



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de bedrijfsprestaties in private bedrijven.

Cem Sezen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Hannah VERLEYE



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2022
2023



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de bedrijfsprestaties in private bedrijven.

Cem Sezen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Hannah VERLEYE

Woord vooraf

Voor u ligt mijn masterproef dat het slotstuk vormt van mijn masteropleiding Handelswetenschappen aan de Universiteit Hasselt met als afstudeerrichting Accountancy, Fiscaliteit & Financiën.

Het schrijven van deze masterproef is een belangrijke mijlpaal in mijn academische en persoonlijke ontwikkeling. Het heeft mij de kans gegeven om diepgaand onderzoek te doen naar een onderwerp dat mij bijzonder interesseert. Gedurende het proces heb ik de kans gehad om mijn analytische vaardigheden verder te ontwikkelen, kritisch te denken en mijn academische schrijfvaardigheden te verbeteren.

Ik wil graag mijn oprechte dank uitspreken aan mijn promotor Prof. Dr. Wim Voordeckers voor de waardevolle begeleiding, steun en feedback gedurende het hele onderzoeksproces. Zonder zijn expertise en aanmoediging zou deze masterproef niet mogelijk zijn geweest.

Tevens wil ik mijn dank uitspreken aan drs. Hannah Verleye voor haar waardevolle input, suggesties en feedback.

Ook wil ik mijn dankbaarheid uiten aan mijn familie en vrienden voor hun onvoorwaardelijke steun en begrip gedurende deze intensieve periode. Jullie aanmoediging heeft me gemotiveerd om door te zetten en het beste van mezelf te geven.

Tot slot, hoop ik dat deze masterproef een waardevolle bijdrage zal leveren aan het wetenschappelijk debat binnen het vakgebied en wellicht andere onderzoekers zal inspireren om verder te bouwen op mijn bevindingen.

Met trots presenteer ik mijn masterproef aan de academische gemeenschap en aan eenieder die geïnteresseerd is in dit onderwerp.

Cem Sezen

Samenvatting

Het belang van deugdelijk bestuur is de voorbije jaren duidelijk geworden aan de hand van allerlei schandalen die aan het licht zijn gekomen. Een recent schandaal is dat van het Duitse fintech-bedrijf Wirecard AG. In juni 2020 kwamen er ernstige twijfels over de financiële stabiliteit van Wirecard, toen er een gat van 1,9 miljard euro in de boekhouding werd ontdekt. Het bleek dat het bedrijf fictieve inkomsten had gerapporteerd en dat er sprake was van fraude om de financiële situatie van het bedrijf rooskleuriger voor te stellen dan deze werkelijk was. Om dergelijke gebeurtenissen te vermijden zijn er wetten en regelgevingen gepubliceerd om ervoor te zorgen dat ondernemingen zich houden aan hun verantwoordelijkheden omtrent deugdelijk bestuur. In 2002 is er in de Verenigde Staten de Sarbanes-Oxley (Sox) wet gepubliceerd om een wettelijk kader omtrent corporate governance te versterken en te verbeteren. Ook in België werd er aandacht besteed aan toezicht op betere corporate governance. In 2004 werd er in België een commissie opgericht (Commissie Corporate Governance) die uiteindelijk ook een Corporate Governance Code publiceerde. Binnen deze regelgeving en codes wordt er ook veel aandacht besteed aan de Raad van Bestuur binnen een onderneming. Ondermeer de samenstelling en werking worden uitvoerig behandeld met als doel deugdelijk bestuur te behalen. Drukbezette bestuurders zijn hier een belangrijk onderdeel van aangezien ze een aanzienlijk effect kunnen hebben op de besluitvorming binnen een Raad van Bestuur. Daarom zijn er binnen deze corporate governance codes ook aanbevelingen gedaan omtrent het aantal mandaten die een bestuurder zou mogen bezitten. Drukbezette bestuurders zouden niet in staat zijn hun controlefunctie efficiënt uit te voeren. Tot op heden is er echter nog geen consensus in de academische wereld over het feit of meerdere bestuurdersmandaten bijdragen aan de bedrijfsprestaties van ondernemingen of niet. Met deze masterproef trachten we het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties te onderzoeken in een Belgische context.

Om dit effect te onderzoeken hebben we ons gebaseerd op twee hypothesen uit de academische wereld. De *reputatiehypothese* en de *busynesshypothese*. De reputatiehypothese beweert dat drukbezette bestuurders een bron zijn van expertise en kennis waardoor ze gezien kunnen worden als prestigieuze individuen. Daarnaast wordt gesuggereerd dat deze bestuurders ook efficiënter handelen en beschikken over resources die zorgen voor een effectievere besluitvorming.

De busynesshypothese stelt dat drukbezette bestuurders door een gebrek aan tijd hun verantwoordelijkheden als bestuurder nauwelijks kunnen nakomen. Zo zouden ze slechts in beperkte mate aanwezig zijn op bestuurdersvergaderingen en indien ze wel aanwezig zijn, zijn ze mogelijks niet voldoende voorbereid.

In de literatuur zijn de meningen omtrent het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties verdeeld. Het is belangrijk te onthouden dat het effect kan variëren afhankelijk van de context en de situatie waarin de onderneming zich bevindt.

Om een correcte hypotheseformulering te bekomen gaan we eerst kijken naar de geschiedenis van corporate governance codes en hun evolutie doorheen de tijd. Nadien bespreken we de samenstelling

en de werking van een Raad van Bestuur en welke rollen deze kan innemen binnen een onderneming. Hiervoor baseren we ons in dit onderzoek op de studie van Hung (1998) die een aantal rollen toewijst die een Raad van Bestuur kan aannemen. Allereerst bekijken we de agency theorie die de basis vormt voor de controlerol. Deze ziet de Raad van Bestuur als een strict controlerend orgaan die ervoor moet zorgen dat conflicten tussen belanghebbende partijen (principaal-agent relatie) niet van toepassing zijn binnen de onderneming of alleszins geminimaliseerd worden. Dergelijke conflicten ontstaan wanneer één van beide partijen gaat handelen vanuit eigen belang, wat nadelige gevolgen kan hebben voor de onderneming. Verder bekijken we de *“resource dependency theory”*. In deze theorie beschrijft men de Raad van Bestuur als een orgaan dat ervoor moet zorgen dat er een link gecreëerd wordt met de externe omgeving zodat men naast de middelen en kennis van anderen ook sneller kan reageren op veranderingen in de sector en in de externe omgeving. Zoals aangehaald in de reputatiehypothese zijn drukbezette bestuurders in het bezit van waardevolle *“resources”* zoals kennis, expertise en connecties die van groot belang kunnen zijn voor het succes van een onderneming. De overige rollen worden daarna kort verder besproken.

Zoals uit het literatuuronderzoek is gebleken, zijn er voor- en nadelen verbonden aan drukbezette bestuurders. Om duidelijkheid te scheppen over de situaties waarin een drukbezette bestuurder voordelig of nadelig kan zijn, hebben we gezocht naar factoren die bepalen in welke mate een onderneming behoefte heeft aan advies of controle. Dit hebben we gedaan aan de hand van de volgende factoren: de grootte, de leeftijd en de schuldgraad van de onderneming. Deze hebben we gebruikt als modererende variabelen in ons onderzoek. We zijn begonnen met de relatie tussen onze afhankelijke variabele (bedrijfsprestaties) en onafhankelijke variabele (drukbezette bestuurders) te onderzoeken. Nadien hebben we het effect van onze modererende variabelen op deze relatie bekeken. Volgens studies zouden grote bedrijven meer nood aan advies hebben dan kleinere bedrijven, omdat ze complexere bedrijfsactiviteiten en meer stakeholders hebben die beheerd moeten worden. Bijgevolg zouden drukbezette bestuurders de relatie tussen de grootte van een onderneming en de bedrijfsprestaties positief moeten beïnvloeden. Naast de grootte van de onderneming hebben we ook de leeftijd van de onderneming in beschouwing genomen. Een gebrek aan ervaring en kennis binnen de sector kunnen ervoor zorgen dat jonge ondernemingen onsuccesvol zijn en niet de kans krijgen zich te bewijzen ten opzichte van de markt en potentiële aandeelhouders. Deze ondernemingen hebben dus ook een grote nood aan advies. Hier kunnen drukbezette bestuurders van groot belang zijn door hun expertise, kennis en ervaring. Als laatst bekijken we ook de schuldgraad van de onderneming. Ondernemingen met een hoge schuldgraad zouden vaak complexer zijn dan ondernemingen die minder grote schulden hebben. Dit zou te verklaren zijn door hun afhankelijkheid van externe financieringsbronnen. Bedrijven die worstelen met financiële prestaties, operationele problemen of andere uitdagingen hebben vaak advies nodig om hun strategieën en processen te verbeteren en hun bedrijfsprestaties te verhogen.

Tot slot hebben we deze theoretische bevindingen empirisch getest. Dit hebben we gedaan aan de hand van de Bel-first database waarbij we de data van belgische middelgrote ondernemingen hebben gebruikt. We kunnen concluderen dat een drukbezette raad van bestuur zowel voor- als nadelen biedt waarbij de nadelen zwaarder doorwegen indien het gaat om een onderneming met een hoge schuldgraad. Voor ondernemingen met een schuldgraad hoger dan 76% vinden we een significant

negatief resultaat. Dit impliceert dat het effect van een drukbezette raad negatief is op de bedrijfsprestaties wanneer het een onderneming betreft met een schuldgraad van ongeveer 76% (of hoger). Voor de overige variabelen, grootte en leeftijd van de onderneming, hebben we geen significante resultaten gevonden in onze studie. Het is echter wel belangrijk te onthouden dat er in de literatuur wel van een positief effect wordt gesproken indien het gaat om een 'jonge' onderneming. De adviserende functie van een drukbezette raad van bestuur zou hier een grote meerwaarde bieden aangezien deze jonge ondernemingen nog over weinig ervaring en kennis beschikken. Over het algemeen kunnen we besluiten dat het effect van een drukbezette Raad van Bestuur afhangt van de situatie waarin de onderneming zich in bevindt

Inhoudsopgave

WOORD VOORAF	1
SAMENVATTING	3
INHOUDSOPGAVE	6
LIJST MET FIGUREN	9
LIJST MET TABELLEN	10
HOOFDSTUK 1: INLEIDING	11
HOOFDSTUK 2: LITERATUURSTUDIE	15
2.1 BEGRIP CORPORATE GOVERNANCE.....	15
2.1.1 <i>Ontstaan van Corporate Governance Codes</i>	15
2.1.2 <i>Corporate governance in België</i>	16
2.2 RAAD VAN BESTUUR	17
2.2.1 <i>Agency theory (De Controle Rol)</i>	18
2.2.2 <i>Stewardship theory (De Strategische rol)</i>	19
2.2.3 <i>Resource dependency theory (De Netwerk Rol)</i>	20
2.2.4 <i>Managerial hegemony (Ondersteunende rol)</i>	20
2.2.5 <i>Stakeholder theory (De Coördinerende rol)</i>	21
2.2.6 <i>Institutional theory (De Onderhoudende rol)</i>	21
2.3 SAMENSTELLING RAAD VAN BESTUUR	21
2.4 WERKING RAAD VAN BESTUUR.....	22
HOOFDSTUK 3: HYPOTHESEOPBOUW	24
3.1 REPUTATIEHYPOTHESE	24
3.2 BUSYNESSHYPOTHESE	25
3.3 BEHOEFTE AAN ADVIES.....	26
3.4 CONCLUSIE HYPOTHESES	29
3.5 METHODOLOGIE	30
3.5.1 <i>Dataverzameling</i>	30
3.5.2 <i>Populatie</i>	30
3.5.3 <i>Steekproef</i>	31
3.6 VARIABLEN	31
3.6.1 <i>Onafhankelijke variabele</i>	32
3.6.2 <i>Afhankelijke variabele</i>	33
3.6.3 <i>Modererende variabelen</i>	34
3.6.3.1 <i>Leeftijd</i>	34
3.6.3.2 <i>Grootte</i>	34
3.6.3.3 <i>Schuldgraad</i>	35
3.6.4 <i>Controlevariabelen</i>	35
3.7 GEGEVENSVERWERKING	35
HOOFDSTUK 4: EMPIRISCH ONDERZOEK	37
4.1 VERDELING RESIDUEN	37
4.2 BESCHRIJVENDE STATISTIEK	39
4.3 REGRESSIEANALYSE	41
4.3.1 <i>Marginale effecten</i>	46
4.3.1.1 <i>Leeftijd</i>	46
4.3.1.2 <i>Schuldgraad</i>	47
4.3.1.3 <i>Grootte (omzet)</i>	49
4.3.1.4 <i>Grootte (aantal personeelsleden)</i>	50
HOOFDSTUK 5: CONCLUSIES	51
5.1 LITERATUUR.....	51
5.2 EMPIRISCH ONDERZOEK.....	52

5.3 PRAKTISCHE IMPLICATIES	53
5.4 BEPERKINGEN VAN HET ONDERZOEK EN SUGGESTIES VOOR VERDER ONDERZOEK	54
LITERATUURLIJST	56

Lijst met figuren

Figuur 1: Opdeling Rollen Hung (1998)	18
Figuur 2: schematische voorstelling van de agency theory (Brauer & Van Tuyl, 2008).....	19
Figuur 3: Schematische voorstelling variabelen	32
Figuur 5: Histogram Return on Assets	37
Figuur 6: Probability Plot Return on Assets.....	37
Figuur 7: Probability Plot Nettowinstmarge	38
Figuur 8: Histogram Nettowinstmarge.....	38
Figuur 17: Marginaal effect Leeftijd.....	47
Figuur 18: Marginaal effect Schuldgraad.....	48
Figuur 19: Marginaal effect Grootte (Omzet)	49
Figuur 20: Marginaal effect Grootte (Aantal personeelsleden)	50

Lijst met tabellen

Tabel 1: Beschrijvende statistieken	39
Tabel 2: Verdeling Drukbezette Raad van Bestuur.....	40
Tabel 3: Verdeling Aantal personeelsleden	40
Tabel 4: Verdeling Leeftijd.....	41
Tabel 5: Resultaten Regressie	42
Tabel 6: Resultaten Regressie Schuldgraad	43
Tabel 7: Resultaten Regressie Leeftijd.....	44
Tabel 8: Resultaten Regressie Grootte.....	45

Hoofdstuk 1: Inleiding

De term corporate governance of ook wel “deugdelijk bestuur” genoemd is niet meer weg te denken uit de ondernemerswereld. Schandalen doorheen de geschiedenis zoals Enron in 2001 en meer recentelijk Wirecard in 2020, hebben duidelijk gemaakt dat heldere regelgeving en richtlijnen noodzakelijk zijn om deugdelijk bestuur te waarborgen binnen een onderneming. Een Raad van Bestuur is dan ook een belangrijk orgaan om ervoor te zorgen dat processen correct en redelijk worden uitgevoerd. Indien dit niet gebeurt kan dit leiden tot conflicten waardoor niet alleen interne maar ook externe aandeelhouders hun vertrouwen verliezen in het deugdelijk bestuur van de onderneming.

Een belangrijk onderdeel van dit deugdelijk bestuur is het aantal mandaten van een bestuurder en in welke mate dit een effect heeft op de kwaliteit van de geleverde prestaties. In bestaande literatuur wordt een gebrek aan tijd vaak aangehaald als een gevolg van een (te) groot aantal bestuurdersmandaten. Hierdoor kan er niet meer correct bestuurd en gecontroleerd worden (Harris & Shimzu, 2004). Het debat over het feit dat drukbezette bestuurders een positieve of negatieve impact hebben op de onderneming is al enige tijd gaande en blijft een onderwerp van discussie binnen zowel academische kringen als de zakenwereld.

Om te zorgen voor een goede werking van een Raad van Bestuur zijn er bepaalde richtlijnen die gepubliceerd worden in Corporate Governance Codes. Hierin worden richtlijnen gegeven omtrent de werking en verantwoordelijkheid van een Raad van Bestuur. Deze wordt onder andere verantwoordelijk gesteld voor de transparante communicatie gericht naar alle belanghebbenden waardoor deugdelijk bestuur wordt bereikt op elk niveau van de onderneming.

