

De kortetermijngerichtheid van Nederlandse ondernemingsbesturen

Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra, Jos Offerein & Kees van Veen

1. Inleiding

In de meest recente versie van de Nederlandse Code Corporate Governance daterend uit 2016 wordt benadrukt dat de Raad van Commissarissen zich zou moeten richten op het waarborgen van waardecreatie op de langere termijn. Deze aanbeveling is in de Code opgenomen, omdat de overtuiging heerst dat besturen van ondernemingen vaak kiezen voor het behalen van kortetermijnprestaties, waarbij dit in vele gevallen mogelijk ten koste gaat van beslissingen die bijdragen aan de langetermijnwaardecreatie. Deze afruil tussen de korte en lange termijn wordt vaak aangeduid met de term *short-termism*. De Monitoring Commissie Corporate Governance Code verantwoordt het belang van het verleggen van de aandacht van de korte- naar de lange termijn door te stellen dat: “Recente misstanden bij vennootschappen, zoals boekhoudfraudes, corruptie en kartelvorming, [...] in veel gevallen [zijn] terug te voeren op een business model dat te veel gericht is op het behalen van korte termijn winsten”.¹

Tegelijkertijd is er weinig bekend over de mate waarin besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zich richten op kortetermijnresultaten en welke factoren bepalend zijn voor deze nadruk op de korte termijn. In dit hoofdstuk doen we verslag van onderzoek naar de vraag in hoeverre besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zich richten op het creëren van kortetermijnwaarde. Daarnaast gaan we in op factoren die kunnen verklaren waarom besturen de nadruk leggen op de korte termijn.² We baseren ons onderzoek op gegevens van 60 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor de periode 2002-2016. De analyse richt zich dus op de periode voorafgaande aan de totstandkoming van de nieuwe Code,

1 Uit: Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2016), De Nederlandse Corporate Governance Code: Voorstel voor Herziening, een Uitnodiging voor Commentaar, p. 6, Den Haag.

2 Het onderzoek dat wordt besproken in dit hoofdstuk is gebaseerd op een studie uitgevoerd door het Institute for Governance and Organizational Responsibility (iGOR). Dit instituut is verbonden aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. De studie is uitgevoerd in opdracht van Eumedion, een stichting die de belangen behartigt van nationale en internationale institutionele investeerders die beleggen in Nederlandse beursgenoteerde fondsen. Een volledig verslag van deze studie is te vinden via de volgende weblink: <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/publications/2017-09-igor-research-report-short-termism.pdf>. Delen van dit hoofdstuk zijn geïnspireerd op een artikel dat eerder verscheen als: Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra & Kees van Veen, “Kortetermijngerichtheid in de Nederlandse Bestuurskamer?” *Tijdschrift voor Vennootschapsrecht, Rechtspersonenrecht en Ondernemingsbestuur (TvOB)*, 1, 2018, pp. 6-13.

waarin wordt opgeroepen tot een grotere nadruk op het creëren van waarde op de langetermijn. Het onderzoek is met andere woorden nadrukkelijk geen analyse van de Code als het gaat om de vraag in hoeverre de oproep aan ondernemingen om zich meer op de lange termijn te richten effectief is geweest. Het biedt mogelijk wel interessante inzichten in wat we mogen verwachten van de oproep in de Code en welke beleidsmaatregelen eventueel nodig zijn om te bewerkstelligen dat ondernemingen zich meer gaan richten op langetermijnwaardecreatie.

2. De kortetermijngerichtheid van besturen: een overzicht

Besturen van beursgenoteerde ondernemingen kunnen worden geconfronteerd met verschillende belangen van aandeelhouders. Enerzijds zal een deel van de financiële marktpartijen het belang van succes op korte termijn benadrukken. Anderzijds zijn vooral pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen geïnteresseerd in rendementen op de langere termijn. Het is niet ondenkbaar dat beslissingen die kunnen bijdragen tot kortetermijnsucces conflicteren met het behalen van hogere langetermijnrendementen. Daarnaast hebben bestuurders zelf mogelijk belang bij het nemen van beslissingen die de korte- dan wel de langetermijnwaardecreatie bevorderen, bijvoorbeeld wanneer de hoogte van hun beloning mede afhankelijk wordt gemaakt van behaalde resultaten op de korte- en/of langetermijn. Er spelen met andere woorden verschillende krachten die mede bepalen welke keuzen het bestuur maakt als het gaat om beslissingen die van invloed zijn op huidige en toekomstige rendementen.

Kortetermijngerichtheid is de neiging van besturen van beursgenoteerde ondernemingen om beslissingen te nemen die de gerapporteerde kortetermijnresultaten maximaliseren en die mogelijk ten koste gaan van de prestaties van de onderneming op lange termijn.³ De aandacht voor de kortetermijngerichtheid van besturen en de mogelijke gevolgen voor de langetermijnprestaties van ondernemingen is de laatste jaren toegenomen. In de Verenigde Staten is op basis van enquêtes aangetoond dat bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen regelmatig beslissingen nemen die de gerapporteerde kortetermijnresultaten maximaliseren ten koste van de prestaties van de onderneming op lange termijn. Deze beslissingen komen volgens bestuurders vaak tot stand onder druk van investeerders en de financiële markten. Onderzoek van McKinsey & Co. laat zien dat 87 procent van de ondervraagde bestuurders het gevoel hebben dat zij goede financiële prestaties moeten laten zien over een periode van maximaal 1 tot 2 jaar. Volgens hetzelfde onderzoek antwoordt bijna 80 procent van de bestuurders dat zij bereid zijn de

³ Zie: Kevin Lavery (1996), "Economic "Short-termism": The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research", *Academy of Management Review*, 21(3): 825-860; Francois Brochet, Maria Loumioti & George Serafeim (2015), "Speaking of the Short-term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia", *Review of Accounting Studies*, 20(3): 1122-1163.

uitgaven aan research & development (R&D) te verlagen als dit bijdraagt aan het behalen van betere financiële resultaten op de korte termijn; 55 procent zou afzien van investeringen met een positieve netto contante waarde wanneer men daarmee in staat zou worden gesteld om de door de markt verwachte aandelenrendementen te kunnen presenteren. De studie van McKinsey & Co. suggereert vervolgens dat de keuze voor de korte termijn bijdraagt tot waardevernietiging op de langere termijn. Op basis van data van 615 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen over de periode 2001-2015 laat de studie zien dat ondernemingen die zich richten op de lange termijn gemiddeld een bijna vijftig procent hogere omzet en een meer dan tachtig procent hoger winstpercentage hebben.

