

Vrouwelijke bestuursleden in de Raad van Commissarissen en de kwaliteit van naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code

Jacqueline Drost en Geert Braam

SAMENVATTING Nederlandse beursvennootschappen behoren via een Corporate Governance (CG)-verklaring te rapporteren over de naleving van de principes en best practice-bepalingen van de CG Code. Desondanks blijkt uit onderzoek dat de relevantie van de informatie in de CG-verklaring doorgaans beperkt is. Tegen de achtergrond van het vrouwen-aan-de-top-debat, richt dit artikel zich op de vraag of er een verband bestaat tussen vrouwen in de Raad van Commissarissen (RvC) en de kwaliteit van de CG-verklaringen. Consistent met de bevindingen uit genderstudies tonen de resultaten dat de mate van compliance met de CG Code hoger is voor beursvennootschappen met meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC. Tevens geven de financiële instellingen met vrouwelijke commissarissen meer bedrijfsspecifieke verklaringen en minder ontoereikende verklaringen indien er wordt afgeweken van de best practices van de CG Code.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Een hoge kwaliteit van CG-verklaringen is voor investeerders en andere belanghebbenden van belang omdat zij dan beter inzicht krijgen in het functioneren van het bestuur en het toezicht hierop. De resultaten impliceren dat de naleving van de Nederlandse CG Code hoger is als er meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC zitten. De resultaten tonen tevens support voor het belang van een diverse samenstelling van het bestuur van beursvennootschappen.

1 Inleiding

Financiële schandalen van multinationals zoals Enron en Ahold en de financiële crisis hebben wereldwijd geleid tot een gebrek aan vertrouwen in het functioneren van bedrijven, de kapitaalmarkt, toezichthouders en accountants. Deze ontwikkelingen benadrukken de behoefte aan effectieve corporate governance-mechanismen. De Nederlandse Corporate Governance (CG)

Code, die werkt op basis van het ‘pas toe of leg uit’ (‘comply or explain’)-principe, is ontwikkeld met als doel een hogere kwaliteit van zowel de uitvoering van de bestuurstaken als het toezicht hierop. Het bestuur is verantwoordelijk voor de naleving van de Code en dient hierover verantwoording af te leggen aan de aandeelhouders in de ‘verklaring inzake corporate governance’. Uit onderzoek blijkt echter dat relevantie van de informatie in het CG-verklaring beperkt is (b.v. Hooghiemstra, 2012; Seidl et al., 2013; Van der Laan & De Roo, 2014). Als investeerders en andere belanghebbenden beperkte informatie krijgen over hoe bedrijven omgaan met de principes en best practice-bepalingen van de CG Code, dan leidt dit voor hen tot verminderd inzicht in de effectiviteit van het bestuur en het toezicht hierop.

In 2008 is in de Nederlandse Corporate Governance Code een best practice-bepaling opgenomen over de integratie van diversiteit. Het achterliggende idee hierbij is dat de bestuurssamenstelling invloed heeft op de prestaties van zowel de Raad van Bestuur (RvB) als de Raad van Commissarissen (RvC). Om te komen tot een evenwichtige ‘diverse’ verdeling van zetels in de RvB en de RvC werd in 2013 bij de implementatie van een nieuwe Wet Bestuur en Toezicht (art. 2:166 BW2; art. 2:276 BW2) een quotum gesteld van ten minste 30% mannen en vrouwen. Deze vervolgstap is in lijn met de bevindingen uit genderstudies die tonen dat participatie van vrouwen in de RvC een positief effect heeft op toezicht (Adams & Ferreira, 2009; Gul et al., 2011). Dit artikel richt zich op de vraag of er een positief verband bestaat tussen vrouwen in de RvC en de kwaliteit van de CG-verklaringen. Daartoe wordt onderzocht in hoeverre er verschillen bestaan in de kwaliteit van CG-verklaringen tussen vennootschappen met en zonder vrouwelijke bestuursleden in de RvC. Ter bepaling van de kwaliteit van CG-verklaringen worden voor 90 Ne-

derlandse beursvennootschappen in 2013 zowel de mate van compliance¹ als de kwaliteit van de informatie die is verstrekt voor non-compliance gemeten. De opbouw is daarbij als volgt. In de volgende paragraaf wordt een overzicht gegeven van de literatuur en worden hypothesen geformuleerd. In de paragrafen 3 en 4 worden vervolgens de onderzoeksmethode en de resultaten beschreven. Paragraaf 5 bevat concluderende slotopmerkingen.

