

- TARLOW, P.E. en M.J. MUEHSAM (1992), "Wide horizons: Travel and tourism in the coming decades", *The Futurist*, september-oktober, blz. 28-32.
- TESSELAAR, S. (1996), *Theatermarketing*, Delft, Eburon.
- VAN DER PUTTEN, C.L.J. (1990), "De attractieve recreatie", *Tijdschrift voor Marketing*, december, blz. 8-18.
- WIND, Y. en T.S. ROBERTSON (1983), "Marketing strategy: new directions for theory and research", *Journal of Marketing*, jg. 47 (Spring), blz. 12-25.
- WIIT, S. en L. MOUTINHO, eds. (1994), *Tourism marketing and management handbook*, New York, Prentice Hall.
- ZEITHAML, C.P. en V.A. ZEITHAML (1984), "Environmental Management: revising the marketing perspective", *Journal of Marketing*, jg. 48 (Spring), blz. 46-53.
- ZINKHAN, G.Z. en A. PEREIRA (1994), "An overview of marketing strategy and planning", *International Journal of Research in Marketing*, jg. 11, blz. 185-218.

Abstract

A Framework for the Marketing of Leisure Products and Services

In the recognition that marketing is both a philosophy and a set of instruments, the intention of this article is to focus broadly on developing a framework for encouraging a broader approach in the marketing of all kinds of leisure products and services. In particular the withdrawal of government subsidies and increasing competition necessitate the application of marketing, not only in enterprises but also in governmental and nonprofit institutions. The characteristics and complexities of leisure products are highlighted. Next, the authors analyse leisure marketing from a historical perspective. The significance of the external environment is explained in relation to leisure marketing and the development of strategic marketing within the field. In the future, leisure marketers shall have to pay attention to relevant developments such as quality of service, "outsourcing", the application of technology, and the cultivation of greater cohesion between products in order to bring about total leisure experiences.

Jeroen Weimer *

Joost Pape *

Corporate governance en financiële ondernemingsdoelen: winst, profit en Gewinn

Trefwoorden: corporate governance; ondernemingsdoelen; internationalisering

In dit artikel wordt op basis van 220 vragenlijsten en 29 vraaggesprekken verslag gedaan van de invloed van aandeelhouders, verschafters van vreemd vermogen en het topmanagement op de financiële ondernemingsdoelen van Nederlandse, Amerikaanse en Duitse beursvennootschappen. Aan het empirische deel van de studie ligt een hoofdzakelijk op de gedragstheorie van de onderneming stoelende voorstelling van corporate governance ten grondslag, die is geënt op de totstandkoming van ondernemingsdoelen. Aan de hand van de vragenlijsten zijn scores op een zestal vooraf geformuleerde financiële ondernemingsdoelen vastgesteld, waarvan de realisatie voornamelijk in het belang is van de aandeelhouders, verschafters van vreemd vermogen of het topmanagement. In verband met de kenmerken van de in Nederland, de VS en Duitsland vigerende systemen van corporate governance werd verwacht dat Amerikaanse managers hoog zouden scoren op aandeelhoudergeoriënteerde doelen, dat uit de Duitse doelscores de invloed van banken af te leiden zou zijn en dat Nederland een tussenpositie zou innemen. De Nederlandse en Amerikaanse resultaten stemden in grote lijnen overeen met die verwachting, maar de aangetroffen zeer hoge scores op de managementgeoriënteerde doelstellingen in Duitsland waren verrassend. Aan de hand van de vraaggesprekken met de Duitse managers kon de grote nadruk op autonomie worden verklaard uit het nastreven van relatieve onafhankelijkheid van de industriebanken, waarvan de meerooudige rol van vermogensverschaffer, toezichthouder en (groot)aandeelhouder als knellend wordt ervaren.

* Universiteit Twente, Vakgroep Financieel Management en Bedrijfseconomie

1. Inleiding

Corporate governance is een veelbesproken thema, dat zich sinds het einde van de jaren negentig in een grote mate van zowel maatschappelijke als wetenschappelijke belangstelling heeft mogen verheugen. Hoewel er nog geen sprake is van een eenduidig begrippenkader rondom het thema, lijken de definities in de literatuur gemeenschappelijk te hebben dat het bij corporate governance gaat om de bestudering van bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en diverse belanghebbenden. Verder heeft het governance-debat onmiskenbaar een internationaal karakter. Een grotendeels nog onbeantwoorde vraag is hoe de genoemde invloedsrelaties kunnen worden voorgesteld met inachtneming van de primordiale taak van het topmanagement: het formuleren van ondernemingsdoelen en het uitdragen van beleidslijnen teneinde ze te realiseren met het oog op de overlevingskansen van de onderneming. In samenhang daarmee is niet bekend of en in hoeverre empirisch kan worden aangetoond dat ondernemingsdoelen verschillen vertonen onder internationaal uiteenlopende systemen van corporate governance. In dit artikel worden beide vragen beantwoord, waarbij het empirische deel wordt beperkt tot de financiële ondernemingsdoelen van Nederlandse, Amerikaanse en Duitse beursvennootschappen.

Allereerst wordt in paragraaf 2 de begripsvorming rondom corporate governance aan de orde gesteld. Vervolgens wordt in paragraaf 3 een kort overzicht gegeven van systemen van corporate governance in een internationaal kader. Daarna wordt in paragraaf 4 een beschrijvend model van corporate governance gepresenteerd, waarin bepaalde invloedsrelaties tussen belanghebbenden en ondernemingsdoelen zijn geïncorporeerd. Vervolgens wordt het beschrijvende model in paragraaf 5 gespecificeerd voor financiële ondernemingsdoelen. De opzet van het op dit model gebaseerde internationale empirische onderzoek naar financiële ondernemingsdoelen is het onderwerp van paragraaf 6. De verwachte resultaten van het empirische deel van de studie worden opgetekend in paragraaf 7, waarna in paragraaf 8 de onderzoeksbevindingen aan de orde worden gesteld. In paragraaf 9 wordt het artikel besloten.

2. Begripsvorming rondom corporate governance

De bestudering van corporate governance heeft over de afgelopen jaren snel aan internationale belangstelling gewonnen (bijv. Charkham, 1994; Dimsdale en Prevezer, 1994; Prowse, 1995). Vanuit zowel het bedrijfsleven, de wetenschap als de politiek is de interesse in het onderwerp aangewakkerd (zie voor een uitgebreide bespreking Weimer en Pape, 1996). Ondanks – of misschien wel dankzij – de overweldigende belangstelling is er nog geen sprake van een eenduidig begrippenkader omtrent corporate governance. Dit blijkt uit een aantal definities, zoals die in de literatuur gevonden kunnen worden: “the process by which corporations are made responsive to the rights and wishes of stakeholders” (Demb en Neubauer, 1992), “de wijze waarop, en de mate waarin, diverse participanten (zoals aandeelhouders en verschafters van vreemd vermogen, maar ook werknemers) invloed kunnen uitoefenen op het besluitvormingsproces in de onderneming. Hierin is begrepen de wijze waarop de ondernemingsleiding verantwoording moet afleggen over haar functioneren” (Boot, 1994), “the system by which companies are directed and controlled” (Cadbury Committee, 1992) en “the regulatory and institutional arrangements governing the establishment and transfer of ownership rights and the monitoring of corporate managers” (OECD, 1995).

Een eerste mogelijke oorzaak van de afwezige begripseenduidigheid is dat corporate governance op twee verschillende niveaus kan worden beschouwd, terwijl dit onderscheid niet wordt geëxpliciteerd. Het eerste niveau betreft het *systeem van* corporate governance. Op het systeemniveau wordt corporate governance beschouwd als een ondernemingsoverkoepelend kader, raamwerk of systeem van wettelijke en institutionele factoren waarbinnen ondernemingen worden bestuurd (vooral de OECD en in mindere mate het Cadbury Committee). Het tweede niveau heeft betrekking op corporate governance als zodanig, waarbij het woord *corporate* al aangeeft dat het om het ondernemingsniveau gaat. Op dit niveau wordt corporate governance beschouwd als een proces waarbij de bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en diverse belanghebbenden centraal staan (vooral Boot en in mindere mate Demb en Neubauer).

Een tweede mogelijke oorzaak van het meerduidige karakter van corporate governance is theoretisch van aard. Doordat de bestudering van bestuurlijke invloedsrelaties niet noodzakelijkerwijs beperkt hoeft te zijn

tot één theoretisch referentiekader, kunnen zich diverse gedaanten van het governance-begrip voordoen (zie voor een uitgebreide bespreking Pape en Weimer, 1997). Zo is het mogelijk om de "bril" van de positieve agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976) op te zetten bij het analyseren van een governance-vraagstuk, maar ook die van de transactiekostenbenadering (Williamson, 1986) of die van de gedragstheorie van de onderneming (Cyert en March, 1992). Tevens sluit de bestudering van bestuurlijke invloedsrelaties de projectie van sociologische organisatie-theorieën op een governance-vraagstuk niet op voorhand uit.

Naar aanleiding van het bovenstaande wordt corporate governance in de volgende paragraaf eerst op het systeemniveau in behandeling genomen. De context waarbinnen bestuurlijke invloedsrelaties gestalte krijgen, wordt met een grove penseel geschilderd aan de hand van algemene beschrijvingen van de systeemkenmerken in een internationaal kader. De beschrijvingen zijn derhalve niet gebaseerd op één achterliggende organisatie-theorie. In de daaropvolgende paragraaf komt het ondernemingsniveau aan de orde. Op dat niveau wordt een keuze gemaakt voor het voortbouwen op (een) bepaalde organisatie-theorie(ën) met behulp waarvan bestuurlijke invloedsrelaties kunnen worden gemodelleerd, die volgens de onderzoeksvraag van dit artikel zijn geënt op de totstandkoming van ondernemingsdoelen.

3. Systemen van corporate governance

Ten aanzien van markteconomische systemen in de geïndustrialiseerde landen in het algemeen en systemen van corporate governance in het bijzonder wordt in de literatuur, veelal in het kader van vergelijkingsdoeleinden, een onderscheid gehanteerd tussen vier groepen van landen (bijv. De Jong, 1990; Moerland, 1995a, b). Dat zijn de Angelsaksische landen, de Germaanse landen, de Latijnse landen en Japan. De groep van Angelsaksische landen omvat de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Australië en Canada. De groep van Germaanse landen bestaat uit Duitsland, Nederland, Zwitserland, de Scandinavische landen Oostenrijk en Denemarken. In de groep van Latijnse landen zijn Frankrijk, Italië, Spanje en België te vinden. Japan is in zijn groep enig land. Binnen één groep vertonen de kenmerken van de systemen zekere overeenkomsten, terwijl er tussen de groepen onderling bepaalde verschillen zijn waar te nemen. In onderlinge samenhang bepalen de systeemken-

merken de contouren van de wijze waarop welke belanghebbenden invloed kunnen uitoefenen op de besluitvorming door de ondernemingsleiding, waaraan op het "eigenlijke", ondernemingsniveau van corporate governance concrete invulling wordt gegeven.

