

Inaugural Address

De Ratio van Corporate Governance

Prof. dr. Abe de Jong

De Ratio van Corporate Governance

Bibliographical Data

Library of Congress 5001-6182 : Business
Classification 4001-4280.7 : Finance Management, Business Finance, Corporation Finance
(LCC) HG 4001+ : Corporate Finance

Journal of Economic Literature M : Business Administration and Business Economics
(JEL) G 3 : Corporate Finance and Governance
G 30 : Corporate Finance; General

European Business Schools 85 A : Business General
Library Group 220 A : Financial Management

Gemeenschappelijke Onderwerpsontsluiting (GOO)

Classification GOO 85.00 : Bedrijfskunde, Organiseatiekunde: algemeen
85.30 : Financieel management, financiering

Keywords GOO Bedrijfskunde / Bedrijfseconomie
Financieel management, bedrijfsfinanciering, besliskunde
bedrijfsfinanciering, redes (vorm)

Free keywords Behavioral corporate finance, corporate governance

Design and layout:

B&T Ontwerp en advies (www.b-en-t.nl)

Erasmus Research Institute of Management (ERIM)

Erasmus University Rotterdam

Internet: <http://www.erim.nl>

ERIM Inaugural Addresses Research in Management Series

Reference number ERIM: EIA-2006-028-F&A

ISBN 90-5892-128-X

© 2006, Abe de Jong

De Ratio van Corporate Governance

Oratie

Rede, in verkorte vorm uitgesproken bij de openbare aanvaarding van het ambt van bijzonder hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance aan de Faculteit RSM Erasmus University vanwege de Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit Rotterdam op 6 oktober 2006

door

Prof. dr. Abe de Jong

RSM Erasmus University
Postbus 1738
3000 DR Rotterdam
E-mail: ajong@rsm.nl

Abstract

The top management of corporations has a major influence on the investments and financing of the firms under their control. According to the economics-based principal-agent theory, managers will maximize their own utility, even at the expense of the shareholders and other stakeholders. The corporate governance literature describes disciplinary mechanisms and their effectiveness in mitigating agency problems. Recent studies in the field of *behavioral corporate finance* show that managers do not always behave rationally and that this behavior potentially has a measurable negative impact on strategic decisions. The central question in this address is which influence corporate governance can assert in the reduction of irrational managerial behavior. Because the irrationality is unconscious behavior, a number of mechanisms that mitigate rational agency problems, does not seem effective. On the other hand, the role of boards and the market for corporate control (as practiced, for example, by private equity funds) seem effective mechanisms.

Samenvatting

Topmanagers van ondernemingen hebben een grote invloed op de investeringen en financiering van de ondernemingen die zij leiden. Volgens de economische agent-principaal theorie zullen rationele managers hun eigenbelang nastreven, zelfs als dit ten koste van aandeelhouders en andere belanghebbenden gaat. De literatuur op het gebied van corporate governance beschrijft de werking en effectiviteit van mechanismen om deze agency-problemen in te perken. Recente studies op het gebied van *behavioral corporate finance* tonen echter aan dat managers niet altijd rationeel handelen en dat hun irrationaliteit meetbare negatieve invloed kan hebben op strategische beslissingen. De vraag die in deze rede centraal staat is welke invloed corporate governance kan hebben in het verminderen van de negatieve effecten van irrationeel gedrag van managers. Aangezien de irrationaliteit geen bewust gedrag van managers is, blijkt dat een aantal mechanismen – dat uitstekend rationele agency-problemen kan verminderen – niet werkt. Anderzijds lijken de rol van toezichhouders (zoals de Raad van Commissarissen in Nederland) en de markt voor overnames (zoals gepraktiseerd door private equity-fondsen) potentieel effectieve mechanismen.

Inhoudsopgave

Abstract	4
Samenvatting	5
1. Inleiding	9
2. Economische fundamenteen: rationele managers	13
3. Zijn managers rationeel?	17
4. Governance en irrationale managers	25
5. Agenda voor verder onderzoek	35
6. Conclusie	38
Dankwoord	39
Referenties	41
Erasmus Research Institute of Management (ERIM)	45

Voor mijn vader

1. Inleiding

*Mijnheer de Rector Magnificus,
Geacht College van Dekanen,
Geachte collega's
Zeer gewaardeerde toehoorders,*

Corporate governance gaat over goed ondernemingsbestuur en is dus een onderwerp dat relevant is sinds het bestaan van ondernemingen. Mijn leerstoel heeft als opdracht de studie van ondernemingsfinanciering en corporate governance. Recentelijk heeft een aantal bestuurders bijgedragen aan een toegenomen belangstelling voor dit vakgebied. Door recente schandalen bij grote beursgenoteerde ondernemingen zijn beleggers, bestuurders, beleidsmakers en wetenschappers geconfronteerd met het belang van goed bestuur.

Graag zou ik u ter illustratie een aantal praktijkgevallen willen voorleggen. Het eerste geval betreft een Rotterdamse ondernemer die een onderneming opricht en van een aantal investeerders een bedrag ter waarde van 130 miljoen euro ontvangt. In eerste instantie zijn de activiteiten winstgevend, maar vervolgens dalen de opbrengsten. De topbestuurder past een aantal financiële kunstgrepen toe om de verliezen te maskeren. Na enkele jaren wordt de fraude ontdekt en klappt het imperium van deze ondernemer. De inleg van de investeerders is verloren en de schulden van de ondernemingen blijken veel groter dan de boekhouding aangeeft. De ondernemer, Lodewijk Pincoffs, vlucht in 1879 het land uit.¹ Van meer recente datum is de ontdekking van fraudes door Dennis Kozlowski, *chief executive officer* van Tyco. Deze bestuurder is veroordeeld voor diefstal met een omvang van 150 miljoen dollar en fraude ter grootte van 400 miljoen dollar.² Zo heeft hij bijvoorbeeld een paraplubak aangeschaft in de vorm van een poedel die op zijn achterste poten staat voor de prijs van 15.000 dollar. Nu is slechte smaak natuurlijk geen reden voor een veroordeling, maar de poedel én de verdere inrichting van zijn appartement zijn betaald door Tyco, en dus door de investeerders in deze onderneming.

¹ Zie Oosterwijk (1979). De oorspronkelijke waarde van de investering is 15 miljoen gulden. Met behulp van koopkrachtdata op www.iisg.nl is deze waarde geconverteerd naar de equivalentente koopkracht in euro's in 2005.

² Financial Times van 22 juli en 20 september 2005.

Het derde geval gaat over Sumner Redston, topman van Viacom. In februari 1994 neemt Viacom Paramount over voor 83,31 dollar per aandeel en 9,2 miljard dollar in totaal. In eerste instantie biedt Redston 69,14 dollar, maar als concurrent QVC ook een bod uitbrengt stijgt de prijs naarmate de twee bieders elkaar proberen af te troeven. Hietala, Kaplan en Robinson (2003) becijferen dat Viacom ongeveer 2 miljard dollar teveel betaalt voor de overname. De auteurs kunnen deze excessieve prijs niet verklaren aan de hand van economische motieven en concluderen dat een belangrijke reden is dat de verwachtingen van Redston te rooskleuring waren. Doordat Redston in het verleden erg succesvol was en een geschat fortuin van 5 miljard overhield aan eerdere successen zou overmoedigheid een belangrijke rol spelen. Als topbestuurder én grootaandeelhouder had deze ondernemer een bepalende invloed op strategische beslissingen. Echter, het waardeverlies dat het gevolg was van de overmoedige overname wordt mede door andere investeerders in de onderneming gedragen.

Tussen de voorgaande voorbeelden is een belangrijke overeenkomst aanwezig. In alle gevallen vertrouwen investeerders middelen toe aan een onderneming. Deze onderneming wordt geleid door bestuurders die met de financiële middelen van deze aandeelhouders, obligatiehouders en banken ondernemen. De investeerders hebben beperkte informatie over de activiteiten van de bestuurders en de bestuurders kunnen beslissingen nemen die ten koste gaan van de waarde van de investering, zoals diefstal, overmatige beloning en waardevernietigende overnames. Dit is de reden voor het belang van corporate governance, volgens financieel economen Shleifer en Vishny (1997, p.737) gedefinieerd als de manieren waarop de leveranciers van financieel kapitaal aan ondernemingen zichzelf verzekeren van een rendement op hun investeringen.

Maar er is ook een belangrijk verschil tussen de voorbeelden. In de eerste twee voorbeelden is sprake van bewuste fraude en diefstal. Deze voorbeelden spreken zeer tot de verbeelding en de processen tegen de topmensen trekken grote media-aandacht. Het kost geen enkele moeite een groot aantal voorbeelden te vinden. In alle gevallen is het evident dat de bestuurders het vertrouwen van investeerders hebben beschaamd. Het laatste voorbeeld toont daarentegen aan dat menselijke eigenschappen kunnen leiden tot beslissingen die niet vanuit economisch perspectief waardevol zijn, zonder dat de bestuurders zich hiervan bewust zijn. Dit voorbeeld staat niet op zichzelf: in de financieel-economische literatuur is recentelijk een aantal studies uitgevoerd waaruit

blijkt dat bestuurders beslissingen nemen die niet verklaarbaar zijn vanuit economische rationaliteit, maar wel vanuit de persoonskenmerken van de beslissers. We spreken dan van irrationele managers of, toegepast op ondernemingsfinanciering, *behavioral corporate finance*.

In de bestaande literatuur over corporate governance wordt over het algemeen verondersteld dat managers rationeel handelen. Deze assumptie heeft een belangrijke rol in de ontwikkeling van het vakgebied gespeeld. Theorievorming door micro-economische modellen en empirische toetsen van deze theorie hebben ons veel geleerd over de effecten van corporate governance op ondernemingen. Echter, topbestuurders zijn mensen die naast rationele overwegingen ook irrationele drijfveren in hun besluitvorming kunnen meewegen. Om deze reden wil ik u vanmiddag de volgende stelling voorleggen: de irrationaliteit van managers is een belangrijke ratio van corporate governance. Met andere woorden, een belangrijke motivatie voor goed ondernemingsbestuur is dat managers irrationeel gedrag kunnen vertonen. Om deze stelling te onderbouwen zal ik eerst een inleiding geven over de rationele, economische fundamenteën van corporate governance. Vervolgens wil ik beschrijven op welke wijze managers irrationeel kunnen zijn en hoe hun irrationaliteit significante invloed op financiële en strategische beslissingen kan hebben. Tenslotte zal ik proberen te beargumenteren welke invloed het vervangen van de veronderstelling van rationaliteit heeft op governance. Met andere woorden: wat is de invloed van irrationeel gedrag door topbestuurders op de optimale corporate governance-structuur van een onderneming?

2. Economische fundamenten: rationele managers

Ondernemingsfinanciering is een discipline binnen de economische wetenschap. Het is dan ook niet vreemd dat de huidige literatuur is gestoeld op economische fundamenten. Het uitgangspunt van de huidige corporate governance-literatuur is het theoretische beeld van een onderneming, als een knooppunt van contracten. Voordat ik deze agent-principaal theorie toelicht, wil ik graag uitleggen welke typen ondernemingen in corporate governance-analyses centraal staan.