Om deugdelijk bestuur te bevorderen, kan een Raad van Bestuur meer diversiteit in haar samenstelling hebben dan enkel interne managers. Op deze manier kan er beroep gedaan worden op externe kennis en expertise of netwerkuitbreiding (Mace, 1986). Externe bestuurders zouden een grote meerwaarde kunnen leveren aan ondernemingen door hun expertise en kennis. Redenen om als bestuurder zelf meerdere mandaten uit te oefenen bestaan vaak uit ervaring opbouwen, een netwerk creëren en bewijzen dat men succesvol kan zijn op topniveau (Booth & Deli, 1996; Carpenter & Westphal, 2001; Loderer & Peyer, 2002). Drukbezette bestuurders zijn dan ook een belangrijk topic binnen de corporate governance omdat deze personen een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de prestaties van een onderneming. Om te voorkomen dat een te drukke agenda de oorzaak zou zijn van mindere bedrijfsprestaties zijn er aanbevelingen gepubliceerd in corporate governance codes wat betreft het aantal mandaten dat een bestuurder zou mogen opnemen. In België spreekt men van een grens van vijf mandaten terwijl er in de Verenigde Staten een overschrijding van drie mandaten beschouwd wordt als drukbezet.

Tot op heden is er geen duidelijk antwoord over de expliciete impact van meerdere bestuurdersmandaten op de bedrijfsprestaties. Wel is er sprake van een impact die zowel in positieve richting als negatieve richting uit kan gaan. De academische literatuur bevat studies die een positieve

relatie ontdekken tussen meerdere bestuurdersmandaten maar ook literatuur die de minder positieve kant van drukbezette bestuurders belicht. In deze studie wordt geprobeerd een duidelijk inzicht te bieden onder welke condities een bedrijf er baat bij heeft drukbezette bestuurders aan te trekken en in welke gevallen het minder interessant zou zijn. Dit tracht men te onderzoeken aan de hand van twee hypothesen namelijk de reputatie- en de busynesshypothese.

De reputatiehypothese belicht de positieve kant van het hebben van meerdere bestuurdersmandaten en stelt dat zulke bestuurders hoog gekwalificeerde bestuurders zijn met meer ervaring en competenties en op die manier een prestigieuze reputatie uitstralen die positieve effecten heeft op de bedrijven waarin ze zetelen in de Raad van Bestuur (Lowry & Mrtchyan, 2013). Dit leidt er overigens toe dat dit type van bestuurder vaker te maken krijgt met verlies van toezicht en controle door het gebrek aan voldoende tijd.

Het gebrek aan tijd en toezicht over de onderneming zijn één van de argumenten die voortvloeien uit de busynesshypothese. In deze hypothese is men van mening dat drukbezette bestuurders hun taak als bestuurder niet kunnen vervullen zoals van hen verwacht wordt. Een gebrek aan tijd is hier de grootste oorzaak van waardoor controle en begeleiding niet meer op een efficiënte manier kunnen plaatsvinden. Het is wel belangrijk een onderscheid te maken tussen bedrijven die meer nood hebben aan controle dan aan advies omdat andere eigenschappen van drukbezette bestuurders zullen doorwegen naargelang de noden van het bedrijf.

Een van de vaakst aangehaalde nadelen van drukbezette bestuurders is een gebrek aan tijd. De studie van Jiraporn (2009) toont aan dat drukbezette bestuurders vaker afwezig zouden zijn op bestuurdersvergaderingen of het te druk zouden hebben om deze grondig voor te bereiden (Harris & Shimzu, 2004)

Verder zijn er studies die de relatie tussen het aantal bestuurdersmandaten en de bedrijfsprestaties onderzoeken. Uit de studie van Eliezer, Fich & Shivdasani (2006) blijkt dat wanneer de meerderheid van de bestuurders over meerdere mandaten beschikt dit ten koste zou gaan van de bedrijfsprestaties in de vorm van minder efficiënte corporate governance, lagere market-to-book ratios en lagere winstgevendheid. Uit deze studie blijkt overigens ook dat bedrijven met drukbezette bestuurders minder snel geneigd zijn afstand te doen van deze bestuurders ondanks hun mindere prestaties. Ondanks het ondermaats presteren van deze bestuurders genieten deze ook vaak nog van een (te) hoge vergoeding die niet in lijn staat met de geleverde prestaties waardoor bedrijfsprestaties verder afnemen (Core et al., 1999).

Andere studies beargumenteren dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten ook voordelig kan zijn. Naar aanleiding van de studie van Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) blijkt dat er geen significante relatie is tussen de market-to-book ratio en het aantal bestuurdersmandaten zoals beweerd wordt in de studie van Fich & Shivdasani (2006). En zelfs in tegendeel, drukbezette bestuurders zouden beter in staat zijn om te plannen waardoor ze juist vaker aanwezig zouden zijn op vergaderingen in vergelijking met hun minder drukbezette collega's en zouden ook efficiënter handelen waardoor ze beter in staat zijn belangrijke beslissingen door te voeren. Ook hier is het

belangrijk om niet te vergeten dat de meerwaarde van dergelijke drukbezette bestuurders kan verschillen naargelang de noden van het bedrijf waarin ze operationeel zijn.

Verder heeft de studie van Ferris et al. (2003) aangetoond dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten een positieve invloed heeft op de reputatie van de bestuurder in de markt van CEO's en bestuurders. Dit geldt met name wanneer de bestuurder als drukbezet wordt beschouwd en ondersteunt daarmee de beweringen uit de reputatiehypothese. Factoren zoals ervaring, expertise en netwerk worden hoog gewaardeerd door bedrijven en Raden van Bestuur (Fama & Jensen, 1983; Mace, 1986) waardoor dit type bestuurder vaak in contact komt met het aanbod om meerdere bestuurdersmandaten op te nemen. Men kan dus vaststellen dat het aantal mandaten fungeert als indicatie voor reputatie en prestige waardoor ze worden gezien als hoogwaardige bestuurders (Gilson, 1990; Kaplan & Reishus, 1990; Vafeas, 1999).

Bovendien komt het onderzoek van Field, Lowry & Mkrtchyan (2013) tot de conclusie dat de resultaten uit het onderzoek van Fich & Shivdasani (2006) enkel gerelateerd zijn aan bedrijven die deel uitmaken van de Forbes 500 die bijgevolg bijzonder weinig voordeel halen uit drukbezette bestuurders. In dit onderzoek focussen ze zich op bedrijven die op het punt stonden een Initial Public Offering (IPO) uit te voeren. Dit wil zeggen dat het bedrijf voor de eerste keer naar de beurs stapt om haar aandelen aan te bieden waardoor het een beursgenoteerd bedrijf wordt. Deze bedrijven hebben vaak meer nood aan advies dan aan controle waardoor drukbezette bestuurders in dit soort bedrijven hun expertise en kennis vaak kunnen omzetten in betere prestaties van het bedrijf. De voordelen van een drukbezette bestuurder beginnen wel lichter door te wegen als deze zetelt in een Forbes 500 bedrijf. In deze omgeving wordt er vaak meer aandacht besteed aan controle dan aan advies verstrekken.

Aan de hand van deze academische literatuur is het debat over het aantal bestuurdersmandaten dat een individu zou mogen opnemen in belang gestegen. Zo zijn er aanbevelingen binnen de National Association of Corporate Directors (1996) en de Council of Institutional Investors (2003) gedaan omtrent een limiet in verband met het aantal bestuurdersmandaten. In Belgische context kunnen we verwijzen naar de richtlijnen die vermeld staan in de Belgische Corporate Governance Code die maximaal vijf mandaten toewijst aan een bestuurder. Of deze aanbevelingen terecht zijn kan men in vraag stellen aangezien er literatuur is die de positieve kant van meerdere bestuurdermandaten belicht maar ook literatuur die erop wijst dat het niet altijd gunstige resultaten kan opleveren.

Zoals eerder aangehaald worden drukbezette bestuurders gekenmerkt door hun expertise, kennis en belangrijk netwerk maar ook door hun gebrek aan tijd en nodige voorbereiding. In turbulente tijden zoals de covid-19 crisis hebben bedrijven nood aan structuur en advies. In lijn met de bevindingen uit de eerder uitgevoerde studies kan men verwachten dat in tijden zoals de covid-19 crisis drukbezette bestuurders een meerwaarde zouden kunnen bieden op het vlak van adviesverlening en bij het maken van belangrijke beslissingen op een korte periode. Men moet er wel steeds rekening mee houden dat in tijden van crisis bestuursvergaderingen frequenter plaatsvinden en intenser worden voor het management en de leden van de Raad van Bestuur. Het is dan de vraag of deze

bestuurders deel kunnen nemen aan deze vergaderingen zonder het verlies van kwaliteit in hun besluitvorming.

De centrale onderzoeksvraag van deze studie is om een duidelijk beeld te schetsen over het effect van meerdere bestuurdersmandaten op de bedrijfsprestaties en onder welke omstandigheden. Dit doen we aan de hand van de reputatiehypothese enerzijds en de busynesshypothese anderzijds te toetsen aan de Belgische private ondernemingen.

Hoofdstuk 2: Literatuurstudie

2.1 Begrip Corporate Governance

Onder corporate governance verstaat men het deugdelijk bestuur binnen de onderneming waarbij alle belanghebbenden beroep kunnen doen op een vertrouwelijke en transparante informatie-uitwisseling dat als doel heeft verantwoordelijkheid en onafhankelijkheid te waarborgen zowel binnen de onderneming als erbuiten. Door een correcte samenstelling van corporate governance organen, zoals een Raad van Bestuur, creëert een onderneming zijn eigen vertrouwelijke interne begeleiding en controle (L'huillier, 2014).

2.1.1 Ontstaan van Corporate Governance Codes

De oorsprong van een eerste aanzet tot regelgeving omtrent het bestuur van een onderneming kan men in de geschiedenis plaatsen aan het eind van de jaren 70' in de Verenigde Staten. Tijdens deze jaren was er sprake van een overgang van conglomeraten die eropuit waren de markt te domineren aan de hand van "hostile takeovers". Dit houdt in dat de overnemende partij tegen de wensen in van de overgenomen partij haar management handelt. Aan de hand van deze vijandige strategie werd er uiteindelijk in januari 1978 door de britse "Business Roundtable" een rapport, de "Cadbury Code", gepubliceerd dat ervoor moest zorgen dat de macht van eigenaren gelegitimeerd werd en dat er verantwoordelijkheid kon worden afgedwongen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Toch zagen veel onderzoekers in die tijd de "Cadbury Code" als de grondlegger van de toekomstige governance codes, hoewel er toch voor deze code richtlijnen zijn uitgebracht door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). De Cadbury Code werd gepubliceerd in 1992 in het Verenigd Koninkrijk en werd uitgegeven door het aanhoudend wantrouwen in financiële rapportages van onder andere auditors en boekhouders. Naar aanleiding van het ontstaan van deze gedragscodes in landen zoals het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten hebben ook andere landen ter wereld hun eigen code opgesteld. Ongeveer zeventig landen hebben één of meer codes uitgebracht met als doel de kwaliteit van de governance te verhogen en het vertrouwen te vergroten naar aandeelhouders toe (Haxhi & van Manen, 2010).

Een belangrijk onderscheid in de verschillende corporate governance codes is dat in het Europese continent ervanuit gegaan wordt van een gecentraliseerde eigendomsstructuur. Hierbij wordt er meer aandacht besteed aan het zeggenschap van werknemers en leveranciers dan in het niet-Europees continent. Zo ligt de nadruk in de Verenigde Staten, wat betreft corporate governance, op wetgeving en juridische richtlijnen. Deze "Sarbanes-Oxley" wet legt regels op die pleiten voor een meer onafhankelijk bestuur en het op één lijn brengen van de belangen van aandeelhouders en managers. Verder is het belangrijk om bestuurders met meerdere mandaten erop te wijzen dat het aantal mandaten dat ze bezitten de verantwoordelijkheden van de bestuurder niet mag belemmeren. De bestuurder zou op een efficiënte manier deel moeten nemen aan de raad van bestuur. Deze

richtlijnen kunnen komen vanuit organisaties die actief zijn op effectenbeurzen zoals de Securities and Exchange Commission of door justities zoals de Department of Justice (Haxhi & van Manen, 2010).

Het belangrijke onderscheid tussen deze angelsaksische en latijnse invloeden zorgt er overigens ook voor dat bedrijven te maken krijgen met verschillende culturen die elk hun eigen ideeën en verwachtingen hebben omtrent corporate governance (Hofstede, 1997). Deze cultuurverschillen hebben invloed in de manier waarop deze gedragscodes worden opgesteld en nageleefd.

2.1.2 Corporate governance in België

Uiteindelijk werd op 22 januari 2004 in België de Commissie Corporate Governance opgericht op initiatief van de autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA), het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO) en Euronext Brussels (Commissie Corporate Governance, 2022). Deze organisatie heeft als doel een unieke referentiecode uit te werken voor belgische genoteerde ondernemingen. In België spreekt men over twee codes waarvan de één zich richt op beursgenoteerde bedrijven en de andere op niet-beursgenoteerde bedrijven. De Belgische Corporate Governance Code heeft betrekking op de beursgenoteerde bedrijven in België. Deze code, ook wel de Code Daems genoemd, werd na enkele herzieningen op 17 mei 2019 via Koninklijk Besluit gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad (Commissie Corporate Governance, 2020).

Voor de niet-beursgenoteerde bedrijven heeft men de Code Buyse opgesteld. Deze betreft overigens een niet-dwingend karakter voor ondernemingen. Op 17 mei 2017 werd een derde versie van de code opgesteld onder de naam Code Buyse III. Beide codes worden gecontroleerd en gecoördineerd door de Belgische Commissie Corporate Governance. Met deze codes probeert men ervoor te zorgen dat vennootschappen zich houden aan bepaalde gedragscodes inzake behoorlijk bestuur.

Ook in deze codes wordt er gesproken over hoe een Raad van Bestuur moet functioneren om ervoor te zorgen dat er een juist evenwicht wordt gecreëerd tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met de regels anderzijds (Belgische Corporate Governance Code, 2020). Het aantal mandaten dat een bestuurder zou mogen uitoefenen wordt in de Belgische Corporate Governance Code gelimiteerd op een aantal van maximum vijf mandaten in beursgenoteerde bedrijven. Verder voorziet men in de richtlijn dat een bestuurder ervoor moet zorgen dat zij over voldoende tijd beschikt om te voldoen aan wat van hen verwacht wordt, rekening houdend met het aantal en het belang van hun diverse andere engagementen (Belgische Corporate Governance Code, 2020).

Ondertussen is er een Corporate Governance Code 2020 opgesteld. Deze is na aanzienlijke discussies tussen de leden van de Commissie Corporate Governance tot stand gekomen en stelt een gereviseerde versie voor van de Code 2009. In deze recentste uitvoering biedt men de mogelijkheid om voor een duaal bestuursmodel te kiezen, met een volledig gescheiden raad van toezicht en directieraad. In onze buurlanden, Nederland en Duitsland, is er al langer de keuze om voor een duaal

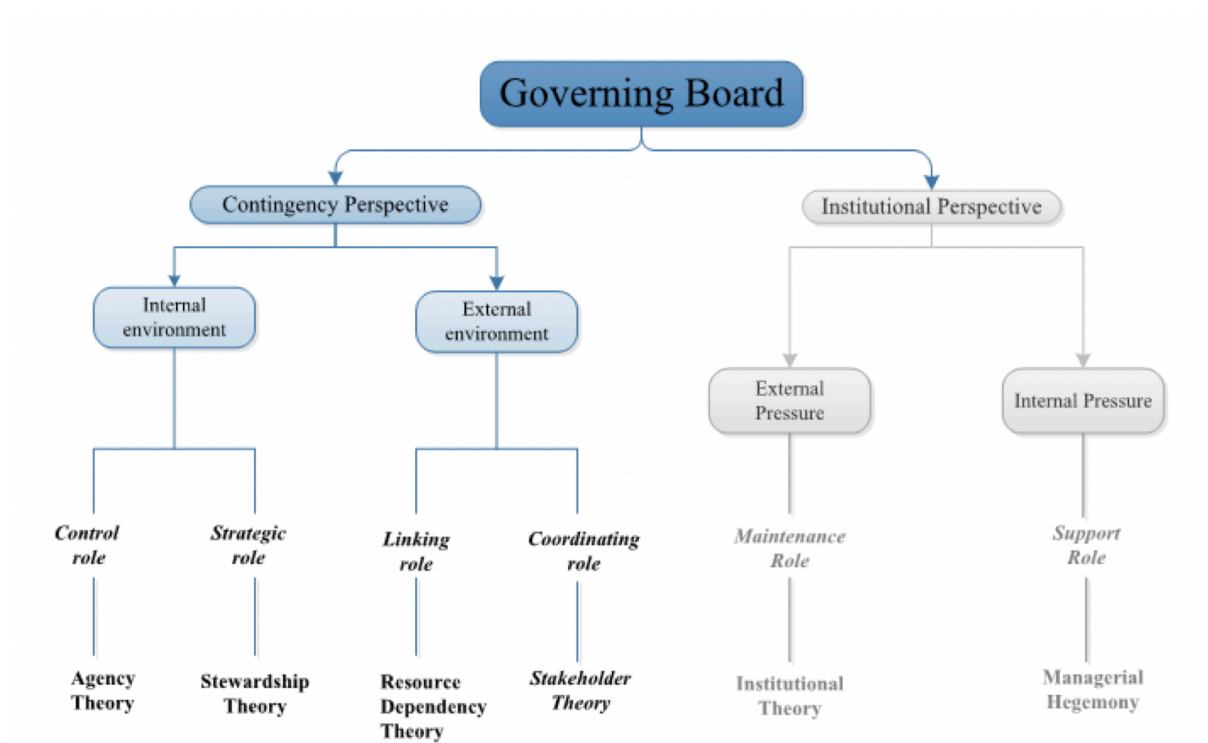
bestuursmodel te opteren (Belgische Corporate Governance Code, 2020). Kijkend naar het succes van dit nieuw bestuursmodel verwacht, en hoopt, de Commissie Corporate Governance een gelijkaardig effect in België.