Dit een literatuuronderzoek worden in Weimer (1995, blz. 8-30) zes systeemkenmerken gedistilleerd, die een wettelijk, institutioneel of cultureel karakter hebben, dan wel een mengvorm daarvan. De kenmerken zijn (1) de opvatting over de onderneming, (2) de structuur van het toporgaan, (3) de meest invloedrijke belanghebbende(n), (4) de mate waarin aandelenmarkten tot ontwikkeling zijn gekomen, (5) het al dan niet voorkomen van een actieve overnamemarkt en (6) de concentratie van het aandelenbezit. Bij de nu volgende invulling van deze kenmerken per landengroep gaat het om globale duidingen, waarbij talloos denkbare nuanceringen worden vermeden teneinde de essentialia zo scherp mogelijk naar voren te laten komen. Voor zover van toepassing wordt het overzicht in de voornoemde referentie uitgebreid geadstrueerd met kwantitatieve gegevens en additionele literatuurverwijzingen.

Chargerend gesteld wordt de onderneming in de Angelsaksische landen opgevat als een waardegenererend instrument van en voor de aandeelhouders, die de meest invloedrijke belanghebbenden zijn. Er is sprake van een "one tier board", hetgeen inhoudt dat uitvoerende en toezicht houdende verantwoordelijkheden niet formeel zijn gescheiden in het toporgaan. De ontwikkeling van de aandelenmarkten heeft een grote vlucht genomen in de Angelsaksische landen. Zo bedraagt het quotiënt van de marktkapitalisatie van Amerikaanse beursvennootschappen en het BNP 70% (alleen aan de New York Stock Exchange en de NASDAQ genoteerde ondernemingen), voor het VK is het zelfs 81% (zie Renneboog, 1994). Het aandelenbezit is wijdverspreid. Mede in verband met de lage concentratie van het aandelenbezit wordt de markt voor betwiste overnames gezien als een belangrijk mechanisme om door de aandeelhouders als aberrant waargenomen gedrag van de ondernemingsleiding te corrigeren, zij het dat dit mechanisme sinds het tumult van de "roaring eighties" aan betekenis lijkt in te boeten (Moerland, 1995b).

In de Germaanse en Latijnse landen heerst een meer institutionele opvatting over de onderneming. Zij wordt gezien als een bundeling van de deelbelangen van onder meer managers, werknemers, afnemers, leveranciers van goederen en diensten, vermogensverschaffers en (in Latijnse landen) de staat. Eveneens in tegenstelling tot de Angelsaksische

landen is er sprake van een toezichthoudend orgaan met eigen bevoegdheden en verantwoordelijkheden (bijv. in Duitsland de "Aufsichtsrat" en in Nederland de Raad van Commissarissen); een "two tier"-structuur van het toporgaan. In het algemeen wordt door een oligarchische groep belanghebbenden substantiële invloed uitgeoefend op de besluitvorming door het topmanagement. Een belangrijk verschil tussen de Germaanse en de Latijnse landen betreft de samenstelling van deze groep. In de Germaanse landen is de invloed van werknemers relatief sterk geïnstitutionaliseerd. Kenmerkend voor Duitsland is de prevalentie van invloed van de grote industriebanken (waaronder Deutsche Bank, Commerzbank en Dresdner Bank), zij het dat deze invloed volgens de "conventional wisdom" veel groter zou kunnen zijn dan tot op heden door middel van wetenschappelijk onderzoek is vastgesteld (Edwards en Fischer, 1994). De bancaire invloed wordt niet alleen uitgeoefend in de rol van verschaffer van vreemd vermogen, maar ook en vooral in die van grootaandeelhouder en lid of zelfs voorzitter van de "Aufsichtsrat" (bijv. Deutsche Bank en Daimler-Benz). Dit in schril contrast met de VS, waar het algemene banken niet is toegestaan aandelen van niet-financiële ondernemingen voor eigen rekening in bezit te hebben.

In de Latijnse landen bestaat de oligarchische groep hoofdzakelijk uit financiële holdings (vooral Frankrijk, Spanje en België), de staat (vooral Frankrijk) en families (vooral Italië, bijv. de Agnelli's). Met name in deze landen dragen kruisparticipaties bij tot een relatief hoge concentratie van het aandelenbezit. De aandelenmarkten zijn veel minder tot ontwikkeling gekomen dan in de Angelsaksische landen. Zo bedraagt het voornoemde quotiënt van de marktkapitalisatie en het BNP voor Frankrijk en Spanje respectievelijk 26% en 20%. Behoudens enkele uitschieters naar boven en naar beneden doet het relatief lage ontwikkelingsniveau ook opgeld voor de Germaanse landen (bijv. Duitsland 18%; zie Renneboog, 1994). Het toezichthoudend orgaan wordt beschouwd als een effectief substituut voor een overnamemarkt om een vinger aan de pols van de ondernemingsleiding te houden. De overnamestrijd is een zelden voorkomend verschijnsel, mede doordat de beursvennootschappen in de Germaanse en Latijnse landen door middel van technisch-statutaire (bijv. preferente aandelen), dan wel structurele constructies (bijv. kruisparticipaties) zijn beschermd.

Het Japanse systeem herbergt de exponent van de institutionele opvatting over de onderneming. Zogenaemde "city banks", waaronder Mitsubishi, Mitsui en Sumitomo, bevinden zich in het centrum van complexe

netwerken van horizontaal en verticaal geïntegreerde ondernemingen, de "keiretsu". Ten aanzien van de structuur van het toporgaan kent Japan formeel een verdeling die doet denken aan een onderscheid tussen uitvoerende en toezichthoudende verantwoordelijkheden. Vaak wordt echter een informele, op groepshiërarchie gebaseerde substructuur aangebracht, waarin beide verantwoordelijkheden worden samengebracht; *de facto* is er sprake van een "one tier"-structuur. De "city banks" en werknemers zijn de meest invloedrijke belanghebbenden. Het relatieve ontwikkelingsniveau van de aandelenmarkt is hoog met 89%. Ondanks het grootscheepse aandelenbezit van ondernemingen is de concentratie ervan laag. Dit komt voornamelijk doordat de veel voorkomende kruisparticipaties op bilateraal niveau tamelijk klein zijn. Betwiste overnames komen niet voor. In Japan is groepsconsensus de basis van de bedrijfsvoering.

Samengevat lijken de systeemkenmerken in de Germaanse en Latijnse landen en Japan meer op elkaar dan die in de Angelsaksische landen. De laatsten onderscheiden zich vooral door de geïnstitutionaliseerde markt voor vijandige overnames. Volgens de terminologie van Moerland (1995a, b) worden de systemen van corporate governance in de Angelsaksische landen hier aangeduid als "marktgeoriënteerd", terwijl de systemen in de andere landengroepen "netwerkgeoriënteerd" worden genoemd. Beperkt tot de VS en het VK aan de ene kant en Duitsland en Japan aan de andere, worden de termen "aandeelhoudergeoriënteerd" respectievelijk "bankgeoriënteerd" wel gebezigd (Porter, 1992; Kaplan, 1995).

4. Een beschrijvend model van corporate governance en ondernemingsdoelen

In navolging van de beschouwing van corporate governance op het systeemniveau in de vorige paragraaf, wordt in deze paragraaf het "eigenlijke" ondernemingsniveau aan de orde gesteld. Daarbij wordt de eerste van de in de inleiding van dit artikel genoemde vragen beantwoord. Dit resulteert in een beschrijvend model van de bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en diverse belanghebbenden, dat geënt is op de totstandkoming van ondernemingsdoelen. De focus op ondernemingsbesturing bij corporate governance rechtvaardigt een verhandeling over de invloed die de belanghebbenden uitoe-

fenen op een uitermate belangrijke uitkomst van de besluitvorming door het topmanagement: een verzameling ondernemingsdoelen. Het formuleren van deze doelen en het uitdragen van beleidslijnen teneinde ze te realiseren met het oog op overleving behoren immers tot de fundamentele taak van de ondernemingsleiding.

Zoals in paragraaf 2 is aangegeven, kunnen verschillende theorieën op een governance-vraagstuk worden geprojecteerd, waarbij de geschiktheid van deze theorieën afhankelijk wordt geacht van de aard van dat vraagstuk. In verband met de systematische accumulatie van kennis dient derhalve een keuze te worden gemaakt voor het voortbouwen op (een) bestaande organisatie(theorie)ën, met behulp waarvan theoretische invloedsrelaties tussen belanghebbenden en ondernemingsdoelen kunnen worden omschreven en vervolgens ingebed in een beschrijvend model van corporate governance. In Weimer (1995, blz. 50-105) vindt op basis van een uitgebreid literatuuronderzoek een beoordeling plaats van de geschiktheid van een aantal economische en sociologische organisatie(theorie)ën om dat te doen. De conclusie van het literatuuronderzoek is tweeledig. Ten eerste is er in de literatuur geen pasklaar raamwerk voorhanden. Ten tweede kunnen delen van bestaande organisatie(theorie)ën naar verwachting worden gecombineerd tot een beschrijvend model van corporate governance en ondernemingsdoelen. Bij de nu volgende beschrijving van de modelconstructie wordt op de geëigende plaatsen verwezen naar de delen van verschillende theorieën die daarbij als bouwstenen hebben gefungeerd.

Het model omvat drie centrale componenten, die hieronder worden toegelicht. De drie componenten zijn: (1) belanghebbenden, (2) ondernemingsdoelen en (3) beïnvloedingsmechanismen. De theoretische invloedsrelaties tussen ondernemingsdoelen en belanghebbenden worden onder component (2) vermeld.

Belanghebbenden

Dit zijn groepen van individuen en organisaties met een min of meer gemeenschappelijk deelbelang dat zij trachten te behartigen, waarbij ze invloed uitoefenen op ondernemingsdoelen. Op de eerste plaats is de *ondernemingsleiding* een belanghebbende. Haar primaire belang is de continuïteit van de onderneming en daarmee het behoud van de eigen functionele positie (Donaldson, 1984). Daarnaast is het mogelijk dat zij

zich toelegt op de behartiging van individuele, in beginsel disfunctionele belangen, zoals excessieve luxe in de kantooromgeving, het plaatsen van inkooporders bij bevriende relaties en de vestiging van "koninkrijkjes" (cf. Jensen en Meckling, 1976).