In 1937 toont Nobelprijswinnaar Coase een algemene bestaansgrond voor een onderneming vanuit het perspectief van transactiekosten. Economische transacties kunnen plaatsvinden via een markt, waarbij het prijsmechanisme zorgdraagt voor uitvoering. Een organisatie heeft volgens Coase economisch bestaansrecht indien de transactiekosten van handelingen binnen dit verband lager zijn dan via het marktmechanisme. Met andere woorden, een onderneming ontstaat indien het economisch efficiënt is om een ondernemer als coördinator aan te stellen. In beginnende ondernemingen zijn de ondernemers ook belangrijke investeerders. Als aandeelhouders brengen zij financiële middelen in, waarbij zij als eigenaren de vruchten plukken van winstgevend ondernemerschap maar ook het risico lopen hun kapitaal te verliezen. Ondernemingen beginnen dus volgens Coase als een ondernemer-coördinator, en een onderneming kan groeien door meer producten af te zetten of door meer marktwerking in de organisatie te incorporeren. In hetzelfde decennium beschrijven Berle en Means (1932) een specifieke groep van ondernemingen, waarbij een scheiding tussen leiding en eigendom heeft plaatsgevonden. In grote corporaties, zoals veel beursondernemingen, is het eigendom in handen van een groep van aandeelhouders, die ieder soms slechts een klein belang in de ondernemingen hebben, en niet meer betrokken zijn bij de activiteiten van de onderneming. De leiding is in handen van professionele managers, die door de spreiding van het aandelenbezit niet of nauwelijks door aandeelhouders worden gecontroleerd. Berle en Means constateren dat het risico bestaat dat de managers hun macht misbruiken ten koste van de aandeelhouders, doordat een belangentegenstelling tussen managers en aandeelhouders aanwezig is en de aandeelhouders niet in staat zijn voldoende toezicht op de managers uit te oefenen. Berle en Means beschrijven de eigendomsstructuren van een aantal Amerikaanse ondernemingen en constateren dat individuele aandeelhouders in veel ondernemingen dermate kleine belangen hebben dat zij geen invloed hebben, terwijl de economische macht in handen van de managers is gekomen: "The concentration of

economic power separate from ownership has, in fact, created economic empires, and has delivered these empires into the hands of a new form of absolutism, relegating 'owners' to the position of those who supply the means whereby the new princes may exercise their power." (p.124). Hoewel de observatie in de literatuur aan Berle en Means wordt toegeschreven dient niet onvermeld te blijven dat bijvoorbeeld Polak in zijn Diëse-rede in 1931 aan deze universiteit deze verandering ook constateert bij ondernemingen die een beursnotering krijgen: "In dit stadium heeft een grote ommekeer in de verhoudingen plaats. Onder de aandeelhouders komen er steeds meerdere die geenerlei anderen band met de vennootschap en haar leiders onderhouden dan dien van het aandeelhouderschap." en "Zodoende worden de bestuurders en commissarissen schijnbaare onbepaalde heerschers in de onderneming." (p.16 en 17).

In een bijdrage van Jensen en Meckling (1976) is voortbouwend op de theorievorming door Coase de gedachtegang van Berle en Means geformaliseerd in de vorm van agent-principaal theorie. Deze theorie veronderstelt dat een manager van een onderneming een agent is van de aandeelhouders, de principalen. Managers van ondernemingen proberen hun welvaart te optimaliseren en dit impliceert – indien zij rationeel zijn – dat zij hun inspanningen zullen minimaliseren en maximale geldelijke en niet-geldelijke beloning proberen te realiseren. Hiermee is een belangentegenstelling geboren, aangezien voor aandeelhouders juist een maximale inspanning tegen een minimale beloning de investeringen meer waardevol maakt. Indien de aandeelhouders imperfecte informatie hebben over de inspanning en beloning van managers ontstaat een agency-conflict. Het vertrekpunt van Jensen en Meckling's redenering is de ondernemer die zowel manager als eigenaar is. In deze situatie is er geen scheiding van leiding en eigendom en bestaat er dus geen agency-probleem. De aandeelhouder en manager zijn immers dezelfde persoon. Zodra de ondernemer een deel van zijn aandelen aan andere partijen aanbiedt of nieuwe aandelen aanbiedt in een beursgang, speelt mogelijk een agency-conflict op. Immers, indien de ondernemer nog slechts een fractie van de aandelen bezit, wordt het aantrekkelijk om haar inspanning te verminderen of de beloning te vergroten. De manager profiteert volledig, terwijl een deel van de kosten door de andere aandeelhouders wordt gedragen. Jensen en Meckling (1976, p.312) noemen als specifieke voorbeelden van agency-kosten excessief salaris en niet-geldelijke beloningen, zoals de aantrekkelijkheid van de secretariële staf en een grote computer. Anno 2006 is de opsomming wat gedateerd, omdat een kleine computer nu duurder is dan een groter exemplaar. Later is door Jensen (1986) ook nog overinvesteringsgedrag toegevoegd, waarbij managers

groei van de onderneming nastreven, ongeacht of deze groei waarde creëert. Voor de managers is groei een rationeel doel, omdat hun welvaart stijgt door bijvoorbeeld een hogere beloning.

De rol van corporate governance is het verminderen van agency-conflicten. De meest bestudeerde governance-mechanismen zijn de identiteit, concentratie en zeggenschap van aandeelhouders, de samenstelling van de Raden van Bestuur en Commissarissen, de dreiging van een onvrijwillige overname, en de beloningsstructuur van de topmanagers.³ Het is belangrijk op te merken dat de zin van corporate governance gelegen is in het bestaan van potentiële agency-conflicten en dus alleen relevant is voor ondernemingen met scheiding van leiding en eigendom. Om deze reden worden met name aan een aandelenbeurs genoteerde ondernemingen bestudeerd, die per definitie deze scheiding hebben.

De benadering uitgaande van rationele managers en de hieruit volgende agency-conflicten heeft de literatuur veel zinvolle theorievorming opgeleverd en interessante empirische toetsen (Shleifer en Vishny, 1997). Zo kan het bijvoorbeeld waardevol zijn om een klein aantal aandeelhouders te hebben die een groot belang in de onderneming hebben. Zij hebben immers de macht om managers te beïnvloeden en profiteren ook in grotere mate van betere prestaties dan kleine aandeelhouders. Tevens is het waardevol om managers te belonen met aandelen, omdat zij naarmate hun aandelenbezit groter is meer overeenkomstige belangen met de aandeelhouders hebben. In eerste instantie richtten onderzoekers zich op individuele governance-kenmerken, terwijl in latere studies ook relaties tussen governance-karakteristieken en de invloed op ondernemingsprestaties aandacht hebben gekregen. Een veelgeciteerd artikel in de empirische ondernemingsfinanciering is bijvoorbeeld een bijdrage van Morck, Shleifer en Vishny

³ Naast deze governance-mechanismen worden in de literatuur concurrentie op markten voor goederen en diensten, vermogensstructuurkeuze, dividendpolitiek, prijsvorming op financiële markten, en de interne en externe kapitaalmarkt voor managers genoemd (Moerland, 1997 en Shleifer en Vishny, 1997).

uit 1988, waarin het verband wordt beschreven tussen aandelen in handen van managers en de marktwaarde van ondernemingen.⁴ Een studie die recentelijk veel aandacht heeft gekregen is een studie van Gompers, Ishii en Metrick (2003) waaruit blijkt dat aandeelhoudersrechten een positieve invloed op de financiële prestaties van ondernemingen hebben. Deze resultaten wijzen op het belang van corporate governance, maar roepen ook veel vragen op. Een cruciale vraag is of een relatie tussen governance en prestatie kan worden geïnterpreteerd vanuit het perspectief van de agency-theorie. Ofwel, is de assumptie dat actoren in de governance-arena rationeel handelen reëel?

⁴ Het artikel van Morck, Shleifer en Vishny (1988) is volgens de database Web of Science, waarin een aanzienlijk aantal wetenschappelijke tijdschriften is opgenomen, 499 keer geciteerd (gemeten op 12 september 2006). Het meest geciteerde empirische artikel in de ondernemingsfinanciering is Jensen en Murphy's (1990) analyse van de relatie tussen ondernemingsprestaties en beloningsstructuur (609 citaties).

3. Zijn managers rationeel?

In beursondernemingen waarin leiding en eigendom zijn gescheiden spelen topmanagers een belangrijke rol. In Nederland zijn dit de voorzitter en leden van de Raad van Bestuur en in Angelsaksische landen spreken we dan van de *chief executive officer* of *CEO* en de *executive board members*. Deze personen hebben een belangrijke invloed op de strategische keuzes binnen ondernemingen. Een interessant artikel dat het belang van individuele topmanagers in grote ondernemingen onderstreept is van de hand van Bertrand en Schoar (2003). Deze onderzoekers hebben in de periode tussen 1969 en 1999 in de 800 grootste Amerikaanse ondernemingen managers bestudeerd die in de top van twee of meer ondernemingen hebben gewerkt. Van deze en andere grote ondernemingen beschrijven de onderzoekers de invloed van individuele managers op de investeringspolitiek en het financieel beleid. De auteurs verklaren bijvoorbeeld het aantal acquisities van een onderneming in een jaar, aan de hand van de omvang en de winstgevendheid van de onderneming, maar ook indicatorvariabelen voor jaar, onderneming en topmanager. Door het opnemen van indicatoren voor individuele managers stijgt de verklaringskracht van het model van 0.25 naar 0.36.⁵ Dit resultaat betekent dat de persoon aan de top mede bepalend is voor de snelheid waarmee acquisities elkaar opvolgen. De auteurs concluderen dat de stijl van individuele topmanagers invloed heeft op de strategische en financiële koers van de onderneming.