De vraag is in hoeverre ook Nederlandse bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen zich richten op het behalen van resultaten op de korte termijn. De discussies hierover laaien onder meer op wanneer deze ondernemingen worden benaderd door activistische (vaak buitenlandse) investeerders die aandringen op veranderingen van de strategie van het bestuur. Een recent voorbeeld betreft de overnamedreiging van AkzoNobel in het voorjaar van 2017, waarbij verschillende beleggingsfondsen onafhankelijk van elkaar een oproep aan het bestuur deden om in te gaan op het overnamebod van branchegenoot PPG. Deze beleggingsfondsen voorzagen waardecreatie op de korte termijn door een dergelijke overname. Een sprekend voorbeeld van wat langer geleden speelt in 2006. In dat jaar werd het bestuur van Stork, een conglomeraat van bedrijven in de luchtvaartindustrie, machinebouw en onderhoud aan olie- en gasinstallaties, geconfronteerd met twee activistische aandeelhouders, die erop aandrongen dat de onderneming twee van de drie divisies zou verkopen, omdat daarmee volgens hen een grotere aandeelhouderswaarde zou worden gecreëerd. Een vergelijkbare situatie deed zich voor bij ABN Amro in 2007. Een aantal aandeelhouders verlangden een opsplitsing en verkoop van delen van de bank, opnieuw vanwege verwachte hogere rendementen voor aandeelhouders.

Er is evenwel tot op heden geen onderzoek gedaan naar de mate waarin besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zich richten op kortetermijnresultaten en naar de factoren die bepalend zijn voor deze nadruk op de korte termijn. Een recent onderzoek onder Nederlandse commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen naar hun visie op de nieuwste versie van de Corporate Governance Code laat zien dat zij een door de Code gewenste verschuiving naar de lange termijn over het algemeen waarderen. Volgens dit onderzoek gaf zo'n 65% van de ondervraagde commissarissen aan dat zij in hun functie als toezichthouder redelijk goed tot goed uit de voeten kunnen met langetermijnwaardecreatie als doelstelling.⁴ Het onderzoek bespreekt echter niet in hoeverre commissarissen in de praktijk toezien op de afruil tussen korte- en langetermijnbelangen en of zij bestuurders aanspreken op het behalen van langetermijnresultaten.

⁴ Uit: Jan Stolker (2017), "Een Nieuw Geluid, een Nieuw Begin: Commissarissen over de Nieuwe Corporate Governance Code 2016", *Goed Bestuur & Toezicht*, 3, pp.10-16.

Vanuit het bedrijfsleven en de financiële markten worden in toenemende mate zorgen geuit over de mogelijke gevolgen van kortetermijngerichtheid op de levensvatbaarheid van ondernemingen op de lange termijn. Zo pleitte Larry Fink, bestuursvoorzitter van BlackRock (het grootste investeringsfonds ter wereld), in 2016 voor een meer langetermijnperspectief in de financiële kwartaalcijfers van ondernemingen. In september 2019 gaf de Business Roundtable, een organisatie van bestuursvoorzitters van bijna 200 grote Amerikaanse beurgenoteerde ondernemingen, een verklaring uit waarin zij onder meer pleitten voor meer aandacht voor het creëren van langetermijnwaarde voor aandeelhouders. Ook de politiek spreekt zich uit over de potentiële gevolgen van de kortetermijngerichtheid van ondernemingen. In januari 2016 zette Jeroen Dijsselbloem, toenmalig minister van Financiën, openlijk vraagtekens bij de rol en het nut van financiële kwartaalcijfers. Hij wees met name op de kortetermijndruk op besturen die de publicatie van deze kwartaalcijfers kan veroorzaken.

Ook in het wetenschappelijke onderzoek wordt kortetermijngerichtheid vaak met zorg beschouwd.⁵ Dit onderzoek laat zien dat het negatieve gevolgen kan hebben voor innovatie, sociale en milieubelangen, en de werkgelegenheid. Investerings- en reclamecampagnes, projecten in het kader van maatschappelijk verantwoord ondernemen en/of programma's voor de ontwikkeling van medewerkers, vergroten de winst niet op korte termijn, maar zijn vaak wel essentieel voor het creëren van ondernemingswaarde op lange termijn. Managers kunnen de uitgaven voor bijvoorbeeld R&D verlagen om daarmee de winst op korte termijn te verhogen. Tegelijkertijd kan dit echter het concurrentievermogen van de onderneming op lange termijn ondermijnen. Bovendien kan een focus op kortetermijnwinsten managers stimuleren om te bezuinigen op investeringen in nieuwe kapitaalgoederen, waardoor de levensvatbaarheid van de onderneming op lange termijn kan worden aangetast.

In de wetenschappelijke literatuur worden verschillende factoren besproken die de kortetermijngerichtheid van het bestuur kunnen beïnvloeden. De factoren die het vaakst worden genoemd zijn de samenstelling van de aandeelhouders van de onderneming, de mate waarin de onderneming wordt gevolgd door financiële analisten, de structuur van het beloningsbeleid, en de mate waarin ondernemingen gebruik maken van beschermingsconstructies tegen vijandige overnames.