Op de tweede plaats zijn er de *stakeholders*, die worden gedefinieerd op basis van de theorie van het organisationeel evenwicht van March en Simon (1993). Dit is in essentie een motivatietheorie. Stakeholders zijn belanghebbenden die een bijdrage (bijv. arbeid of vermogen) leveren aan de onderneming in ruil voor een vergoeding (bijv. salaris of dividend). Door middel van de vergoedingen worden de belangen van stakeholders behartigd. Daarom "motiveren" de vergoedingen hen om hun bijdragen te leveren. De levering van bijdragen is een essentiële randvoorwaarde voor het voortbestaan van de onderneming. Haar overlevingskansen worden bepaald door het organisationeel evenwicht: bijdragen worden slechts dan geleverd als er vergoedingen tegenover staan en vergoedingen kunnen slechts dan worden gegenereerd als er bijdragen worden geleverd, aldus March en Simon. De auteurs vatten hun theorie kernachtig samen onder de noemer *quid pro quo* ("voor wat hoort wat").

Op de derde plaats zijn er *externe referentiegroepen*, waarmee de theorie van het organisationeel evenwicht wordt aangevuld in Weimer (1995, blz. 114-123) op basis van Conolly et al. (1980). Externe referentiegroepen zijn belanghebbenden die hun belang niet via een bijdrage-vergoedingrelatie met de onderneming behartigen én in staat zijn om een (de)motiverende invloed uit te oefenen op de besluitvorming door de stakeholders omtrent het al dan niet leveren van hun bijdragen. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen primaire en secundaire externe referentiegroepen (PER's respectievelijk SER's). PER's zijn in beginsel beïnvloedbaar door het topmanagement, SER's zijn dat niet. De identiteit van PER's is in veel gevallen ondernemingspecifiek; voorbeelden van PER's zijn beleggingsanalisten, de antirooklobby en milieuactivisten. De bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en deze klasse van belanghebbenden zijn van belang, omdat de PER's vanwege hun (de)motiverende invloed op stakeholders indirect invloed uitoefenen op de continuïteit van de onderneming. In vergelijking met de PER's hebben de SER's een meer algemeen karakter. Voorbeelden zijn centrale banken, buitenlandse overheden, valutahandelaren en supranationale instellingen. De SER's worden hier verder niet behandeld; voor een bespreking ervan wordt verwezen naar Weimer (1995, blz. 132-137).

Ondernemingsdoelen

Ondernemingsdoelen nemen in de meeste organisatie-theorieën een centrale plaats in, omdat deze het bestaansrecht van organisaties zoeken in het bereiken van doelen (zie bijv. Morgan, 1986, blz. 23). Een ondernemingsdoel wordt gedefinieerd als een gewenste stand van zaken die het topmanagement poogt te realiseren met het oog op de overlevingskansen van de onderneming (vgl. Etzioni, 1964, blz. 8). Deze definitie geeft tevens de theoretische invloedsrelatie tussen deze belanghebbende en ondernemingsdoelen weer; de ondernemingsleiding oefent de meeste invloed uit op de doelen, omdat zij uit hoofde van haar functie de doelen formuleert en poogt te bereiken. De invloed van andere belanghebbenden op de doelen wordt verondersteld zich door middel van een beïnvloedingsproces *via* het topmanagement te manifesteren.¹

De voorgestelde theoretische invloedsrelatie tussen stakeholders en ondernemingsdoelen is nu dat de *realisatie* van een aantal ondernemingsdoelen resulteert in belangenbehartigende *vergoedingen* aan een bepaalde stakeholder, die daardoor wordt gemotiveerd zijn *bijdrage* te leveren (Weimer, 1995, blz. 132-134). Omdat de bijdragen van stakeholders essentieel zijn voor het voortbestaan van de onderneming, is de mate van doelbereiking (effectiviteit) van het topmanagement letterlijk van levensbelang. Een voorbeeld van een ondernemingsdoel waarvan de realisatie voornamelijk in het belang van een bepaalde stakeholder is, is "maximalisatie van aandeelhouderwaarde". Bij de pogingen tot doelbereiking is het topmanagement echter niet slechts de belangenbehartigende speelbal van de aandeelhouders of andere stakeholders. De ondernemingsleiding kan immers zelf per definitie tot de stakeholders worden gerekend en in die zin zijn er doelen waarvan de realisatie primair in haar eigen belang is. Het principiële verschil met de andere stakeholders is de "arbitersfunctie" van de ondernemingsleiding; zij beslist over de uiteindelijke distributie van vergoedingen onder de stakeholders.

De theoretische invloedsrelatie tussen PER's en ondernemingsdoelen is dat de realisatie van sommige doelen overeenkomt met het inspelen op de motiverende invloed, dan wel het zoveel mogelijk voorkomen van de demotiverende invloed van de PER's op de stakeholders. Voorbeelden van dergelijke doelen zijn "het geven van zo betrouwbaar mogelijke

winstvoorspellingen aan beleggingsanalisten" en "het onderhouden van een dialoog met Greenpeace". Het gaat de ondernemingsleiding er niet direct om de belangen van PER's te behartigen, zoals ze dat bij de stakeholders moet doen. Het benutten (afweren) van de (de)motiverende invloed van PER's is een meer indirecte manier dan het distribueren van vergoedingen aan stakeholders om hen ertoe te bewegen hun bijdragen te leveren in verband met het continuïteitsstreven.

Beïnvloedingsmechanismen

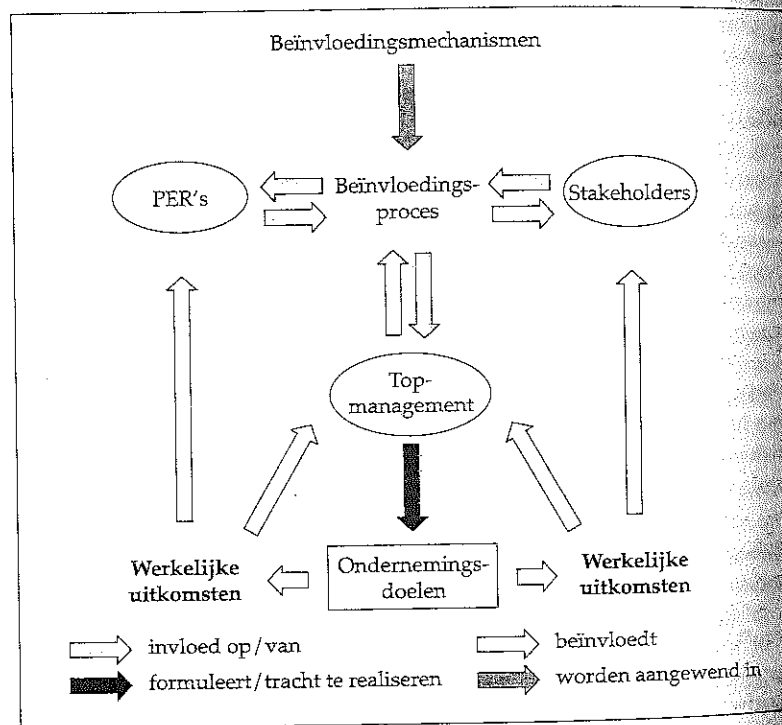
Beïnvloedingsmechanismen vormen het scala van de wijzen waarop de stakeholders en PER's invloed uitoefenen op door het topmanagement nagestreefde ondernemingsdoelen. Aan een deel van deze instrumenten wordt onder de noemer van disciplineringsmechanismen ("disciplinary mechanisms") veel aandacht besteed in de recente literatuur over corporate governance. Daarmee stoelt die literatuur voornamelijk op de positieve agency-theorie volgens Jensen en Meckling (1976). Disciplineringsmechanismen beslaan onder meer stemrecht door eigendom, marktmechanismen zoals de overnamemarkt (Manne, 1965), de arbeidsmarkt voor managers (Jensen en Ruback, 1983), productmarkten (Hart, 1983) en vermogensmarkten (Easterbrook, 1984), de beloningsstructuur van topmanagers (Conyon en Leech, 1994), het installeren van een "board of directors" of toezichthoudende organen (Fama en Jensen, 1983) en wettelijke regelingen die de invloed van bepaalde belanghebbenden garanderen (Prowse, 1995). Beïnvloedingsmechanismen hebben een (nog) bredere strekking, die in het bestek van dit artikel noodzakelijk is vanwege de focus op het topmanagement en de erkenning van PER's. Naast de genoemde disciplineringsmechanismen omvatten ze onder meer dialoog, protestacties, publicaties in de media (Van Riemsdijk, 1994), credit ratings, beleggingsrapporten, alsmede mechanismen waarvan het topmanagement zich op zijn beurt kan bedienen om bepaalde invloeden te mitigeren, bijvoorbeeld beschermingsconstructies (Cantrijn et al., 1993).

De beschreven voorstelling van corporate governance en ondernemingsdoelen is grafisch weergegeven in figuur 1. De dynamiek van het proces komt tot uitdrukking door de opname van de werkelijke uitkomsten die voortvloeien uit pogingen tot doelbereiking. Het zal slechts in uitzonderlijke gevallen voorkomen dat het topmanagement de gestelde doelen daadwerkelijk realiseert in exact dezelfde vorm als waarin ze geformuleerd

1 Zie Papandreou (1952) voor een uitwerking van deze zogenaamde internaliseringsgedachte in de vroege economische literatuur.

leerd waren. Daarnaast kan er sprake zijn van onbedoelde neveneffecten (zoals het succesvol financieren van een emissie door onderhandse plaatsing van aandelen, waarbij de liquiditeit van de aandelen later in het geding komt). De figuur beoogt te expliciteren dat stakeholders en PER's hun besluitvorming vooral baseren op voor hen waarneembare en relevante uitkomsten; niet gedurende lange tijd op de uitgangspunten die het topmanagement zegt na te streven. Bovendien verschaffen de werkelijke uitkomsten ook voor de ondernemingsleiding zelf een referentiepunt om de doelen eventueel aan te passen. Daarmee zijn de werkelijke uitkomsten (behaalde winstgroei, gerealiseerd marktaandeel) enerzijds het finale resultaat van een beïnvloedingsproces dat in het verleden heeft plaatsgevonden, anderzijds doen zij weer dienst als input voor de huidige en toekomstige besluitvorming van de belanghebbenden.

Figuur 1. Een beschrijvend model van corporate governance en ondernemingsdoelen.



Zoals vermeld aan het begin van paragraaf 3, geeft corporate governance op het ondernemingsniveau inhoud aan de bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en belanghebbenden, terwijl de contouren van die relaties zijn verankerd in de wettelijke, institutionele en culturele factoren op het systeemniveau van corporate governance. In termen van figuur 1 blijkt nu dat van de drie centrale componenten de beïnvloedingsmechanismen de grootste differentiërende waarde hebben bij dat verband tussen het systeemniveau en het ondernemingsniveau van corporate governance. Aan het einde van paragraaf 3 is immers de conclusie getrokken dat de marktgeoriënteerde systemen zich voornamelijk van de netwerkgeoriënteerde systemen onderscheiden door een geïnstitutionaliseerde markt voor betwiste overnames.