Waar de economische theorievorming over corporate governance veronderstelt dat deze invloedrijke actoren rationeel handelen, hebben psychologen een stortvloed aan bewijs geleverd dat beslissingen op vele manieren verstoord kunnen worden door irrationeel gedrag. Goede voorbeelden zijn te vinden in het werk van Kahneman en Tversky (2000) en Bazerman (1998), waarin tientallen kenmerken van menselijk gedrag worden opgesomd die leiden tot irrationele beslissingen. Kortom, de assumptie van rationaliteit is niet realistisch. Echter, het is belangrijk op te merken dat irrationele overwegingen en invloeden op besluitvorming niet per se impliceren dat verkeerde beslissingen worden genomen. Of, in economische termen, irrationeel gedrag van managers leidt niet per definitie tot waardevernietigende beslissingen. Om deze reden

5 De verklaringskracht is gemeten op basis van de gecorrigeerde R^2 (Bertrand en Schoar, 2003, p.1182).

wil ik nu mijn aandacht richten op bewijs waar irrationeel gedrag een verstorende invloed heeft op belangrijke financiële en strategische beslissingen. Dit bewijs is gedocumenteerd in de zogeheten *behavioral corporate finance* literatuur, waarin persoonskenmerken van beslissers een invloed blijken te hebben op beslissingen.⁶

De *behavioral corporate finance* literatuur veronderstelt dat beslissers irrationele besluiten nemen, in de zin dat een strikt economische kosten-batenanalyse tot een ander besluit zou leiden. De literatuur valt op te delen in twee sterk verschillende onderdelen, waarbij óf investeerders irrationeel zijn óf managers niet-rationele beslissingen nemen. Zoals Baker, Ruback en Wurgler (2004) in een recent overzichts-artikel tonen, veronderstelt het merendeel van de bestaande bijdragen dat investeerders irrationeel zijn en dat door imperfecte arbitrage de koersen van aandelen of obligaties geen correcte afspiegeling van de waarde zijn. Rationele managers zullen deze onder- of overwaardering herkennen en proberen te profiteren van de irrationele investeerders. Ter illustratie, in de periode 1998-1999 was de internet-hype op haar hoogtepunt. In deze periode hebben 147 relatief kleine Amerikaanse ondernemingen simpelweg hun naam veranderd door '*dot com*' toe te voegen. Uiteraard is dit geen beslissing die op zich veel waarde kan creëren, maar wel inspeelde op het sentiment dat het internet in de toekomst grote winsten zou kunnen genereren. Gemiddeld werden de ondernemingen in de tien dagen rondom de aankondiging 74% meer waard (Cooper, Dimitrov en Rau, 2001). Rationele managers spelen in dit voorbeeld in op irrationele beleggers. Voor mijn analyse is de omgekeerde situatie relevant, om twee redenen. De eerste reden om managers te bestuderen is dat zij met een kleine groep belangrijke beslissingen nemen en de invloed van een irrationeel handelend individu dus groot kan zijn. Anderzijds komen koersen op financiële markten op basis van ontelbaar veel transacties en opinies tot stand. De tweede reden is dat de gevolgen van irrationele investeerders wellicht beperkt zijn doordat arbitragemogelijkheden in financiële markten relatief eenvoudig zijn, door de liquiditeit van deze markten en de veelheid aan financiële instrumenten en diensten. Het arbitrerende om te kunnen profiteren van

6 De naamgeving is een tautologie, aangezien ondernemingsfinanciering ook menselijk gedrag onderzoekt, namelijk besluitvorming door managers op het gebied van financiering van ondernemingen en de besteding van deze middelen. De tautologie geeft in ieder geval aan dat de grillen van menselijk gedrag over het algemeen nog weinig aandacht krijgen in de *corporate finance* literatuur.

waardevernietigende beslissingen van irrationele managers is slechts mogelijk door een groot belang te kopen of een overname, hetgeen een grote investering vergt en risicovol is. De recente activiteiten van private equity-fondsen in Nederland zijn een goed voorbeeld van dergelijke arbitrages.

Het irrationele gedrag van managers dat in de bestaande studies aandacht krijgt is overoptimisme en overmatig zelfvertrouwen.⁷ Psychologen beschrijven deze gedragingen aan de hand van het beter-dan-gemiddeld-effect. Wanneer aan personen wordt gevraagd hun eigen kennis en kunde in te schatten, bestaat veelal de neiging tot zelfoverschatting ten opzichte van anderen. Bij managers kan dit gedrag zich vertalen in een zogenaamde illusie van controle, waarbij een beslisser de mogelijkheid overschat om de uitkomsten van een beslissing te beïnvloeden en hierdoor de kans op succes overschat. Hoewel het gebruik van de terminologie niet volledig consistent is, wordt normaal overoptimisme gedefinieerd als het overschatten van de kans op een positieve uitkomst en overmatig zelfvertrouwen (*overconfidence*) als het overschatten van de opbrengsten van een keuze.

Over het algemeen wordt de irrationaliteit van managers onderzocht in relatie tot grootschalige investeringen en in het bijzonder acquisities.⁸ Een van de eerste bijdragen is Roll's (1986) hubris-hypothese. Volgens Roll kunnen managers als gevolg van overmoed acquisities en overnames plegen waarbij de toekomstige bijdrage te positief wordt ingeschat. De irrationaliteit van topmanagers is het resultaat van

7 Andere vormen van irrationeel gedrag zullen niet worden besproken, maar zijn zeker relevant. Voorbeelden zijn beperkte rationaliteit en dientengevolge het gebruik van vuistregels. In de enquête-studies van Graham en Harvey (2001) onder Amerikaanse managers en Brounen, de Jong en Koedijk (2004) onder Europese managers blijkt bijvoorbeeld dat een groot aantal managers (56% van de Amerikaanse en 64% van de Nederlandse respondenten) bij de selectie van investeringsprojecten de terugverdientijd als criterium hanteert, terwijl dit criterium geen rekening houdt met de tijdswaarde van geld.

8 De gevolgen van irrationaliteit in andere gebieden van de ondernemingsfinanciering zijn zeer beperkt onderzocht. Op het gebied van vermogensstructuurkeuze is een theoretische bijdrage geleverd door Hackbarth (2004) en een empirische analyse uitgevoerd door Malmendier, Tate en Yan (2006). Tevens hebben onderdelen van modellen van Heaton (2002) en Malmendier en Tate (2005a) betrekking op financieringskeuzes.

overmatig optimisme en zelfvertrouwen. Het eerste formele model is ontwikkeld door Heaton (2002) en beschrijft een overoptimistische manager, waarbij overoptimisme overeenkomt met het onderschatten van de kans dat een investering verkeerd uitpakt en dus het overschatten van de kans of een goede afloop. De optimistische managers overschatten de waarde van toekomstige projecten en zullen dus ook projecten entameren die niet waardevol zijn. Anderzijds zijn de optimisten van mening dat de markt een te lage waardering toekent aan de aandelen van hun ondernemingen. Als gevolg hiervan zullen zij juist investeringsprojecten laten lopen indien externe financiering moet worden gezocht, omdat bij de uitgifte van nieuwe aandelen naar hun mening een te laag bedrag wordt ingelegd door aandeelhouders.⁹ De conclusie van dit model is dat optimistische managers relatief veel investeringen zullen financieren uit ingehouden winsten.

Hoewel het eenvoudig is een intuïtie te geven voor een invloed van irrationaliteit op beslissingen en onder assumpties theoretische modellen ook dergelijke invloeden kunnen afleiden, is hiermee nog niet vastgesteld dat in werkelijkheid de invloed van irrationaliteit voldoende sterk is om beslissingen te beïnvloeden. Dit is een uitdaging voor empirische onderzoekers, die door individuele ondernemingen en databases met ondernemingen te bestuderen proberen intuïties en formele modellen te weerleggen of te onderbouwen. Hierbij zijn twee belangrijke obstakels aanwezig. Ten eerste is het weinig zinvol om rationeel gedrag zonder merkbare invloed te documenteren. Hierdoor zijn experimenten minder geschikt, aangezien een kunstmatig vereenvoudigde opzet wordt gebruikt. Zelfs indien een experiment irrationeel gedrag aantoonde, is hiermee nog niet bewezen dat dit gedrag beslissingen beïnvloedt. Uiteraard kunnen experimenten wel meer inzicht bieden in het gedrag van managers. Ten tweede, kan pas dan

9 In de literatuur is een aantal vergelijkbare modellen ontwikkeld. Malmendier en Tate (2005a) modelleren een manager met teveel vertrouwen in toekomstige ontwikkelingen en laten zien dat de mate van vertrouwen van een manager de invloed van de beschikbaarheid van interne middelen op investeringen vergroot. Malmendier en Tate (2005b) construeren een vergelijkbaar model toegepast op acquisitiegedrag. Gervais, Heaton en Odean (2002) construeren een theoretisch model en tonen aan dat in specifieke situaties overoptimistische managers betere beslissingen nemen dan rationele, risico-averse managers. Opgemerkt dient te worden dat Jensen (2005) een intuïtieve beschrijving geeft waar irrationele managers overinvesteren, als gevolg van overwaardering van hun aandelen; hierbij wordt dus zowel irrationaliteit van investeerders als van managers verondersteld.

worden geconcludeerd dat managers irrationeel handelen wanneer voor rationele motieven is gecontroleerd. Met name de agent-principaal theorie levert een aantal gedragingen van managers die concurreren met irrationele verklaringen.¹⁰

Welk empirisch bewijs is voorhanden, waarin aangetoond wordt dat managers irrationeel handelen en dat deze irrationaliteit beslissingen beïnvloedt?¹¹ Malmendier en Tate (2005a) bestuderen bijna 500 grote Amerikaanse beursondernemingen en construeren een creatieve maatstaf voor overmatig vertrouwen van de managers. In Amerikaanse beursondernemingen bezitten managers normaliter een groot of klein pakket aandelen en opties op aandelen. Tevens is hun persoonlijke welvaart via de inbreng van *human capital* verbonden met ondernemingsprestaties. Een rationele en dus risico-averse manager zal proberen het risico van veranderingen van de ondernemingswaarde op haar persoonlijke welvaart te verminderen, bijvoorbeeld door niet onnodig lang opties aan te houden, maar deze optimaal uit te oefenen. Malmendier en Tate definiëren irrationele managers met overmatig vertrouwen als managers die te laat hun opties uitoefenen. Deze late uitoefening van managers reflecteert overoptimisme over toekomstige prestaties. Tevens meten de onderzoekers in welke mate de managers aandelen van hun eigen onderneming kopen. De maatstaven vertonen een sterke onderlinge samenhang en worden gebruikt om de hypothesen van Heaton (2002) te toetsen. Als eerste wordt de relatie gemeten tussen investeringen in vaste activa en beschikbare kasmiddelen en blijkt dat deze relatie significant sterker is bij de managers met overmatig vertrouwen. Deze bevinding impliceert dat de persoonskenmerken van managers investeringen beïnvloeden, waarbij irrationele overwegingen rationele investeringsbesluiten verstoren. In verdere analyses vinden de auteurs dat voornoemd effect sterker is in ondernemingen die

¹⁰ Uiteraard geldt tevens de omgekeerde redenering en is wellicht voor een aantal empirische studies van oudere datum het mogelijk de resultaten aan irrationaliteit toe te schrijven, terwijl de auteurs exclusief een agent-principaal verklaring bieden.

¹¹ Opgemerkt dient te worden dat in de beschrijving van de literatuur exclusief artikelen in financieringstijdschriften zijn betrokken. Een voorbeeld dat de beperking van deze eenzijdige benadering toont is een bijdrage van Hayward en Hambrick (1997), waarin wordt aangetoond dat recente prestaties van de onderneming, positieve media-aandacht voor de *CEO*, en het zelfbeeld van de *CEO* een effect hebben op de premies die de onderneming betaalt bij overnames. Deze resultaten bevestigen Roll's hubris-hypothese.

meer van extern eigen vermogen afhankelijk zijn. Managers die *overconfident* zijn blijken eerder vreemd vermogen aan te trekken ter financiering indien interne kasmiddelen niet toereikend zijn.