5 Zie: Pratima Bansal & Mark R. DesJardine (2014), "Business Sustainability: It is about Time", *Strategic Organization*, 12(1): 70-78; Gustavo Manso (2011), "Motivating Innovation", *Journal of Finance*, 66(5): 1823-1860; Joseph Ofori-Dankwa & Scott D. Julian (2001), "Complexifying Organizational Theory: Illustrations Using Time Research", *Academy of Management Review*, 26(3): 415-430; Natalie Slawinski & Pratima Bansal (2015), "Short on Time: Intertemporal Tensions in Business Sustainability", *Organization Science*, 26(2): 531-549; David Souder & Philip Bromiley (2012), "Explaining Temporal Orientation: Evidence from the Durability of Firms' Capital Investments", *Strategic Management Journal*, 33(5): 550-569.

Onderzoek toont aan dat de mate waarin een onderneming institutionele beleggers als aandeelhouders heeft, de tijdshorizon van de aandeelhouders, de omvang van de handel in aandelen van de onderneming en het hebben van grootaandeelhouders belangrijk zijn voor de kortetermijngerichtheid van het bestuur van een onderneming.⁶ Aandeelhouders die vooral gericht zijn op kortetermijnwinst en successen zullen druk op het bestuur uitoefenen om beslissingen te nemen die op de kortetermijn resultaat opleveren en die leiden tot een stijging van de beurskoers.⁷ Eenzelfde druk zal door het bestuur worden gevoeld wanneer er veel in het aandeel van de onderneming wordt gehandeld. Dit geeft immers aan dat de onderneming actief door beleggers wordt gevolgd. Het is goed mogelijk dat veel van deze beleggers in- en uitstappen, afhankelijk van de te verwachte ontwikkeling van de beurskoers op de korte termijn. Wanneer een belangrijk deel van de aandelen van een onderneming in het bezit is van investeerders met een langetermijntijdshorizon, zoals grootaandeelhouders (waaronder families) en pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, dan zal de druk op het bestuur om zich te richten op de korte termijn naar verwachting minder groot zijn.

Andere studies laten zien dat de mate waarin de onderneming wordt gevolgd door financiële analisten mogelijk ook leidt tot druk om kortetermijnresultaten na te streven, vooral wanneer deze analisten te optimistische winstdoelstellingen voor de korte termijn verwachten.⁸ Als deze doelstellingen niet worden gehaald verhoogt dit de risico's van (vijandige) overnames en daarmee de kans op ontslag voor het bestuur. Bestuurders zullen daarom bij het nemen van beslissingen geneigd zijn prioriteit te geven aan kortetermijndoelstellingen boven waardecreatie op langere termijn om aan de verwachtingen van financiële analisten te voldoen.

Onderzoek laat ook zien dat het beloningsbeleid van de bestuurders een rol speelt bij het bepalen van de tijdshorizon van het ondernemingsbestuur.⁹ Bonusuit-

6 Zie: Brian J. Bushee (1998), "Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(3): 305-333; Brian Cadman, & Jayanthi Sunder (2014), "Investor Horizon and CEO Horizon Incentives", *Accounting Review*, 89(4): 1299-1328; Kenneth A. Froot, Andre F. Perold & Jeremy C. Stein (1992), "Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(2): 42-58; Alex Edmans (2014), "Blockholders and Corporate Governance", *Annual Review of Financial Economics*, 6(1): 23-50; Jose-Miguel Gaspar, Massimo Massa & Pedro Matos (2005), "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 76(1): 135-165.

7 In de loop der jaren lijkt de aandacht voor de korte termijn bij beleggers, althans in de Verenigde Staten, te zijn toegenomen. In de jaren zeventig bedroeg de gemiddelde periode voor het aanhouden van aandelen zeven jaar. In het begin van de jaren tachtig werd dit teruggebracht tot slechts drie jaar, terwijl dit in begin 2010 verder was gedaald naar zeven tot tien maanden. Zie: Dominic Barton (2011), "Capitalism for the Long Term", *Harvard Business Review*, <http://www.dea.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid943856.pdf>.

8 Zie: Lucian A. Bebchuk & Lars A. Stole (1993), "Do Short-Term Objectives Lead to Under- or Overinvestment in Long-Term Projects?" *Journal of Finance*, 48(2): 719-730; Harrison Hong & Jeffrey D. Kubik (2003), "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts", *Journal of Finance*, 58(1): 313-351; Jeremy C. Stein (1989), "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 655-669; Joseph Fuller & Michael J. Jensen (2002), "Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(4): 41-46.

9 Zie: Sijun Cheng (2004), "R&D Expenditures and CEO Compensation", *Accounting Review*, 79(2): 305-328; Imran S. Currim, Jooseop Lim & Joung W. Kim (2012), "You Get What You Pay for: The Effect of Top Executives' Compensation on Advertising and R&D Spending Decisions and Stock Market Return", *Journal of Marketing*, 76(5): 33-48; Christine Flammer & Pratima Bansal (2017), "Does a Long-term Orientation Create Value: Evidence from a Regression Discontinuity", *Strategic Management Journal*, 38: 1827-1847.

keringen en opties die zijn gekoppeld aan het behalen van kortetermijndoelstellingen leiden ertoe dat bestuurders zich richten op het behalen van resultaten op de korte in plaats van op de lange termijn.

Tenslotte wordt de kortetermijngerichtheid van het bestuur mogelijk mede bepaald door het bestaan van door de onderneming ingestelde beschermingsconstructies tegen overnames. Studies tonen aan dat als het bestuur zich beschermd weet door dergelijke beschermingsconstructies zij minder druk voelen om kortetermijnresultaten na te streven en meer geneigd zijn om projecten te kiezen die leiden tot langetermijnwaardecreatie.¹⁰

3. Het meten van kortetermijngerichtheid

Het meten van de mate van kortetermijngerichtheid van het bestuur van een onderneming is niet eenvoudig. In sommige studies wordt gekeken in hoeverre besturen beslissingen nemen die worden geassocieerd met de korte dan wel de lange termijn. Voorbeelden zijn investeringen in R&D, uitgaven aan kapitaalgoederen en earnings management.¹¹ Dit zijn echter hooguit zeer indirecte aanwijzingen voor een kortetermijngerichtheid van het bestuur. Het zijn vooral de mogelijke gevolgen van een dergelijke gerichtheid die hiermee worden gemeten, in plaats van het gedrag en de beslissingen van de bestuurders zelf. Andere studies gebruiken enquêtes om te achterhalen of, en in welke mate, bestuurders de neiging hebben de korte termijn te laten prevaleren boven de lange termijn.¹²