2 Overzicht literatuur en hypothesen

Corporate governance-mechanismen zijn ontwikkeld als oplossing voor belangenconflicten gerelateerd aan de scheiding van eigendom en controle in organisaties. Zij behoren managers te helpen en te beïnvloeden bij het maken van beslissingen, opdat deze beslissingen meer in lijn liggen met de belangen van investeerders en andere belanghebbenden inclusief het beschermen van deze belanghebbenden tegen opportunistisch gedrag van managers (De Jong et al., 2005; Larcker et al., 2007). In dit kader bevat de Nederlandse CG Code principes en bepalingen ten aanzien van het gedrag van en de verhouding tussen de RvB, de RvC en de aandeelhouders. Deze principes kunnen worden opgevat als de moderne en breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008, p. 5). De CG Code werkt op basis van het 'pas toe of leg uit'-principe. Dit principe houdt in dat een beursvennootschap elk jaar in haar jaarverslag vermeldt op welke wijze zij de principes en best practice-bepalingen van de Code in het afgelopen jaar heeft nageleefd. Tevens behoort zij, indien van toepassing, zorgvuldig gemotiveerd uiteen te zetten waarom een bepaling niet is toegepast (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2008, p. 5-6). Hoewel de Corporate Governance Commissie het belang van naleving ('compliance') met de code benadrukt, wordt er geen bepaalde norm van naleving verondersteld. Ook worden er geen eisen gesteld aan de verklaringen met betrekking tot non-compliance. Dit leidt tot flexibiliteit ten aanzien van de keuze van niet-naleving en aanzienlijke discretie voor het geven van generieke, niet-bedrijfsspecifieke verklaringen (Seidl et al., 2013). Indien bedrijven afwijken van de code zonder een duidelijke toelichting beperkt dit de kwaliteit van informatie voor investeerders en andere belanghebbenden.

Op basis van resultaten uit empirisch onderzoek wordt de vraag gesteld in hoeverre bedrijven zich inzetten om daadwerkelijk 'good corporate governance' te bereiken en in hoeverre zij zich verantwoordelijk voelen voor het geven van bedrijfsspecifieke informatie aan derden (MacNeil & Li, 2006; Akkermans et al., 2007; Arcot et al., 2010; Hooghiemstra & Van Ees, 2011; Hooghiemstra, 2012; Seidl et al., 2013; Van der Laan & De Roo, 2014). MacNeil en Li (2006) en Arcot et al. (2010) con-

cluderen dat de non-compliance-toelichtingen vaak kort zijn en onvoldoende bedrijfsspecifieke informatie bevatten. Onderzoeken bij Nederlandse beursvennootschappen door Hooghiemstra en Van Ees (2011) en Hooghiemstra (2012) bevestigen deze resultaten. De onderzochte bedrijven blijken tevens veelal vergelijkbare verklaringen te geven voor afwijkingen van verschillende best practice-bepalingen. Daarnaast wordt een substantieel deel van de afwijkingen onvoldoende beargumenteerd en in sommige gevallen wordt er zelfs geen verklaring gegeven.