Een tweede voorbeeld van empirisch bewijs betreft overnames. Voordat ik inga op een specifieke empirische analyse van irrationeel gedrag, wil graag eerst het belang van deze strategische beslissingen schetsen en de mate waarin de financieel-economische literatuur in staat is verklaringen aan te dragen voor de uitkomsten van overnames. Voor een grote set van Amerikaanse ondernemingen beschrijven Moeller, Schlingemann and Stulz (2005) over de periode van 1980 tot en met 2001 de reacties van aandeelhouders op aankondigingen van acquisities door te meten hoe de aandelenkoersen van de ondernemingen veranderen. De auteurs veronderstellen dat de financiële markt een redelijke inschatting maakt van de toekomstige effecten van de overname en deze verdisconteert in de aandelenkoers. In totaal zijn voor ruim 12.000 transacties de koerseffecten uitgerekend, zowel uitgedrukt in een gecorrigeerde procentuele koersverandering als in de toe- of afname van de marktwaarde van de ondernemingen. Het gemiddelde rendement is positief, namelijk 1%. Dit impliceert dat over de periode van ruim 20 jaar de gemiddelde acquisitie door aandeelhouders positief wordt ontvangen. Echter, grotere ondernemingen blijken minder positieve effecten te realiseren, waardoor de totale waardeverandering een sterk verschillend beeld toont. In de periode 1980-1990 is voor 4 miljard dollar aan waarde verloren gegaan, terwijl in de periode na 1990 voor maar liefst 216 miljard dollar waarde wordt vernietigd. Een nadere analyse toont dat het grote verlies in het laatste decennium van de vorige eeuw in de periode 1998-2001 plaatsvindt en grotendeels wordt veroorzaakt door slechts 87 aankondigingen. Een verdere bestudering van deze set toont dat ook over een langere periode deze ondernemingen slecht presteren. U kunt zich voorstellen dat de gevolgen van deze acquisities verder reiken dan de waarde van beleggingen van investeerders en een grote invloed zullen hebben op de bedrijfsvoering, inclusief werkgelegenheid. Een intrigerende bevinding is dat de 87 acquisities worden uitgevoerd door ondernemingen met een hoge relatieve waardering en een *track record* van waardevolle acquisities. De auteurs lijken zich te verbazen over de resultaten en bieden weinig verklaring voor de bevindingen. Een verklaring vanuit het perspectief van *behavioral corporate finance* lijkt voor de hand te liggen en wordt geboden door Malmendier and Tate (2005b). In een test van Roll's hubris-hypothese worden de *chief executives* geclassificeerd op basis van hun gedrag in het uitoefenen en bezit van opties en aandelen, en ook op basis van aandacht die zijn in de media krijgen. De resultaten

tonen dat managers met een overmatig vertrouwen vaker acquisities uitvoeren, waarbij de kans dat een dergelijk bestuurder een acquisitie uitvoert 65% groter is dan bij andere bestuurders. Ook leiden de aankondigingen tot meer negatieve reacties van aandeelhouders. Gemiddeld zijn de koersveranderingen bij aankondiging door een *overconfident* manager 70 tot 100 basispunten lager. Deze empirische resultaten onderschrijven dat overmoedige managers te veel onrendabele acquisities uitvoeren.

Tenslotte wil ik u een laatste voorbeeld voorleggen van een studie naar irrationeel gedrag. Waar de twee studies van Malmendier en Tate (2005a, 2005b) een maatstaf ontwikkelen voor algemene *overconfidence*, onderzoeken Ang, De Jong en Van der Poel (2006) een vorm die op specifieke onderdelen van een onderneming betrekking heeft. Het idee is als volgt. Topmanagers die uiteindelijk verantwoordelijk zijn voor de strategie van een onderneming hebben tijdens hun carrière in een aantal andere ondernemingen en onderdelen van de eigen onderneming ervaring opgedaan. Door deze ervaringen zijn managers van ondernemingen die uit meerdere divisies of segmenten bestaan, meer vertrouwd met bepaalde bedrijfsonderdelen dan met andere delen. Deze vertrouwdheid, onder de noemer *familiarity*, leidt mogelijk tot de illusie dat een betere controle over beslissingen mogelijk is. Als gevolg hiervan worden de kansen op succes en toekomstige winstgevendheid van deze onderdelen overschat. De onderzoeksvraag is of beslissers die meer vertrouwd zijn met bepaalde segmenten in hun onderneming bij de beslissing om een segment af te stoten een voorkeur hebben voor segmenten waarmee zij minder vertrouwd zijn. In onze studie meten wij vertrouwdheid aan de hand van de carrière van de bestuursvoorzitter en maken wij een onderscheid tussen segmenten in de onderneming waar deze persoon heeft gewerkt, segmenten met gelijksoortige activiteiten als een segment binnen de onderneming waar de persoon heeft gewerkt en segmenten met gelijksoortige activiteiten als een onderneming waar de persoon eerder heeft gewerkt. Vervolgens analyseren wij Amerikaanse ondernemingen die één of meer segmenten in een jaar afstoten, en proberen wij te verklaren welk segment wordt geselecteerd aan de hand van rationele overwegingen en de *familiarity* van de topmanager. De resultaten tonen aan dat rationele factoren een belangrijke deel van de keuzes kunnen verklaren, maar dat de *chief executive officers* een voorkeur hebben om geen segmenten af te stoten waar zij zelf eerder hebben gewerkt. Na correctie voor rationele overwegingen kiezen managers half zo vaak voor vertrouwde segmenten ten opzichte van de overige segmenten. Deze studie toont aan dat de achtergrond van een manager haar besluitvorming mede beïnvloedt.

Mijn beschrijving van irrationeel gedrag tot nu toe is gebaseerd op de recent in ontwikkeling gekomen *behavioral corporate finance* literatuur. De resultaten van de studies in dit veld lijken twee conclusies te onderschrijven. Ten eerste blijken persoonskenmerken van beslissers van invloed te zijn op hun besluiten. Met andere woorden naast rationele overwegingen spelen ook irrationele aspecten een rol in belangrijke beslissingen in ondernemingsfinanciering. Ten tweede zijn er indicaties dat de irrationele aspecten een negatieve invloed hebben op de prestaties van de onderneming. In de studie naar acquisitiegedrag leidt overmatig zelfvertrouwen tot negatieve effecten bij de aankondiging van een overname. Meer indirect bewijs is dat bij investerings- en desinvesteringsbeslissingen rationele overwegingen, die ten doel hebben de prestaties te verbeteren, verstoord worden door irrationaliteit. Een grote uitdaging waar de literatuur voor staat is het verder onderzoeken welke de effecten zijn van de irrationele beslissingen op de prestaties van de ondernemingen.

4. Governance en irrationale managers

In de standaard economische theorievorming onder de assumptie van rationele managers wordt verondersteld dat, indien managers onvoldoende worden gecontroleerd of onjuiste prikkels ontvangen, zij opportunistisch gedrag zullen vertonen dat ten koste van de financiers gaat. Corporate governance dient ter voorkoming van dergelijk gedrag, zoals fraude, diefstal en onvoldoende inzet. Indien de veronderstelling dat managers rationeel zijn wordt verlaten, wordt duidelijk dat managers ook zonder zich hiervan bewust te zijn beslissingen kunnen nemen die ten koste gaan van de prestaties en levensvatbaarheid van de onderneming. De vraag is nu welke rol corporate governance kan spelen in het optimaliseren van bestuur en toezicht van een onderneming, onder de veronderstelling dat actoren irrationeel kunnen handelen.

Voordat ik op bovenstaande vraag zal ingaan, wil ik graag de relatie tussen de problemen en kosten zoals deze in de neoklassieke analyses en de *behavioral corporate finance* literatuur aan bod komen toelichten aan de hand van de twee voorbeelden uit de inleiding. Het eerste voorbeeld betreft Pincoffs' fraude. In eerste instantie lijkt dit verhaal te duiden op een klassiek voorbeeld van diefstal van investeerders. Echter, een karakterisering van Pincoffs door zijn oudste zoon Adolph luidt: "Wanneer wij ons afvragen wat het geheim was van dat groot succes en van dien diepen val, dan vinden wij het antwoord in zijn onbegrensd zelfvertrouwen en optimisme".¹² Deze typering en een nadere analyse van de zakelijke activiteiten van Pincoffs laten zien dat in eerste instantie rationele en ook irrationele investeringsstrategieën worden uitgevoerd en dat pas in een later stadium het frauduleuze gedrag optreedt. Het tweede voorbeeld ging over Kozlowski, de CEO van Tyco. In zijn glorie dagen in 2001 wordt in Business Week een toelichting gegeven op de zogenaamde '*Kozlowski method*', waarbij per jaar meer dan 100 ondernemingen worden overgenomen.¹³ Een speciaal team van zes medewerkers die nauw met Kozlowski samenwerken kan binnen zes weken een overname analyseren en uitvoeren, terwijl andere ondernemingen hiervoor grotere

¹² Oosterwijk (1979, p.249), citaat uit een artikel dat Adolph Pincoffs na zijn vader's overlijden schreef in het Rotterdamsch Jaarboekje van 1927.

¹³ Business Week van 28 mei 2001.

teams en ongeveer zes maanden tijd gebruiken. De doelstelling van de onderneming is om ieder jaar meer dan 25% omzetgroei te realiseren. Enkele citaten van deze CEO: "CIT will be one of the best deals we've ever done" en "Hopefully, we can become the next General Electric". Uit de voorbeelden van zowel Pincoffs als Kozlowski blijkt een grote overeenkomst met de concepten van overoptimisme en overmatig zelfvertrouwen. Uit een nadere beschouwing van de beide gevallen kan geconstateerd worden dat de fraude vooraf wordt gegaan door irrationeel investeringsgedrag. De uiteindelijke veroordelingen – Pincoffs bij verstek 8 jaar en Kozlowski 8 tot 25 jaar gevangenisstraf – hadden geen betrekking op het irrationele gedrag, maar op fraude om de gevolgen van de verkeerde investeringen te verbloemen of voor relatief kleine consumpties van middelen van de onderneming. Kortom, uit deze twee voorbeelden blijkt dat de redenen voor de uiteindelijke veroordelingen overeenstemmen de standaard agent-principaal theorie, maar dat hieraan voorafgaand sterke aanwijzingen zijn te vinden voor overmoedige investeringen. Deze conclusie is slechts gebaseerd op twee gevallen en vergt nadere uitwerking. Echter, indien een relatie kan worden aangetoond tussen fraude en persoonskenmerken en gedrag zoals bestudeerd in de *behavioral corporate finance* literatuur vergroot dit het belang van de laatstgenoemde stroming.

Een enkele auteur is erg optimistisch over irrationele managers. Shefrin (2007) is de auteur van het eerste tekstboek over *behavioral corporate finance* dat volgend jaar zal verschijnen. Het boek is een goede beschrijving van een groot aantal kuilen waar managers als gevolg van hun gedrag in kunnen vallen. Echter, de auteur lijkt zelf overoptimistisch als hij stelt "Remedies for agency conflicts tend to emphasize the manipulation of incentives. Remedies for behavioral pitfalls tend to emphasize training and process" (p.3). Met andere woorden, voldoende training en bewustzijn over irrationeel gedrag is een remedie tegen de negatieve effecten van dit gedrag. De psycholoog Brehmer (1980) heeft in een overzichtsstudie duidelijk gemaakt dat mensen over het algemeen niet in staat zijn om te leren van hun ervaringen. De eerder besproken empirische studies naar de effecten van irrationeel gedrag vertonen tevens geen leereffecten bij de managers.¹⁴

14 Finkelstein (2006) gaat nog een stap verder en beschrijft vier voorbeelden waar managers zelfs de verkeerde lessen van hun geschiedenis leren.