In navolging van Brochet, Loumioti en Serafeim (2015) gebruiken we in onze studie een maatstaf die de kortetermijngerichtheid van het bestuur directer meet.¹³ We gebruiken daarvoor de teksten van zogenaamde *conference calls*. Deze *calls* betreffen bijeenkomsten die ondernemingen organiseren met beleggers en beursanalisten om de resultaten en doelstellingen van de onderneming te bespreken. Tijdens deze bijeenkomsten kunnen beleggers en analisten vragen aan het bestuur stellen (in Q&A sessies). *Conference calls* worden, afhankelijk van de grootte en wensen van beleggers en het bestuur van de onderneming, eens per kwartaal, halfjaar of jaar georganiseerd. Aan de

10 Zie: Thomas J. Chemmanur & Yawen Jiao (2012), "Dual Class IPOs: A Theoretical Analysis", *Journal of Banking & Finance*, 36(1): 305-319; Thomas J. Chemmanur & Xuan Tian (2017), "Do Anti-Takeover Provisions Spur Corporate Innovation: A Regression Discontinuity Analysis", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(3): 1163-1194; Aleksandra Kacperczyk (2009), "With Greater Power Comes Greater Responsibility: Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders", *Strategic Management Journal*, 30(3): 261-285.

11 Zie: Thomas J. Chemmanur & Xuan Tian (2017), "Do Anti-Takeover Provisions Spur Corporate Innovation: A Regression Discontinuity Analysis", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(3): 1163-1194.

12 Zie: John R. Graham, Campbell R. Harvey & Shiva Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting & Economics*, 40(1): 3-73; David Marginson & Laurie McAulay (2008), "Exploring the Debate on Short-termism: A Theoretical and Empirical Analysis", *Strategic Management Journal*, 29(3): 273-292.

13 Zie: Francois Brochet, Maria Loumioti & George Serafeim (2015), "Speaking of the Short-term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia", *Review of Accounting Studies*, 20(3): 1122-1163.

hand van tekstanalyse van de *calls* meten we in hoeverre besturen met marktpartijen communiceren over de tijdshorizon die zij bij het nemen van beslissingen gebruiken. We gebruiken een woordenlijst die wordt geassocieerd met de korte en lange termijn. De lijst is vastgesteld door proefpersonen woorden voor te leggen en ze te vragen in hoeverre op een schaal van 1 tot 5 deze woorden een associatie oproepen met de korte (1) dan wel de lange termijn (5). In de bijlage van dit artikel staat de volledige lijst van woorden die we hebben gebruikt voor de tekstanalyse. De tijdshorizon van het bestuur wordt vervolgens per kwartaal of jaar gemeten door in de tekst van een *conference call* het totale aantal woorden gerelateerd aan de korte termijn te delen door het totale aantal woorden gerelateerd aan de lange termijn (variabele *TIJDSHORIZON*; zie tabel 2). Per jaar kan zo een waarde worden toegekend aan de mate van kortetermijgerichtheid van de onderneming. Een waarde van boven de 1 betekent dat het bestuur relatief kortetermijgericht is; een waarde onder de 1 geeft aan dat het bestuur relatief langetermijgericht is. Een waarde van rond de 1 duidt erop dat de korte en lange termijn ongeveer even belangrijk worden beschouwd bij het nemen van beslissingen. Een hogere waarde van de variabele *TIJDSHORIZON* duidt derhalve op een grotere mate van kortetermijgerichtheid van het bestuur van een onderneming.

4. Databronnen

We maken gebruik van Factiva, een dataprovider die teksten van *conference calls* van ondernemingen over de hele wereld verzamelt. We gebruiken alleen teksten in de Engels taal. Voor het onderzoek hebben we de beschikking over de complete teksten van 1.444 *conference calls* van 60 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor de periode 2002-2016. Dat resulteert in 481 observaties, ofwel gemiddeld 8 jaarobservaties per onderneming. In tabel 1 beschrijven we de data met betrekking tot de *conference calls* in het onderzoek. De tabel laat zien dat bijna tweederde van de data betrekking heeft op ondernemingen die onderdeel uitmaken van de AEX. De lengte van de *calls* is gemiddeld rond de 10.000 woorden; de *calls* van AEX-ondernemingen zijn gemiddeld langer dan die van ondernemingen die deel uitmaken van de AMX. De tabel laat ook zien dat de Q&A-sessies gemiddeld 1,75 keer langer zijn dan de presentaties door het bestuur. Deze sessies spelen daarmee, althans in potentie, een belangrijke rol in het bepalen van de tijdshorizon van besturen bij het nemen van beslissingen.

Tabel 1: Informatie betreffende de *conference calls* (CCs) van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen, 2002-2016

<i>Jaar</i>	<i>Aantal CCs (kwartalen)</i>	<i>CCs AEX ondernemingen</i>	<i>CCs AMX en ASX ondernemingen</i>	<i>Gemiddeld aantal woorden (alle ondernemingen)</i>	<i>Gemiddeld aantal woorden (AEX)</i>	<i>Gemiddeld aantal woorden (overige)</i>	<i>Gemiddeld aantal woorden (presentatie)</i>	<i>Gemiddeld aantal woorden (Q&A)</i>
2002	17	13	4	8.512	8.982	5.598	2.723	5.789
2003	56	39	17	9.914	10.313	8.272	3.434	6.480
2004	91	60	31	10.335	9.920	11.737	3.642	6.693
2005	102	61	41	10.383	10.011	11.458	4.091	6.291
2006	104	61	43	10.014	9.933	10.386	3.804	6.210
2007	107	64	43	10.288	10.348	9.646	4.037	6.251
2008	112	64	48	10.747	11.137	9.904	4.021	6.727
2009	86	53	31	10.480	11.357	8.367	3.662	6.817
2010	106	69	37	10.095	10.274	9.433	3.575	6.520
2011	135	68	67	9.860	10.623	9.315	3.747	6.113
2012	122	72	50	9.528	10.336	8.206	3.525	6.003
2013	116	71	45	9.761	10.368	8.727	3.653	6.107
2014	118	75	43	9.526	10.290	8.457	3.472	6.054
2015	114	76	38	9.461	10.074	8.235	3.231	6.230
2016	58	36	22	9.365	9.992	8.339	3.025	6.340
<i>Totaal</i>	1.444	882	562					
<i>Gemiddeld</i>				9.964	10.336	9.167	3.651	6.313