Het belang van deugdelijk bestuur zit dus diep ingebakken in de bedrijfswereld en wordt gecontroleerd en geëvalueerd door onder andere de aandeelhouders zelf, die verwachten dat hun kapitaal wordt beschermd en dat het bedrijf op een verantwoorde en transparante manier wordt geleid, maar ook door de autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA). Bedrijven hebben er al het belang bij om zowel voor hunzelf alsook voor alle belanghebbenden te voldoen aan nauwgezette waarden en gedragscodes om op deze manier correct te handelen met situaties die onvoorzien op hun afkomen maar ook in hun handelingen van dag tot dag.

2.2 Raad van bestuur

Een belangrijk orgaan binnen de onderneming dat moet zorgen voor de controle en uitvoering van zo een deugdelijk bestuur is de Raad van Bestuur. In de Belgische Corporate Governance Code wordt de rol van de Raad van Bestuur opgesplitst in twee delen. Het eerste deel bestaat uit ondernemerschap ondersteunen binnen de onderneming. Het tweede deel heeft betrekking op toezicht en controle waarborgen binnen de organisatie. Om deze rollen op een correcte manier te kunnen vervullen moet zo een Raad van Bestuur bestaan uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. Verder is het ook belangrijk dat deze bestuurders allemaal beschikken over een onafhankelijk oordeelsvermogen en van objectiviteit in de besluitvorming (Belgische Corporate Governance Code, 2020).

Een Raad van bestuur kan verschillende belangrijke rollen vervullen binnen de onderneming. Ook hierover zijn er onderzoeken gedaan in verband met welke rol een Raad van Bestuur kan aannemen en welke taken hiertoe behoren. De meest besproken rol van de Raad van Bestuur bestaat uit de service rol (Huse, 2005). De service rol omvat perspectieven die ervoor moeten zorgen dat "corporate leadership", "value creation through leadership" en "resource-based view of the firm" worden behaald. Onder deze service rol kan men vervolgens de netwerk- en controlerol plaatsen. Deze zijn gebaseerd op de resource dependency theory en agency theory (Fama & Jensen, 1983; Hillman & Dalziel, 2003). Ook de stewardship theory heeft in de literatuur naast verscheidene cognitieve en gedragsmatige benaderingen zijn plaats omtrent de rol van een Raad van Bestuur. De studie van Hung (1998) beschrijft naast de *agency theory*, *resource dependency theory* en *stewardship theory* ook nog drie andere perspectieven die een beeld kunnen vormen in verband met de rol van een Raad van Bestuur. Hij voegt aan de drie eerder vernoemde theorieën ook nog de *stakeholder theory*, de *institutional theory* en de *managerial hegemony* toe. Onderstaande figuur stelt een visuele samenstelling voor van de opdeling van de verschillende rollen volgens de ideologie van Hung.



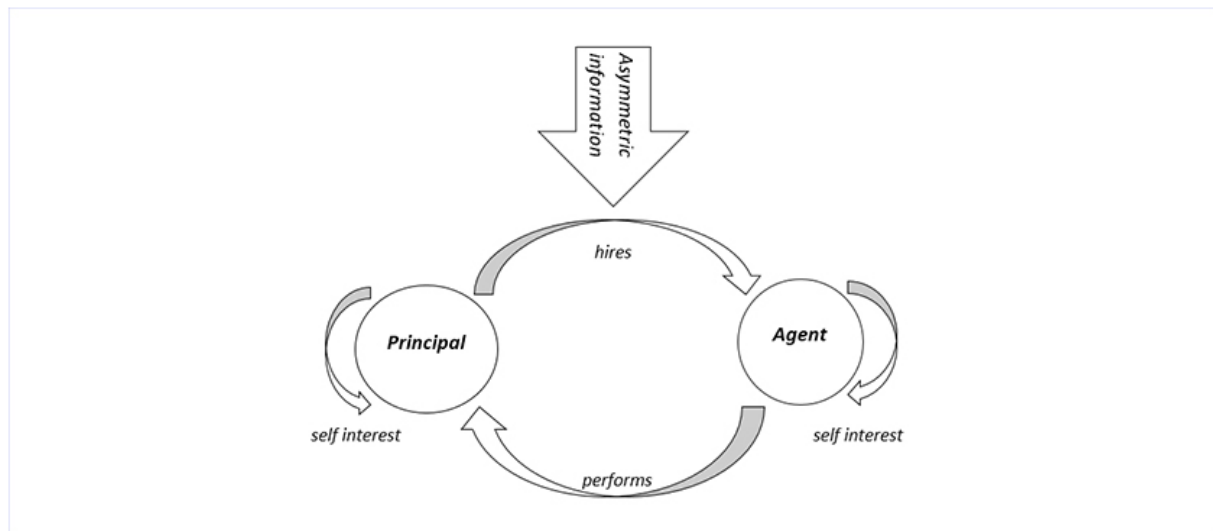
Figuur 1: Opdeling Rollen Hung (1998)

Toch is er vaak nog verwarring over hoe deze rollen het best worden geïmplementeerd binnen de onderneming (Forbes & Milliken, 1999; Zahra & Pearce, 1991) en wat de inhoud van de beschreven rollen zou moeten zijn voor dat specifiek bedrijf (van den Heuvel et al., 2006; Stiles & Taylor, 1996; Minichilli, Zattoni & Zona, 2009; Nielsen & Huse, 2005).

De centrale vraag van deze studie spitst zich toe op de reputatie- en de busynesshypothese. In deze studie baseren we ons vooral op de *agency theory* (controle rol) en de *resource dependency theory* (netwerk/linking rol). Deze twee theorieën zullen dan ook in het verloop van deze studie verder besproken worden in tegenstelling tot de andere overgebleven theorieën die kort aangehaald zullen worden.

2.2.1 Agency theory (De Controle Rol)

Om de agency theory verder te bespreken is het van belang duidelijkheid te scheppen rond het principaal-agent verhaal. Dergelijke relatie ontstaat waarbij één persoon (de principaal), of meerdere, een andere persoon (de agent) de opdracht geeft een taak uit te voeren. De belangen van de aandeelhouder (principaal) omvatten deugdelijk bestuur van de onderneming en toenemende bedrijfsprestaties. Het is niet vanzelfsprekend dat ook de agent dezelfde belangen nastreeft als zijn/haar opdrachtgever. Door tegengestelde belangen kunnen beide partijen in conflict geraken waardoor de nood aan een degelijk controleorgaan in belang stijgt. Het management kan gaan handelen volgens hun eigen belang waardoor bedrijfsprestaties onder druk komen te staan of ondermaats presteren (Jensen & Meckling, 1976) en haaks staan tegenover de doelstellingen van de aandeelhouders. Figuur 2 stelt deze principaal-agent relatie voor in een schema.



Figuur 2: schematische voorstelling van de agency theory (Brauer & Van Tuyll, 2008)

Dergelijke conflicten kunnen tot stand komen door asymmetrische informatie binnen de organisatie. Het management heeft meer inzicht in de werking van de onderneming waardoor het voor de aandeelhouders moeilijk wordt om uit te maken of deze groep handelt in het belang van de onderneming (Eisenhardt, 1989). Indien aandeelhouders zien dat er niet redelijk wordt omgegaan met hun geïnvesteerd kapitaal kan dit leiden tot agency kosten. Het is de taak van de Raad van Bestuur deze conflicten te vermijden, of alleszins te minimaliseren, door op te treden als controleorgaan tussen deze partijen om zo te komen tot cohesie en samenhang binnen een onderneming en deviaties in verband met belangen te voorkomen (Fama & Jensen, 1983).

Bestuurders die optreden in meerdere Raden van Bestuur kunnen belangrijke pionnen zijn om deze zogenaamde agency kosten te reduceren door hun onafhankelijkheid waardoor ze kritische vraagstukken durven aan te halen die, indien ze niet aanwezig zouden zijn, niet aan het licht zouden komen. Ze kunnen doorslaggevend zijn in de besluitvorming van belangrijke topics waarmee het bedrijf op dat moment mee te maken heeft door hun effectieve en snelle manier van denken en handelen (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

De Raad van Bestuur heeft de verantwoordelijkheid om agency kosten te minimaliseren en ervoor te zorgen dat investeringen van de aandeelhouders in lijn blijven met de belangen van de onderneming.

2.2.2. Stewardship theory (De Strategische rol)

In tegenstelling tot de agency theory waar managers omschreven worden als individualistisch en opportunistisch worden managers vanuit de stewardship theory omschreven als een collectieve groep die in het belang van de onderneming handelt (Donaldson & Davis, 1991). Machtsmisbruik en tegengestelde belangen zijn in deze theorie niet aan de orde en worden niet als motiverende factoren gezien voor managers. Het nut dat managers halen uit het opereren in belang van de principaal en de onderneming zijn volgens de stewardship theory van groter belang dan kiezen voor eigen belang.

Belangrijk hierbij is dat het niet enkel financiële factoren zijn die ervoor zorgen dat managers intrinsiek gemotiveerd zijn. De rol van de Raad van Bestuur wordt in deze theorie omschreven als strategisch aangezien men geen controlefunctie moet aannemen doordat belangenconflicten zich niet zullen voordoen.

2.2.3 Resource dependency theory (De Netwerk Rol)

Een volgend perspectief dat wordt besproken door Hung is de *resource dependency theory*. Zoals aangehaald in de reputatiehypothese beschikken bestuurders met meerdere mandaten over expertise en kennis die doorslaggevend kan zijn in de besluitvorming van een onderneming. Ze hebben een grote waaier aan "resources" die van belang kunnen zijn voor het succes van de onderneming. Externe bestuursleden kunnen beroep doen op hun groot netwerk en kunnen middelen ter beschikking stellen in het geval dat de aanwezige interne kennis en middelen niet voldoende zijn (Pfeffer & Salancik, 1978). In deze theorie beschrijft men de Raad van Bestuur als een orgaan dat ervoor moet zorgen dat er een link gecreëerd wordt met de externe omgeving zodat men naast de middelen en kennis van anderen ook sneller kan reageren op veranderingen in de sector en in de externe omgeving (Pearce & Zahra, 1991).

2.2.4 Managerial hegemony (Ondersteunende rol)

De managerial hegemony theory ziet het management als dominante speler waarbij de Raad van Bestuur een passieve functie vervult bij het bepalen van de juiste strategie of besluitvorming (Hendry & Kiel, 2004). Deze verdeling van macht kan tot stand komen door vijf dynamieken die spelen binnen de onderneming. Een eerste mogelijke oorzaak, onderzocht door Berle & Means in 1932, heeft te maken met de steeds groter wordende kloof tussen eigendom en controle in ondernemingen. Dit in combinatie met groei van het aandelenkapitaal waarbij belangrijke aandeelhouders hun deel van de taart zien verkleinen en uiteindelijk hun inspraak zodanig zal verwateren dat ze niet meer over dezelfde "macht" beschikken als voor de verwatering. Het wordt hierdoor dan ook steeds makkelijker voor het management om te gaan handelen vanuit eigen belangen (Jensen & Meckling, 1976). Een tweede mogelijke oorzaak van het managerial hegemony theory perspectief komt overeen met de in de agency theory aangehaalde oorzaken. Asymmetrische informatie maakt het voor interne managers makkelijker om een Raad van Bestuur, met vooral passieve bestuursleden, te benadelen. Mizruchi (1983) beschrijft in zijn studie een mogelijke derde oorzaak, namelijk, managers die werkzaam zijn in winstgevende bedrijven hebben vaak andere financieringsmogelijkheden om investeringsbeslissingen mee door te voeren. Een voorbeeld van zo een mogelijke financieringsbron zijn de ingehouden winsten van het bedrijf die bestaat uit de netto winst dat niet als dividend wordt uitgekeerd. Hierdoor zijn dit soort managers minder afhankelijk van aandeelhouders waarmee ze hun controle over de onderneming kunnen uitbreiden. Een vierde oorzaak betreft het feit dat leden van de Raad van Bestuur, in de meeste gevallen, verkozen worden door het management waardoor deze een zekere controle uitoefent op de Raad van Bestuur. Hiermee samenhangend komt men tot de laatste oorzaak van een eventuele verdeling van macht tussen het management en de Raad van Bestuur. De chief executive officer (CEO) van een onderneming is de persoon waarmee bestuurders

vaak aan tafel zitten om bepaalde beslissingen door te voeren. Overigens zijn deze bestuurders afhankelijk van de CEO omdat deze over het zeggenschap heerst in verband met hun beloningen en doorgroeimogelijkheden waardoor het zetelen van deze bestuurders in de Raad van Bestuur ervoor kan zorgen dat er een beeld wordt geschetst van macht en inspraak tegenover de CEO die in het nadeel van de bestuurders in kwestie kan spelen (Stiles, 2001).

Deze vijf controlemechanismen kunnen ervoor zorgen dat de CEO beslist over de strategie van de onderneming waarbij de Raad van Bestuur enkel als ondersteunend orgaan optreedt.

2.2.5 Stakeholder theory (De Coördinerende rol)

Deze theorie verwijst naar de verantwoordelijkheid van een onderneming om te handelen rekening houdend met elke belanghebbende, of *stakeholder*. De visie van deze theorie spitst zich niet enkel toe op de relatie tussen aandeelhouder en manager maar kijkt veel breder, namelijk naar elke persoon die in enige zin een invloed kan hebben op de onderneming of door de onderneming haar missie wordt beïnvloed (Freeman, 1984). Hiertoe behoren leveranciers, klanten, werknemers, banken, overheden en nog andere groepen die in contact kunnen komen met de onderneming.

2.2.6 Institutional theory (De Onderhoudende rol)

De opkomst van institutionele instanties waarbij er druk wordt uitgeoefend vanuit buiten de Raad van Bestuur kan men verklaren met de institutional theory. Vanuit allerlei hoeken worden normen en waarden opgelegd waardoor ondernemingen geremd worden om te opereren volgens hun visie en missie. Concreet wil dit zeggen dat ondernemingen enkel zullen handelen op een manier die als maatschappelijk verantwoord wordt gezien. De rol van de Raad van Bestuur bestaat er dan enkel in om ervoor te zorgen dat deze verantwoording niet in gevaar komt en onderhouden wordt (Ingram & Simons, 1995).

2.3 Samenstelling Raad van Bestuur

De samenstelling van een Raad van Bestuur wordt nauw beschreven in de Belgische Corporate Governance Code. Hierin wordt deze omschreven als "een raad die klein genoeg is met het oog op een efficiënte besluitvorming en groot genoeg opdat de bestuurder ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en opdat wijzigingen in de samenstelling van de raad ongehinderd kunnen worden opgevangen."

Zoals eerder aangehaald bestaat een raad van bestuur uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders om controle en toezicht te waarborgen. Hoeveel leden een raad van bestuur juist zou moeten hebben hangt af van het type bedrijf en kan dus niet vastgezet worden op een specifiek aantal. Wel bestaat er een aanbeveling dat de meerderheid van de bestuurders een onafhankelijk karakter moet hebben en dat dit er minimaal drie moeten zijn binnen de onderneming.