5. Financiële ondernemingsdoelen

Nu een antwoord is geformuleerd op de eerste van de in paragraaf 1 genoemde vragen, rest de beantwoording van de vraag of en in hoeverre empirisch kan worden aangetoond dat ondernemingsdoelen verschillen vertonen onder uiteenlopende systemen van corporate governance. In het bestek van dit artikel wordt het algemene model in figuur 1 gespecificeerd voor *financiële* ondernemingsdoelen en daarmee, gezien de in de vorige paragraaf besproken theorie, tot het topmanagement en *financiële* belanghebbenden. De beïnvloedingsmechanismen, het beïnvloedingsproces en de werkelijke uitkomsten zijn als zodanig niet tot onderwerp van empirisch onderzoek gekozen. Financiële ondernemingsdoelen worden gedefinieerd als ondernemingsdoelen waarvan de realisatie het topmanagement of de financiële stakeholders motiveert om hun bijdrage te leveren. Financiële stakeholders zijn stakeholders waarvan de bijdrage uit het verschaffen van vermogen bestaat. Financiële PER's zijn belanghebbenden die zelf géén vermogen verschaffen, in staat zijn om de besluitvorming door de financiële stakeholders te beïnvloeden én beïnvloedbaar zijn door het topmanagement.

Gegeven de afbakening tot financiële ondernemingsdoelen, werpen zich bij de overgang van het theoretische naar het empirische deel van het onderzoek twee onderling samenhangende vragen op. De eerste vraag is welke de belanghebbenden zijn die in het voor financiële ondernemingsdoelen gespecificeerde beschrijvende model zouden moeten worden opgenomen. De tweede vraag is of er financiële ondernemingsdoelen

len te onderkennen zijn, die een evenwicht representeren tussen het voldoen aan de theoretische invloedsrelaties volgens paragraaf 4 en praktische relevantie volgens de belanghebbende die ze uiteindelijk formuleert en poogt te realiseren: het topmanagement. Naast additioneel literatuuronderzoek zijn beide vragen beantwoord door middel van een pilotstudy, die voor het belangrijkste deel bestond uit vraagsprekken met een achttal leden van de Raad van Bestuur van Nederlandse beursvennootschappen. De opzet, inhoud en resultaten van de pilotstudy zijn gerapporteerd in Bilderbeek en Weimer (1995), waarnaar de lezer wordt verwezen voor een uitgebreide beantwoording van de twee voornoemde vragen.

Mede op grond van de pilotstudy worden, naast het *topmanagement*, *aandeelhouders* en *verschaffers van rentedragend vreemd vermogen* als financiële stakeholders in het gespecificeerde beschrijvende model opgenomen. Voor wat betreft de financiële PER's wordt het algemene beschrijvende model van corporate governance "gevuld" met *beleggingsanalisten* en *rating-instituten*. In het bestek van dit artikel wordt geen aandacht meer geschonken aan de financiële PER's; een internationale vergelijking van de invloed van beleggingsanalisten en rating-instituten op financiële ondernemingsdoelen is te vinden in Weimer (1995, blz. 275-280).

Als voorbereiding op de vraagsprekken met de bestuursleden zijn in totaal 17 financiële ondernemingsdoelen geformuleerd en geherformuleerd, die voldoen aan de theoretische invloedsrelaties volgens paragraaf 4; beperkt tot de financiële stakeholders en de ondernemingsleiding is de realisatie van elk van deze doelen voornamelijk in het belang van de aandeelhouders, de verschaffers van vreemd vermogen of het topmanagement. In twee afzonderlijke gespreksronden zijn de doelen door de bestuursleden vervolgens beoordeeld op hun praktische relevantie, teneinde het voornoemde evenwicht te bewerkstelligen. Tevens is hen met het oog op het aanstaande empirische onderzoek gevraagd voor welke doelen het mogelijk was om op zinvolle wijze een verschillend belang toe te kennen aan de realisatie ervan. Afgezien van de aan financiële PER's gelieerde doelen hebben deze procedures geresulteerd in een zestal financiële ondernemingsdoelen, waarvan de realisatie voornamelijk in het belang is van de aandeelhouders (A-doelen), de verschaffers van vreemd vermogen (V-doelen), of het topmanagement (T-doelen). De geselecteerde A-, V- en T-doelen zijn vermeld in tabel 1. In verband met de eerder gegeven definitie van een ondernemingsdoel zijn ze geformuleerd vanuit het gezichtspunt van de ondernemingsleiding.

Tabel 1. Financiële ondernemingsdoelen die in het gespecificeerde beschrijvende model passen.

Belanghebbende	Financieel ondernemingsdoel waarvan de realisatie primair in het belang van de betreffende belanghebbende is	Code
Aandeelhouders	Maximalisatie van het rendement na belasting van onze aandeelhouders op de lange termijn (> 5 jaar)	A1
	Groei van de winst per aandeel op de lange termijn (> 5 jaar)	A2
Verschaffers van VV	Behoud van een solvabiliteitsverhouding die onze verschaffers van leenvermogen voldoende zekerheid biedt	V1
	Genereren van een cashflow waaruit ruimschoots en regelmatig aflossing van hoofdsommen en interestbetalingen kan plaatsvinden	V2
Topmanagement	Maximalisatie van de geaggregeerde koopkracht van de onderneming (liquide reserves, leencapaciteit, kredietfaciliteiten e.d.), die ons management ter beschikking staat voor strategische doeleinden	T1
	Beperking van de directe invloed van externe vermogensverschaffers op ons (financiële) beleid	T2

De T-doelen zijn opgenomen naar aanleiding van een onderzoek naar financiële doelen van Donaldson (1984) onder twaalf grote Noord-Amerikaanse beursvennootschappen, waarbij zowel de persoonlijke als de functionele aspecten van het topmanagement een centrale plaats innemen. Als gemeenschappelijk hoogste financiële doel onderkent Donaldson de "maximization of corporate wealth", waaronder hij "the aggregate corporate purchasing power available to management for strategic purposes during any given planning period" verstaat (o.c., blz. 3). Vanwege de vermeende onbekendheid van het begrip "ondernemingskoopkracht" is dit in de tabel kort toegelicht. Doel T2 is sterk gerelateerd aan de maximalisatie van de ondernemingskoopkracht, alsmede aan het "resource dependence"-perspectief van Pfeffer en Salancik (1978).

Ondanks het feit dat het aan de hand van de pilotstudy mogelijk is gebleken om financiële ondernemingsdoelen te onderkennen die een evenwicht representeren tussen het voldoen aan de theoretische invloedsrelaties volgens paragraaf 4 en praktische relevantie volgens de belanghebbende die ze uiteindelijk formuleert en poogt te realiseren, dient niet uit het oog te worden verloren dat de doelen in tabel 1 ondermeer de resultante zijn van een theoretische exercitie. Bij de vraagsprekken is dit naar voren gekomen door de antwoorden op een open vraag naar het "hoogste" financiële ondernemingsdoel. In een aantal

gevallen kon worden vastgesteld dat de realisatie van het hoogste financiële ondernemingsdoel voornamelijk in het belang is van een bepaalde financiële stakeholder (bijv. "maximalisatie van het rendement voor onze aandeelhouders"), in een aantal andere gevallen bleek dit niet plausibel te kunnen worden gemaakt (bijv. "18% rendement op het totaal vermogen"). Naast de conclusie dat de doelen in tabel 1 aangewend kunnen worden ten behoeve van het empirische deel van de studie, dient rekening te worden gehouden met deze bevinding bij de onderzoeksopzet.

6. Onderzoeksopzet

Onder de onderzoeksopzet wordt hier verstaan: de keuzen omtrent het onderzoeksontwerp, de te onderzoeken populatie en de methoden van dataverzameling en data-analyse, die op een samenhangende wijze in een onderzoeksplan zijn verwerkt. Het onderzoeksontwerp vormt als het ware het casco van het onderzoeksplan. In aansluiting op de in paragraaf 2 aangegeven noodzaak tot de projectie van (een) bepaalde organisatie(theorie)ën op de onderzoeksvraag, wordt de keuze voor het onderzoeksontwerp voornamelijk bepaald door de mate waarin de gekozen theorie tot ontwikkeling is gekomen (Van der Zwaan, 1995). Daarnaast spelen de aansluiting tussen de aard van de onderzoeksvraag en de specifieke kenmerken van het ontwerp een belangrijke rol.

In de sociale wetenschappen wordt de mate van ontwikkeling van theorie weerspiegeld in een onderscheid tussen vier basisvormen van onderzoek. In toenemende mate van ontwikkeling zijn dit exploratief, beschrijvend, verklarend en toetsend onderzoek (bijv. Wijvekate, 1991). De vraag of en in hoeverre financiële ondernemingsdoelen verschillen vertonen onder uiteenlopende systemen van corporate governance is hoofdzakelijk beschrijvend van aard. In mindere mate heeft de vraag een verklarend karakter, omdat erin besloten ligt dat eventueel aan te treffen verschillen in verband worden gebracht met de verschillen tussen de systeemkenmerken. In overeenstemming met de genoemde basisvormen van onderzoek kan op dit punt dan ook worden vastgesteld dat de in figuur 1 gecomprimeerde theorie tot op heden niet is uitgekristalliseerd. Dit wordt vooral veroorzaakt door het innovatieve karakter van het aangebrachte verband tussen corporate governance en ondernemingsdoelen.² Voor het empirische deel van de onderhavige studie impliceert het lage ontwikkelingsniveau van de gebruikte theorie dat er

sprake zal zijn van een spiegeling van de empirische bevindingen aan voorzichtig geformuleerde verwachtingen, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de toetsing van een verzameling vooraf opgestelde hypothesen.

Een gangbaar onderzoeksontwerp voor beschrijvende en verklarende basisvormen is het comparatieve of *vergelijkende onderzoek* (zie Van der Zwaan, 1995, hfst. 7), dat dan ook wordt gekozen als ontwerp voor de onderhavige studie. In aansluiting op de basisvormen is het doel van vergelijkend onderzoek niet zozeer het toetsen van veronderstelde verbanden, maar veeleer om algemene verbanden op het spoor te komen, die in een later stadium van theorieontwikkeling aan een meer stringente toetsprocedure kunnen worden onderworpen. Buiten de aansluiting op de basisvorm is de belangrijkste reden voor de keuze van dit onderzoeksontwerp dat het een ingebouwde mogelijkheid voor het generaliseren van de onderzoeksresultaten bevat. De generalisatiemogelijkheid hangt op haar beurt samen met het voor het comparatieve onderzoek kenmerkende gebruik van een relatief groot aantal onderzoekseenheden (enkele tientallen tot enkele honderdtallen). De generalisatiemogelijkheid sluit aan bij de wens om voor uiteenlopende systemen van corporate governance de verschillen tussen financiële ondernemingsdoelen te inventariseren.