Bron: Factiva

We combineren de informatie over de *calls* met financiële data die we halen uit Datastream. Daarnaast gebruiken we de I/B/E/S database voor informatie over de mate waarin analisten de ondernemingen in onze dataset volgen. Data over de aandeelhouders van de ondernemingen halen we uit Thomson Eikon. Informatie over beschermingsconstructies worden geleverd door Eumedion (beschikbaar voor de periode 2006-2016). De gegevens over de beloning van de bestuursleden zijn afkomstig van BoardEx, een dataprovider gespecialiseerd in dit type gegevens voor ondernemingen over de hele wereld.

Tabel 2 geeft een beschrijving van de maatstaf die we gebruiken om de kortetermijnerichtheid van besturen (*TIJDSHORIZON*) te meten. De tabel laat zien dat deze maatstaf gemiddeld genomen rond de 1 ligt. Dit betekent dat besturen van Nederlandse ondernemingen ongeveer even veel op de lange termijn als op de korte termijn zijn gericht. Er is met andere woorden niet sprake van een duidelijke kortetermijnerichtheid. De tijdshorizon van besturen van Nederlandse onderne-

mingen verschilt daarmee aanzienlijk van die van Amerikaanse ondernemingen. Volgens een vergelijkbare studie op basis van Amerikaanse gegevens is de tijdshorizon van ondernemingen in de Verenigde Staten duidelijk gericht op de korte termijn, aangezien de gemiddelde waarde van onze maatstaf voor Amerikaanse ondernemingen 1,48 bedraagt.¹⁴

Tabel 2: Variabelen gebruikt in de empirische analyse

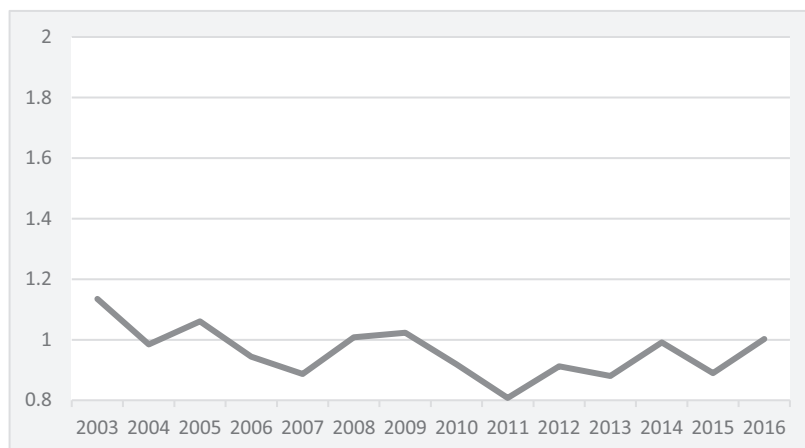
<i>Variabele</i>	<i>Observaties</i>	<i>Gemiddelde waarde</i>	<i>Standaard deviatie</i>	<i>Minimum waarde</i>	<i>Maximum waarde</i>
<i>TIJDSHORIZON</i>	481	0.980	0.739	0.056	9.500
<i>AANDEELHOUDERS_LANG</i>	354	0.397	0.247	0.000	1.390
<i>AANDEELHOUDERS_CONC</i>	354	0.723	0.270	0.000	1.000
<i>ANALISTEN_LN</i>	426	3.082	0.548	0.693	3.970
<i>BESCHERMCONSTRUCTIE</i>	286	1.591	0.861	0	4
<i>BELONINGEN</i>	402	0.544	0.216	-0.625	0.942
<i>OPTIES</i>	406	0.623	0.485	0.000	1.000
<i>LEVERAGE</i>	399	0.259	0.148	0.000	0.741
<i>RENDEMENT</i>	400	0.090	0.324	-3.532	1.158
<i>MARKTWAARDE</i>	398	2.381	2.508	-22.936	13.706
<i>TOTALE ACTIVA</i>	400	16.082	1.911	11.976	20.999
<i>PRE_CRISIS</i>	481	0.266	0.442	0.000	1.000
<i>POST_CRISIS</i>	481	0.522	0.500	0.000	1.000

Noot: In de hoofdtekst worden de afkortingen gebruikt in deze tabel nader verklaard.

Figuur 1 laat zien dat de waarden voor *TIJDSHORIZON* voor Nederlandse ondernemingen gedurende de periode 2003-2016 op en neer gaan. Tegelijkertijd is de algemene trend een zwak afnemende gerichtheid op de korte termijn. Uiteraard kan de kortetermijgerichtheid van onderneming tot onderneming sterk verschillen. Uit onze data blijkt dat voor ondernemingen in onder meer de olie-, farmaceutische en tabaksindustrie, de bouwsector en de transportsector de kortetermijgerichtheid relatief laag is. Voor ondernemingen in de staalindustrie, de machinebouw en het bank- en verzekeringswezen daarentegen is de kortetermijgerichtheid relatief hoog.

¹⁴ Zie: Francois Brochet, Maria Loumioti & George Serafeim (2015), "Speaking of the Short-term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia", *Review of Accounting Studies*, 20(3): 1122-1163.