Het antwoord op de vraag welke invloed het verlaten van de veronderstelling dat managers rationeel zijn heeft op corporate governance wil ik beginnen met een tweetal positieve aspecten van irrationele managers die de noodzaak van corporate governance zelfs verminderen: de rentmeestertheorie en risico-aversie. Davis, Schoorman en Donaldson (1997) beschrijven de rentmeestertheorie, als alternatief voor de economische agent-principaal theorie, op basis van de assumptie dat managers geen neoklassieke nutsmaximaliseerders zijn. In deze *stewardship* theorie zijn managers goede rentmeesters van de onderneming die het belang van betrokkenen, zoals financiers, werknemers en klanten, boven hun eigen belang stellen. Voor een econoom klinkt dergelijk gedrag wellicht naïef in de oren, maar er is legio empirisch bewijs voor deze rentmeestertheorie. Een aantal niet-representatieve voorbeelden zijn te vinden in Wennekes' (1993) boek over 14 aartsvaders van het Nederlandse bedrijfsleven. Mensen als Charles Stork van de gelijknamige machinefabriek en Jacques van Marken van de Nederlandsche Gist- en Spiritusfabriek zijn in de 19e eeuw ideaaltypen van deze rentmeesters. De ideeën achter de rentmeestertheorie ondermijnen de agent-principaal theorie, aangezien de belangentegenstelling tussen managers en andere belanghebbenden wegvalt. Rentmeesterschap is dus in economisch opzicht irrationeel, maar lost het agent-principaal probleem op. Helaas heeft de rentmeestertheorie geen invloed op de negatieve effecten irrationaliteit zoals gedocumenteerd in de *behavioral corporate finance* literatuur. Immers, goede bedoelingen helpen niet om onbedoelde verkeerde beslissingen te voorkomen. Er is een tweede positief aspect van irrationaliteit van managers. Amihud en Lev (1981) beschrijven dat managers een groot risico lopen, omdat zij hun *human capital* en ook vaak aanzienlijke financiële middelen, in de onderneming hebben geïnvesteerd en hierdoor een slecht gespreide portefeuille bezitten. Deze positie leidt tot een grotere mate van risico-aversie dan vanuit economisch opzicht wenselijk. In andere woorden, managers worden te voorzichtigte ondernemers en zullen bijvoorbeeld proberen door acquisities hun bedrijven om te vormen tot gediversifieerde conglomeraten. Irrationeel optimisme en overmoedigheid kunnen voor deze managers de prikkel zijn om minder risico-avers te investeren en aldus de waarde van de onderneming te vergroten. Echter, hoewel slechts een beperkt aantal *behavioral corporate finance* studies beschikbaar is, wijzen de empirische bevindingen erop dat de per saldo resterende negatieve effecten groot genoeg zijn om te meten. Blijkbaar zijn de bovengenoemde positieve effecten van irrationaliteit onvoldoende om de negatieve effecten weg te nemen.

We kunnen concluderen dat de literatuur op het gebied van corporate governance heeft geleid tot analyses van de effectiviteit van mechanismen onder de veronderstellingen van agent-principaal theorie, waarin managers rationeel handelen. Doordat uit deze literatuur een goed inzicht is ontstaan in de werking van governance-mechanismen is het mogelijk om te beschrijven welke mechanismen het meest geschikt lijken om irrationele managers te beïnvloeden.¹⁵ Gezien de specifieke problematiek van irrationele bestuurders wil ik Moerland's (1997) onderscheid aanbrengen tussen enerzijds mechanismen die tot doel hebben de managers prikkels te geven om hen op deze indirecte wijze te beïnvloeden om betere beslissingen te nemen, en anderzijds mechanismen waar een directe invloed op de beslissingen wordt uitgeoefend.

Een indirect mechanisme is de beloningsstructuur. Jensen en Meckling (1976) tonen reeds aan dat indien de beloning van managers verbonden is aan de opbrengsten van de financiers, zij hun belangen zullen behartigen. Bijvoorbeeld, indien een manager aandelen bezit, is zij zelf aandeelhouder, en betaalt zij dus mee aan agency-kosten. Een vergelijkbare redenering geldt voor optiebeloning, hoewel hierbij opgemerkt dient te worden dat de relatie ingewikkelder is. Een manager die op basis van irrationele gronden financierings- en investeringsbeslissingen neemt zal niet worden gecorrigeerd door prikkels uit haar beloningspakket, eenvoudigweg omdat zij niet beseft irrationele beslissingen te nemen. Beloning is dus in potentie een goed mechanisme ter vermindering van agency-kosten, maar niet zinvol ter voorkoming van irrationele besluiten. Hierbij dient opgemerkt te worden dat in het geval van specifieke vormen van irrationaliteit er wel een effect kan ontstaan. Zo leidt bijvoorbeeld overoptimisme tot een onderschatting van risico, terwijl de waarde van een optiepakket ook positief samenhangt met de risico's van onderneming. In dit geval versterkt de beloningsstructuur irrationeel gedrag. Ook voor alle andere indirecte mechanismen, zoals de

15 In deze analyse wordt niet ingegaan op wet- en regelgeving op het gebied van goed ondernemingsbestuur en irrationeel gedrag. Roe (2003) besteedt expliciet aandacht aan deze problematiek. De auteur beschrijft dat wet- en regelgeving een zeer beperkte invloed heeft op fouten en mismanagement door bestuurders. De *business judgement rule* in de Verenigde Staten heeft als uitgangspunt dat bestuurders niet aansprakelijk zijn voor fouten. Roe stelt dat deze regel een grote tekortkoming van wet- en regelgeving is, aangezien de regels voor veel managers een uitweg biedt om niet aansprakelijk te worden gesteld door aandeelhouders (Roe, 2003, p.171-173).

dreiging vanuit de markt voor vijandige overnames en de disciplinerende werking van vreemd vermogen, geldt dat naar verwachting de effecten zeer klein zullen zijn. Immers, een irrationeel handelende manager is zichzelf niet bewust van negatieve gevolgen van zijn besluiten, en dus zullen indirecte prikkels niet het gewenste effect sorteren.

Het meest directe mechanisme is het toezichthoudend orgaan, in Nederlandse en andere continentaal-Europese ondernemingen de Raad van Commissarissen en in Angelsaksische landen de *non-executives* van de *Board of Directors*. De rol van deze toezichthouders heeft twee goede uitgangspunten voor het inperken van de invloed van irrationele bestuurders. Ten eerste is het de taak van dit orgaan om toezicht te houden op het beleid van de bestuurders en de algemene gang van zaken. Deze taak is bijvoorbeeld in de Nederlandse wet vastgelegd en de beide commissies voor corporate governance – de Commissie Peters in 1997 en de Commissie Tabaksblat in 2003 – hebben heldere aanbevelingen beschreven voor een goed functionerend toezicht. De tweede van veertig aanbevelingen van de Commissie Peters is dan ook: “De Raad van Commissarissen dient zodanig te zijn samengesteld dat de leden ten opzichte van elkaar en de Raad van Bestuur onafhankelijk en kritisch opereren.” (p.34). In de Code Tabaksblat is deze aanbeveling bijna letterlijk als principe III.2 opgenomen. Het tweede uitgangspunt is dat de toezichthouders, als enige partij buiten de bestuurders, volledig geïnformeerd kunnen worden, omdat alle rapportage vertrouwelijk zal worden behandeld. Door deze informatievoorsprong zijn de commissarissen in de ideale positie om voorstellen van bestuurders te toetsen op de rationaliteit van hun motivatie.

Graag wil ik een aantal kanttekeningen plaatsen bij deze conclusie. Mijn eerste kanttekening is dat in het continentaal-Europese *two-tier* systeem een expliciete scheiding is aangebracht tussen bestuur en toezicht – in Nederland tussen bestuurders en commissarissen. In Angelsaksische landen hebben ondernemingen een *one-tier* systeem, waarbij de *executives* en de *non-executives* gezamenlijk het toporgaan vormen. Gezien het belang van een kritische en onafhankelijk toezichthouder biedt de expliciete scheiding in het *two-tier* systeem een beter uitgangspunt dan het *one-tier* systeem. Nederlandse ondernemingen hebben dus in dit opzicht een voorsprong ten opzichte van hun Angelsaksische concurrenten. De tweede kanttekening die geplaatst dient te worden is triviaal: de toezichthouder dient in staat en bereid te zijn om kritisch ten opzichte van de bestuurders te opereren. De governance codes in Nederland en buitenland alsmede de academische literatuur zijn unaniem in de noodzakelijk

randvoorwaarden. Toezichthouders dienen onafhankelijk en deskundig te zijn en over voldoende tijd voor hun taak te beschikken.¹⁶ Ik zou graag willen toevoegen dat zij oog hebben voor de rol van irrationele overwegingen in strategische beslissingen. De uitgebreide regelgeving op het gebied van governance, zeker voor ondernemingen die in meerdere landen een beursnotering hebben en dus met meerdere regelgevers te maken hebben, lijkt veel aandacht van toezichthouders te vergen. Een recente studie van Ernst & Young (2006) beschrijft van 148 toezichthouders uit 16 verschillende landen hun visie op risico. Van deze respondenten geeft 71% aan dat risico's voor de onderneming de afgelopen jaren zijn toegenomen, waarna 32% van deze groep spontaan aangeeft dat risico's van het niet-naleven van regels de belangrijkste oorzaak zijn. Uit de enquête komt het beeld naar voren dat toezichthouders meer energie besteden aan het naleven van regels dan aan het beoordelen van de strategische en operationele risico's van de bedrijfsactiviteiten. Dit lijkt een zorgelijke ontwikkeling. Tenslotte wil ik een derde kanttekening plaatsen vanuit het perspectief van irrationaliteit. Indien we een denkmodel hanteren waarbij bestuurders mede op irrationele overwegingen besluiten nemen, is het logisch ook bij de toezichthouders potentiële gevolgen van irrationaliteit te onderzoeken. Hoewel ik in deze rede geen volledig overzicht van de inzichten in deze literatuur zal geven, wil ik u één voorbeeld niet onthouden. Morck (2004) beschrijft een experiment van Milgram uit de jaren '60 van de vorige eeuw. Een proefpersoon wordt door Milgram in een witte laboratoriumjas geïnstrueerd dat hij meewerkt aan een onderzoek naar het effect van straf op leergedrag en optreedt als leraar die stroomstoten kan geven aan een leerling, indien de leerling vragen onjuist beantwoordt. De leerling is een acteur die niet werkelijk stroomstoten ontvangt, maar de proefpersoon/leraar is hiervan niet op de hoogte. Uit het experiment blijkt dat meer dan 60% van de proefpersonen uiteindelijk stroomstoten van 450 volt geeft, terwijl zij weten dat dit gevaarlijk is voor de leerling. Milgram's conclusie is dat mensen een neiging hebben om autoriteit te gehoorzamen. Morck's analogie is dat toezichthouders een vergelijkbare relatie met bestuurders hebben, waarbij loyaliteit aan de bestuurder een kritische houding bemoeilijkt. Een analyse van Mace (1971) bevestigt de ideeën van Morck, bijvoorbeeld doordat geïnterviewde toezichthouders aangeven dat het ongepast is om kritische vragen te stellen tijdens vergaderingen. Of, zoals een bestuursvoorzitter na

16 Zie John en Senbet (1998) voor een overzicht van literatuur over de effectiviteit van bestuur en toezicht.

vergadering uitlegde aan een toezichthouder die een kritische vraag stelde: “It is just plain bad manners to ask those kind of questions in a board meeting” (Mace, 1971, p.54). Concluderend kan gesteld worden dat het toezichthoudend orgaan, de Raad van Commissarissen in Nederland, in de beste positie is om irrationaliteit van bestuurders te beteugelen, maar dat commissarissen wellicht hierbij gehinderd worden door hun eigen irrationaliteit.