Naar aanleiding van paragraaf 3 kunnen verschillende landen worden beschouwd als quasi-experimentele onderzoeksomgevingen voor uiteenlopende systemen van corporate governance. De keuze voor de in het onderzoek te betrekken landen wordt dan ook, naast randvoorwaarden van tijd en geld en de grootte van het BNP, gebaseerd op verschillen tussen de systeemkenmerken. De uiteindelijke keuze voor de landen is gevallen op Nederland, de Verenigde Staten en Duitsland. Voor het onderhavige onderzoek zijn Frankrijk en Italië afgevallend, omdat de belangenreflectie van de staat als aandeelhouder in de A-doelen in tabel 1 niet representatief kan worden geacht. Japan is van deelname uitgesloten vanwege het wellicht "westerse" karakter van het beschrijvende model, in het bijzonder ten aanzien van de definitie van een ondernemingsdoel.³

² Omdat bijvoorbeeld de positieve agency-theorie beter tot ontwikkeling is gekomen dan de in paragraaf 4 gecompileerde theorie omtrent de invloedsrelaties tussen financiële ondernemingsdoelen en belanghebbenden, ligt een toetsend onderzoek in de rede indien agency-theorie op een governance-vraagstuk wordt geprojecteerd.

³ Terwijl een ondernemingsdoel in paragraaf 4 werd gedefinieerd als een gewenste stand van zaken die het topmanagement poogt te realiseren, zou in de Japanse situatie volgens

De keuze voor de te onderzoeken populatie in de drie landen wordt vastgesteld op aan de belangrijkste officiële beurs genoteerde industriële en handelsondernemingen die géén dochtermaatschappij zijn en waarvan de staat geen of in geringe mate aandelen bezit. De keuze voor beursvennootschappen is gebaseerd op het feit dat corporate governance daar voornamelijk betrekking op heeft (Moerland, 1995c). Financiële instellingen zijn uitgesloten ten behoeve van een bij het beschrijvend model passend onderscheid tussen aanbieders van en vragers naar vermogen (leveranciers van "bijdragen" respectievelijk "vergoedingen" in de terminologie van March en Simon). Dochtermaatschappijen zijn niet meegenomen omdat die de onderzoeksresultaten zouden kunnen vertroebelen door dubbelstellingen in het geval dat hun ondernemingsdoelen centralistisch bepaald worden. Staatsondernemingen zijn uitgesloten om dezelfde reden dat Frankrijk en Italië zijn afgevallen. De selectiecriteria resulteren in een operationele populatie van 88 Nederlandse ondernemingen (Beurs van Amsterdam), 1.047 Amerikaanse (New York Stock Exchange) en 153 Duitse (diverse beurzen).

Als voornaamste methode van dataverzameling wordt in verband met het onderzoeksontwerp gekozen voor schriftelijke vragenlijsten. Voor dit onderzoek is het gebruik van primaire gegevensbronnen noodzakelijk, omdat er geen secundaire bronnen zijn waaruit informatie omtrent de doelen in tabel 1 kan worden gedistilleerd. In verband met het gekozen onderzoeksontwerp zijn de grootste voordelen van het gebruik van vragenlijsten dat een relatief groot aantal personen tegen relatief lage kosten per eenheid kan worden ondervraagd (generalisatie), waarbij elk individu aan exact dezelfde informatie wordt blootgesteld (vergelijkbaarheid). Alle Nederlandse en Duitse ondernemingen worden aangeschreven, terwijl voor de Amerikaanse wordt volstaan met een aselechte steekproef van 500.

De invloed van de geselecteerde belanghebbenden op financiële doelen wordt geoperationaliseerd als het belang dat de respondent in de vragenlijst toekent aan de realisatie van de A-, V- en T-doelen uit tabel 1. Het belang wordt gemeten als de score op een doel op een schaal van 1 (doelrealisatie van weinig belang) tot 4 (doelrealisatie van cruciaal belang). De belangrijkste methoden van data-analyse zijn statistische technieken, in het bijzonder het gebruik van non-parametrische toetsen

Ouchi (1981) een ongewenste stand van zaken die de ondernemingsleiding poogt te vermijden een passender omschrijving zijn.

in verband met het ordinale meetniveau van de geoperationaliseerde afhankelijke variabelen, c.q. de doelscores. Naar aanleiding van de bevinding van de pilotstudy dat de realisatie van het "hoogste" financiële ondernemingsdoel niet zonder meer in het belang hoeft te zijn van een bepaalde financiële stakeholder, wordt in de vragenlijst een open vraag opgenomen naar dit hoogste doel.

Het grootste nadeel van het gebruik van vragenlijsten is dat het niet zeker is wie de lijst invult, hetgeen een negatieve invloed kan hebben op de betrouwbaarheid van de verkregen data. Teneinde dit nadeel te ondervangen, zijn onder meer de volgende maatregelen getroffen. De vragenlijst, begeleidende brief en portvrije antwoordenvolp zijn vertrouwelijk en persoonlijk verzonden naar de eindverantwoordelijke voor het financiële beleid. De namen van de betreffende personen zijn overgenomen uit respectievelijk het *Jaarboek van Nederlandse Ondernemingen*, de on-line database *Standard NYSE Stock Reports* van Standard & Poor's en het *Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften*. De begeleidende brief is medeondertekend door de verantwoordelijke hoogleraar, teneinde het academisch gewicht van het onderzoek te vergroten. Anticiperend op het fenomeen dat het invullen van vragenlijsten vaak wordt gedelegeerd, is de vragenlijst in twee delen gesplitst. In het eerste deel zijn de open vraag naar het hoogste financiële ondernemingsdoel en de vraag naar de scores op de A-, V- en T-doelen uit tabel 1 vermeld. In de begeleidende brief is de noodzaak benadrukt van de invulling van het eerste deel door de geadresseerde, terwijl het invullen van het tweede deel eventueel zou kunnen worden uitbesteed (de volledige vragenlijst is te vinden in Weimer, 1995, App. III). Verder is de vragenlijst door het vertaalbureau van de ABN Amro Bank in het Engels en Duits omgezet, teneinde mogelijke interpretatieverschillen bij de vragen te voorkomen.

Een meer rigoureuze manier om het genoemde nadeel van schriftelijke vragenlijsten te ondervangen, is om een aanvullende methode van dataverzameling te gebruiken. Om die reden is ervoor gekozen vraaggesprekken met managers in de VS en Duitsland te organiseren. In het kader van het onderzoeksplan is besloten om eerst de resultaten uit de vragenlijsten te analyseren en op basis daarvan de interviewvragen te ontwikkelen. De op statistische technieken gebaseerde conclusies omtrent financiële ondernemingsdoelen kunnen zodoende worden gespiegeld aan en genuanceerd worden door middel van de meningen van de gesprekspartners.

7. Verwachte resultaten

Zoals in paragraaf 6 is aangegeven, is het doel van vergelijkend onderzoek het opsporen van algemene verbanden, die in een later stadium van theorieontwikkeling aan een meer stringente toetsprocedure kunnen worden onderworpen. Ten aanzien van de te verwachten empirische bevindingen dient dan ook met een voorzichtig geformuleerde vooruitblik te worden volstaan. In het algemeen ligt het naar aanleiding van de beschreven kenmerken van uiteenlopende systemen van corporate governance in paragraaf 3 (systeemniveau) in de rede dat zich, naast mogelijke overeenkomsten, verschillen zullen voordoen tussen de financiële ondernemingsdoelen van Nederlandse, Amerikaanse en Duitse beursvennootschappen naar aanleiding van de theorie die in paragraaf 4 is geschetst (ondernemingsniveau). Meer in het bijzonder ligt het met betrekking tot de A-, V- en T-doelen in de lijn der verwachting dat Amerikaanse managers relatief hoog zullen scoren op de A-doelen, dat Duitse managers een relatief groot belang zullen toekennen aan de realisatie van de V-doelen en dat de Nederlandse managers een tussenpositie zullen innemen. De voornaamste redenen voor deze verwachting zijn dat het Amerikaanse systeem van corporate governance zich van de andere twee onderscheidt door een geïnstitutionaliseerde markt voor betwiste overnames en dat de verwevenheid van banken met het bedrijfsleven in Duitsland groter is dan in zowel de VS als Nederland; zoals aangegeven in paragraaf 3, worden de Amerikaanse en Duitse systemen wel "aandeelhoudergeoriënteerd" respectievelijk "bankgeoriënteerd" genoemd.

8. Onderzoeksresultaten

De in deze paragraaf te beschrijven onderzoeksresultaten zijn gebaseerd op de volledig ingevulde vragenlijsten, die na maximaal twee herinneringsbrieven teruggestuurd zijn. De responsgegevens zijn samengevat in tabel 2.

Tabel 2. Responsgegevens omtrent de Nederlandse, Amerikaanse en Duitse ondernemingen in de operationele populatie.

	Nederland	VS	Duitsland
Ondernemingen in de operationele populatie	88	1.047 (467 in de steekproefpopulatie)	153
Geretourneerd zonder herinnering (0-5 weken)	42	63	28
Geretourneerd na 1 herinnering (5-9 weken)	7	39	18
Geretourneerd na 2 herinneringen (9-12 weken)	4	20	7
Adres onbekend; retour afzender	0	9	4
Geretourneerde, doch onbruikbare vragenlijsten	0	6	2
Onderzoekspopulatie	53	116	51
Penetratiegraad van de vragenlijst	$53/88 = 60,2\%$	$122/(467 - 9) = 26,6\%$	$53/(153 - 4) = 35,6\%$
Bruikbaar responspercentage	$53/88 = 60,2\%$	$116/(467 - 9 - 6) = 25,6\%$	$51/(153 - 4 - 2) = 34,7\%$