Figuur 1: Kortetermijngerichtheid van Nederlandse ondernemingen gebaseerd op tekstanalyse van *conference calls* voor de periode 2003-2016



Tabel 2 beschrijft ook de data voor de andere variabelen die we in de empirische analyse gebruiken. De tabel laat zien dat 40 procent van de aandelen van de ondernemingen in onze dataset voor drie jaar of meer worden aangehouden (variabele *AANDEELHOUDERS_LANG*). Dit lijkt erop te duiden dat een belangrijk deel van de aandeelhouders een langeretermijnperspectief hebben met hun investeringen in deze Nederlandse ondernemingen. Dit wordt bevestigd wanneer we de aandeelhouders die hun aandelen voor drie jaar of meer hebben aangehouden afzetten tegen aandeelhouders die hun aandelen voor minder dan drie jaar hebben aangehouden (*AANDEELHOUDERS_LK*). Volgens de tabel is de verhouding tussen beide typen aandeelhouders 1:1,33. De tabel laat ook zien dat de Nederlandse ondernemingen in onze dataset gemiddeld 1 of 2 beschermingsconstructies gebruiken (*BESCHERMCONSTRUCTIE*). Gemiddeld genomen worden de ondernemingen in onze dataset gevolgd door zo'n 20 financiële analisten (*ANALISTEN*). Wat betreft de beloning van bestuurders van Nederlandse ondernemingen blijkt dat de variabele beloning meer dan de helft (54,4 procent) van hun totale salaris bedraagt (*BELONINGEN*). Ruim 60 procent maakt gebruik van opties als een vorm van variabele beloning (*OPTIES*). De andere variabelen in de tabel zijn controle variabelen. Het gaat daarbij om de verhouding schuld versus eigen vermogen (*LEVERAGE*), de total winst ten opzichte van de waarde van het eigen vermogen (*RENDEMENT*), de marktwaarde ten opzichte van de boekwaarde van de onderneming (*MARKTWAARDE*) en de waarde van de totale activa (*TOTALE ACTIVA*). De variabelen *PRE_CRISIS* en *POST_CRISIS* zijn dummy variabelen met de waarde 1 voor de jaren voor 2007, respectievelijk voor de jaren na 2009, en 0 voor de andere jaren in de dataset.

5. Determinanten van kortetermijgerichtheid

We bestuderen de determinanten van de kortetermijgerichtheid van besturen met behulp van multivariate regressie-analyse. We maken gebruik van het kleinste kwadratenmodel waarbij *TIJDSHORIZON* de te verklaren variabele is. Zoals eerder uitgelegd betekent een hogere waarde van deze variabele een grotere mate van kortetermijgerichtheid van het bestuur van een onderneming. De andere variabelen in tabel 2 zijn de verklarende variabelen in het model. Voordat we de analyse uitvoeren, transformeren we de variabele *TIJDSHORIZON* door voor elke onderneming per jaar het verschil te nemen tussen de waarneming van de onderneming en de gemiddelde waarde van de waarneming van alle ondernemingen in dezelfde industriële sector. Het verschil tussen beide waarnemingen gebruiken we in de regressie-analyse. Met deze transformatie zorgen we ervoor dat we controleren voor eventuele industrie-specifieke factoren die de kortetermijgerichtheid van besturen kunnen verklaren. Zoals eerder aangegeven verschilt de kortetermijgerichtheid tussen industrieën. Tabel 3 toont de resultaten van de empirische analyse.

Allereerst valt op dat de variabelen die de rol van het types aandeelhouders in kaart brengen (*AANDEELHOUDERS_LANG* en *AANDEELHOUDER_LK*) een negatief en statistisch significant verband laten zien met de te verklaren variabele *TIJDSHORIZON*. Dit resultaat bevestigt de stelling dat aandeelhouders die een langetermijnperspectief hebben ertoe bijdragen dat het bestuur van een onderneming minder geneigd zal zijn de nadruk te leggen op het behalen van kortetermijnresultaten. Onze bevindingen komen daarmee overeen met de bevindingen die in eerdere studies (vaak op basis van Amerikaanse data) worden gerapporteerd.

Een tweede bevinding op basis van de empirische analyse is dat de variabele *BELONING* een positief en statistisch significant verband vertoont met de variabele *TIJDSHORIZON*. Dat duidt erop dat ondernemingen die de beloning van bestuurders koppelen aan langetermijndoelstellingen ook een minder sterke neiging naar kortetermijgerichtheid laten zien. Wanneer een dergelijk beloningsbeleid wordt gehanteerd worden bestuurders expliciet aangestuurd om de lange termijn in hun besluitvorming te laten prevaleren. Ook hier komen onze resultaten overeen met de uitkomsten van andere studies.

Tabel 3: Determinanten van de kortetermijngerichtheid van besturen van Nederlandse ondernemingen

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
<i>LEVERAGE</i>	-1.097	-1.154	-1.145	-1.18	-1.434
	[0.272]***	[0.271]***	[0.250]***	[0.256]***	[0.334]***
<i>RENDEMENT</i>	0.026	0.034	-0.088	0.099	0.135
	[0.144]	[0.147]	[0.146]	[0.176]	[0.191]
<i>MARKTWAARDE</i>	-0.013	-0.023	-0.002	0.009	-0.04
	[0.021]	[0.020]	[0.019]	[0.022]	[0.027]
<i>TOTALE ACTIVA</i>	0.056	0.081	0.104	0.079	0.065
	[0.020]***	[0.018]***	[0.027]***	[0.017]***	[0.030]**
<i>PRE_CRISIS</i>	-0.451	-0.423	0.042	0.037	
	[0.161]***	[0.143]***	[0.124]	[0.126]	
<i>POST_CRISIS</i>	-0.092	-0.039	-0.115	-0.132	-0.069
	[0.098]	[0.107]	[0.086]	[0.088]	[0.105]
<i>AANDEELHOUDERS_LANG</i>	-0.496				
	[0.175]***				
<i>AANDEELHOUDERS_LK</i>		-0.433			
		[0.187]**			
<i>ANALISTEN</i>			-0.202		0.067
			[0.127]		[0.181]
<i>BELONINGEN</i>				-0.654	-0.455
				[0.198]***	[0.250]*
<i>OPTIES</i>				0.114	0.097
				[0.078]	[0.096]
<i>BESCHERMCONSTRUCTIES</i>					-0.022
					[0.082]
<i>CONSTANTE</i>	-0.344	-0.634	-0.67	-0.616	-0.786
	[0.406]	[0.363]*	[0.314]**	[0.344]*	[0.688]
<i>R²</i>	0.19	0.18	0.15	0.21	0.33
<i>OBSERVATIES</i>	242	242	300	280	169