De verantwoordelijkheid voor naleving en het publiceren van verklaringen voor non-compliance in de jaarrekening en het toezicht op dit proces ligt bij het bestuur. Om deze reden speelt het bestuur een belangrijke rol bij de interne governance van de organisatie (Fama & Jensen, 1983). Het bestuur heeft een fiduciaire verplichting richting aandeelhouders om strategische sturing te bieden waarbij met name de RvC toezicht behoort te houden teneinde agencyproblemen tegen te gaan (Jensen & Meckling, 1976). Uit empirisch onderzoek blijkt dat kenmerken van de RvC, zoals onafhankelijkheid en expertise, een positief effect kunnen hebben op de effectiviteit van het toezicht. Studies over effecten van 'vrouwen aan de top' tonen positieve resultaten voor de invloed van de participatie van vrouwelijke bestuursleden op de prestaties van de RvB en de RvC (Carter et al., 2003; Catalyst, 2007; McKinsey, 2007; Lücknerath-Rovers, 2009, 2013; Joecks et al., 2013; Ntim, 2015). Dit geldt voornamelijk voor beursvennootschappen die minder goed bestuur laten zien (Adams & Ferreira, 2009). Meer diversiteit in een bestuur, dat wil zeggen bestuursleden van verschillend geslacht, etniciteit en/of culturele achtergrond, kan leiden tot handelen en het nemen van beslissingen vanuit bredere perspectieven. Onderzoeken concluderen dat besluitvormingsprocessen kunnen verbeteren doordat vrouwelijke bestuursleden opereren vanuit andere, verschillende achtergronden. Hierbij wordt aangenomen dat vrouwelijke bestuurders gemiddeld onafhankelijker optreden en hun functie als bestuurslid met grotere inzet, commitment en verantwoordelijkheid vervullen (Adams et al., 2010; Srinidhi et al., 2011). Ze tonen vaak meer betrokkenheid als commissaris en bekleden vaker een positie in een van de (sub) commissies van de RvC (Adams & Ferreira, 2009). Verder zijn ze doorgaans nauwkeuriger en strenger in het naleven van wet- en regelgeving (Barua et al., 2010; Gul et al., 2011). Daarbij vertonen vrouwelijke bestuurders, in het algemeen, voorzichtiger en risicomijdend gedrag in besluitvormingsprocessen (Barua et al., 2010; Thiruvadi & Huang, 2011). Verder zijn vrouwen in vergelijking met mannen opener, communiceren directer en zijn constructiever tijdens discussies (Erhardt et al., 2003; Adams & Ferreira, 2009; Terjesen et al., 2009; Nielsen & Huse, 2010). Ten slotte blijkt dat de aanwezigheid

van vrouwen in een groep invloed kan hebben op het gedrag van mannen (Bilimoria, 2000; Adams & Ferreira, 2009), hetgeen indirect kan leiden tot een verbetering van toezicht- en beheersingsprocessen. Om deze redenen zal een toename van diversiteit door meer vrouwen in de RvC een positief effect hebben op de toezicht op de informatievoorziening en kwaliteit van verslaggeving. Meer specifiek, vrouwelijke commissarissen lijken een positief effect te hebben op de naleving van de CG Code, en in geval van afwijkingen van de Code op het verstrekken van bedrijfsspecifieke verklaringen. Op grond van het voorgaande luiden de hypothesen als volgt:

H1: De mate van 'compliance' met de Nederlandse CG Code is hoger bij beursvennootschappen met relatief meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC.

H2: De kwaliteit van toelichting die wordt gegeven voor non-compliance met de Nederlandse CG Code is hoger bij beursvennootschappen met relatief meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC.

3 Onderzoekmethode

3.1 Data

In 2013 is het 'vrouwenquotum' ingesteld in de Wet Bestuur en Toezicht. Dit onderzoek richt zich op Nederlandse bedrijven die eind 2013 aan de New York Stock Exchange Euronext Amsterdam genoteerd zijn. Het gegenereerde databestand omvat 90 Nederlandse beursvennootschappen. Data over de samenstelling van de RvC zijn ontleend aan de jaarrekening van deze beursvennootschappen. Naast jaarrekeningen zijn ook governance- en compliance-rapporten gebruikt voor de bepaling van de naleving van de CG Code. Algemene en financiële bedrijfsinformatie zijn verkregen via de databases ThomsonOne en Datastream. Tabel 1 Panel A bevat beschrijvende statistiek van de beursvennootschappen. Panel B toont het percentage vrouwen in de RvB en de RvC. Uit panel B blijkt dat het 'vrouwenquotum' doorgaans niet is gerealiseerd. Panel C toont de beursvennootschappen uit het databestand die aan dit quotum voldoen, dit wil zeggen dat deze beursvennootschappen een bestuur hebben met tenminste 30% vrouwelijke en mannelijke bestuursleden.