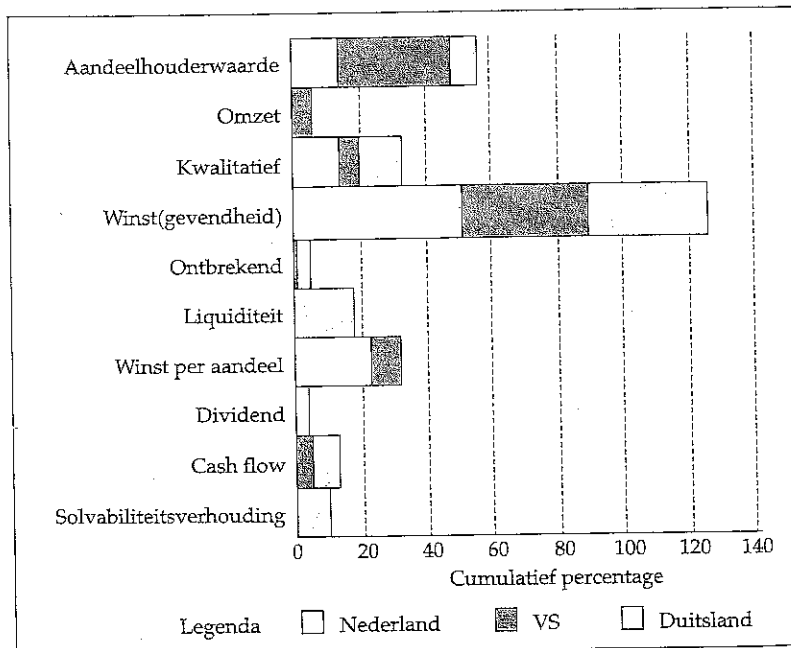
Zoals uit tabel 2 blijkt, is er sprake van een duidelijk "thuislandeffect". De bruikbare Nederlandse, Amerikaanse en Duitse responspercentages bedragen respectievelijk 60,2%, 25,6% en 34,7% en de respons die zonder herinnering is verkregen, is in Nederland het grootst. Verder is de respons na een of twee herinneringen in Nederland om en nabij een kwart van de respons zonder herinnering, terwijl de herinneringen in de VS en Duitsland goed waren voor ongeveer de helft van de eerste respons. De bruikbare responspercentages worden bevredigend geacht in relatie tot wat verwacht mocht worden naar aanleiding van enigszins vergelijkbaar onderzoek op basis van vragenlijsten (zie voor een overzicht Cools, 1993, blz. 258-260): voor Nederland werd rekening gehouden met grofweg 50%, terwijl voor de VS en Duitsland 20% acceptabel zou zijn gevonden.

Tabel 2 laat tevens zien dat de accuratesse van de adresgegevens lijkt af te nemen als er landgrenzen worden overschreden. Van de 500 willekeurig gekozen Amerikaanse ondernemingen uit de voornoemde database van Standard & Poor's bleken er liefst 23 te zijn die alleen al op naam niet aan de opgegeven selectiecriteria bleken te voldoen. Het betrof hier met name financiële instellingen en dochtermaatschappijen. Der-

halve zijn 467 Amerikaanse ondernemingen aangeschreven, waarbij van 9 adressen (1,9%) aan de hand van retourzending kon worden vastgesteld dat die onbekend waren. In Nederland en Duitsland bedragen deze percentages respectievelijk 0% en 2,6%. Bij de Amerikaanse en Duitse ondernemingen die wel een vragenlijst hebben geretourneerd, maar waarvan de gegevens niet bruikbaar bleken, ging het om onvolledig ingevulde lijsten, recente privatiseringen of de verwikkeling in een faillissementsprocedure.

Met behulp van de χ^2 -toets is vastgesteld dat de onderzoekspopulatie representatief is voor de operationele populatie met betrekking tot de grootte van de omzet over 1993 en de bedrijfstak waarin de respondent-ondernemingen hoofdzakelijk werkzaam zijn (zie voor de toetsgegevens Weimer, 1995, blz. 255). Dit heeft een positief effect op de generaliseerbaarheid van de onderzoeksbevindingen. De antwoorden op de open vraag naar het hoogste financiële doel zijn samengevat in figuur 2.

Figuur 2. Het hoogste financiële ondernemingsdoel in Nederland, de VS en Duitsland.



Het maken van winst en winstgevendheid vormen de gemeenschappelijke noemer. In zowel Nederland (50,9%), de VS (38,8%), als Duitsland (35,3%) zijn boekhoudkundige winst(gevendheids)maatstaven als de REV, RTV, bruto- en nettowinstmarge, alsmede een absoluut winstniveau de modus van het hoogste financiële doel. Ten aanzien van dergelijke doelen onderscheiden de Nederlandse ondernemingen zich relatief het meest. Conform een der bevindingen uit de pilotstudy is de realisatie van winst(gevendheids)doelen niet in het belang van een bepaalde stakeholder. Volgens de verwachting onderscheiden de Amerikaanse ondernemingen zich echter door een nadruk op de belangenbehartiging van aandeelhouders, blijktens het eveneens frequent genoemde creëren en maximaliseren van aandeelhouderwaarde (34,5%). In overeenstemming met de kenmerken van de netwerkgeoriënteerde systemen, in het bijzonder de afwezigheid van een actieve markt voor vijandige overnames, wordt dit doel bijna drie keer minder genoemd in Nederland (13,2%) en ongeveer vier keer minder in Duitsland (7,8%). Enige nuancering van de oriëntatie op aandeelhouders in de VS wordt verkregen als het percentage Nederlandse ondernemingen in beschouwing wordt genomen dat een bepaalde (groei in de) winst per aandeel als hoogste financiële doel aangeeft (22,6%); onder bepaalde omstandigheden is de groei in de winst per aandeel een indicator van de aandeelhouderwaarde (zie bijv. Van Horne en Wachowicz, 1995, hfst. 4). Kwalitatief geformuleerde doelen (bijv. "een financieel gezonde onderneming zijn") worden in Nederland (13,2%) en Duitsland (13,6%) ruim twee keer zo vaak genoemd als in de VS (zie ook Porter, 1992). Opvallend is dat géén van de Duitse ondernemingen een "winst per aandeel"-doel hoog in het vaandel heeft staan. De Duitse ondernemingen onderscheiden zich het meest, omdat de analyse van de Duitse doelen het noodzakelijk maakt drie categorieën op te nemen waarin geen van de Nederlandse en Amerikaanse valt. Vergelijkenderwijs zijn liquiditeitsdoelen (17,6%) karakteristiek voor Duitse ondernemingen. Dit geldt ook voor solvabiliteits(9,8%) en dividenddoelen (3,9%), zij het in mindere mate. Samen vertegenwoordigen deze drie categorieën bijna een derde van de Duitse onderzoekspopulatie. De vermeende invloed van Duitse banken in hun meervoudige rol van verschaffer van leenvermogen, aandeelhouder en toezichthouder zou in verband kunnen worden gebracht met deze doelen, maar voor een dergelijke conclusie is meer informatie nodig dan uit figuur 2 valt te distilleren.

Voordat wordt overgegaan tot het analyseren van de scores op de A-, V- en T-doelen uit tabel 1, dient de interne betrouwbaarheid (consistentie)

van het meetinstrument vastgesteld te worden. Indien de in paragraaf 6 vermelde operationalisatie en meting van de invloed van aandeelhouders, verschafters van vreemd vermogen en het topmanagement als de scores op de corresponderende A-, V- en T-doelen intern betrouwbaar is, zou er in de drie onderzochte landen een correlatie moeten bestaan tussen de scores op elk der paren van doelen (bijv. de scores op doel A1 zouden in elk land moeten correleren met de scores op doel A2, omdat beide de invloed van aandeelhouders beogen te meten). Mocht dat niet het geval zijn, dan dient een keuze te worden gemaakt voor het laten afvallen van de betreffende doelen bij het vervolg van de analyse. Het consistentieonderzoek heeft uitgewezen dat de scores op elk paar A-, V- en T-doelen in alle drie de landen voldoende correleerden, hetgeen de rechtvaardiging vormt om alle zes doelen bij de vergelijkende studie te betrekken.⁴

Voor het analyseren van de verschillen tussen de doelscores van de Nederlandse, Amerikaanse en Duitse managers is gebruik gemaakt van de toets van Kruskal-Wallis en de toets van Wilcoxon-Mann-Whitney (zie bijv. Siegel en Castellan, 1988).⁵ De aard en functie van beide toetsen stemmen grotendeels overeen, met dien verstande dat de toets van Kruskal-Wallis betrekking heeft op K onafhankelijke steekproeven (met $K \geq 2$) en de toets van Wilcoxon-Mann-Whitney op twee onafhankelijke steekproeven. Ten aanzien van de toets van Kruskal-Wallis geldt hier $K = 3$; het aantal landen. Bij deze toets worden eerst de gemiddelde rangen van de doelscores per land vastgesteld. De nulhypothese is dat de drie populaties *niet* verschillen met betrekking tot de gemiddelde rangen van de doelscores. Voor de gevallen waarin deze nulhypothese wordt verworpen, is vervolgens met behulp van de toets van Wilcoxon-Mann-

4 Op grond van het ordinale meetniveau van de doelscores is de consistentieanalyse uitgevoerd met behulp van de γ van Goodman-Kruskal (zie bijv. Agresti, 1984). In verband met de kenmerken van deze correlatiemaatstaf is er in formele bewoordingen voor alle drie de landen sprake van een proportionele foutreductie indien de score op het ene A-, V- of T-doel wordt voorspeld op basis van de score op het andere A-, V- of T-doel, in vergelijking met de situatie waarin een der doelscores niet als predictor wordt gebruikt (zie voor een uitgebreide analyse Weimer, 1995, blz. 272-275).

5 De toets van Kruskal-Wallis en de toets van Mann-Whitney zijn non-parametrische toetsen, waarvan het gebruik bij dit onderzoek noodzakelijk is vanwege het ordinale meetniveau van de doelscores. Beide toetsen zijn zeer krachtig. Hun asymptotische "power efficiency" ten opzichte van hun parametrische equivalenten, respectievelijk de F -toets en de t -toets, bedraagt $3/\pi = 95,5\%$. Dit betekent dat bijvoorbeeld 200 steekproef-eenheden in de toets van Kruskal-Wallis een gelijkwaardig toetsresultaat leveren als 191 steekproef-eenheden in de F -toets (zie Siegel en Castellan, 1988, blz. 215).

Whitney vastgesteld in hoeverre de gemiddelde rang van de betreffende doelscores ook bij elke *paarsgewijze* landenvergelijking significant verschilt. De twee toetsen hebben in dit onderzoek derhalve een complementaire functie. In het bestek van dit artikel worden alleen de kwantitatieve resultaten van de toets van Kruskal-Wallis vermeld; voor de cijfermatige uitkomsten van de toets van Wilcoxon-Mann-Whitney wordt verwezen naar Weimer (1995, blz. 277-280).

Bij de toets van Kruskal-Wallis worden de verschillen tussen de gemiddelde rangen van de doelscores uitgedrukt in een bepaalde toetsgrootte, de Kruskal-Wallis H . Onder de nulhypothese benadert de steekproefverdeling H de χ^2 -verdeling met $(K - 1)$ vrijheidsgraden. De kritische waarde van H , H_{KRIT} , wordt afgelezen uit een tabel van de χ^2 -verdeling bij een bepaald significantieniveau α . Bij $\alpha = 5\%$ en $K = 3$ geldt $H_{KRIT} = 5,99$. De nulhypothese wordt verworpen als de berekende ofwel geobserveerde H , $H_{OBS} \geq 5,99$. De belangrijkste resultaten van de toets van Kruskal-Wallis zijn weergegeven in tabel 3; de doelscores waarvoor de nulhypothese wordt verworpen, zijn gemerkt met een asterisk (*).