De te verklaren variabele is *TIJDSHORIZON*. De variabele is gebaseerd op tekstanalyse van *conference calls* van Nederlandse ondernemingen. Deze *calls* zijn beschikbaar op kwartaal en jaarbasis voor de periode 2002-2016. De variabele is als volgt gemeten:

$$TIJDSHORIZON = \frac{\text{Aantal woorden in conference calls die worden geassocieerd met de korte termijn}}{\text{Aantal woorden in conference calls die worden geassocieerd met de lange termijn}}$$

Alle verklarende variabelen (behalve *PRE-CRISIS* en *POST-CRISIS*) zijn in de analyse opgenomen met een jaar vertraging. De getallen tussen haakjes geven de Huber-White standaardfouten weer. Statistische significantie van de bevindingen worden als volgt weergegeven: * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

We vinden geen statistisch verband voor de variabele *OPTIES*. Dit betekent dat het verstrekken van opties als beloning minder prikkels uitgaan om beslissingen te nemen die op de korte termijn resultaten opleveren, wellicht omdat opties kunnen worden gebruikt om beslissingen voor zowel de korte termijn als de lange termijn te stimuleren. We hebben helaas geen informatie over het type opties dat is toegekend aan bestuurders, waardoor we geen onderscheid kunnen maken tussen opties voor de korte versus opties voor de lange termijn.

Wij vinden ook geen bewijs voor de stelling dat de mate waarin financiële analisten de onderneming volgen zou bijdragen aan de kortetermijgerichtheid van besturen van Nederlandse ondernemingen (*ANALISTEN*). Hetzelfde geldt voor het gebruik van beschermingsconstructies door ondernemingen (*BESCHERMCONSTRUCTIE*). Ook dit lijkt geen invloed te hebben op de kortetermijgerichtheid van besturen.

De resultaten van de empirische analyse laten tenslotte zien dat grotere ondernemingen (*TOTALE ACTIVA*) en ondernemingen die een lagere schuldpositie (*LEVERAGE*) hebben relatief meer op kortetermijnresultaten zijn gericht.

6. De gevolgen van kortetermijgerichtheid voor de lange termijn

In dit hoofdstuk zijn we met name geïnteresseerd in de oorzaken van de kortetermijgerichtheid van besturen van Nederlandse beurgenoteerde ondernemingen. Desalniettemin willen we kort ingaan op de mogelijke gevolgen van deze kortetermijgerichtheid voor de keuzes en besluiten van besturen die mogelijk van invloed zijn op de langeretermijnresultaten van deze ondernemingen.

In studies wordt vooral gekeken in hoeverre kortetermijgerichtheid gevolgen heeft voor de mate waarin het bestuur winststuring toepast (in de literatuur aangeduid met de term *earnings management*), de omvang van de uitgaven aan R&D en investeringen in kapitaalgoederen, de mate van activiteiten op het gebied van fusies en overnames, uitgaven voor marketing- en brandingcampagnes, en investeringen in maatschappelijk verantwoord ondernemen.¹⁵ Winststuring en fusies en overnames duiden op een groter mate van kortetermijgerichtheid; uitgaven aan R&D, investeringen in kapitaalgoederen, marketing- en brandingcampagnes en investe-

15 Zie: Jose-Miguel Gaspar, Massimo Massa & Pedro Matos (2005), "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 76(1): 135-165; Michele Fabrizi, Christine Mallin & Giovanna Michelon (2014), "The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 124(2): 311-326; Florence Honoré, Frederico Munari & Bruno de La Potterie (2015), "Corporate Governance Practices and Companies' R&D Intensity: Evidence from European Countries", *Research Policy*, 44(2): 533-543; Natalie Mizik & Robert Jacobson (2007), "Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and its Long-term Performance Consequences in the SEO Context", *Marketing Science*, 26(3): 361-379; Sugata Roychowdhury (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting & Economics*, 42(3): 335-370.

ringen in maatschappelijk verantwoord ondernemen geven blijk van een langetermijnperspectief van het bestuur.

We vinden geen empirisch bewijs voor een verband tussen de kortetermijngerichtheid van besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen en een toename van beslissingen met een kortetermijnperspectief. Er is met andere woorden geen eenduidig verband tussen de mate van kortetermijngerichtheid die besturen ervaren enerzijds en winststuring, uitgaven voor R&D, uitgaven voor marketing- en brandingcampagnes en investeringen in maatschappelijk verantwoord ondernemen anderzijds. Deze bevinding staat in schril contrast tot de resultaten van eerdere studies, in de meeste gevallen gebaseerd op Amerikaanse data, die een dergelijk verband wel vinden.

Een verklaring voor de afwezigheid van een relatie tussen de kortetermijngerichtheid van besturen enerzijds en een versterkte nadruk op keuzes en beslissingen met een kortetermijnperspectief houdt mogelijk verband met de kenmerken van het Nederlandse corporate governance model. Enerzijds is er in de beleving van besturen van Nederlandse ondernemingen mogelijk sprake is van druk vanuit financiële markten voor meer aandacht voor de korte termijn. Anderzijds beïnvloedt dit in de praktijk niet de keuzes en beslissingen die een sterkere kortetermijngerichtheid vertonen. Volgens het Nederlandse corporate governance model bepaalt het bestuur de strategie van de onderneming. De raad van commissarissen houdt toezicht op het besluitvormingsproces. Het bestuur dient tijdens de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders verslag uit te brengen aan de aandeelhouders over de strategie. Aandeelhouders hebben geen wettelijk recht om zich rechtstreeks te mengen in het besluitvormingsproces. Aandeelhouders hebben slechts stemrecht op besluiten van de raad van bestuur die kunnen leiden tot een belangrijke wijziging van de identiteit van de vennootschap. In een dergelijke context heeft het bestuur van een onderneming meer discretionaire bevoegdheid om strategische beslissingen te nemen zonder beïnvloed te worden door de eisen van aandeelhouders.