In de Code Buysse III wordt omschreven wat men verstaat onder een onafhankelijke bestuurder: "een bestuurder die noch tot het management, noch tot de controlerende aandeelhouder behoort". Het belang van dergelijke onafhankelijke bestuurders moet de objectiviteit in de besluitvorming waarborgen waar het voor de afhankelijke bestuurders soms moeilijker kan zijn. Voor kleine en middelgrote ondernemingen (KMO) wordt er wel de nuance gemaakt opdat competentie in dit soort bedrijven belangrijker is dan het onafhankelijk karakter van de bestuurder. Door de aard van de relatie tussen de bestuurder en het management kan er uiteraard altijd getwijfeld worden aan de onafhankelijkheid maar deze speelt een minder belangrijke rol in KMO's zoals eerder vermeld.

2.4 Werking Raad van Bestuur

Er zijn verschillende factoren die de werking van een raad van bestuur binnen een organisatie kunnen bepalen. Enkele belangrijke factoren zijn onder andere de bestuursstructuur (Keasey & Wright, 2013). De bestuursstructuur van een organisatie kan een grote invloed hebben op de werking van de raad van bestuur. Bijvoorbeeld, organisaties met een tweeledige structuur, waarbij er een aparte raad van toezicht en raad van bestuur is, hebben vaak een andere dynamiek dan organisaties met een éénhoofdige structuur (Tricker, 2018). Verder kan men kijken naar de samenstelling van de raad van bestuur. De samenstelling van de raad van bestuur, inclusief het aantal leden, de ervaring, achtergrond en expertise van de bestuursleden, kan een grote invloed hebben op de werking van de raad van bestuur (LeBlanc, 2016). Het is belangrijk dat de bestuursleden verschillende vaardigheden en perspectieven brengen en dat er een balans is tussen onafhankelijke bestuursleden en bestuursleden die verbonden zijn met de organisatie. Zo maken communicatie en transparantie ook deel uit van de werking van een raad van bestuur. De kwaliteit van de communicatie tussen bestuursleden en tussen de raad van bestuur en het management van de organisatie kan de werking van de raad van bestuur beïnvloeden. Het is belangrijk dat er open en transparante communicatie plaatsvindt tussen bestuursleden en dat er effectieve communicatiekanalen zijn tussen de raad van bestuur en het management. Als laatst bespreken we de bestuursprocedures. De procedures en processen die de raad van bestuur hanteert, zoals de frequentie en duur van vergaderingen, de manier waarop beslissingen worden genomen en de manier waarop bestuursleden worden beoordeeld en betrokken zijn bij de gehanteerde handelingen, kunnen allemaal de werking van de raad van bestuur beïnvloeden. We spitsen ons toe op deze bestuursprocedures in de volgende alinea.

Het functioneren van een raad van bestuur kan men opdelen in de volgende drie categorieën. Enerzijds kan men de werking bepalen aan de hand van de vergaderfrequentie van de raad van bestuur. Een raad van bestuur wordt in de code Buysse geacht minstens vier keer samen te zitten en daarnaast ook één algemene vergadering te organiseren (Code Buysse III, 2017). Bestuurders die een drukke agenda hebben worden, zoals beschreven in de busynesshypothesis, geacht over onvoldoende tijd te beschikken om deze vergaderingen voldoende voor te bereiden en bij te wonen (Jiraporn, 2009). Maar er bestaat ook literatuur die aantoont dat drukbezette bestuurders beter zijn in het plannen en voorbereiden van onder andere vergaderingen, maar ook in het besturen en ondersteunen van ondernemingen in het algemeen (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Een raad van bestuur met leden die onvoldoende tijd hebben en niet voorbereid zijn zal ertoe leiden dat de raad niet meer als actief orgaan betrokken is bij het bestuur van de onderneming en op die manier niet meer over de

nodige informatie zal beschikken om belangrijke beslissingen te nemen. Naast de vergaderfrequentie kan men ook kijken naar de graad van betrokkenheid van de leden die zetelen in de raad van bestuur (Nadler, 2004). Het is vanzelfsprekend dat de graad van betrokkenheid van een bestuurder die hij ervaart bij een bedrijf zal verminderen naarmate het aantal mandaten dat hij/zij bezit, toeneemt (Conyon & Read, 2006). Het is van groot belang dat bestuurders die zetelen in de raad van bestuur over voldoende tijd beschikken om de taken die van hen verwacht worden op een efficiënte en effectieve manier voltooien. Dit kan enkel bereikt worden indien de bestuurder in kwestie voldoende betrokken is met de onderneming en over de juiste informatie beschikt om op een correcte manier aan besluitvorming te doen. Verder is het ook van belang te kijken naar de evaluatie van de raad van bestuur. Het is essentieel dat een raad van bestuur aan voldoende zelfreflectie doet en regelmatig feedback verkrijgt en verwerkt om het proces van besluitvorming te verbeteren. Op deze manier kan men bijsturen waar nodig en indien nodig verschillende profielen van bestuurders aantrekken die een meerwaarde kunnen bieden aan de werking van een goed werkende raad van bestuur. Aan de hand van deze factoren is het mogelijk een beeld te schetsen over hoe een raad van bestuur functioneert en welke punten een significant verschil teweeg kunnen brengen in deze werking (Nadler, 2004).

Zoals vermeld heeft de graad van betrokkenheid een invloed op het functioneren van de raad van bestuur maar ook op de efficiëntie van de bestuurder in kwestie. Vaak is de definitie van een drukbezette bestuurder een grijs gebied. Zo beweren onderzoekers dat het overschrijden van de grens van drie mandaten ervoor zorgt dat de bestuurder drukbezet wordt geacht (Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2006). Andere beweren dat een overschrijding van de grens van twee mandaten ook al beschouwd mag worden om een bestuurder in de raad van bestuur te benoemen als drukbezet (Perry & Peyer, 2005). Om deze verwarring te voorkomen zijn er richtlijnen gepubliceerd omtrent het aantal mandaten waarna een bestuurder drukbezet wordt beschouwd. Zo bestaat er in de Verenigde Staten de National Association of Corporate Directors (NACD) dat als orgaan optreedt in verband met de begeleiding van Raden van Bestuur die verwijst naar een aantal van drie externe bestuurdersmandaten als de grens van een niet-drukbezette bestuurder. Naast de NACD zijn er ook aanbevelingen vanuit de Council of Institutional Investors (CII) die, net zoals het onderzoek van Perry en Peyer, aanraden om niet meer dan twee extra mandaten op te nemen als bestuurder. Vergelijkbare aanbevelingen voor bedrijven gevestigd in België kan men vinden in de Corporate Governance Code (2022). Deze publiceerde in de code dat er niet meer dan vijf bestuurdersmandaten opgenomen mogen worden in beursgenoteerde vennootschappen.

Hoofdstuk 3: Hypotheseopbouw

In deze studie worden twee specifieke hypothesen beschreven waaronder bestuurders kunnen worden onderverdeeld. De eerste hypothese noemt men de *reputatiehypothese*. Deze hypothese belicht de positieve kant van meerdere bestuurdersmandaten en stelt dat zulke bestuurders hoog gekwalificeerde bestuurders zijn met meer ervaring en competenties. Dit type van bestuurders haalt er voordeel uit om meerdere mandaten te hebben als bestuurder omdat ze op deze manier aantrekkelijker worden geacht en meer prestige uitstralen tegenover de markt.

De andere hypothese noemt men de *busynesshypothese*. Deze gaat ervanuit dat een bestuurder met meerdere mandaten te druk bezet is en niet verantwoord kan monitoren en begeleiden. Een bestuurder met meerdere mandaten wordt geacht zijn functie als bestuurder niet naar behoren te kunnen uitoefenen door de schaarste aan tijd waardoor controle en begeleiding minder, of zelfs niet meer, op de voorgrond staan. Daar tegenover staat dat dit type van bestuurders vaak omschreven wordt als uitstekende adviesverstrekkers voor het bedrijf door hun groot netwerk en kennis waardoor ze beter zouden presteren als de onderneming nood heeft aan advies in plaats van controle. Deze voor- en nadelen kunnen verschillend doorwegen aan de hand van de sector en de noden van het bedrijf ten opzichte van de situatie waarin ze zich bevinden.

Zoals aangehaald in de literatuurstudie zijn er studies omtrent de voordelen die meerdere bestuurdersmandaten met zich meebrengen maar ook studies die vermelden dat het in sommige gevallen een negatief effect kan vertonen.

3.1 Reputatiehypothese

Er zijn verschillende studies die de reputatiehypothese bevestigen en suggereren dat bestuurders met een hoge reputatie ook vaker worden gevraagd om bestuurslid te worden bij verschillende organisaties. Ter ondersteuning van de reputatiehypothese kunnen we allereerst verwijzen naar het onderzoek van Gilson & Kaplan (1990), waarin wordt aangetoond dat drukbezette bestuurders vaak een schat aan ervaring en expertise met zich meebrengen. De blootstelling aan diverse risico's en uitdagingen die zich voordoen in de verschillende raden van bestuur vormt de kennis van een individu zodanig dat men deze kan toepassen in meerdere bedrijven. Hierdoor kan een drukbezette bestuurder verder reiken in zijn expertise om problemen vanuit een ander perspectief te bekijken waardoor oplossingen aan het licht kunnen komen die zonder die extra kennis er niet geweest zouden zijn. Hierdoor worden drukbezette bestuurders gezien als hoogwaardige bestuurders (Vafeas, 1999). Het effect van deze expertise en prestige uit zich in de vorm van efficiënter handelen en betere besluitvorming (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Er zou geen significant effect zijn van het bezitten van meerdere mandaten op de bedrijfsprestaties van de onderneming. De hierboven aangehaalde bevindingen sluiten dan ook aan met de conclusie van het onderzoek gevoerd door Fama & Jensen (1983). Deze kwam tot de conclusie dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten als indicatie zou fungeren voor de bestuurder in kwestie omtrent zijn/haar ervaring en expertise, maar ook dat dit type bestuurder de verantwoordelijkheden die hem/haar

worden opgedragen niet zou verwaarlozen in het licht van het 'te druk' te hebben om alle benodigde handelingen uit te voeren. Men beschrijft deze bestuurders als goede adviesverleners en heldere besluitvormers door hun kennis en ervaring. Aansluitend op het onderzoek van Fama & Jensen, sluit ook de studie van Mace (1986) en het onderzoek van Loderer & Peyer (2002) aan met de beweringen van de reputatiehypothese. In deze studie beschrijft Mace het feit dat drukbezette bestuurders vaak niet enkel over waardevolle kennis en ervaring beschikken, maar ook over een enorm belangrijk netwerk dat als leidraad kan dienen in de carrière van deze bestuurders. Een sterk netwerk kan ervoor zorgen dat de juiste mensen opzoek kunnen gaan naar de best passende oplossing in een specifieke sector of onderneming.

Een recentere studie, de studie van Becht et al. (2021), onderzocht het verband tussen de reputatie van bestuurders en de samenstelling van het bestuur van organisaties. Ze analyseerden gegevens van meer dan 4.000 Europese organisaties en keken naar de samenstelling van het bestuur, waaronder het aantal onafhankelijke bestuurders en het aantal bestuurders met een hogere reputatie. De studie vond dat organisaties met een hogere reputatie meer onafhankelijke bestuurders en bestuurders met een hogere reputatie hadden dan organisaties met een lagere reputatie. Dit suggereert dat bestuurders met een hogere reputatie meer worden gevraagd om bestuurslid te worden bij organisaties met een hogere reputatie, en dat deze bestuurders kunnen bijdragen aan een betere governance en prestaties van de organisatie. Een interessante bevinding was dat de positieve effecten van bestuurders met een hogere reputatie op de prestaties van de organisatie werden versterkt wanneer zij werden vergezeld door een groter aantal onafhankelijke bestuurders. Dit suggereert dat de samenstelling van het bestuur van cruciaal belang is voor het realiseren van de voordelen van bestuurders met een hogere reputatie. Over het geheel genomen ondersteunt deze studie de reputatiehypothese en benadrukt het belang van de samenstelling van het bestuur voor de prestaties en waarde van organisaties.

3.2 Busynesshypothese

In tegenstelling tot de reputatiehypothese die de positieve kant belicht van het bezitten van meerdere bestuurdersmandaten, focust de busynesshypothese zich op de minder gunstige effecten van een drukbezette bestuurder. Een van die effecten wordt onderbouwd door de studie van Eliezer, Fich & Shivdasani (2006). In dit onderzoek wordt er toegelicht dat het uitoefenen van meerdere bestuurdersmandaten ten koste gaat van de bedrijfsprestaties in de vorm van minder efficiënte corporate governance en lagere winsten door de onderneming. De bestuurders in kwestie beschikken niet over de nodige tijd om hun taken als bestuurder volwaardig in te vullen waardoor er minder efficiënt bestuurd en gecontroleerd zal worden. Aansluitend met de bevindingen uit de studie van Fich & Shivdasani (2006) komen ook Harris & Shimizu (2004) tot dezelfde conclusie. Drukbezette bestuurders zouden hun taak als bestuurslid niet naar behoren kunnen uitoefenen in vergelijking met hun minder drukbezette collega's. Verder onderzocht Yermack (1996) in zijn studie de relatie tussen het aantal bestuurdersmandaten van een bestuurder en de besluitvorming in de raad van bestuur. Hij vond dat bestuurders die meer bestuurdersmandaten hadden, minder aanwezig waren bij vergaderingen van de raad van bestuur en minder betrokken waren bij de besluitvorming. Ook de

studie van Jiraporn (2009) kwam tot de conclusie dat bestuurders vaak afwezig zouden zijn door een gebrek aan voldoende tijd. Dit had een negatieve invloed op de kwaliteit van de besluitvorming in de raad van bestuur en bijgevolg ook op de corporate governance van dat bedrijf. Door de uitoefening van meerdere bestuurdersmandaten bestaat ook de kans dat dit, naast het zorgen voor belangrijke connecties, de deur opent voor eventuele belangenconflicten die kunnen ontstaan door de zakelijke relaties die een bestuurder heeft opgebouwd (Loderer & Peyer, 2002). De resultaten van de studie suggereren dat bestuurders met meerdere mandaten, vooral als deze mandaten in dezelfde sector zijn, een hoger risico op belangenconflicten hebben. Ook suggereert de studie dat bedrijven met bestuurders die meerdere mandaten hebben, over het algemeen slechtere prestaties leveren dan bedrijven met bestuurders die zich alleen richten op het bestuur van één bedrijf. Overigens is het ook gebleken dat drukbezette bestuurders vaak nog genieten van een (te) hoge vergoeding ondanks het ondermaats presteren van deze bestuurders waardoor bedrijfsprestaties nog verder worden verwaarloosd (Core et al., 1999).

Vanuit de reputatie- en de busynesshypothesen kunnen we onze eerste hypothesen opstellen en nadien uitbreiden met onze modererende variabelen:

H1a: drukbezette bestuurders hebben een positief effect op de bedrijfsprestaties

H1b: drukbezette bestuurders hebben een negatief effect op de bedrijfsprestaties

3.3 Behoefte aan advies

De behoefte aan advies is vaak een doorslaggevende factor bij het aantrekken van drukbezette bestuurders om te zetelen in de raad van bestuur. Binnen deze bedrijven kan dit type bestuurder vaak een grote meerwaarde leveren aan de prestaties en het functioneren van het bedrijf. Om het onderzoek verder toe te spitsen op deze factoren gaan we kijken welke verschillende factoren er zijn die ervoor kunnen zorgen dat een bedrijf meer nood heeft aan advies in plaats van controle. Er zijn verschillende factoren die kunnen bepalen of een bedrijf veel nood heeft aan advies.

1. Grootte van het bedrijf:

Over het algemeen hebben grotere bedrijven meer nood aan advies dan kleinere bedrijven, omdat ze complexere bedrijfsactiviteiten en meer stakeholders hebben die moeten worden beheerd. Ferris et al. (2003) kwamen in hun studie ook tot de conclusie dat er in het eerste geval zeker geen negatieve relatie bestond tussen meerdere bestuurdersmandaten en de grootte van het bedrijf. Integendeel, deze bestuurders hadden positieve effecten op de bedrijven waarin ze zetelden. Het opereren in grote bedrijven is voor drukbezette bestuurders de mogelijkheid om hun belangrijk netwerk nog verder uit te breiden. Bijgevolg komen drukbezette bestuurders vaker voor in grote bedrijven dan in kleine en middelgrote ondernemingen.