Het laatste governance-mechanisme zijn de aandeelhouders, waarbij zowel elementen van directe als indirecte disciplinerende aanwezig zijn. De indirecte werking komt voort uit de dreiging voor een manager om ontslagen te worden door de vergadering van aandeelhouders. Zoals eerder toegelicht, zal dit indirecte mechanisme naar verwachting weinig effect sorteren. Aandeelhouders kunnen langs twee wegen directe invloed op de bestuurder proberen uit te oefenen: via de aandeelhoudersvergadering en buiten de vergadering om. Ik wil graag beginnen met de invloed van de aandeelhoudersvergadering op irrationele managers. Een klein deel van de besluiten door het ondernemingsbestuur wordt aan de vergadering voorgelegd, maar deze beslissingen betreffen belangrijke strategische keuzes. Potentieel heeft de vergadering hier een mogelijkheid om irrationele managers te beïnvloeden. Het is in dit opzicht goed om te constateren dat Nederlandse beursondernemingen in toenemende mate grote overnames aan de aandeelhouders voorleggen in buitengewone vergaderingen.¹⁷ De vergadering kent echter een grote beperking in het geven van informatie aan aandeelhouders, omdat ook concurrenten geïnformeerd zullen worden. Hierdoor hebben de aandeelhouders een grote achterstand ten opzichte van bestuurders en commissarissen. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat de vergadering een zeer beperkte invloed heeft. Studies in zowel de Verenigde Staten als Nederland tonen dat alleen in zeldzame gevallen wordt afgeweken van de voorstellen van het zittende

17 Zo heeft Sligro bijvoorbeeld de overname van EDAH in een buitengewone vergadering voorgelegd aan haar aandeelhouders (Het Financieel Dagblad van 21 juni 2006).

management.¹⁸ Uiteraard is het ook mogelijk dat aandeelhouders buiten de aandeelhoudersvergadering om het management beïnvloeden. Echter, hiervoor is erg weinig empirisch bewijs.¹⁹

Uit het voorgaande kunnen we concluderen dat de rol van corporate governance in het beperken van de gevolgen van irrationele beslissingen zeer beperkt is. Indirecte mechanismen, waarbij managers geprikkeld worden om betere beslissingen te nemen werken niet, omdat de irrationaliteit geen bewust gedrag is. Een belangrijke rol is hier mogelijk voor het toezichthoudende orgaan, zoals de Raad van Commissarissen in Nederland, en in mindere mate voor aandeelhouders.

En wat is dan de rol van zogenaamde private equity-investeerdere, waarover de afgelopen maanden in Nederland veel ophef is ontstaan? Spelen deze investeerders een rol in de governance van irrationele managers? Zolang de investeerders geen volledig belang in een onderneming hebben, is hun positie vergelijkbaar met die van andere aandeelhouders. Echter, indien deze investeerders alle aandeelhouders van een beursgenoteerde onderneming uitkopen verandert deze situatie, zodra de beursnotering wordt beëindigd. De ondernemingen worden financieel en operationeel geherstructureerd, waarbij het de doelstelling van private equity-investeerdere is om de ondernemingen na enkele jaren weer naar de beurs te brengen of aan een andere

18 De Jong, Mertens en Roosenboom (2006) hebben in de periode 1998-2002 1583 voorstellen op vergaderingen van Nederlandse ondernemingen onderzocht en vinden dat slechts 9 voorstellen niet worden aangenomen. In deze periode zijn alle voorstellen door het bestuur op de agenda geplaatst. In de Verenigde Staten is door Maug en Rydqvist (2001) een onderzoek gedaan naar 4931 voorstellen van het management en 1063 voorstellen van aandeelhouders, waarvan er respectievelijk 64 en 1008 niet worden aangenomen.

19 Een recent onderzoek van de Nederlandse Monitoring Commissie Corporate Governance (2006) onder 32 ondernemingen beschrijft bijvoorbeeld dat in 28 (88%) ondernemingen bestuurders discussies hebben met aandeelhouders buiten de vergadering. Vijf ondernemingen (16%) consulteren zelfs individuele grootaandeelhouders voorafgaande aan een wijziging in de strategie. VNU is een voorbeeld van individueel overleg met aandeelhouders. De onderneming legde de plannen voor de overname van IMS Health eerst aan de grootaandeelhouders voor. Doordat deze aandeelhouders bij meerderheid tegen bleken trok VNU de plannen in (Het Financieele Dagblad van 5 augustus 2006).

onderneming te verkopen. In het licht van het voorgaande kunnen de activiteiten van private equity-ondernemingen gezien worden als arbitrage, een cruciale voorwaarde voor het functioneren van een markt, inclusief de markt voor bestuur en toezicht. Met andere woorden, private equity kan pas dan opbloeien wanneer bestuurders niet de maximale aandeelhouderswaarde generen. Hoewel irrationaliteit en beperkte governance hiervoor redenen kunnen zijn, is het uiteraard ook mogelijk dat andere motieven, zoals het behoud van werkgelegenheid, een rol spelen. Bij een private equity-transactie gaat het versnipperde aandelenbezit over in handen van één partij, die volledige zeggenschap krijgt en normaliter een meerderheid van de toezichhouders benoemt. In termen van de voorgaande beschrijving impliceert dit dat twee relevante mechanismen worden versterkt: de concentratie van het aandelenbezit stijgt en de relatie tussen aandeelhouders, bestuurders en commissarissen wordt sterker. Ter nuancering is het belangrijk te wijzen op de risicovolle financiering van private equity-activiteiten, waarbij normaliter een sterke toename van schuldfinanciering plaatsvindt en de maatschappelijke gevolgen van de operationele herstructureringen, die zowel positief als negatief kunnen zijn. Vanuit economisch perspectief is echter een positief aspect van de rol van private equity-ondernemingen dat zij de markt voor ondernemingsbestuur efficiënter maken, door te arbitreren bij ondernemingen waar inefficiënties bestaan.

5. Agenda voor verder onderzoek

Uit de voorgaande analyse kan een aantal conclusies worden getrokken die richting geven aan vervolgonderzoek op het gebied van ondernemingsfinanciering en corporate governance. De eerste richting voor verder onderzoek is het uitbouwen van theoretische analyses op het gebied van *behavioral corporate finance*. In tegenstelling tot andere deelgebieden in de ondernemingsfinanciering lijkt theorievorming achter te lopen bij de empirische analyses. Dit is eenvoudig te verklaren aangezien de veronderstellingen van irrationaliteit afwijken van de standaard micro-economische modelbouw. Het werk van onder andere Heaton (2002) toont wel aan dat theoretische modellen, gebaseerd op specifieke irrationele gedragingen, mogelijk zijn en uitstekend inzicht bieden in de mogelijke gevolgen van irrationaliteit.

Een tweede richting voor verder onderzoek is het documenteren van empirische regulariteiten over irrationeel gedrag door managers en de invloed van corporate governance, volgens in de ondernemingsfinanciering gangbare methoden. Gezien mijn voorgaande beschrijving zijn hierbij drie aspecten relevant. Een eerste voorwaarde is dat een meetbaar onderscheid kan worden gemaakt tussen ondernemingen en managers waar wel en geen irrationaliteit wordt verwacht. Een tweede voorwaarde is dat de invloed van irrationaliteit op besluiten meetbaar is en te onderscheiden van rationele verklaringen. Het derde aspect is dat verschillende governance-mechanismen in diverse situaties meer of minder relevant zijn. Dit impliceert dat de invloeden van governance-mechanismen niet geaggregeerd in de vorm van een governance-ratio kunnen worden meegenomen in empirische analyses. De analyse van irrationaliteit als ratio van governance is te veelzijdig om een governance-ratio te kunnen gebruiken. Naar mijn mening kan dit onderzoek een zinvolle bijdrage leveren aan de discussie over de relatie tussen governance en ondernemingsprestaties. De eerder genoemde positieve relatie zoals beschreven door Gompers, Ishii en Metrick (2003) is in de literatuur niet onbetwist. Studies van bijvoorbeeld Larcker, Richardson en Tuna (2004) en Core, Guay en Rusticus (2006) vinden geen of een zeer beperkte invloed van governance-kenmerken. Uiteindelijk loopt de relatie tussen governance en prestaties via de goede en slechte beslissingen die ondernemingen nemen op het gebied van investeringen en financiering. Het lijkt mij om deze reden zinvol om eerst inzicht te krijgen in de effecten van governance op besluitvorming, alvorens de tweede stap richting de invloed op prestaties te kunnen zetten.

De tweede, empirische richting voor verder onderzoek lijkt sterkt beperkt te worden door conventies in empirisch onderzoek. En zoals het goed zou zijn als toezichthouders in ondernemingen zich niet door autoriteit laten leiden, geldt dit ook voor mijzelf. Het is daarom zinvol om over de grenzen van het eigen vakgebied te kijken, bijvoorbeeld naar de bedrijfsgeschiedenis. In de Nederlandse bedrijfsgeschiedenis heb ik tot nu toe twee soorten bijdragen kunnen onderscheiden die beiden sterk verschillen van de literatuur op het gebied van de ondernemingsfinanciering, maar grote complementariteit vertonen. Ten eerste zijn er de studies die algemene ontwikkelingen over de tijd schetsen, zoals het werk van Sluyterman (2005) over Nederlandse ondernemingen in de twintigste eeuw en van Frentrop (2002) over governance in Nederland in de afgelopen vierhonderd jaar. Aan de hand van voorbeelden van bedrijven, eerdere studies en statistieken wordt een beeld geschetst van de ontwikkeling die ondernemingen doormaken binnen een kader van maatschappelijke, politieke en economische ontwikkelingen. Ten tweede zijn er case-studies van individuele ondernemers, ondernemingen of bedrijfstakingen.²⁰ Een persoonlijke noot in dit verband is dat de rijkheid aan inzichten die bedrijfshistorische studies ons bieden in schril contrast staan tot de aandacht die dit vakgebied in onze bedrijfskundige opleidingen krijgt. Bovendien is in Nederland het merendeel van de bedrijfshistorici werkzaam buiten de economische en bedrijfskundige faculteiten. Hoe anders is de situatie in bijvoorbeeld de Verenigde Staten waar juist deze faculteiten of *business schools* zich graag aan spiegelen. Het beste voorbeeld is Harvard Business School, waar Chandler's onderzoek een grote invloed heeft in brede kring en bedrijfshistorische vakken populair zijn, zelfs bij MBA-studenten.²¹ De twee voorgenoemde typen bedrijfshistorische studies zijn binnen de ondernemingsfinanciering zeldzaam, maar tonen overtuigend aan dat het gedrag van individuele managers sterk wordt beïnvloed door eerdere beslissingen en gebeurtenissen, ofwel door padafhankelijkheid.²² Hoewel deze term zeker geen synoniem is voor