7. Conclusies en aanbevelingen

In dit hoofdstuk hebben we ons gericht op het beantwoorden van de vraag of, en in welke mate, besturen van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zich richten op kortetermijnresultaten en welke factoren bepalend zijn voor deze nadruk op de korte termijn. We hebben daarbij gebruik gemaakt van empirisch onderzoek op basis van de gegevens van zogenaamde *conference calls* van 60 Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen voor de periode 2002-2016. Dit onderzoek is uniek, omdat de meeste studies die de kortetermijngerichtheid van besturen hebben bestudeerd vrijwel uitsluitend zijn gebaseerd op gegevens van Amerikaanse ondernemingen. De institutionele context van de VS, en daarmee ook de organisatie en opzet van het corporate governance model, is niet dezelfde als die in de meeste andere landen. Dit geldt met name voor landen buiten de Angelsaksische wereld. Een analyse van de korte-

rtermijnerichtheid van besturen met data van buiten de Angelsaksische context kan daarmee interessante nieuwe inzichten toevoegen.

Ons onderzoek laat zien dat de kortetermijgerichtheid van besturen van Nederlandse ondernemingen duidelijk anders is dan die van in de Verenigde Staten gevestigde ondernemingen. Daar waar de besturen van Amerikaanse ondernemingen relatief sterk gericht zijn op de korte termijn, is dat voor de besturen van Nederlandse ondernemingen duidelijk minder sterk. Op basis van de maatstaf die we gebruiken om de kortetermijgerichtheid van besturen te meten valt gemiddeld genomen niet te zeggen of er in het geval van Nederlandse ondernemingen sprake is van een meer korte- dan wel langetermijnerichtheid.

Het onderzoek laat daarnaast zien dat vooral het type aandeelhouders en de beloningsstructuur van de bestuurders van invloed zijn op de mate van kortetermijnerichtheid van het bestuur. Naarmate een groter deel van de aandelen van de onderneming in handen is van investeerders die een kortetermijnperspectief hebben zal het bestuur de druk voelen om zich te richten op de korte termijn. Tegelijkertijd wordt een kortetermijnerichtheid ook bevorderd wanneer de beloning van het bestuur sterker afhangt van kortetermijnresultaten.

Met de gevolgen van de corona crisis in het achterhoofd lijkt het erop dat de maatschappelijke discussie in de komende jaren vooral zal gaan over hoe ondernemingen zich kunnen wapenen tegen grote externe schokken en hoe zij hun bestendigheid op de lange termijn kunnen versterken. Kortetermijnerichtheid komt daarmee waarschijnlijk meer dan voorheen onder vuur te liggen. Het lijkt ons in dit verband van belang dat er in de toekomst meer onderzoek gedaan wordt naar de oorzaken van de kortetermijnerichtheid van besturen van ondernemingen. Dit onderzoek zou dan bij voorkeur moeten worden uitgevoerd met data van ondernemingen uit landen met verschillende corporate governance modellen.

Met dit in het achterhoofd, en op basis van de resultaten van ons onderzoek, komen we tot de volgende suggesties die kunnen bijdragen aan het verminderen van de nadruk op kortetermijnwaardcreatie van besturen. Ten eerste kunnen ondernemingen proberen meer aandeelhouders met een sterkere langetermijnerichtheid aan zich te binden. Uit ons onderzoek blijkt dat het hebben van aandeelhouders met een langetermijnbelang in de onderneming gepaard gaat met een sterkere oriëntatie op de lange termijn. Ondernemingen zouden duidelijker moeten zijn in hun communicatie naar de financiële markten over hun langetermijnstrategie om daarmee aandeelhouders met een langetermijnbelang aan te trekken en te behouden. Ten tweede is het beloningsbeleid van belang. Met name de ontwikkeling van beloningscontracten die meer gericht zijn op waardecreatie op de lange termijn kan bijdragen aan de ontwikkeling van een sterkere langetermijnerichtheid van het ondernemingsbestuur. Tenslotte lijken onze resultaten erop te duiden dat een Rijnlands corporate governance model, waarin meer aandacht is voor een stakeholderbenadering, een grotere bijdrage levert aan het ontwikkelen van een lange-

termijngerichtheid door besturen van beursgenoteerde ondernemingen in vergelijking met besturen van ondernemingen die vallen onder het Angelsaksische corporate governance regime. Er is evenwel meer landenvergelijkend onderzoek nodig om deze laatste conclusie te ondersteunen.

Bijlage I: Lijst van korte- en langetermijnwoorden

In deze bijlage wordt een overzicht gegeven van de woordenlijst die we hebben gebruikt om de mate van kortetermijngerichtheid van het bestuur van een onderneming te construeren. Tabel 1 hieronder bevat de woorden die door Brochet en collega's (2015) in hun onderzoek zijn gebruikt. Omdat alle in het onderzoek gebruikte *conference calls* in de Engelse taal zijn gevoerd zijn de woorden die zijn opgenomen in de tabel ook in het Engels.

Appendix tabel 1: Lijst van woorden om de tijdshorizon van bestuurders te bepalen op basis van tekstanalyse van *conference calls*

<i>Woorden die worden geassocieerd met een kortetermijngerichtheid</i>	<i>Woorden die worden geassocieerd met een langetermijngerichtheid</i>
Daily	Annual
Day	Annually
Days	Look ahead
Month	Looking ahead
Months	Long-term
Monthly	Long term
Quarter	Long-run
Quarterly	Outlook
Quarters	Year
Short-run	Yearly
Short run	Years
Short-term	
Short term	
Week	
Weeks	
Weekly	

Bron: Francois Brochet, Maria Loumioti & George Serafeim (2015), "Speaking of the Short-term: Disclosure Horizon and Managerial Myopia", *Review of Accounting Studies*, 20(3): 1122-1163.