3.2 Statistische analyse

De statistische analyses betreffen meervoudige lineaire regressieanalyses. In de analyses wordt het volgende regressiemodel geschat:

$$\text{KWALITEIT CG VERKLARING} = \beta_0 + \beta_1 \text{VROUWEN IN DE RvC} + \beta_2 \text{INDUSTRIESECTOR} + \beta_3 \text{VROUWEN IN DE RvC} * \text{INDUSTRIESECTOR} + \beta_4 \text{BEDRIJFSSPECIFIEKE KENMERKEN}_{\text{Control}} + \varepsilon$$

Tabel 1 Beschrijvende statistiek van de beursvennootschappen

Panel A: Bedrijfskenmerken			
Beursindex	Aantal bedrijven	Bedrijfsgrootte: Totale activa (in € x milj.)	Leverage
AEX	22	30.005	108
AMX	22	2.932	62
ASCX	24	501	40
Overig	22	938	62
Totaal	90	8.414	66

Panel B: Vrouwen in RvB en in RvC				
	Gemiddeld	Std.dev.	Min.	Max.
Leden RvB	3	2	1	10
Vrouwen in RvB (in %)*	8	19	0	100
Leden RvC	5	2	1	11
Vrouwen in RvC (in %)*	14	13	0	50

Panel C: Naleving vrouwenquotum beursvennootschappen	
Vennootschap	% Gender*
RvB en RvC	
Heineken Holding NV	33%
Unilever NV	38%
Ordina NV	33%
Stern Groep NV	33%
Lavide Holding NV	33%
RvC	
Asmi Holding NV	50%
Gemalto	30%
Koninklijke DSM	43%
Unilever NV	45%
Wolters Kluwer NV	33%
Koninklijke Wessanen NV	33%
Ctac NV	33%
Novisource	33%
Van Lanschot	33%

*= Percentage vrouwen in de RvB en/of RvC, gemeten als het aantal vrouwelijke leden ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden in de RvB en/of RvC.

De afhankelijke variabelen zijn proxies voor de kwaliteit van de CG-verklaring. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de mate van naleving en de kwaliteit van de informatie die is verstrekt over non-compliance. De onafhankelijke variabele betreft genderdiversiteit in de RvC van Nederlandse beursvennootschappen. Daarnaast wordt conform eerder onderzoek gecontroleerd voor de invloed van industrie-

sectoren en bedrijfsspecifieke effecten. Omdat de invloed van vrouwelijke commissarissen op de kwaliteit van CG-verklaringen kan verschillen per industrie-sector, worden in de regressiemodellen ook de interactie-effecten opgenomen tussen genderdiversiteit in de RvC en industrie-sectoren indien significant. Onderstaand wordt beschreven hoe de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen worden gemeten.

3.3 Variabelen

De mate van compliance wordt gemeten als het percentage van het aantal nageleefde best practice-bepalingen ten opzichte van het totaal aantal best practice-bepalingen van de Nederlandse CG Code. De kwaliteit van uitleg wordt gemeten op basis van de classificatie van Seidl et al. (2013). In deze recente en uitgebreide classificatie voor het analyseren van verschillende verklaringen voor non-compliance wordt een onderscheid gemaakt tussen bedrijfsspecifieke verklaringen, algemene verklaringen en ontoereikende verklaringen. Appendix A bevat een gedetailleerde beschrijving van de verschillende categorieën. Om de toelichtingen te classificeren op basis van de beschikbare informatie is, consistent met eerder onderzoek, een content-analyse uitgevoerd (Arcot et al., 2010; Hooghiemstra, 2012). Tabel 2 Panel A toont dat de CG Code door de Nederlandse beursvennootschappen gemiddeld voor 91% wordt nageleefd. De resultaten laten tevens zien dat deze bedrijven gebruik maken van de flexibiliteit die door het 'comply or explain'-principe wordt geboden (Seidl et al., 2013). Bij de niet-naleving wordt in 47% van de verklaringen bedrijfsspecifieke informatie gegeven, terwijl in 43% de afwijkingen onvoldoende worden toegelicht.