Deze netwerkfunctie kan men ook onderbouwen aan de hand van de resource dependency theory die ervanuit gaat dat bedrijven belangrijke informatie met elkaar kunnen uitwisselen waardoor ze kunnen beschikken over de juiste "resources" (Pfeffer & Salancik, 1978). Eén van zo een resource kan in dit geval een drukbezette bestuurder zijn die omwille van zijn kennis en expertise wordt gevraagd door een onderneming. Verder kan men besluiten dat wanneer een bedrijf opzoek is naar dit type van bestuurders, hiermee ook bevestigd dat er nood is aan (extern) advies. Wel is het verstandig te weten dat een groot bedrijf wellicht ook vaker in contact zal komen met (interne) communicatieproblemen die ervoor kunnen zorgen dat de bedrijfsprestaties erop achteruit zullen gaan. Zo komt ook de studie van Yermack (1996) tot de bevinding dat er conflicten kunnen ontstaan bij deze grotere, en vaak ook complexere, bedrijven omtrent de besluitvorming binnen deze bedrijven.

Aan de hand van deze elementen kunnen we verwachten dat grote bedrijven meer nood aan advies zullen hebben in vergelijking met kleine en middelgrote ondernemingen. We formuleren deze hypothese als volgt:

- *H2: de grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestatie, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming groter is.*

2. Schuldgraad:

Bedrijven die over grote schulden beschikken zijn vaak complexer in vergelijking met bedrijven die minder grote schulden hebben. Dit komt enerzijds door hun afhankelijkheid van externe financieringsbronnen (Klein, 1998). Bedrijven die worstelen met financiële prestaties, operationele problemen of andere uitdagingen hebben vaak advies nodig om hun strategieën en processen te verbeteren en hun bedrijfsprestaties te verhogen. Bedrijven die zich in deze situatie bevinden hebben nood aan de nodige bijsturingen en adviezen van de juiste personen en instellingen (Booth & Deli, 1996). In dit geval kan een drukbezette bestuurder een grote meerwaarde betekenen om kennis en expertise toe te passen die verworven werd in andere bedrijven over de jaren heen. Een groot netwerk kan hierbij ook een cruciale rol spelen in het vinden van de juiste bronnen om die afhankelijkheid te verminderen. We formuleren deze hypothese als volgt:

- *H3: de schuldgraad van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming een hogere schuldgraad heeft.*

3. Nieuwe ondernemingen (leeftijd)

Nieuwe ondernemingen ondervinden vaak een grote behoefte aan advies, wat een uitdaging vormt waar niet aan te ontkomen valt. Een gebrek aan ervaring en kennis binnen de sector kunnen ervoor zorgen dat jonge ondernemingen onsuccesvol zijn en niet de kans krijgen zich te bewijzen ten opzichte van de markt en potentiële aandeelhouders. De studie van Ferris, Jaganatthan & Pritchard (2013) toonde eerder al aan dat er een positief effect is tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties. Ook bevestigt de studie van Field, Lowry & Mkrytchan (2011) dat onervaren bedrijven, bedrijven die voor de eerste keer de beurs betreden doormiddel van een IPO, een groot voordeel halen uit de aanwerving van drukbezette bestuurders. De bevindingen van deze studie zijn weliswaar van toepassing op beursgenoteerde bedrijven terwijl deze studie zich focust op private ondernemingen. We kunnen wel concluderen dat het in beide gevallen gaat over jonge ondernemingen, zowel in publieke als private sfeer, en dat deze hoe dan ook nood hebben aan de nodige begeleiding en adviezen. Deze kan men verwerven door beroep te doen op drukbezette bestuurders.

De extra kennis en ervaring zou deze jonge bedrijven in staat stellen beter en efficiënter om te gaan met de informatieasymmetrie die aanwezig is binnen deze jonge ondernemingen, wat hen in staat stelt om sneller vooruitgang te boeken en zo concurrentievoordelen te behalen. Dit is te wijten aan het feit dat het management van zo een jong bedrijf vaak nog niet over de juiste kennis maar ook niet over het juiste netwerk beschikt om zich te kunnen positioneren in de markt.

Hierbij speelt de adviserende rol van de raad van bestuur een cruciale rol om de onzekerheden van dergelijke jonge ondernemingen te verminderen. De studie van Perry & Peyer (2005) toonde onder andere aan dat dergelijke bestuurders over voldoende ervaring beschikken om op een efficiënte manier om te kunnen gaan met dergelijke verschillen. Drukbezette bestuurders beschikken over waardevolle kennis en expertise die een jonge onderneming kunnen leiden naar een gepaste structuur binnen de onderneming (Carpenter & Westphal, 2001). Hierbij kan men denken aan verschillende managementstijlen die toegepast kunnen worden in bepaalde jonge ondernemingen die succesvol bleken te zijn in bedrijven met reeds meer ervaring. We formuleren deze hypothese als volgt:

- *H4: de leeftijd van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming jonger is.*

3.4 Conclusie hypothesen

Aan de hand van de hierboven vermelde factoren die een invloed hebben op de nood aan advies en daarmee ook een mogelijke meerwaarde kunnen betekenen voor een drukbezette bestuurder formuleren we onze hypothesen als volgt:

- H1a: drukbezette bestuurders hebben een positief effect op de bedrijfsprestaties
- H1b: drukbezette bestuurders hebben een negatief effect op de bedrijfsprestaties
- *H2: de grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestatie, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming groter is.*
- *H3: de schuldgraad van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming een hogere schuldgraad heeft.*
- *H4: de leeftijd van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie indien de onderneming jonger is.*

We gebruiken vervolgens in deze studie de "grootte", de "schuldgraad" en de "leeftijd" als modererende variabelen om het effect van een drukbezette bestuurder op de bedrijfsprestaties verder te onderzoeken. We noemen bijgevolg de variabele "drukbezette bestuurder" onze onafhankelijke variabele en de "bedrijfsprestaties" onze afhankelijke variabele.

3.5 Methodologie

Uit het literatuuronderzoek blijkt dat er geen eenduidig antwoord is op de vraag of een drukbezette bestuurder de bedrijfsprestaties verbetert of niet. Het antwoord hangt af van de context en omgeving waarin de onderneming zich in bevindt.

Om een beeld te schetsen over de context van dergelijke ondernemingen maken we gebruik van de volgende maatstaven in ons onderzoek. De grootte van de onderneming, de leeftijd en de schuldgraad van de onderneming. Op basis hiervan kan er gekeken worden in welke gevallen één van beide hypothesen het zwaarst doorweegt.

3.5.1 Dataverzameling

De data die gebruikt zal worden in dit onderzoek is afkomstig vanuit de bedrijvendatabase Bel-First. Deze bevat belangrijke zakelijke informatie omtrent Belgische ondernemingen. Hierdoor zal het mogelijk worden om een gericht onderzoek te voeren naar private belgische ondernemingen en deze met elkaar te vergelijken.

3.5.2 Populatie

Om te komen tot een correct oordeel over onze onderzoeksvraag is het nodig om data te selecteren die aansluit aan de criteria van het onderzoek. Het onderzoek zal gaan over middelgrote private ondernemingen. Om dit verder te verduidelijken kunnen we gebruik maken van de definitie die van toepassing is op kleine- en middelgrote ondernemingen (KMO).

Een KMO, of kleine en middelgrote onderneming, wordt in de Europese Unie gedefinieerd als volgt:

- een onderneming met minder dan 250 werknemers en
- een jaaromzet van maximaal 50 miljoen euro, of een balanstotaal van maximaal 43 miljoen euro.

Verder filteren we de verkregen data uit de Belfirst-database op enkel belgische ondernemingen aangezien de database ook data van ondernemingen uit Luxemburg bevat.

Het is echter van groot belang dat de resultaten die we verkrijgen uit deze selectie aansluiten bij het doel van de studie. Het is bijgevolg de bedoeling dat de bedrijven die voortkomen uit deze selectie een raad van bestuur hebben die daadwerkelijk meerdere keren per jaar vergaderen. Om te voorkomen dat er raden van bestuur in onze selectie zitten die nauwelijks samenkomen gebruiken we ondernemingen die onder de rechtsvorm naamloze vennootschap vallen. Dit voorkomt een selectie van ondernemingen zonder een raad van Bestuur in onze steekproef. In tegenstelling tot de Besloten Vennootschap hebben NV's de verplichting een Raad van Bestuur te hebben.

Om voldoende resultaten te verkrijgen vanuit de Belfirst-database selecteren we de ondernemingen die voldoen aan de volgende criteria:

1. Rechtsvorm: Naamloze Vennootschap
2. Belgische ondernemingen
3. Gemiddeld aantal werknemers: minstens 10 werknemers
4. Niet-beursgenoteerd
5. Balanstotaal: minstens 10 miljoen EUR
6. Geen overheidsinstantie of financiële sector

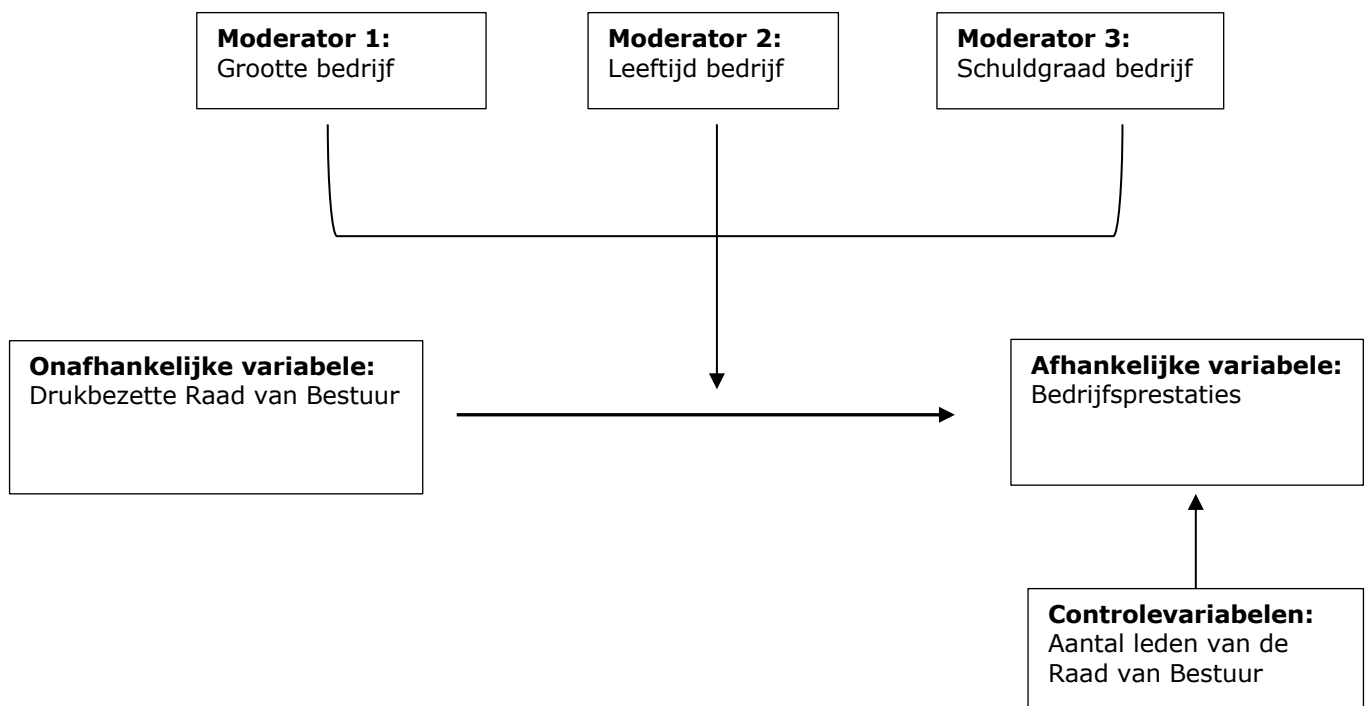
We laten nutsbedrijven en de financiële instellingen uit onze selectie (Lu et al., 2016) aangezien deze niet rapporteren volgens het volledig schema van de jaarrekening. Op deze manier is het mogelijk om cijfermateriaal van ondernemingen uit verschillende sectoren op een accuratere manier te vergelijken met elkaar.

3.5.3 Steekproef

Om onze steekproef te bepalen maken we gebruik van een aselechte steekproef. Uit de selectie van de Belfirst database komen we uit op een populatie van 14.449 ondernemingen. Met een foutenmarge van 5%, een betrouwbaarheidsniveau van 95%, bekomen we een steekproefresultaat van 375 ondernemingen.

3.6 Variabelen

In dit onderdeel lichten we de variabelen verder toe en bespreken we de manier waarop we deze wensen te meten. Om een duidelijk beeld te krijgen van de variabelen en de onderlinge relaties stellen we deze hieronder schematisch voor.



Figuur 3: Schematische voorstelling variabelen

3.6.1 Onafhankelijke variabele

De variabele “drukbezette Raad van Bestuur” wordt in dit onderzoek als onafhankelijke variabele vastgelegd. In het literatuuronderzoek zijn er een aantal inzichten naar voren gekomen van wanneer men een bestuurder en een Raad van Bestuur als “drukbezet” mag beschouwen. Het is van belang dit correct te kaderen vooraleer we opzoek gaan naar specifieke data.

In België stelt de Corporate Governance Code (2022) voor om niet meer dan vijf mandaten te bezitten als bestuurder in een beursgenoteerd bedrijf. Voor de niet-beursgenoteerde bedrijven werd de Code Buysse opgesteld. In deze derde versie, de Code Buysse III, wordt er niet specifiek aangehaald hoeveel mandaten een bestuurder zou mogen opnemen als bestuurder. Wel wordt er vermeld dat een bestuurder moet nagaan of hij over de juiste competenties en tijd beschikt om het mandaat naar behoren te kunnen vervullen.

Andere instanties zoals de National Association of Corporate Directors (NACD) raden aan dat bestuurders niet meer dan drie externe mandaten opnemen. Ook in de literatuur wordt er verwezen naar een aantal van drie mandaten als de grens om te spreken van een drukbezette bestuurder (Fich & Shivdasani, 2006; Ferris et al., 2003; Perry & Peyer, 2005). Het gaat hierbij om het bezitten van twee extra mandaten bovenop de huidige activiteit. Verder zien we in de richtlijnen van The Council for Institutional Investors (CII) dat ook hier een grens wordt getrokken op een aantal van twee extra mandaten om te spreken van een drukbezette bestuurder.

We baseren ons in dit onderzoek op de aanbevelingen van de NACD en gebruiken bijgevolg, net zoals de bovenstaande onderzoeken, een aantal van drie mandaten om uit te maken of een bestuurder drukbezet is of niet.

Om te onderzoeken of een Raad van Bestuur 'drukbezet' blijkt te zijn is het nodig na te gaan in welke mate drukbezette bestuurders deel uitmaken van de Raad van Bestuur. Met andere woorden kijken we naar de proportie van drukbezette bestuurders in de verschillende Raden van Bestuur. Om dit zo nauwkeurig mogelijk in beeld te krijgen werken we in dit onderzoek met een dummyvariabele. Dit betekent dat we gebruik maken van de waarde '1' bij ondernemingen waarbij 50% of meer van de bestuurders drie of meer mandaten bezit en de waarde '0' in het geval van een percentage lager dan 50%.

Verder bepalen we het aantal mandaten dat een bestuur bezit als één mandaat indien deze zetelt in een onderneming die deel uitmaakt van dezelfde groep. Een mandaat in zowel de dochtervennootschap als de moedervennootschap wordt bijgevolg gerekend als één mandaat. De studie van Kiel & Nicholson uit 2006 heeft ondervonden dat de betrokkenheid van een mandaat binnen eenzelfde groep verschilt in vergelijking met de uitoefening van mandaten binnen onafhankelijke ondernemingen. De werkdruk zou binnen eenzelfde ondernemingsgroep lager liggen dan de werkdruk bij onafhankelijke ondernemingen.