Tabel 3. Resultaten van de toets van Kruskal-Wallis voor het toetsen van verschillen tussen de scores op de A-, V- en T-doelen in Nederland, de VS en Duitsland.

	NL.	VS	Du.	
	Gem. rang	Gem. rang	Gem. rang	H_{OBS}
A1: Rendementsmaximalisatie voor aandeelhouders (*)	76	125	112	27,3
A2: Groei in de winst per aandeel	104	112	112	0,747
V1: Solvabiliteit	119	105	112	2,05
V2: Cashflow voor aflossings- en renteverplichtingen	101	106	124	4,60
T1: Geaggregeerde ondernemingskoopkracht (*)	101	99	145	24,0
T2: Invloedsbeperking van vermogensverschaffers (*)	114	100	128	7,61

De conclusie uit figuur 2 omtrent de aandeelhouderoriëntatie van Amerikaanse ondernemingen wordt ondersteund door de aangetroffen rangverschillen bij doel A1 (rendementsmaximalisatie voor aandeelhouders) in tabel 3. In overeenstemming met het marktgeoriënteerde systeem van corporate governance hechten de Amerikaanse respondenten meer be-

lang aan de realisatie van dat doel dan de Nederlandse en Duitse. De waarde van H_{OBS} ligt ruim boven de kritische waarde van 5,99, waardoor de nulhypothese (de drie populaties verschillen niet met betrekking tot de gemiddelde rangen van de scores op doel A1) wordt verworpen. Blijkens de resultaten van de toets van Wilcoxon-Mann-Whitney wordt de verwerping veroorzaakt door de relatief lage gemiddelde rang van de doelscores bij de Nederlandse ondernemingen; de paarsgewijze vergelijking wijst uit dat de rangverschillen in de gevallen Nederland-VS en Nederland-Duitsland significant zijn, maar dat de vergelijking VS-Duitsland geen significant verschil oplevert. Het andere A-doel, groei in de winst per aandeel, zou een universeel financieel doel genoemd kunnen worden. Ten aanzien van de scores op doel A2 wordt de nulhypothese niet verworpen; intuïtief blijkt dit al uit de kleine rangverschillen (104-112-112), die resulteren in een lage waarde van H_{OBS} . Enerzijds is het opmerkelijk dat geen van de Duitse respondenten een "winst per aandeel"-doel bij de open vraag noemde, terwijl de gemiddelde rang van doel A2 gelijk is aan die voor de Amerikaanse. Anderzijds zou het universele karakter van doel A2 in overeenstemming kunnen worden gebracht met de consensus over winst(gevendheids)doelen zoals die uit figuur 2 blijkt.

De vermeende invloed van banken op financiële doelen in Duitsland is niet zo nadrukkelijk identificeerbaar als die van aandeelhouders in de VS. Weliswaar kennen de Duitse respondenten gemiddeld een groter belang toe dan de Amerikaanse aan een solvabiliteitsverhouding die de verschafters van leenvermogen voldoende zekerheid biedt (doel V1), maar de rangverschillen zijn te klein om de nulhypothese te verwerpen en bovendien scoort de Nederlandse populatie op dit doel hoger dan de Duitse. De gemiddelde rang van doel V2 (cashflow voor aflossingen en renteverplichtingen) in Duitsland biedt een betere, doch niet-significante ondersteuning voor de rol van banken in het aldaar vigerende systeem van corporate governance. Overigens resulteert de gemiddelde rang van doel V2 in Duitsland wel in een overschrijding van H_{KRT} bij een significantieniveau van 10%.

Hoewel doel T1 is opgenomen naar aanleiding van Donaldsons (1984) studie onder Amerikaanse ondernemingen, hebben de Duitse respondenten een uitgesproken voorkeur voor de maximalisatie van de geaggregeerde ondernemingskoopkracht. Zoals intuïtief moge blijken uit het zeer kleine rangverschil tussen de scores op doel T1 in Nederland en de VS (101-99), wordt de verwerping van de nulhypothese in de toets

van Kruskal-Wallis veroorzaakt door de relatief zeer hoge Duitse scores. De toets van Wilcoxon-Mann-Whitney wijst uit dat de gemiddelde rangen in het geval Nederland-VS niet, en in de gevallen Nederland-Duitsland en VS-Duitsland wel significant verschillen. De hoge scores op doel T1 stemmen overeen met de relatief grote Duitse nadruk op liquiditeitsdoelen (zie figuur 2). Ook op het andere topmanagementgeoriënteerde doel (T2, invloedsbeperking van externe vermogensverschaffers) scoren de Duitse ondernemingen significant hoger, zij het dat de rangverschillen minder groot zijn dan bij de maximalisatie van de geaggregeerde ondernemingskoopkracht. Volgens de paarsgewijze vergelijking verschillen de gemiddelde rangen van de scores op doel T2 significant in het geval VS-Duitsland, maar niet in de gevallen Nederland-Duitsland en Nederland-VS. De resultaten aangaande de hoge scores op de T-doelen in Duitsland werden op voorhand niet verwacht.

Samengevat zijn de Amerikaanse doelscores in overeenstemming te brengen met de kenmerken van het aldaar vigerende systeem van corporate governance. Eveneens conform de voorzichtig geformuleerde verwachtingen scoren de Nederlanders niet significant hoger op een doel waarin het belang van een bepaalde stakeholder is weerspiegeld. Hoewel de gemiddelde rang van één V-doel ondersteuning biedt voor de verwachting van een relatief grote invloed van Duitse banken, is de geconstateerde invloed van het topmanagement zelf verrassend en daarmee niet in overeenstemming met de verwachting. De voorgenomen interviews met managers als additionele methode van dataverzameling volgens paragraaf 6 kunnen wellicht meer duidelijkheid verschaffen.

De voorgaande en andere resultaten van de statistische analyse zijn aangevuld met vraaggesprekken met 13 managers uit de VS (waaronder werkzaam bij Abbott Laboratories, McDonald's en BFI) en 8 uit Duitsland (waaronder werkzaam bij Daimler-Benz, Deutsche Babcock en Siemens). Een uitgebreide bespreking van de resultaten is te vinden in Weimer (1995, blz. 315-334). De evaluatie van geselecteerde statistische gegevens door Amerikaanse managers gaf geen aanleiding tot verrassende interpretaties van de voornoemde bevindingen. De gesprekken met de Duitse managers leidden tot meer fascinerende conclusies.

De algemene indruk uit de Duitse interviews is dat de managers het beïnvloedingspotentieel van banken in hun rollen van verschafter van leenvermogen, (groot)aandeelhouder en toezichthouder als knellend ervaren, maar dat zij tegelijkertijd hun expertise op financieringsgebied

zeer op prijs stellen. De vraaggesprekken ondersteunen het idee dat de externe vermogensverschaffers zoals genoemd in doel T2 de banken zijn; als tegengewicht van het beïnvloedingspotentieel van de banken tracht de ondernemingsleiding zich zo onafhankelijk mogelijk van hen te maken. Deze relatieve onafhankelijkheid kan in slechts geringe mate worden bereikt door de banken er in hun rol van aandeelhouder toe te bewegen te allen tijde ten faveure van managementvoorstellen te stemmen en het is nagenoeg onmogelijk de bancaire invloed te mitigeren door hen uit het toezichthoudend orgaan te stoten. Het topmanagement kan echter wél relatieve onafhankelijkheid van de banken bewerkstelligen in hun rol van verschaffer van leenvermogen. Door zich toe te leggen op het vermogen om aan de betalingsverplichtingen op de korte termijn te voldoen (liquiditeitsdoelen in figuur 2) en op het daaraan gerelateerde creëren van ondernemingskoopkracht (score op doel T1) kan zij bepaalde investeringsbeslissingen autonoom nemen.

Op het theoretische vlak zijn de bevindingen uit de vraaggesprekken het meest consistent met het werk van Pfeffer en Salancik (1978) en Donaldson (1984). Tevens sluit het aan bij Duitse leerboeken op het gebied van de ondernemingsfinanciering, waarin veel meer aandacht wordt besteed aan gedragsaspecten van besluitvormers dan in de Angelsaksische. Zo behandelt Hahn (1983) het onafhankelijkheidsstreven expliciet als een criterium voor financiële besluitvorming. Hahn beschouwt de verplichte informatiestroom naar beleggers als de geringste inboeting aan wat hij de soevereiniteit van de onderneming noemt, terwijl hij de inspraak die wettelijk aan vermogensverschaffers verleend moet worden als de meest ingrijpende vernauwing van onafhankelijkheid betitelt.⁶ Tevens relateert Hahn het onafhankelijkheidsstreven aan liquiditeit (o.c., blz. 33-34, hfst. 1.B, 1.C, 4.B, en 5.C/IV). Samengevat blijken de relatieve nadruk op liquiditeitsdoelen, de daarmee samenhangende ondernemingskoopkracht en het streven naar invloedsbeperking van externe vermogensverschaffers aan de hand van de vraage-

6 In de woorden van Hahn (1983): "Weiter ist es denkbar, daß der Gesichtspunkt der Unabhängigkeit im Mittelpunkt der Entscheidungen steht: die Unternehmung wird auf eine Kapazitätsausweitung mit den Möglichkeiten einer Gewinnsteigerung verzichten, wenn ihr der Preis (erhöhte Einflußnahme Dritter) zu hoch erscheint" (blz. 36-37). En: "Die wohl geringste Souveränitätseinbuße erwächst dem Kapitalnehmer im allgemeinen mit der Informationspflicht: die Unabhängigkeit wird lediglich insofern eingeschränkt, als gewissermaßen eine Rechenschaftslegung Dritten gegenüber erfolgen muß. (...) Die grundsätzlich einschneidendste Einengung der unternehmerischen Unabhängigkeit bedeutet die Gewährung von Mitspracherechten an die Kapitalgeber" (blz. 198).

sprekken eveneens in verband te kunnen worden gebracht met de kenmerken van het Duitse systeem van corporate governance.

9. Besluit

Corporate governance is een bijzonder actueel en belangrijk thema, dat een flinke kluit vormt voor hen die zich met de bestudering van het functioneren van ondernemingen bezighouden. Er is nog geen sprake van een eenduidig begrippenkader rondom het thema, maar de gangbare definities hebben gemeen dat bij corporate governance de bestuurlijke invloedsrelaties tussen de ondernemingsleiding en diverse belanghebbenden centraal staan. In navolging daarvan werd in dit artikel allereerst de vraag beantwoord op welke wijze de invloedsrelaties tussen belanghebbenden en ondernemingsdoelen in het kader van corporate governance kunnen worden gemodelleerd. De theoretische crux van het beschrijvende model dat in deze bijdrage werd gecompileerd, is dat de realisatie van een aantal ondernemingsdoelen voornamelijk in het belang is van een bepaalde stakeholder. Afhankelijk van het in beschouwing genomen systeem van corporate governance kan die door middel van verschillende mechanismen zijn invloed op de doelen laten gelden.