Tabel 2 Kwaliteit van CG-verklaringen

Panel A: Kwaliteit van CG-verklaringen per categorie (in %)				
	Gemiddeld	Std.dev.	Min.	Max.
Naleving ('Compliance')	91	9	65	100
Niet-naleving ('Non-compliance')	9	9	0	35
Bedrijfsspecifiek	47	34	0	100
Algemeen	3	10	0	67
Ontoereikend	43	34	0	100

Panel B: Kwaliteit van CG-verklaringen per beursindex (in %)				
Beursindex	Naleving (Compliance)	Kwaliteit van uitleg bij non-compliance		
		Bedrijfsspecifiek	Algemeen	Ontoereikend
AEX	94	47	5	36
AMX	94	49	2	37
AsCX	90	43	2	56
Overig	86	52	3	45
Gemiddeld	91	47	3	43

De onafhankelijke variabele betreft genderdiversiteit in de RvC en is gemeten als het percentage aantal vrouwelijke leden in de RvC ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden in de RvC (b.v. Adams en Ferreira, 2009; Lückerath-Rovers, 2013). Daarnaast wordt gecontroleerd voor de invloed van industrie-sectoren met een dummyvariabele die gelijk is aan één als de industrie-sector waarin een bedrijf zich bevindt is geassocieerd als een financiële instelling en nul als dat niet het geval is. Conform eerder onderzoek wordt verder gecontroleerd voor de invloed van Bedrijfs-grootte, 'Leverage', 'Ownership concentration' en 'Board strength' (Ahmed & Courtis, 1999; Vander Bauwhede & Willekens, 2008; Arcot et al., 2011, en Hooghiemstra, 2012). 'Bedrijfs-grootte' wordt gemeten als de logaritme van de totale activa van een bedrijf op het einde van het jaar. De variabele 'Leverage' meet de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen. 'Ownership concentration' richt zich op de samenstelling en omvang van het aantal aandeelhouders en meet het percentage van het aantal aandeelhouders dat vijf of meer procent van de aandelen heeft. 'Board strength' is een indicator voor de onafhankelijkheid en expertise van de RvC (Hooghiemstra, 2012).

4 Resultaten

Tabel 3 toont de resultaten van het testen van de hypothesen H1 en H2. Uit model 1 blijkt dat de mate van compliance van de Nederlandse CG Code hoger (lager) is bij beursvennootschappen met meer (minder) vrouwelijke bestuursleden in de RvC. Deze resultaten tonen support voor H1 en impliceren dat beursvennootschappen met relatief meer vrouwen in de RvC meer best practices van de Nederlandse CG Code naleven.

Uit de modellen 2-4 blijkt in welke mate er een verband is tussen de kwaliteit van uitleg en de aanwezigheid van vrouwen in de RvC. Uit model 2 en 3 blijkt dat financiële instellingen met vrouwelijke commissarissen meer bedrijfsspecifieke verklaringen en minder ontoereikende verklaringen geven indien er wordt afgeweken van de best practices van de CG Code. Echter, in tegenstelling tot de verwachting, blijkt dit effect niet te gelden voor de niet-financiële instellingen met vrouwelijke commissarissen. Model 4 toont geen verband tussen het percentage vrouwelijke bestuursleden in de RvC en het afgeven van algemene verklaringen voor afwijkingen van de CG Code. Deze bevindingen leiden tot acceptatie van H2 voor de financiële instellingen en impliceren dat de kwaliteit van toelichting die wordt gegeven voor non-compliance met de Nederlandse CG Code hoger (lager) is bij financiële instellingen met meer (minder) vrouwelijke bestuursleden in de RvC.

Tabel 3 De relatie tussen vrouwelijke bestuursleden in de RvC en de kwaliteit van naleving van de Nederlandse CG Code