We stellen de gemaakte veronderstellingen voor aan de hand van de volgende definities:

- Drukbezette bestuurder: $\geq$ drie mandaten
- Proportie drukbezette bestuurders binnen de Raad van Bestuur:
 - aantal drukbezette bestuurders / totaal aantal bestuurders
- Drukbezette Raad van Bestuur (dummyvariabele):
 - = 1 als $\geq$ 50% van de Raad van Bestuur is een drukbezette bestuurder
 - = 0 als $<$ 50% van de Raad van Bestuur is een drukbezette bestuurder

3.6.2 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele in dit onderzoek is de bedrijfsprestatie van een onderneming. We onderzoeken wat het effect is van een drukbezette Raad van Bestuur op de prestaties van een onderneming. Bedrijfsprestaties zullen we moeten meten en dit kan op verschillende manieren. Het is van belang hierbij rekening te houden met maatstaven die toepasbaar zijn op private ondernemingen. In de literatuur worden vaak beursgenoteerde bedrijven genomen als populatie waardoor dergelijke maatstaven, die vaak marktinformatie bevatten, niet toepasbaar zijn of toch in zekere mate een vertekend beeld zullen geven.

We gebruiken in dit onderzoek de boekhoudkundige maatstaf Return on Assets (RoA) of ook wel de netto rendabiliteit van het totaal actief genoemd. Het geeft met andere woorden een ratio dat men kan interpreteren als de winstgevendheid (of verlieslatendheid) van de ingezette middelen. We verkiezen de RoA maatstaf aangezien deze ook rekening houdt met de schulden van een onderneming terwijl een Return On Equity maatstaf dit bijvoorbeeld niet doet. We gebruiken vervolgens ook de schuldgraad van de onderneming als modererende variabele.

Naast deze Return on Assets maatstaf zullen we in dit onderzoek ook gebruik maken van een ander boekhoudkundig meetinstrument. Namelijk de nettowinstmarge van de onderneming. Dit geeft het percentage weer dat overblijft van de winst na aftrekking van belastingen, kosten, dividenden en intresten (Penman, 2013).

3.6.3 Modererende variabelen

Modererende variabelen zorgen voor een effect die de relatie tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabele beïnvloedt (Sekeran & Bougie, 2009). De volgende variabelen worden gebruikt als modererende variabelen in dit onderzoek: schuldgraad, grootte en leeftijd. We lichten deze modererende variabelen hieronder verder toe.

3.6.3.1 Leeftijd

Aan de hand van de Bel-first data is het eenvoudig te achterhalen wanneer een onderneming is opgericht. We gebruiken het oprichtingsjaar en het meest recente jaar dat beschikbaar is om de leeftijd van de onderneming te bepalen. Hieruit volgt de volgende berekening:

$$\text{Leeftijd} = 2023 - \text{oprichtingsjaar}$$

3.6.3.2 Grootte

Om de grootte van een onderneming te bepalen kunnen we verschillende manieren hanteren. We kunnen als eerst kijken naar het aantal personeelsleden van de onderneming. Het aantal personeelsleden is een eenvoudige manier om een indicatie te krijgen van de omvang van een onderneming. Het kan variëren afhankelijk van de sector en het soort bedrijf, maar over het algemeen geldt dat een groter aantal personeelsleden duidt op een grotere onderneming.

Een andere benadering om de grootte van een onderneming te bepalen is door naar de omzet te kijken. Omzet is het totale bedrag aan geld dat een bedrijf genereert door de verkoop van goederen of diensten over een bepaalde periode, meestal gemeten op jaarbasis. Het kan inderdaad een belangrijke maatstaf zijn om de omvang en het succes van een bedrijf te beoordelen. Het meten van de omzet van een onderneming is relatief eenvoudig en biedt een directe indicatie van de inkomsten die het bedrijf genereert. Hoe hoger de omzet, hoe meer geld het bedrijf binnenhaalt, wat doorgaans wijst op een grotere bedrijfsactiviteit en mogelijk marktaandeel.

Om de robuustheid van het model te testen gebruiken we hiernaast ook nog de totale activa van de onderneming. Hieruit volgt de volgende berekening:

$$Grootte = aantal\ personeelsleden$$

$$Grootte = \ln(omzet)$$

3.6.3.3 Schuldgraad

De schuldgraad van een onderneming is een financiële ratio die de verhouding weergeeft tussen de totale schulden van een onderneming en het eigen vermogen. Het wordt gebruikt om inzicht te krijgen in de financiële gezondheid van een onderneming en de mate waarin deze afhankelijk is van schuldfinanciering (Booth & Deli, 1996).

Om die afhankelijkheid te meten gebruiken we in dit onderzoek de schuldgraad als maatstaf. Deze geeft aan welk deel van het totale vermogen van een onderneming wordt gefinancierd met schulden ten opzichte van het eigen vermogen. Het wordt berekend door het eigen vermogen van het bedrijf te delen door het totale vermogen en vervolgens het resultaat af te trekken van 1. De formule voor de schuldgraad is als volgt:

$$Schuldgraad = 1 - (Eigen\ vermogen / Totaal\ vermogen)$$

Een hogere schuldgraad duidt op een groter aandeel vreemd vermogen in de financiering van de onderneming, wat kan wijzen op een hogere afhankelijkheid van schuldfinanciering. Dit kan worden gezien als een negatief teken van financiële stabiliteit.

3.6.4 Controlevariabelen

Verder is het van belang na te gaan welke variabelen een effect hebben op onze afhankelijke variabele, de bedrijfsprestaties. Deze "controlevariabelen" moeten worden opgenomen in het model, omdat het ontbreken ervan een vertekend beeld van het resultaat kan geven. We gebruiken in deze studie dezelfde variabelen als de modererende variabelen als controlevariabelen waarbij we de variabele "aantal leden van de RvB" aan toevoegen als bijkomende controlevariabele. Deze zal tijdens het testen omgezet worden naar het natuurlijk logaritme om te komen tot een normale verdeling.

3.7 Gegevensverwerking

Om de gegevens te verwerken maken we in dit onderzoek gebruik van de softwareprogramma's Microsoft Excel, SPSS en STATA.

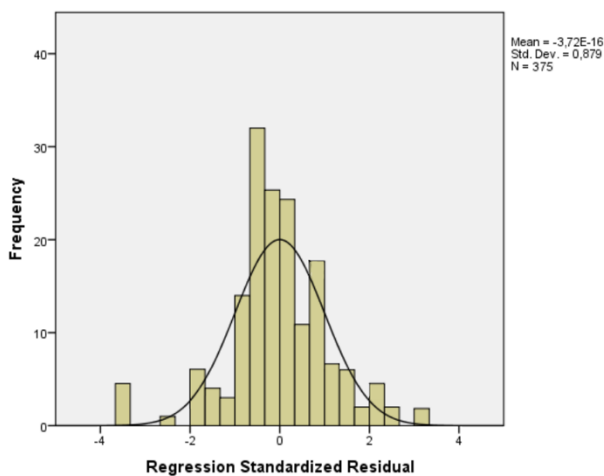
Allereerst zullen we enkele beschrijvende statistieken bespreken, zodat we algemene conclusies kunnen trekken. Vervolgens maken we gebruik van de Ordinary Least Square (OLS) methode om de onderlinge relaties in kaart te brengen en meervoudige regressiemodellen op te stellen. We beginnen met de basishypothese en voegen daarna de modererende variabelen toe. Voor het onderzoeken van het marginaal effect van onze modererende variabelen, maken we gebruik van het programma genaamd "Process" van Hayes (2013).

Hoofdstuk 4: Empirisch onderzoek

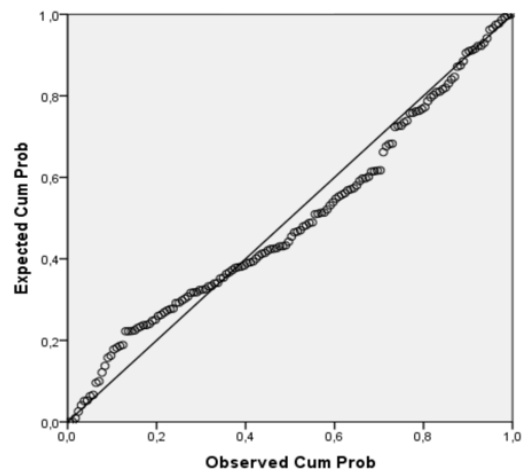
In dit hoofdstuk zullen we onze opgestelde hypothesen empirisch toetsen om na te gaan of een drukbezette raad van bestuur een effect heeft op de bedrijfsprestaties. Nadien zullen we onze data verkennen aan de hand van beschrijvende statistieken en deze schematisch voorstellen in (frequentie)tabellen. Tot slot zullen we de regressievergelijkingen bespreken om te komen tot onze conclusie in verband met de verwerping of aanvaarding van de hypothesen.

4.1 Verdeling residuen

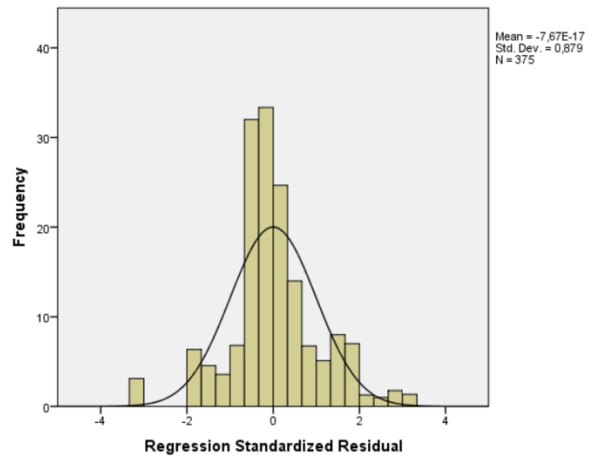
Om verder te kunnen gaan met het onderzoek is het van belang dat onze data zogenaamd "normaal verdeeld" is. Een normale verdeling betekent dat de waarschijnlijkheid van een resultaat te bekomen dat binnen één of twee standaarddeviaties ligt van het gemiddelde aanneembaar is. We kunnen dit onderzoeken aan de hand van een histogram en/of een normal probability plot. Een histogram geeft een normale curve weer van de gestandaardiseerde residuen. Indien de residuen normaal verdeeld zijn zullen alle punten op of rondom deze diagonaal liggen. Op onderstaande grafieken blijkt dat de residuen van de afhankelijke variabelen "RoA" en "nettowinstmarge" normaal verdeeld zijn.



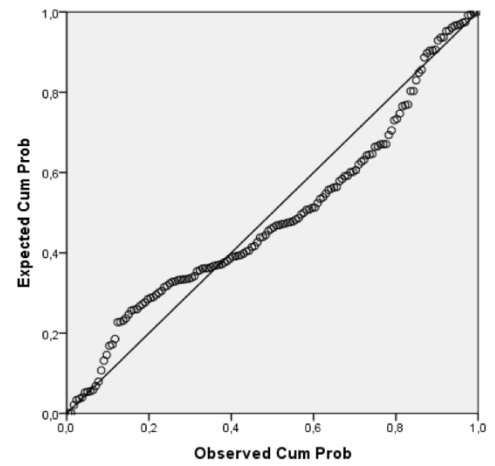
Figuur 4: Histogram Reurn on Assets



Figuur 5: Probability Plot Return on Assets



Figuur 7: Histogram Nettowinstmarge



Figuur 6: Probability Plot Nettowinstmarge

4.2 Beschrijvende statistiek

Om een duidelijk overzicht te krijgen van onze data en steekproef vatten we enkele beschrijvende statistieken samen in de onderstaande tabel. Uit deze tabel kunnen we telkens het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaarddeviatie terugvinden. Kijkend naar de gemiddelde waarde, stellen we vast dat deze voor de RoA 7,77% bedraagt en 5,28% voor de nettowinstmarge. Over het algemeen kunnen we concluderen dat de gemiddelde bedrijfsprestaties van de 375 ondernemingen positief zijn. Verder kunnen we afleiden dat het gemiddeld aantal bestuurders in niet-beursgenoteerde ondernemingen 6,31 leden bedraagt.

	<i>N</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Onafhankelijke variabele:					
- Drukbezette Raad van Bestuur (dummy variabele)	375	0	1	,23	,402
Afhankelijke variabelen:					
- RoA (%)	375	-28,73	36,84	7,776	7,3729
- Nettowinstmarge (%)	375	-23,41	29,12	5,281	6,2584
Modererende variabelen:					
- Leeftijd	375	2,67	98,93	39,32	20,38
- Aantal werknemers	375	10	334	97,2	45,383
- Omzet	375	2.840.324	76.436.927	25.391.589	14.299.48
- Schuldgraad	375	2,69	156,29	63,85	29,79
- Totaal der Activa	375	7.301.458,45	202.684.397,20	31.583.173,89	23.874.453,21
Controlevariabelen:					
- Aantal leden RvB	375	1	23	6,31	2,78

Tabel 1: Beschrijvende statistieken

In aanvulling op deze beschrijvende statistieken, analyseren we ook een aantal frequentietabellen om te bepalen hoe vaak bepaalde waarden voorkomen in onze dataset. Onderstaande frequentietabel (tabel 2) geeft weer hoeveel procent van de onderzochte ondernemingen over een drukbezette Raad van Bestuur beschikt. Aan de hand van de data zien we dat 23% van de 375 ondernemingen een drukbezette raad van bestuur zou hebben. We kunnen dus concluderen dat meer dan driekwart van de ondernemingen over een niet-drukbezette raad van bestuur beschikt.

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid percent</i>	<i>Cumulative percent</i>
<i>Valid</i>	Niet-drukbezet	288	77,0	77,0	77,0
	Drukbezet	87	23,0	23,0	100,0
	Totaal	375	100,0	100,0	

Tabel 2: Verdeling Drukbezette Raad van Bestuur

Vervolgens kijken we ook naar de grootte van de onderneming door het aantal personeelsleden te bekijken. Uit de tabel hieronder (tabel 3) blijkt dat de meerderheid van de ondernemingen (75%) als kleinere KMO beschouwd kan worden en zo'n 9% als een grotere KMO.

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid percent</i>	<i>Cumulative percent</i>
<i>Valid</i>	10-100	282	75,2	75,2	75,2
	100-150	58	15,5	15,5	90,7
	150-200	19	5,1	5,1	95,8
	200-250	11	2,9	2,9	98,7
	250-...	5	1,3	1,3	100,0
	Totaal	375	100,0		

Tabel 3: Verdeling Aantal personeelsleden

Als laatst bekijken we de leeftijd van de onderneming. Uit de data blijkt dat het jongste bedrijf ongeveer 2 jaar oud is terwijl het oudste bedrijf al 98 jaar bestaat. De gemiddelde leeftijd van de ondernemingen bedraagt 34 jaar met een mediaan van 25 jaar.

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>	<i>Valid percent</i>	<i>Cumulative percent</i>
<i>Valid</i>	<10	59	15,7	15,7	15,7
	10-30	201	53,6	53,6	69,3
	30-50	78	20,8	20,8	90,1
	>50	37	9,9	9,9	100,0
	Totaal	375	100,0		

Tabel 4: Verdeling Leeftijd

4.3 Regressieanalyse

In dit hoofdstuk zullen we onze hypothesen testen en ons model opbouwen. We beginnen met een basismodel waarin de relatie tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabele wordt weergegeven. Vervolgens voegen we stapsgewijs onze modererende variabelen toe om enig effect in beeld te krijgen.

We onderzoeken ook het effect van elk model op de afhankelijke variabelen, namelijk de RoA (a) en de nettowinstmarge (b). Om de "busyness" te meten maken we gebruik van het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder (1), de proportie drukbezette bestuurders (2), en een dummyvariabele voor een drukbezette Raad van Bestuur (3). Hieronder bekijken we alle modellen die we gaan gebruiken om onze eerste algemene hypothesen te testen.

H1a: drukbezette bestuurders hebben een positief effect op de bedrijfsprestaties

H1b: drukbezette bestuurders hebben een negatief effect op de bedrijfsprestaties

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
Constante	-0,048 (1,908)	0,278 (1,326)	0,421 (1,783)	0,699 (1,426)	1,250 (1,731)	1,102 (1,528)
Onafhankelijke variabele						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	0,640 (0,528)	0,475 (0,391)				
<i>Proportie bestuurders</i> <i>drukbezette</i>			0,041 (0,036)	0,018 (0,011)		
<i>Drukbezette Rvb (dummy)</i>					1,451 (1,573)	1,226 (0,889)
Controlevariabelen						
<i>Ln(aantal leden RvB)</i>	1,758 (1,328)	0,429 (0,716)	1,629 (1,334)	0,484 (0,702)	1,522 (1,124)	0,503 (0,847)
<i>R²</i>	0,024	0,018	0,021	0,015	0,022	0,012
<i>SE van de regressie</i>	7,326	5,294	7,318	5,260	7,699	5,283
<i>F-waarde</i>	2,278	1,520	2,078	1.183	1,438	0,934

Tabel 5: Resultaten Regressie

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen de haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 375; *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01 (tweezijdige toets)

Uit de bovenstaande tabel (tabel 5) kunnen we concluderen dat er geen statistisch significante resultaten kunnen worden vastgesteld. We zien voor elk model een positieve regressiecoëfficiënt, maar er is geen enkele statistisch significant. Het zou dus kunnen dat het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties afhankelijk is van andere factoren. Dit wordt ook weerspiegeld in de relatief lage R²-waardes in het model. Een lagere R²-waarde suggereert dat de onafhankelijke variabelen niet sterk genoeg zijn om de variantie in de afhankelijke variabele te verklaren.