20 Zie Sluyterman (1999) voor een uitgebreid overzicht van bedrijfshistorische studies.

21 Zie <http://www.hbs.edu/businesshistory/curric.html>

22 Het bekendste voorbeeld van padafhankelijkheid is het toetsenbord dat wij allen gebruiken. David (1985) beschrijft dat de positie van de toetsen optimaal is in het geval van een mechanische typemachine; de kans dat de armen met de symbolen verstrikt raken is het laagst bij een zogenaamd qwerty-toetsenbord, genoemd naar de eerste letters op de bovenste rij. Echter, sinds lange tijd wordt geen gebruik meer gemaakt van mechanische typemachines en is de indeling van het toetsenbord niet langer optimaal. Bijvoorbeeld, een zogenaamd Dvorak toetsenbord blijkt na enige oefening efficiënter. Andere auteurs hebben het voorbeeld van David bekritiseerd (zie David, 2001).

irrationaliteit, zijn er voorbeelden van padafhankelijk gedrag die niet stroken met economisch rationele optimalisatie. Een voorbeeld zijn de in Nederlandse vennootschappen veelgebruikte beschermingsconstructies. Uit historische beschrijvingen komt naar voren dat de aanwezigheid van deze constructies op twee manieren padafhankelijk is. Ten eerste blijkt uit studies over algemene ontwikkelingen dat in tijden van maatschappelijke onrust over overnames door buitenlandse ondernemingen relatief veel constructies worden ingesteld (Frentrop, 2002). Dergelijke situaties hebben zich in jaren '20 en '70 van de vorige eeuw voorgedaan en ook afgelopen voorjaar heeft de Tweede Kamer een wetsvoorstel getorpedeerd waarmee het kabinet beoogde de Europese overnamerichtlijnen te implementeren en aandeelhouders meer rechten te geven.²³ In alle drie de periodes wordt verwezen naar het tegengaan van een "uitverkoop van het Nederlandse bedrijfsleven".²⁴ Ook case-studies geven een goed inzicht in motivaties. Zo heeft bijvoorbeeld Philips in 1920 prioriteitsaandelen geïntroduceerd, zodat de familie Philips invloed op de samenstelling van de Raden van Bestuur en Commissarissen kon houden, ondanks dat de broers Anton en Gerard hun meerderheidsbelang opgaven na een verkoop van 20% van de aandelen aan General Electric (Metze, 2004, p.142). Pas vorig jaar zijn deze aandelen afgeschaft, terwijl de rol van de familie al decennia beperkt is.²⁵ De relaties tussen deze motivaties, padafhankelijkheid en irrationaliteit is dat de keuzes uit het verleden nog lang doorwerken op de governance-structuur van individuele ondernemingen. Dit lijkt te wijzen op padafhankelijkheid als gevolg van een irrationele neiging om governance-structuren door de tijd niet aan te passen. Ik hoop in de toekomst dit onderwerp nog verder uit te werken.

²³ Zie Het Financieele Dagblad van 30 maart en 10 april 2006.

²⁴ Kamerlid J. de Vries (CDA) in Het Financieele Dagblad van 30 maart 2006.

²⁵ Zie Het Financieele Dagblad van 23 februari 2005.

6. Conclusie

De conclusie van mijn betoog is dat een belangrijke ratio van corporate governance is gelegen in de irrationaliteit van topbestuurders. Ik heb getracht aan te tonen dat besluitvorming in ondernemingen kan worden beïnvloed door irrationaliteit van bestuurders. Tevens heb ik aangegeven dat deze irrationaliteit belangrijke gevolgen heeft voor de effectiviteit van governance-mechanismen. Met name de toezicht-houders – in Nederland de commissarissen – kunnen een belangrijke rol spelen in het beperken van de versturende invloed van irrationele bestuurders. Ik heb u hiermee ook inzicht gegeven in mijn plannen voor de komende jaren, waarin ik empirisch onderzoek wil doen naar *behavioral corporate finance* en corporate governance, zowel op basis van recente data als op basis van data uit de voorgaande eeuw.

De uiteindelijke doelstelling van dit onderzoek is om bij te dragen aan de academische en maatschappelijke discussie over goed ondernemingsbestuur. Immers, de ratio van corporate governance is dat besluitvorming in de bestuurskamers leidt tot waardevolle investeringen en goed ondernemerschap.

Dankwoord

Tot zover het inhoudelijke gedeelte van deze rede. Ik zou nu graag enkele woorden van dank willen uitspreken. Het College van Bestuur en het College van Dekanen van deze universiteit, de Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit Rotterdam, de dekaan van de faculteit RSM Erasmus University en de leden van mijn benoemingscommissie dank ik voor het in mij gestelde vertrouwen. Met veel plezier aanvaard ik de leerstoel Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance. Ik zal mijn uiterste best doen om de mij toevertrouwde taak zo goed mogelijk uit te voeren.

Dames en heren studenten,

“De materie waarop gij u werpt, is de geestesinspanning overwaard en uw drang naar weten zal mij een spoorslag zijn om mijnerzijds mijn heden aanvaarde taak te vervullen met die volle toewijding en opgewektheid, waarop gij uwerzijds aanspraak hebt.” (Verrijn Stuart, 1922, p.51). Aldus spraak Verrijn Stuart aan het einde van zijn oratie bij zijn benoeming aan deze universiteit in 1922. Ik onderschrijf zijn verklaring volledig.

Hooggeleerde Veld, beste Chris,

Jij bent de persoon die mij aan het einde van mijn studie heeft gestimuleerd om assistent-in-opleiding te worden, een keuze waar ik geen moment spijt van heb gehad. Jij hebt mij vervolgens gedurende deze opleiding als promotor veel geleerd over ondernemingsfinanciering in het algemeen en onderzoek in deze discipline in het bijzonder. Enorm bedankt voor je steun; ik hoop dat we snel weer een gezamenlijk project kunnen starten.

Hooggeleerde Moerland, beste Piet,

Als promotor heb jij mij altijd de vrijheid gegeven om mijn eigen weg te vinden, waarvan ik dankbaar gebruik heb gemaakt. Ik heb grote bewondering voor jouw grondige kennis van de literatuur en praktijk van corporate governance en onze gesprekken over dit onderwerp hebben een belangrijke invloed op mijn onderzoek in de afgelopen jaren gehad.

*Hooggeleerde Koedijk, beste Kees,
Hooggeleerde Verbeek, beste Marno,
Beste collega's van de vakgroep Financieel Management,*

Vanaf mijn eerste kennismaking met de vakgroep heb ik mij thuisgevoeld in een groep waar veel ruimte wordt gegund aan medewerkers, waardoor ik me heb kunnen ontplooiën als onderzoeker en als docent in de reguliere en part-time opleidingen. Tegelijkertijd heeft de samenwerking in onderzoek en onderwijs met vele van jullie een grote invloed op mijn ontwikkeling gehad. Ik hoop dat wij er als vakgroep in slagen deze perfecte mix van individuele ontplooiing en teamwerk vast te houden.

Beste co-auteurs en promovendi,

Ik heb het geluk en genoeg gehad met fantastische onderzoekers en onderzoekers-in-opleiding te werken. De samenwerking met anderen in projecten heeft een grote invloed op mijn werk, maar bovenal op het plezier dat ik hierin ervaar. In bedank graag mijn co-auteurs en promovendi voor hun samenwerking.

Beste familie en vrienden,

Jullie aanwezigheid hier en jullie vriendschap betekent veel voor Monique en voor mij. Ik ben mijn ouders dankbaar voor hun onvoorwaardelijke liefde en hun steun.

Liefste Monique, Wiebe en Jitse,

Het is heerlijk om vanuit het werk op een universiteit een andere wereld in te stappen en papers en college-sheets in te wisselen voor zandbakken, wilde dieren, verhalen over school, en de gezelligheid en warmte van ons gezin. Ik dank jullie hiervoor en hoop nog lang van jullie te genieten.

Ik dank u allen voor uw aandacht.

Ik heb gezegd.

Referenties

- Amihud, Y. en B. Lev, 1981, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.
- Ang, J.S., A. de Jong en M. van der Poel, 2006, Does CEO familiarity in business segments affect their divestment decisions?, *Working paper*.
- Baker, M., R.S. Ruback en J. Wurgler, 2004, Behavioral corporate finance: A survey, *Working paper*.
- Bazerman, M., 1998, *Judgement in managerial decision making*, fourth edition, John Wiley & Sons (New York).
- Berle, A.A. en G.C. Means, 1932, *The modern corporation and private property*, MacMillan (New York).
- Bertrand, M. en A. Schoar, 2003, Managing with style: The effect of managers on firm policies, *Quarterly Journal of Economics* 118, 1169-1208.
- Brehmer, B., 1980, In one word: Not from experience, *Acta Psychologica* 45, 223-241.
- Brounen, D., A. de Jong en K. Koedijk, 2004, Corporate finance in Europe: Confronting theory with practice, *Financial Management* 33, 71-101.
- Coase, R.H., 1937, The nature of the firm, *Economica* 4, 386-405.
- Commissie Corporate Governance, 1997, *Corporate governance in Nederland. De veertig aanbevelingen*.
- Commissie Corporate Governance, 2003, *De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*.
- Cooper, M.J., O. Dimitrov en P.R. Rau, 2001, A Rose.com by any other name, *The Journal of Finance* 56, 2371-2388.
- Core, J.E., W.R. Guay, en T.O. Rusticus, 2006, Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations, *The Journal of Finance* 61, 655-687.
- David, P.A., 1985, Clio and the economics of QWERTY, *American Economic Review* 75, 332-337.
- David, P.A., 2001, Path dependence, its critics and the quest for 'historical economics', in: *Evolution and path dependence in economic ideas*, P. Garrouste en S. Ioannides (Eds.), Edward Elgar (Cheltenham), 15-40.
- Davis, J.H., F.D. Schoorman en L. Donaldson, 1997, Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review* 22, 20-47.
- Ernst & Young, 2006, *Board members on risk. Leveraging frameworks for the future*.

- Finkelstein, S., 2006, Why smart executives fail: Four case histories of how people learn the wrong lessons from history, *Business History* 48, 153-170.
- Frentrop, P.M.L., 2002, *Corporate governance 1602-2002. Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*, Proefschrift Universiteit van Tilburg.
- Gervais, S., J.B. Heaton en T. Odean, 2002, The positive role of overconfidence and optimism in investment policy, *Working paper*.
- Gompers, P.A., J.L. Ishii en A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.
- Graham, J.R. en C.R. Harvey, 1999, The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics* 61, 187-243.
- Hackbarth, D., 2004, Managerial traits and capital structure decisions, *Working paper*.
- Hayward, M.L.A. en D.C. Hambrick, 1997, Explaining the large premiums paid for large acquisitions: Evidence from CEO hubris, *Administrative Science Quarterly* 42, 103-127.
- Heaton, J.B., 2002, Managerial optimism and corporate finance, *Financial Management* 31, 33-45.
- Hietala, P., S.N. Kaplan en D.T. Robinson, 2003, What is the price of hubris? Using takeover battles to infer overpayments and synergies, *Financial Management* 32, 5-31.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.C. en K. Murphy, 1990, Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-263.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C., 2005, Agency costs of overvalued equity, *Financial Management* 34, 5-19.
- John, K. en L.W. Senbet, 1998, Corporate governance and board effectiveness, *Journal of Banking & Finance* 22, 371-403.
- Jong, A. de, G. Mertens en P. Roosenboom, 2006, Shareholders' voting at general meetings: Evidence from the Netherlands, *Working paper*.
- Kahneman, D. en A. Tversky (Eds.), 2000, *Choices, values and frames*, Cambridge University Press (Cambridge).
- Larcker, D.F., S.A. Richardson en I. Tuna, 2004, Does corporate governance really matter?, *Working paper*.
- Mace, M., 1971, *Directors: Myth and reality*, Harvard Business School Press (Harvard).
- Malmendier, U. en G. Tate, 2005a, CEO overconfidence and corporate investment, *The Journal of Finance* 60, 2661-2700.