Onafhankelijke variabelen	Afhankelijke variabelen			
	Naleving ('Compliance')	Kwaliteit van uitleg (in %)		
		Bedrijfsspecifiek	Ontoereikend	Algemeen
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Genderdiversiteit in RvC	.114** (1.66)	-0.239 (-0.73)	0.408 (1.26)	0.022 (0.23)
Industrie	-0.896 (-0.34)	13.185 (1.22)	4.081 (0.38)	1.048 (0.23)
Genderdiversiteit in RvC x Industrie		1.730** (2.18)	-1.478** (-1.88)	-0.259 (-1.06)
Bedrijfsgrootte	.000 (0.78)	0.828 (0.39)	-3.330* (-1.59)	0.515 (0.79)
Leverage	-0.007 (-0.83)	-0.015 (-0.37)	-0.014 (-0.35)	0.008 (0.62)
Ownership concentration	0.020 (0.62)	0.037 (0.25)	-0.100 (-0.69)	0.031 (0.70)
Board strength	4.567*** (3.37)	-0.62 (-0.01)	-5.384 (-0.90)	0.345 (0.18)
Intercept	79.866*** (23.38)	42.802** (2.55)	74.429*** (4.49)	2.790 (0.54)
F-statistic	3.60***	3.37**	2.35	0.47
R ²	.208	0.07	.102	.04
N	90	90	90	90

Toelichting
 ***, ** en * geven de statistische significantieniveaus aan op achtereenvolgens 1%, 5% en 10%.
 De t-waarden zijn weergegeven onder de coëfficiënten tussen de haakjes.
 H1 en H2 worden eenzijdig getoetst.
 Voor toelichting op variabelen: zie paragraaf 3.2 en 3.3.

Ten slotte merken we op dat de resultaten statistisch significant zijn, doch dat de economische significantie gering is. De resultaten impliceren dat de invloed van meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC op betere naleving van de Nederlandse CG Code beperkt is.

5 Conclusie en discussie

In dit artikel is voor Nederlandse beursvennootschappen in 2013 onderzocht in hoeverre er een verband is tussen genderdiversiteit en de variëteit in informatiekwaliteit in CG-verklaringen. Consistent met de bevindingen uit genderstudies tonen de resultaten dat de mate van naleving van de CG Code hoger is als er meer vrouwelijke bestuursleden in de RvC zitten. Tevens geven financiële instellingen met vrouwelijke commissarissen meer bedrijfsspecifieke verklaringen en minder ontoereikende verklaringen indien er wordt afgeweken van de best practices van de CG Code. Genderliteratuur verklaart deze bevindingen door onder meer te stellen dat vrouwen onafhankelijker optreden als commissaris en nauwkeuriger zijn in het naleven van wet- en regelgeving (b.v. Adams & Ferreira, 2009; Adams et al., 2010; Barua et al., 2010). De resultaten

impliceren een positief verband tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuursleden in de RvC en de kwaliteit van CG-verklaringen. Alhoewel de Nederlandse overheid sinds de invoering van het 'vrouwenquotum' van 30% in de Wet Bestuur en Toezicht in 2013 de nadruk legt op diversiteit in besturen, tonen de resultaten verder ook dat de naleving in beperkte mate is gerealiseerd. Vanuit een genderperspectief benadrukken deze bevindingen het belang van het realiseren van dit quotum. Echter, er zijn ook alternatieve verklaringen voor de resultaten. Het streven naar het beter naleven van CG in brede zin kan ook leiden tot het meer naleven van best practices, waaronder het benoemen van vrouwelijke bestuurders. Ook kunnen ondernemingen met een betere governance structuur zowel meer diversiteit als een hogere kwaliteit van CG-verklaringen hebben.

Vervolgonderzoek zou zich kunnen richten op de vraag in hoeverre er sprake is van een causaal verband tussen genderdiversiteit en de informatiekwaliteit in CG-verklaringen. Hiertoe zou bijvoorbeeld kunnen worden onderzocht of ondernemingen die in een jaar meer

vrouwen in hun raden hebben, in de jaren erna betere naleving rapporteren, maar ook de rol van vrouwen op naleving van de CG Code. Verbeterd inzicht in de relaties tussen diversiteit van het bestuur van vennootschappen en de kwaliteit van CG-verklaringen, of breder geformuleerd, in determinanten van de kwaliteit van CG-verklaringen, draagt bij aan de discussie over hoe de kwaliteit van zowel de uitvoering van de bestuurstaken als het toezicht hierop kan worden verbeterd. Daarnaast kan beter inzicht in deze relaties ook bijdragen aan een hogere mate van naleving van de best practice-bepalingen van de CG Code in combinatie met het verstekken meer bedrijfsspecifieke informatie, en daarmee tot verbeterd inzicht in het functioneren van het bestuur en het toezicht hierop. Dit is voor investeerders en andere belanghebbenden van belang in het

kader van verantwoorde oordeels- en besluitvorming over het functioneren van bedrijven. ■

J.S. (Jacqueline) Drost MSc is werkzaam als promovendus bij het Institute for Management Research van de Faculteit der Managementwetenschappen van de Radboud Universiteit Nijmegen.