De niet-significantie van de variabele "drukbezette Raad van Bestuur" kan mogelijk worden verklaard doordat drukbezette bestuurders in sommige bedrijven een positief effect hebben, terwijl ze in andere bedrijven een negatief effect hebben. Daarom is het belangrijk om onze modererende variabelen aan het model toe te voegen om te onderzoeken of deze wel significante resultaten opleveren.

Bovendien maken we gebruik van een interactievariabele om het modererend effect te onderzoeken, zoals voorgesteld door Brambor, Clark & Golder (2006). Deze interactievariabele wordt gebruikt in de vorm "Drukbezette RvB * [modererende variabele]".

Model			1a	1b	2a	2b	3a	3b
Constante			9,822	4,364	11,343	2,517	12,290	2,440
			(15,489)	(9,331)	(14,671)	(8,400)	(14,372)	(10,690)
Onafhankelijke variabele								
Gemiddeld	aantal		0,698	0,521*				
	mandaten per bestuurder							
			(0,498)	(0,378)				
Proportie	drukbezette				0,038	0,014		
	bestuurders							
					(0,024)	(0,010)		
Drukbezette	Rvb						1,644	1,438
	(dummy)							
							(1,312)	(0,825)
Modererende variabelen								
Drukbezette	RvB	*	0,000	0,000012	0,000031	-0,001	-0,0000102	0,00
	schuldgraad							
			(0,002)	(0,001)	(0,002)	(0,001)	(0,002)	(0,001)
Schuldgraad			-0,021***	-0,033***	-0,023***	-0,031***	-0,022***	-0,034***
			(0,014)	(0,021)	(0,0,13)	(0,019)	(0,014)	(0,021)
Controlevariabelen								
Ln(aantal leden RvB)			1,426**	0,599	1,143**	0,649	1,739**	0,488
			(1,141)	(0,451)	(1,490)	(0,617)	(0,834)	(0,769)
R2			0,021	0,012	0,023	0,013	0,022	0,011
SE van de regressie			7,540	6,332	7,628	6,645	7,201	6,437
F-waarde			5,516***	4,691***	7,483***	5,417***	8,739***	6,441***

Tabel 6: Resultaten Regressie Schuldgraad

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen de haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 375; *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01 (tweezijdige toets)

Als we de modererende variabele 'schuldgraad' bekijken zien we dat er hier wel sprake is van een statistisch significant resultaat. Het is bovendien belangrijk om op te merken dat onze constante waarde ook grote fluctuaties vertoont. We kunnen zien dat model '1b' in de bovenstaande tabel als

enige model een statistisch significante onafhankelijke variabele heeft met een significantieniveau van 0,1 of 10%. Deze bevat het effect van het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder op de nettowinstmarge (b). Verder zien we dat de schuldgraad voor elk model statistisch significant is met een significantieniveau van 1% (***). De controlevariabele vertoont enkel een statistisch significant resultaat wanneer we gebruik maken van de afhankelijke variabele Return on Assets (RoA). Verder zien we een aanzienlijke stijging in onze correlatiecoëfficiënt (R^2) in vergelijking met ons basismodel. Deze neemt nu vrij acceptabele waarden aan, maar het is belangrijk om te beseffen dat er nog steeds een groot deel van de variantie niet verklaard kan worden door de onafhankelijke variabele. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat de bedrijfsprestaties van een onderneming worden beïnvloedt door andere factoren die we niet hebben opgenomen in deze studie.

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
Constante	-3,218 (3,889)	-2,847 (4,329)	-3,270 (5,330)	-2,811 (2,593)	-1,231 (3,581)	-1,247 (2,494)
Onafhankelijke variabele						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	0,762 (0,898)	0,644 (0,678)				
<i>Proportie drukbezette bestuurders</i>			0,073 (0,112)	0,069 (0,082)		
<i>Drukbezette Rvb (dummy)</i>					0,328 (2,739)	0,744 (1,522)
Modererende variabelen						
<i>Drukbezette Rvb * Leeftijd (ln)</i>	0,002 (0,014)	-0,001 (0,011)	-0,011 (0,027)	-0,014 (0,021)	-0,005 (0,007)	-0,003 (0,005)
<i>ln(Leeftijd)</i>	0,797 (0,944)	0,649 (0,581)	1,422 (1,487)	1,082 (0,782)	0,794 (0,918)	0,411 (0,429)
Controlevariabelen						
<i>Ln(aantal leden RvB)</i>	1,823 (1,219)	0,388 (0,745)	3,285 (1,638)	0,386 (0,642)	3,221 (2,924)	0,0749 (0,836)
<i>R²</i>	0,026	0,016	0,021	0,014	0,023	0,017
<i>SE van de regressie</i>	7,4992	5,3411	7,5189	5,2642	7,8394	5,3166
<i>F-waarde</i>	1,553	1,141	1,568	1,077	1,116	0,935

Tabel 7: Resultaten Regressie Leeftijd

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen de haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 375; *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01 (tweezijdige toets)

Voor de modererende variabele 'leeftijd' hebben we geen statistisch significante resultaten gevonden. Dit betekent dat we geen verband kunnen aantonen, positief of negatief, tussen de leeftijd van een onderneming, drukbezette bestuurders/raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Bovendien is er ook sprake van een lage R^2 -waarde in het model, wat impliceert dat een groot deel van de variantie van de bedrijfsprestaties niet wordt verklaard door de gebruikte variabele, de leeftijd.

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
Constante	10,332	9,258	3,527	7,331	8,943	7,442
	(11,652)	(3,586)	(5,441)	(3,296)	(6,331)	(8,410)
Onafhankelijke variabele						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	0,842	0,667				
	(0,632)	(0,548)				
Proportie drukbezette bestuurders			0,047	0,027		
			(0,034)	(0,015)		
Drukbezette Rvb (dummy)					0,582	1,596
					(1,945)	(0,934)
Modererende variabelen						
Ln(Omzet (dz EUR))	-0,631	-0,974	-0,491	-1,412	-0,599	-0,125
	(1,342)	(0,856)	(1,288)	(0,939)	(1,374)	(0,903)
Aantal personeelsleden	1,332	0,247	1,478	2,443	0,938	0,375
Drukbezette Rvb * aantal personeelsleden	(0,944)	(0,479)	(0,811)	(1,301)	(0,499)	(1,392)
Controlevariabelen						
Ln(aantal leden RvB)	1,372	0,140	1,942	0,972	1,237	0,792
	(1,611)	(0,624)	(1,087)	(0,273)	(1,509)	(0,852)
R²	0,021	0,017	0,023	0,015	0,022	0,014
SE van de regressie	7,287	5,722	7,648	5,331	7,174	5,264
F-waarde	4,733	2,420	4,272	2,490	4,115	3,835

Tabel 8: Resultaten Regressie Grootte

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen de haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 375; *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01 (tweezijdige toets)

Eveneens, voor de modererende variabele 'grootte', hebben we geen statistisch significante resultaten gevonden. Het is niet mogelijk een uitspraak te doen die een positief of negatief effect zou weerspiegelen tussen de grootte van de onderneming, drukbezette bestuurders/raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Tevens is er ook hier weer sprake van een lage R^2 -waarde in het model.

4.3.1 Marginale effecten

Om het effect van de modererende variabelen op de relatie tussen het aantal bestuurdersmandaten en de bedrijfsprestaties beter te onderzoeken maken we gebruik van grafieken die telkens het marginaal effect weergeven van de modererende variabele op deze relatie. We gebruiken een betrouwbaarheidsinterval van 95% om de voorspelde waarden weer te geven. Dit geeft ons de mogelijkheid te zien voor welke waarde het model een statistisch significant resultaat berekent.

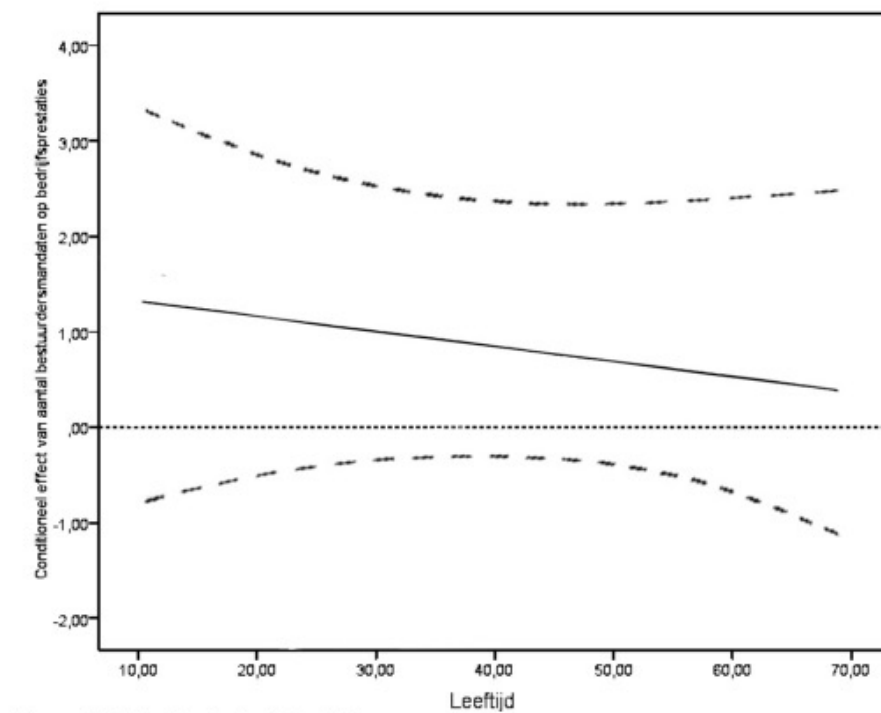
We gebruiken de 'Return on Assets' als maatstaf voor de bedrijfsprestaties en het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder als maatstaf voor de 'busyness' van de bestuurders.

4.3.1.1 Leeftijd

De eerste variabele die we onderzoeken op marginale effecten is de leeftijd van de onderneming. In de onderstaande grafiek zien we helaas geen statistisch significante resultaten tussen de leeftijd van een onderneming en het effect hiervan op de relatie tussen drukbezette bestuurders/raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. De vooropgestelde hypothese vindt geen ondersteuning door de resultaten van de regressieanalyse:

- *H4: de leeftijd van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming jonger is.*

Marginaal effect van een drukbezette raad van bestuur op de RoA



Figuur 8: Marginaal effect Leeftijd

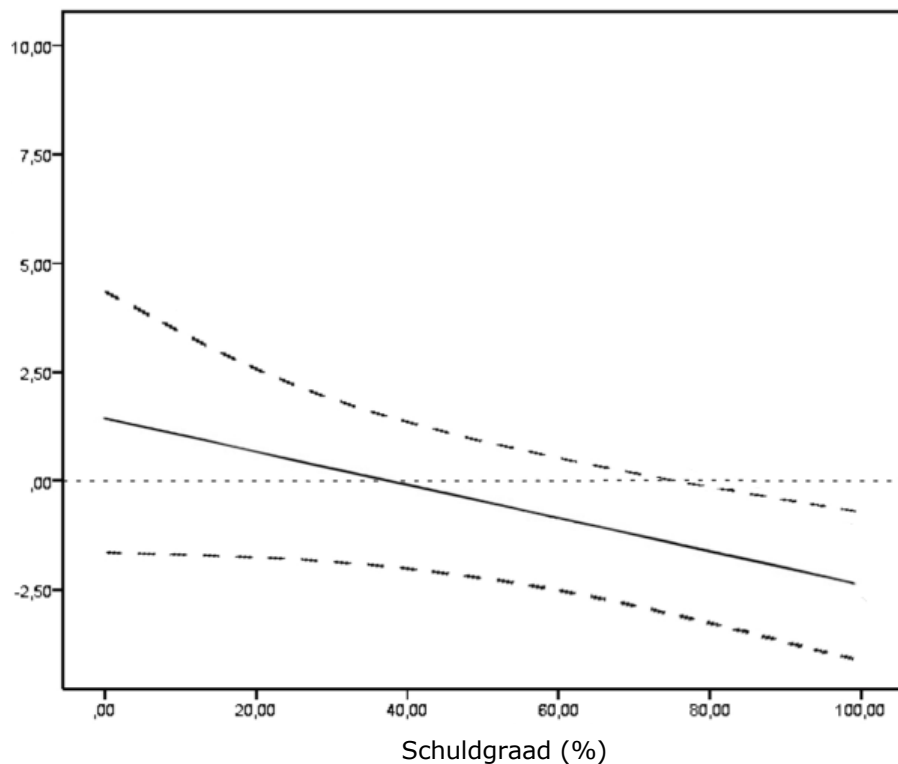
4.3.1.2 Schuldgraad

De volgende variabele die we onderzoeken op marginale effecten is de schuldgraad van de onderneming. Hiervoor hebben we gebruik gemaakt van de proxy schuldgraad (1-solvabiliteitsratio). Uit de onderstaande grafiek (figuur 18) kunnen we afleiden dat een drukbezette raad van bestuur een negatief effect heeft op de RoA van de onderneming als de schuldgraad van de onderneming ongeveer 76% bedraagt. Met andere woorden kunnen we stellen dat een drukbezette raad van bestuur een negatieve invloed heeft op de RoA van bedrijven met een schuldgraad hoger dan 76%. Op basis van deze analyse kunnen we stellen dat bedrijven met een grotere schuldgraad negatief beïnvloed zullen worden door een drukbezette raad van bestuur aangezien deze bedrijven meer nood hebben aan controle dan aan advies. Bijgevolg kunnen we de opgestelde hypothese verwerpen:

- *H3: de schuldgraad van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming een hogere schuldgraad heeft.*

Een mogelijke verklaring voor dit negatief effect zou kunnen zijn dat een onderneming met veel schulden in het bezit moet zijn van een sterke financiële discipline om voldoende winstgevendheid te creëren. Er is nood aan sterke controle maar een drukbezette raad van bestuur zal deze controlerol niet adequaat kunnen invullen met negatieve gevolgen op de winstgevendheid. De agency theory stelt dat de verantwoordelijkheid voor de controle van financiële rapportages bij de Raad van Bestuur ligt. De controlerol van een Raad van Bestuur is dus van groot belang. Deze rol kan echter niet op een efficiënte manier worden vervuld door een raad van bestuur die te drukbezet is en daardoor te weinig tijd heeft.