Vervolgens werd de vraag beantwoord of en in hoeverre op basis van het gecompileerde model empirisch kan worden aangetoond dat financiële ondernemingsdoelen van beursvennootschappen onder de Nederlandse, Amerikaanse en Duitse systemen van corporate governance verschillen vertonen. Het samenvattende antwoord is tweeledig. Ten eerste doen zich, naast overeenkomsten, daadwerkelijk verschillen voor tussen de doelen. De verschillen kunnen in verband worden gebracht met de kenmerken van de betreffende governance-systemen. Ten tweede komt het embryonale karakter van het ontwikkelde model tot uitdrukking in de empirische resultaten.

De verwachte relatief grote invloed van aandeelhouders in de VS blijkt uit het empirische gegeven dat het creëren van aandeelhouderwaarde veel vaker als hoogste financiële doel wordt aangemerkt dan in Nederland en Duitsland en uit het significante rangverschil van de scores op het vooraf geformuleerde doel "maximaliseren van het rendement voor onze aandeelhouders", waarbij de hoogste gemiddelde rang aan de Amerikaanse populatie toekomt. "Groeï in de winst per aandeel" blijkt

echter voor Amerikaanse ondernemingen geen onderscheidend doel te zijn. De vermeende invloed van banken op Duitse financiële ondernemingsdoelen wordt niet empirisch ondersteund door de scores op de vooraf geformuleerde doelen waarvan de realisatie voornamelijk in het belang van de verschaffers van vreemd vermogen is. Het nastreven van liquiditeit als onderscheidend hoogste financiële doel en de significante rangverschillen die optreden bij de managementgeoriënteerde doelen "maximalisatie van de geaggregeerde koopkracht van de onderneming" en "beperking van de directe invloed van externe vermogensverschaffers op ons (financiële) beleid" blijken echter aan de hand van vraaggesprekken verband te houden met een hang naar relatieve onafhankelijkheid van industriebanken. De voor het Duitse governance-systeem kenmerkende meervoudige rol van dergelijke banken als verschaffer van vreemd vermogen, toezichthouder en (groot)aandeelhouder wordt door de gesprekspartners als knellend ervaren. De ontbrekende prevalentie van invloed van aandeelhouders, banken of een andere belanghebbende in het Nederlandse systeem van corporate governance stemt overeen met de bevindingen dat de realisatie van de meest frequent genoemde winst(gevendheid) als hoogste financiële doel niet voornamelijk in het belang van een bepaalde stakeholder is. Tevens doen zich ten aanzien van de scores op de vooraf geformuleerde doelen geen significante rangverschillen voor, waarbij de hoogste rang voor de Nederlandse populatie is weggelegd.

Tegen de achtergrond van het prille ontwikkelingsstadium waarin het toegepaste model zich bevindt, lijken de empirische resultaten voldoende hout te snijden om de tanden te zetten in een deel van het nog onaangeroerde vlees op de governance-kluif. Het zijn vooral de Duitse resultaten die aantonen dat additioneel onderzoek nodig is naar de invloedsrelaties tussen ondernemingsdoelen en belanghebbenden in het kader van corporate governance; er ontstaat een discrepantie tussen theorie en empirie als een stakeholder simultaan verschillende bijdragen levert, terwijl dit juist kenmerkend is voor een aantal systemen van corporate governance. Tevens zou een welkome aanvulling zijn om, daar waar financiële ondernemingsdoelen in het onderhavige onderzoek als finale uitkomst van een beïnvloedingsproces beschouwd worden, (longitudinale) gevalstudies uit te voeren naar de precieze wijze van totstandkoming van financiële ondernemingsdoelen en daarbij het beïnvloedingsproces als zodanig tot onderwerp van studie te maken.

Bibliografie

- AGRESTI, A. (1984), *Analysis of ordinal categorical data*, John Wiley & Sons, New York.
- BILDERBEEK, J. en J. WEIMER (1995), "Financiële ondernemingsdoelen op basis van een onderhandelingsmodel", *Bedrijfskunde*, 4, blz. 87-95.
- BOOT, A.W.A. (1994), *De financiering van het bedrijfsleven; tussen structuurregime en financiële sector*, Amsterdam University Press, Amsterdam.
- CADBURY COMMITTEE (1992), *Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance*, Londen.
- CANTRIJN, A.L.R., A.A. JEUNINK en M.R. KABIR (1993), *Beschermingsconstructies en de rol van de aandeelhouder*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam.
- CHARKHAM, J.P. (1994), *Keeping good company: a study of corporate governance in five countries*, Clarendon Press, Oxford.
- CONOLLY, T., E.J. CONLON en S.J. DEUTSCH (1980), "Organizational effectiveness, a multiple constituency approach", *Academy of Management Review*, 2, blz. 211-217.
- CONYON, M.J. en D. LEECH (1994), "Top pay, company performance and corporate governance", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 3, blz. 229-247.
- COOLS, K. (1993), *Capital structure choice*, proefschrift, Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg.
- CYERT, R.M. en J.C. MARCH (1992), *A behavioral theory of the firm*, 2nd ed., Blackwell, New York.
- DEMB, A. en F. NEUBAUER (1992), "The corporate board: confronting the paradoxes", *Long Range Planning*, 25, blz. 9-20.
- DIMSDALE, N. en M. PREVEZER, eds. (1994), *Capital markets and corporate governance*, Oxford University Press, New York.
- DONALDSON, G. (1984), *Managing corporate wealth*, Praeger, New York.
- EASTERBROOK, F.H. (1984), "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, 74, blz. 650-659.
- EDWARDS, J.S.S. en K. FISCHER (1994), "An overview of the German financial system", in: N. DIMSDALE en M. PREVEZER, eds. (1994), *Capital markets and corporate governance*, Oxford University Press, New York.
- ETZIONI, A. (1964), *Modern organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- FAMA, E.F. en M.C. JENSEN (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, blz. 301-325.
- HAHN, O. (1983), *Finanzwirtschaft*, Verlag Moderne Industrie, 2. Aufl., Landsberg/Lech.
- HART, O.D. (1983), "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, 14, blz. 366-382.
- HORNE, J.C. Van en J.M. WACHOWICZ, jr. (1995), *Fundamentals of financial management*, 9th ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- JENSEN, M.C. en W.H. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, blz. 350-360.
- JENSEN, M.C. en R.R. RUBACK (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, blz. 5-50.

- JONG, H.W. DE (1990), "De overnemingsmarkt in Europa: het verband tussen de bestuursstructuur van grote ondernemingen en hun marktresultaat", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie*, december, blz. 595-605.
- KAPLAN, S.N. (1995), "Corporate governance and incentives in German companies: evidence from top executive turnover and firm performance", *European Financial Management*, 1, blz. 23-36.
- MANNE, H. (1965), "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, 74, blz. 110-120.
- MARCH, J.G. en H.A. SIMON (1993), *Organizations*, 2nd ed., Blackwell, New York.
- MOERLAND, P.W. (1995a), "Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems", *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 26, blz. 17-34.
- MOERLAND, P.W. (1995b), "Vennootschappelijke systemen en disciplineringsmechanismen in internationaal perspectief", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfsconomie*, april, blz. 242-252.
- MOERLAND, P.W. (1995c), "Corporate governance en marktwerking", *De Naamloze Vennootschap*, 12 december, blz. 247-251.
- MORGAN, G. (1986), *Images of organization*, Sage, Beverly Hills.
- OUCHI, W.A. (1981), *Theory Z*, Addison-Wesley, Reading.
- OECD (1995), *Economic Surveys: Italy*, OECD, Parijs.
- PAPANDREOU, A.G. (1952), "Some basic problems in the theory of the firm", in: B.F. HALEY, ed., *A survey of contemporary economics*, vol. 2, Homewood.
- PAPE, J.C. en J. WEIMER (1997): "Corporate governance: het belang van theorie voor de praktijk", verschijnt binnenkort in *Bedrijfskunde*.
- PFEFFER, J. en G.R. SALANCIK (1978), *The external control of organizations*, Harper & Row, New York.
- PORTER, M.E. (1992), "Capital disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard Business Review*, september-oktober, blz. 65-82.
- PROWSE, S. (1995), "Corporate Governance in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan, and Germany", *Financial Markets and Institutions*, 1, blz. 1-63.
- RENNEBOOG, L. (1994), "Shareholding concentration and pyramidal ownership structures in Belgium: stylized facts", *working paper*, KUL, Leuven.
- RIEMSDIJK, M.J. VAN (1994), *Actie of dialoog*, proefschrift, Universiteit Twente, Enschede.
- SHLEIFER, A. en R.W. VISHNY (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 2, blz. 737-783.
- SIEGEL, S. en N.J. CASTELLAN, jr. (1988), *Nonparametric statistics for the behavioral sciences*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York.
- WEIMER, J. (1995), *Corporate financial goals*, proefschrift, Universiteit Twente, Enschede.
- WEIMER, J. en J.C. PAPE (1996), "Corporate governance en ondernemingsdoelen", *Nijenrode Management Review*, 1, blz. 59-67.
- WIJVEKATE, M.L. (1991), *Onderzoekmethoden*, Het Spectrum, Utrecht.
- WILLIAMSON, O.E. (1986), *The economic institutions of capitalism*, The Free Press, New York.
- ZWAAN, A.H. VAN DER (1995), *Organisatie-onderzoek*, 3e druk, Van Gorcum, Assen.

Abstract

Corporate Governance and Corporate Financial Goals in Dutch, US and German Listed Firms

Based on 220 mail-out questionnaires and 29 interviews, this paper assesses the influence of shareholders, suppliers of debt and top management on corporate financial goals of Dutch, US and German listed firms. The empirical part of the investigation is built on a behavioral model of corporate governance, which is centered around the establishment of corporate goals. By means of the questionnaires the scores on six previously formulated corporate financial goals have been determined. The attainment of these goals is primarily in the interest of shareholders, suppliers of debt, or top management. In view of the characteristics of the Dutch, US and German systems of corporate governance it was expected that US managers would assign high scores to shareholder-oriented goals, that the influence of German banks could be derived from the German goal scores, and that the Dutch scores would be somewhere in between. The Dutch and US findings were largely in accordance with this expectation, but the high scores on management-oriented goals in Germany were quite surprising. Based on the subsequent interviews with German managers, the large emphasis placed on autonomy could be explained by the striving for relative independence from industrial banks. Their multiple roles of suppliers of debt, members of supervisory boards and (majority) shareholders are perceived as oppressive by German managers.