Dr. G.J.M. (Geert) Braam RA is werkzaam als universitair hoofddocent Accounting aan het Institute for Management Research van de Faculteit der Managementwetenschappen van de Radboud Universiteit Nijmegen. De auteurs bedanken de redactie van het MAB voor de waardevolle suggesties en opmerkingen.

Noten

- In dit artikel refereert de term *compliance* naar de mate van naleving, namelijk het voldoen aan het aantal best practices van de CG Code. *Non-compliance* wordt gebruikt indien er wordt afgeweken van de CG Code. Aan het begrip 'naleven' wordt daarmee een bredere betekenis toegekend. Een bedrijfsspecifieke uitleg die wordt gegeven indien er sprake is van non-compliance laat ook zien dat een beursvennootschap de CG Code naleeft.

Literatuur

- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 9: 291-309.
- Adams, R.B., Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1): 58-107.
- Ahmed, K., & Courtis, J.K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, 31(1): 35-61.
- Akkermans, D., Ees, H. van, Hermes, N., Hooghiemstra, R., Laan, G. van der, Postma, T., & Witteloostuijn, A. van (2007). Corporate governance in the Netherlands: An overview of the application of the Tabaksblat code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15: 1106-1118.
- Arcot, S., Bruno, V., & Faure-Grimaud, A. (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30(2): 193-201.
- Barua, A., Davidson, L.F., Rama, D.V., & Thiruvadi, S. (2010). CFO Gender and Accruals Quality. *Accounting Horizons*, 24(1): 25-39.
- Bilimoria, D. (2000). *Building the Business Case for Women Corporate Directors*. In F. J. Burke en M.C. Mattis (eds.). Women on corporate boards of directors: international challenges and opportunities (pp. 25-40). Dordrecht, The Netherlands: Kluwer Academic Publishers.
- Carter, D.A., Simkins, B.J., & Simpson, W.G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value. *The Financial Review*, 38: 33-53.
- Catalyst (2007). *The bottom line: corporate performance and women's representation on boards*.
- Erhardt, N.L., Werbel, J.D., Shrader, C.B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2): 102-111.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 24: 301-325.
- Gul, F.A., Tsui, J., & Srinidhi, B. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5): 1610-1644.
- Hooghiemstra, R., & Ees, H. van (2011). Uniformity as response to soft law: Evidence from compliance and non-compliance with the Dutch corporate governance code. *Regulation & Governance*, 5: 480-498.
- Hooghiemstra, R. (2012). What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code? *Accounting and Business Research*, 42(1): 1-27.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- JoECKS, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a "critical mass"? *Journal of Business Ethics*, 118(1): 61-72.
- Jong, A. de, DeJong, D.V., Mertens, G., & Wasley, C.E. (2005). The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands. *Journal of Corporate Finance*, 11(3): 473-503.
- Laan, G. van der, & Roo, J. de (2014). Veronderstelde toepassing van de Nederlandse Corporate Governance Code. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 88(10): 409-416.
- Larcker, D.F., Richardson, S.A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance accounting

