’, *Journal of Business Research* 2005, 58, p. 746-757.

ondernemingen, zien we een “one-size-fits-all”-benadering van “pas-toe-of-leg-uit” ontstaan. Deze standaardisering is niet in overeenstemming met de basisgedachte achter het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel.

De resultaten tonen voorts aan dat non-compliance persistent is hetgeen twijfels oproept ten aanzien van het idee dat zelfregulering op termijn zal leiden tot een meer effectief ondernemingsbestuur. Het kan niet worden uitgesloten dat de hoge formele compliance en formele uitleg van non-compliance worden gehanteerd om het feitelijke bestuur van de vennootschappen ongemoeid te laten. Immers, begrippen als transparantie en accountability van ondernemingsbestuur impliceren ten aanzien van “pas-toe-of-leg-uit” dat ondernemingen zich verantwoorden over de authenticiteit van het bestuur zonder zich daarbij te verschuilen achter hetgeen in het veld als sociaal acceptabel wordt gezien. In dergelijke gevallen is het voldoen aan de code slechts schijnbaar dienstig aan het verbeteren van het ondernemingsbestuur. In de wetenschappelijke literatuur wordt een dergelijke situatie aangeduid met het begrip “decoupling”.²⁶ In geval van “decoupling” zijn meer restrictieve maatregelen, bijvoorbeeld in de vorm van dwingende regelgeving nodig om ervoor te zorgen dat ondernemingen zich houden aan de geest van de standaard voor goed ondernemingsbestuur.

We hebben in het voorgaande geconcludeerd dat het mechanisme op basis van zelfregulering mogelijk onvoldoende krachtig is. Dienovereenkomstig zien we de volgende mogelijkheden om de effectiviteit van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel te vergroten. In de eerste plaats kan de Monitoring Commissie Nederlandse Corporate Governance Code zich bijvoorbeeld meer specifiek richten tot ondernemingen die de richtlijnen van de code bijzonder goed of slecht toepassen. Daarbij zou een dergelijke bemoeienis openbaar kunnen worden gemaakt. Daar waar de aandeelhouders mogelijk niet krachtig genoeg zijn om de toepassing dan wel naleving van richtlijnen af te dwingen kan additionele geïnstitutionaliseerde druk wenselijk zijn, indien de reputatie van het veld als geheel negatief wordt beïnvloed door de handelswijze van een enkele onderneming. In de tweede plaats, kan in navolging van het voorstel om De Nederlandsche Bank toezicht te laten houden op de corporate governance in de financiële sector, het toezicht op het toepassen en naleven van de richtlijnen uit de Nederlandse code gedelegeerd worden aan de Autoriteit Financiële Markten. In de derde plaats, kunnen net als bijvoorbeeld in Duitsland meer dwingende richtlijnen in de corporate governance code worden opgenomen. Tenslotte kunnen in de vierde plaats bepaalde richtlijnen in wetgeving worden omgezet. Echter, het nadeel van al deze voorstellen is dat de flexibiliteit van het “pas-toe-of-leg-uit”-beginsel, ontegenzeggelijk één van de belangrijkste voordelen van soft law boven hard law, verdwijnt.

26 Zie bijvoorbeeld E. Boxenbaum en S. Jonsson, ‘Isomorphism diffusion and decoupling’. In: Greenwood R, Oliver C, Suddaby R, Sahlin K (red) *The SAGE handbook of organizational institutionalism*, Sage: Los Angeles, 2008, pp. 78-98.