- Malmendier, U. en G. Tate, 2005b, *Who makes acquisitions?* CEO overconfidence and the markets reaction, *Working paper*.
- Malmendier, U., G. Tate en J. Yan, 2006, Corporate financial policies and overconfident managers, *Working paper*.
- Maug, E. en K. Rydqvist, 2001, What is the function of the shareholder meeting? Evidence from the U.S. proxy voting process, *Working paper*.
- Metze, M., 2004, *Ze zullen weten wie ze voor zich hebben. Anton Philips 1874-1951*, Balans (Amsterdam).
- Moeller, S.B., F.P. Schlingemann en R.M. Stulz, 2005, Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *The Journal of Finance* 60, 757-782.
- Moerland, P.W., 1997, *Corporate governance. Theorie en praktijk in internationaal perspectief*, Financiële en Monetaire Studies, Wolters-Noordhoff (Groningen).
- Monitoring Commissie Corporate Governance, 2006, *Reacties op vragenlijst inzake de rol van de aandeelhouders*, Rapport van Ministerie van Financiën.
- Morck, R., 2004, Behavioral finance in corporate governance. Independent directors and non-executive chairs, *Working paper*.
- Morck, R. Shleifer, A. en R.W. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Oosterwijk, B., 1979, *Vlucht na victorie. Lodewijk Pincoffs (1827-1911)*, Donia Pers Producties (Rotterdam).
- Polak, N.J., 1931, *Atavismen in en om de naamlooze vennootschap*, Diës-rede Tweeden Handels-Hoogeschooldag op 9 mei 1931 te Rotterdam.
- Roe, M.J., 2003, *Political determinants of corporate governance*, Oxford University Press (New York).
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business* 59, 197-216.
- Shefrin, H., 2007, *Behavioral corporate finance. Decisions that create value*, McGraw-Hill Irwin (New York).
- Shleifer, A. en R.W. Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 52, 737-783.
- Sluyterman, K.E., 1999, Nederlandse bedrijfsgeschiedenis, de oogst van vijftien jaar, *NEHA-Jaarboek 1999*, 352-387.
- Sluyterman, K.E., 2005, *Dutch enterprise in the twentieth century. Business strategies in a small open economy*, Routledge (Oxon).

Verrijn Stuart, G.M., 1922, *De waarde van geld*, Oratie Nederlandsche Handelshoogeschool uitgesproken op 20 januari 1922 te Rotterdam.

Wennekes, W., 1993, *De aartsvaders. Grondleggers van het Nederlandse bedrijfsleven*, Atlas (Amsterdam).

Erasmus Research Institute of Management (ERIM)

Inaugural Addresses Research in Management Series

ERIM Electronic Series Portal: <http://hdl.handle.net/1765/1>

Balk, B.M., *The residual: On monitoring and Benchmarking Firms, Industries and Economies with respect to Productivity*, 9 November 2001, EIA-07-MKT, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/300>

Benink, H.A., *Financial Regulation; Emerging from the Shadows*, 15 June 2001, EIA-02-ORG, ISBN 90-5892-007-0, <http://hdl.handle.net/1765/339>

Bruggen, G.H. van, *Marketing Informatie en besluitvorming: een inter-organisatieperspectief*, 12 October 2001, EIA-06-MKT, ISBN 90-5892-016-X, <http://hdl.handle.net/1765/341>

Commandeur, H.R., *De betekenis van marktstructuren voor de scope van de onderneming*, 05 June 2003, EIA-022-MKT, ISBN 90-5892-046-1, <http://hdl.handle.net/1765/427>

Dale, B.G., *Quality Management Research: Standing the Test of Time*; Richardson, R., *Performance Related Pay – Another Management Fad?*; Wright, D.M., *From Downsize to Enterprise: Management Buyouts and Restructuring Industry*. Triple inaugural address for the Rotating Chair for Research in Organisation and Management. March 28 2001, EIA-01-ORG, ISBN 90-5892-006-2, <http://hdl.handle.net/1765/338>

Dekimpe, M.G., *Veranderende datasets binnen de marketing: puur zegen of bron van frustratie?*, 7 March 2003, EIA-17-MKT, ISBN 90-5892-038-0, <http://hdl.handle.net/1765/342>

Dissel, H.G. van, *“Nut en nog eens nut” Over retoriek, mythes en rituelen in informatie-systeemonderzoek*, 15 February 2002, EIA-08-LIS, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/301>

- Dul, J., "De mens is de maat van alle dingen" *Over mensgericht ontwerpen van producten en processen.*, 23 May 2003, EIA-19-LIS, ISBN 90-5892-038-X, <http://hdl.handle.net/1765/348>
- Groenen, P.J.F., *Dynamische Meerdimensionele Schaling: Statistiek Op De Kaart*, 31 March 2003, EIA-15-MKT, ISBN 90-5892-035-6, <http://hdl.handle.net/1765/304>
- Hartog, D.N. den, *Leadership as a source of inspiration*, 5 October 2001, EIA-05-ORG, ISBN 90-5892-015-1, <http://hdl.handle.net/1765/285>
- Heck, E. van, *Waarde en Winnaar; over het ontwerpen van elektronische veilingen*, 28 June 2002, EIA-10-LIS, ISBN 90-5892-027-5, <http://hdl.handle.net/1765/346>
- Kaptein, M., *De Open Onderneming, Een bedrijfsethisch vraagstuk*, and Wempe, J., *Een maatschappelijk vraagstuk, Double inaugural address*, 31 March 2003, EIA-16-ORG, ISBN 90-5892-037-2, <http://hdl.handle.net/1765/305>
- Kroon, L.G., *Opsporen van sneller en beter. Modelling through*, 21 September 2001, EIA-03-LIS, ISBN 90-5892-010-0, <http://hdl.handle.net/1765/340>
- Magala, S.J., *East, West, Best: Cross cultural encounters and measures*, 28 September 2001, EIA-04-ORG, ISBN 90-5892-013-5, <http://hdl.handle.net/1765/284>
- Meijs, L.C.P.M., *The resilient society: On volunteering, civil society and corporate community involvement in transition*, 17 September 2004, EIA-2004-024-ORG, ISBN 90-5892-000-3, <http://hdl.handle.net/1765/1908>
- Osselaer, S.M.J. van, *Of Rats and Brands: A Learning-and-Memory Perspective on Consumer Decisions*, 29 October 2004, EIA-2003-023-MKT, ISBN 90-5892-074-7, <http://hdl.handle.net/1765/1794>
- Pau, L-F., *The Business Challenges in Communicating, Mobile or Otherwise*, 31 March 2003, EIA-14-LIS, ISBN 90-5892-034-8, <http://hdl.handle.net/1765/303>

- Peccei, R., *Human Resource Management And The Search For The Happy Workplace*. January 15, 2004, EIA-021-ORG, ISBN 90-5892-059-3, <http://hdl.handle.net/1765/1108>
- Pelsser, A.A.J., *Risico en rendement in balans voor verzekeraars*. May 2 2003, EIA-18-F&A, ISBN 90-5892-041-0, <http://hdl.handle.net/1765/872>
- Rotmans, J., *Societal Innovation: between dream and reality lies complexity*. June 3 2005, EIA-2005-026-ORG, ISBN 90-5892-105-0, <http://hdl.handle.net/1765/7293>
- Smidts, A., *Kijken in het brein, Over de mogelijkheden van neuromarketing*, 25 October 2002, EIA-12-MKT, ISBN 90-5892-036-4, <http://hdl.handle.net/1765/308>
- Smit, H.T.J., *The Economics of Private Equity*, 31 March 2003, EIA-13-LIS, ISBN 90-5892-033-X, <http://hdl.handle.net/1765/302>
- Stremersch, S., *Op zoek naar een publiek....*, April 15 2005, EIA-2005-025-MKT, ISBN 90-5892-084-4, <http://hdl.handle.net/1765/1945>
- Verbeek, M., *Onweerlegbaar bewijs? Over het belang en de waarde van empirisch onderzoek voor financierings- en beleggingsvraagstukken*, 21 June 2002, EIA-09-F&A, ISBN 90-5892-026-7, <http://hdl.handle.net/1765/343>
- Waarts, E., *Competition: an inspirational marketing tool*, 12 March 2004, EIA-2003-022-MKT, ISBN 90-5892-068-2, <http://ep.eur.nl/handle/1765/1519>
- Wagelmans, A.P.M., *Moeilijk Doen Als Het Ook Makkelijk Kan, Over het nut van grondige wiskundige analyse van beslissingsproblemen*, 20 September 2002, EIA-11-LIS, ISBN 90-5892-032-1, <http://hdl.handle.net/1765/309>
- Wynstra, J.Y.F., *Inkoop, Leveranciers en Innovatie: van VOC tot Space Shuttle*, February 17 2006, EIA-2006-027-LIS, ISBN 90-5892-109-3, <http://hdl.handle.net/1765/7439>



Abe de Jong (1970) is Professor in Corporate Finance and Corporate Governance at RSM Erasmus University. He obtained a PhD in finance at Tilburg University (1999). His research and teaching interests are in the area of empirical corporate finance and include capital structure choice, dividend policy, risk management, corporate investment and divestment policies, and corporate governance. In this inaugural address he discusses recent developments in the area of corporate finance, and in particular behavioral aspects of strategic and financial decision-making. The insights from behavioral finance are confronted with the effectiveness of corporate governance mechanisms.

The Erasmus Research Institute of Management (ERIM) is the Research School (Onderzoekschool) in the field of management of the Erasmus University Rotterdam. The founding participants of ERIM are RSM Erasmus University and the Erasmus School of Economics. ERIM was founded in 1999 and is officially accredited by the Royal Netherlands Academy of Arts and Sciences (KNAW). The research undertaken by ERIM is focussed on the management of the firm in its environment, its intra- and inter-firm relations, and its business processes in their interdependent connections.

The objective of ERIM is to carry out first rate research in management, and to offer an advanced doctoral programme in Research in Management. Within ERIM, over two hundred senior researchers and Ph.D. candidates are active in the different research programmes. From a variety of academic backgrounds and expertises, the ERIM community is united in striving for excellence and working at the forefront of creating new business knowledge.

Inaugural Addresses Research in Management contain written texts of inaugural addresses. The addresses are available in two ways, printed and electronical. For other inaugural addresses see the website of ERIM (www.irim.eur.nl)



Erasmus University Rotterdam
RSM Erasmus University
Erasmus School of Economics
P.O. Box 1738, 3000 DR Rotterdam, The Netherlands

Tel. +31 10 408 1182
Fax +31 10 408 9640
E-mail info@irim.eur.nl
Internet www.irim.eur.nl

ISBN 90-5892-128-X