- outcomes, and organization performance. *The Accounting Review*, 82(4): 963-1008.
- Lückérath-Rovers, M. (2009). Gender-diversiteit: de Nederlandse business case. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 83(3): 92-103.
 - Lückérath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17(2): 491-509.
 - MacNeil, I., & Li, X. (2006). "Comply or explain": Market discipline and non-compliance with the combined code. *Corporate Governance: An International Review*, 14: 486-496.
 - McKinsey & Company. (2007). *Women matter. Gender diversity, a corporate performance driver*. Paris: McKinsey & Company. Geraadpleegd op http://www.mckinsey.com/locations/swiss/news_publications/pdf/women_matter_english.pdf.
 - Monitoring Commissie Corporate Governance (2008). *The Dutch corporate governance code. Principles of good corporate governance and best practice provisions*. The Hague. Geraadpleegd op www.ecgi.org en www.commissiecorporategovernance.nl.
 - Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2): 136-148.
 - Ntim, C.G. (2015). Board diversity and organizational valuation: unravelling the effects of ethnicity and gender. *Journal of Management & Governance*, 19(1): 167-195.
 - Seidl, D., Sanderson, P., & Roberts, J. (2013). Applying the 'comply-or-explain' principle: discursive legitimacy tactics with regards to codes of corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 17: 791-826.
 - Srinidhi, B., Gul, F.A., & Tsui, J.S.L. (2011). Female directors and earnings quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5): 1610-1644.
 - Terjesen, S., Sealy, R., & Sign, V. (2009). Women directors on corporate boards: a review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 320-337.
 - Thiruvadi, S., & Huang, H. (2011). Audit committee gender differences and earnings management. *Gender in Management: An International Journal*, 26(7): 483-498.
 - Vander Bauwhede, H., & Willekens, M. (2008). Disclosure on Corporate Governance in the European Union. *Corporate Governance: An International Review*, 16(2): 101-115.

Appendix A Categorieën van verklaringen voor afwijkingen van de CG Code

Bedrijfsspecifieke verklaring

Beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking van een codebepaling voor de specifieke situatie. Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen zes subcategorieën (Seidl et al., 2013): 1. *Bedrijfs- of bestuursomvang*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking op grond van de de kleine omvang van de onderneming of het bestuur, die het toepassen van de codebepaling onmogelijk maken; 2. *Bedrijfsstructuur*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking als ongepast of onmogelijk gezien de specifieke structuur van de onderneming; 3. *Internationale context*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking op grond van specifieke internationale activiteiten, waardoor de codebepaling ongeschikt is of onmogelijk is om te implementeren; 4. *Overige bedrijfsspecifieke redenen*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking met betrekking tot de bijzondere situatie van de onderneming, anders dan de omvang, structuur of internationale context die de toepassing van de codebepaling ongeschikt of onuitvoerbaar lijkt te maken; 5. *Industriegerelateerde specifieke kenmerken*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking op grond van specifieke bedrijfstakkenmerken, waardoor de codebepaling ongeschikt is of onmogelijk is om te implementeren; 6. *Transitie kenmerken*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking met betrekking tot (a) de nieuwheid van de codebepaling of (b) het feit dat de onderneming een nieuwkomer is op de beurs, als gevolg waarvan een toepassing van de code nog niet mogelijk is geweest.

Algemene verklaring

Beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking op grond van algemene implementatieproblemen van de codebepalingen als zodanig. Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen drie subcategorieën (Seidl et al., 2013): 1. *Efficiëntie/ Effectiviteit*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking door erop te wijzen dat een toepassing van de codebepaling over het algemeen niet optimaal zal zijn; 2. *Algemene implementatieproblemen*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking door te wijzen op enkele algemene problemen bij de uitvoering van de bepalingen van de code; 3. *Conflicten met wet- en regelgeving of andere sociale normen*: beursvennootschap rechtvaardigt de afwijking door erop te wijzen dat de codebepaling in strijd is met de maatschappelijke normen, waarden of wetten.

Ontoereikende verklaring

Beursvennootschap onthult de afwijking zonder opgaaf van redenen voor de afwijking. Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen drie subcategorieën (Seidl et al., 2013): 1. *Uitsluitend vermelding*: beursvennootschap vermeldt alleen dat zij afwijkt van de code; er is geen sprake van een verklaring; 2. *Alternatieve oplossing*: de beursvennootschap presenteert een alternatieve oplossing voor het governanceprobleem dat door de code wordt beschreven maar geeft geen rechtvaardiging voor de keuze van de oplossing; 3. *Onvoldoende, potentieel misleidende verklaring*: de beursvennootschap geeft een verklaring die lijkt op een rechtvaardiging voor de afwijking, maar die bezit geen enkele verklarende kracht.