Marginaal effect van een drukbezette raad van bestuur op de RoA

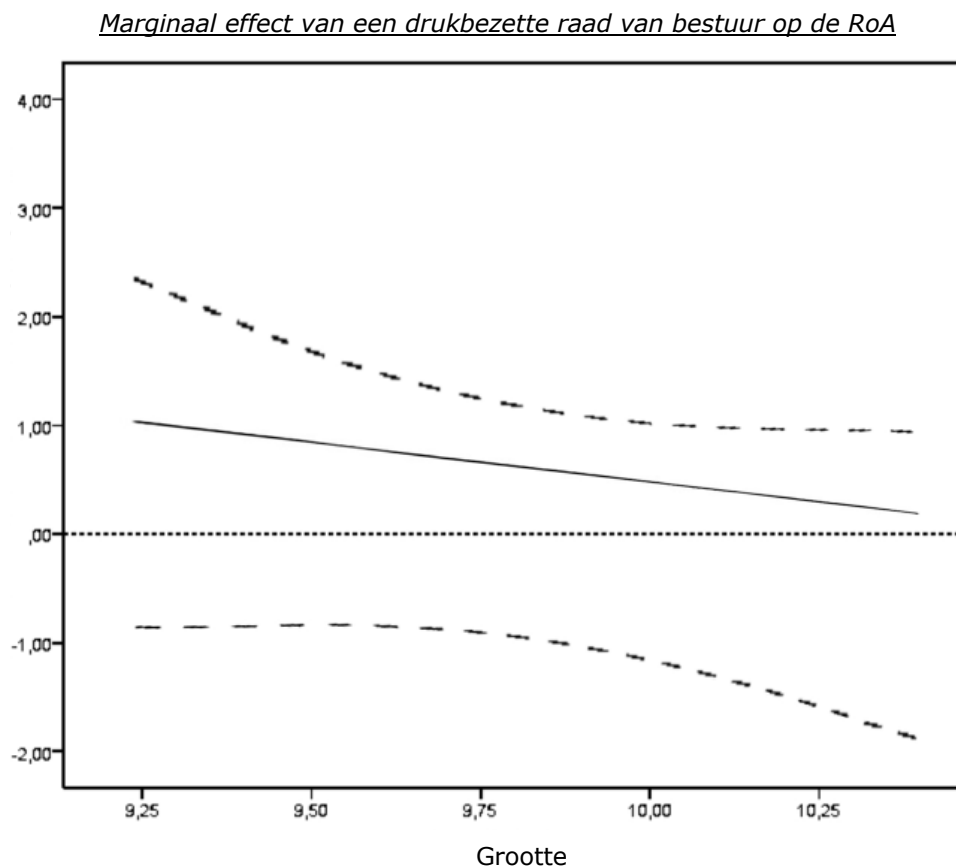


Figuur 9: Marginaal effect Schuldgraad

4.3.1.3 Grootte (omzet)

De laatste modererende variabele die we onderzoeken is de grootte van de onderneming. Om het effect van de grootte van de onderneming in beeld te krijgen, maken we enerzijds gebruik van het aantal werknemers en anderzijds van de omzet van de onderneming. In de onderstaande grafiek zien we geen significant resultaat van de grootte (met als maatstaf de omzet) van de onderneming op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. De vooropgestelde hypothese vindt geen ondersteuning door de resultaten van de regressieanalyse:

- *H2: de grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestatie, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming groter is.*



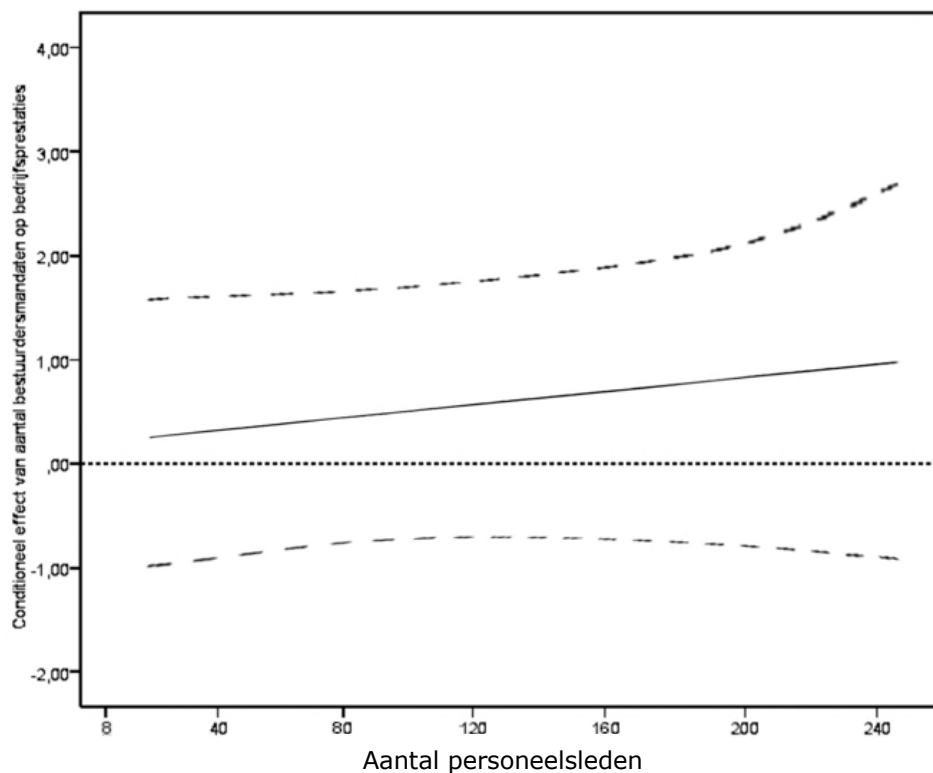
Figuur 10: Marginaal effect Grootte (Omzet)

4.3.1.4 Grootte (aantal personeelsleden)

Indien we de grootte meten aan de hand van de maatstaf 'aantal personeelsleden' vinden we helaas nog steeds geen significant effect. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat de grootte van de onderneming van invloed is op andere determinanten die we niet hebben opgenomen in deze studie. De vooropgestelde hypothese vindt geen ondersteuning door de resultaten van de regressieanalyse:

- *H2: de grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestatie, d.w.z. een minder negatieve of sterker positieve relatie als de onderneming groter is.*

Marginaal effect van een drukbezette raad van bestuur op de RoA



Figuur 11: Marginaal effect Grootte (Aantal personeelsleden)

Hoofdstuk 5: Conclusies

Doorheen de geschiedenis zijn er een aantal grote schandalen omtrent deugdelijk bestuur publiekelijk geworden. Hierbij denken we aan het schandaal omtrent het bedrijf Enron in 2001, of iets recenter het schandaal rond het Duitse fin-techbedrijf Wirecard AG. Om deugdelijk bestuur mogelijk te maken is het van belang een juiste werking van de Raad van Bestuur te waarborgen. Drukbezette bestuurders die deel uitmaken van een Raad van Bestuur zouden een grote meerwaarde kunnen bieden aan de besluitvorming tijdens bestuurdersvergaderingen, maar ook aan de bedrijfsprestaties. Met deze masterproef hebben we getracht een antwoord te geven op de volgende centrale onderzoeksvraag:

“Welk effect heeft het hebben van meerdere bestuurdersmandaten op de bedrijfsprestaties en onder welke omstandigheden?”

Om een gegronde antwoord te kunnen formuleren op deze onderzoeksvraag zijn we als eerst begonnen met een literatuurstudie omtrent dit onderwerp. Nadien hebben we via empirische toetsen een aantal vooropgestelde hypothesen getest. Om deze testen te verrichten hebben we gebruik gemaakt van de data van 375 private belgische ondernemingen doormiddel van de Bel-first database. De conclusies die zijn voortgekomen uit de literatuurstudie en het empirisch deel lichten we in deze paragraaf toe. Nadien bespreken we kort de bijdrage van deze masterproef aan de bestaande literatuur en halen we enige beperkingen aan van dit onderzoek.

5.1 Literatuur

Uit de literatuur is gebleken dat er nog geen consensus is over het feit of drukbezette bestuurders een positief of negatief effect hebben op de werking van een Raad van Bestuur.

Tal van studies belichten de positieve effecten van drukbezette bestuurders met de argumenten dat deze bestuurders waardevolle kennis en expertise bezitten, maar ook een breed netwerk hebben die ondernemingen positief zou beïnvloeden. Dit sluit eveneens aan bij de resource dependency theory die stelt dat bestuurders met meerdere mandaten sturing en advies kunnen verlenen aan ondernemingen. Bijgevolg hebben we geleerd dat drukbezette bestuurders een grote waarde kennen bij ondernemingen die verlangen naar advies. Hieruit volgt dat we kunnen constateren dat ondernemingen die minder op zoek zijn naar advies, en meer naar controle, minder profijt zullen hebben van drukbezette bestuurders.

Andere studies werpen een licht op de minder positieve effecten van drukbezette bestuurders. Een gebrek aan tijd zou het voor deze bestuurders moeilijk maken om op een degelijke manier controle en sturing te bieden aan de onderneming. Uit de literatuur blijkt dat drukbezette bestuurders nauwelijks bestuurdersvergaderingen zouden bijwonen en indien ze toch aanwezig zijn, deze niet grondig kunnen voorbereiden. Bovendien hebben onderzoekers aangetoond dat bedrijven met

drukbezette bestuurders regelmatig te maken hebben met lagere market-to-book ratios en een zwakkere corporate governance.

Op basis van deze literatuur kunnen we concluderen dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten zowel voor- als nadelen met zich meebrengt. Hierdoor is het niet vanzelfsprekend om concrete uitspraken te doen met betrekking tot de centrale onderzoeksvraag. We zijn op zoek gegaan naar variabelen die ertoe kunnen leiden dat een onderneming meer nood heeft aan advies dan aan controle. Drukbezette bestuurders zouden een meerwaarde bieden binnen ondernemingen die minder nood hebben aan controle en meer aan advies. Hiervoor hebben we gebruik gemaakt van de volgende modererende variabelen: de grootte van de onderneming (omzet en aantal personeelsleden), de schuldgraad en de leeftijd. Deze hebben we gebruikt om het effect hiervan te bekijken op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de hiermee samenhangende bedrijfsprestaties.

5.2 Empirisch onderzoek

Voor we gestart zijn met het empirisch gedeelte zijn we op zoek gegaan naar de juiste data die voldoet aan ons onderzoek. Hierbij hebben we gebruik gemaakt van de database Bel-first waarbij we hebben gefilterd op de volgende zaken: rechtsvorm, ligging, sector, aantal personeelsleden en niet-beursgenoteerd. Op basis van deze selectie werd er een populatie van 14.494 ondernemingen bekomen. Van deze populatie zijn we overgestapt naar een steekproef die 375 ondernemingen telde. Voor de onafhankelijke variabele "drukbezette Raad van Bestuur" werd er gebruik gemaakt van een dummyvariabele. Deze kreeg de waarde "1" toegewezen indien 50% van de bestuurders drukbezet bleek te zijn. Voor de afhankelijke variabele "bedrijfsprestaties" werd er gebruik gemaakt van de maatstaven 'return on assets' en 'nettowinstmarge'.

In het eerste regressiemodel zijn we nagegaan wat het effect was van een drukbezette raad van bestuur op de bedrijfsprestaties. Op basis van dit model zijn we echter geen significante resultaten bekomen. We hebben te weinig ondersteuning om te concluderen dat een drukbezette raad van bestuur positief of negatief zal zijn voor de bedrijfsprestaties. We zijn dus op zoek gegaan naar variabelen die enig effect zouden kunnen hebben op deze relatie. We hebben gebruik gemaakt van de modererende variabelen: 'grootte', 'schuldgraad' en 'leeftijd'. Deze hebben we stapsgewijs toegevoegd aan het regressiemodel om te kijken of er sprake was van een significant effect. Het bekomen van een niet-significant resultaat bevestigt overigens de gedeelde meningen in de bestaande literatuur rond het onderwerp.

In het tweede regressiemodel hebben we de schuldgraad van de onderneming toegevoegd aan het model. Aan de hand van dit model zien we een significant resultaat (op 0,01-niveau) van de schuldgraad. Deze heeft een negatief effect op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Bijgevolg kunnen we besluiten dat onze hypothese met betrekking tot de schuldgraad van de onderneming verworpen kan worden. Een hoge schuldgraad heeft een negatief effect op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Dit zien we ook terug bij het marginaal effect. Ondernemingen met een hoge schuldgraad (ongeveer 76%)

ondervinden dus een negatief effect van een drukbezette raad van bestuur omdat er in deze situatie meer nood is aan een controlerende raad van bestuur. De controlefunctie van een drukbezette raad van bestuur bleek uit de literatuur een groot struikelblok te zijn omwille van het tijdsgebrek die drukbezette bestuurders ervaren.

In het derde model hebben we het effect van de leeftijd van de onderneming bekeken. Op basis van dit model konden we geen significante resultaten vinden hetgeen aanwijst dat de leeftijd van de onderneming geen significant effect zou hebben op de relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Aan de hand van de literatuur wordt er wel een positief effect verwacht van een drukbezette raad van bestuur op de bedrijfsprestaties indien het gaat om een 'jonge' onderneming. Deze zouden een gebrek aan ervaring, kennis en connecties vertonen. Hun behoefte aan advies is bijgevolg groter dan de behoefte aan controle. Aan de hand van het marginaal effect vinden we echter geen ondersteuning voor deze hypothese.

Als laatst werd de modererende variabele 'grootte' toegevoegd aan het model. Deze hebben we opgesplitst door enerzijds de 'omzet' als maatstaf te gebruiken en anderzijds 'aantal personeelsleden'. Op basis van beide modellen konden we geen significante resultaten vinden die onze hypothese bevestigen, namelijk dat de grootte van een onderneming de positieve relatie tussen een drukbezette raad van bestuur en de bedrijfsprestaties zou versterken. Bijgevolg hebben we niet voldoende ondersteuning voor de vooropgestelde hypothese door de resultaten van de regressieanalyse.

5.3 Praktische implicaties

Naar aanleiding van de in deze masterproef bekomen resultaten is het interessant een aantal praktische implicaties te benoemen in verband met corporate governance regels en wetgeving in relatie tot drukbezette bestuurders. Ten eerste zijn we van mening dat een begrenzing van het aantal mandaten genuanceerder bekeken en behandeld moet worden aangezien de uiteenlopende effecten van drukbezette bestuurders. Het lijkt passender om de context en situatie van de onderneming te betrekken bij de benoeming van een bestuurder. Een mandaat dat als doel heeft om beroep te doen op de expertise en kennis van een bestuurder weegt inmiddels in andere mate door dan sterke controle uitvoeren binnen de onderneming.

Verder kan een begrenzing tot een belemmering van het ondernemerschap leiden. We zijn van mening dat er voldoende ruimte en verantwoordelijkheid aan de ondernemer toegewezen moet worden om welvaart te stimuleren binnen de ondernemerswereld.

Uit onze bevindingen kunnen we concluderen dat drukbezette bestuurders zowel voor- als nadelen hebben afhankelijk van de nood van de onderneming. Dit lijkt ons de belangrijkste bevinding van deze hele studie. De nood aan advies of controle is van cruciaal belang in de aanwerving van drukbezette bestuurders of niet. Een nood aan sterke controle zal ertoe leiden dat drukbezette bestuurders de onderneming negatief zullen beïnvloeden (door slechtere bedrijfsprestaties). Een

nood aan advies zal er toe leiden dat er een positief effect zal zijn van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties.

De samenstelling van de Raad van Bestuur kan zeker versterkt worden met drukbezette bestuurders naargelang de noden van het bedrijf. Een onderneming met een hoge schuldgraad (76% of hoger) zou best opzoek gaan naar andere bronnen van expertise en kennis. Ook de financiële sector zou alert moeten omgaan met ondernemingen met een drukbezette Raad van Bestuur. Een gebrek aan voldoende controle binnen de onderneming zou nefaste gevolgen kunnen hebben voor zowel de kredietnemer als kredietverstrekker. Bedrijfsprocessen die onvoldoende bijgestuurd worden kunnen leiden tot zwakkere corporate governance en bijgevolg ook tot slechtere bedrijfsprestaties

5.4 Beperkingen van het onderzoek en suggesties voor verder onderzoek

In dit onderzoek hebben we getracht een kwaliteitsvolle en betrouwbare masterproef af te leveren, maar net zoals andere onderzoeken komen we ook hier uit op een aantal beperkingen. Deze lichten we hieronder verder toe.

Allereerst hebben we ons in deze studie gefocust op de niet-beursgenoteerde bedrijven in België. Om het onderzoek verder uit te breiden, kunnen we ook beursgenoteerde bedrijven toevoegen aan het onderzoek. Bovendien hebben we de rechtsvorm 'Naamloze Vennootschap' geselecteerd. Deze rechtsvorm garandeert ons niet dat er sprake is van een 'actieve' Raad van Bestuur, maar dat er enkel 'een' Raad van Bestuur is. Een passieve Raad van Bestuur is voor dit onderzoek minder interessant aangezien een drukbezette bestuurder zich in dit geval niet 'echt' bezighoudt met de uitoefening van zijn verantwoordelijkheden als bestuurder.

Ten tweede was het niet mogelijk om van een grotere steekproef de individuele mandaten te controleren wegens tijdsdruk. Een grotere steekproefomvang zou bijgevolg een accurater resultaat opleveren. Ook werden financiële sectoren en nutsbedrijven uit de selectie gelaten omdat deze niet volgens het volledig schema van de jaarrekening rapporteren. Doormiddel van deze selectie werd het onderzoek vernauwd en zorgde het er tegelijkertijd voor dat resultaten niet veralgemeend konden worden over verschillende sectoren heen. Indien er meerdere steekproeven bekeken kunnen worden, die over meerdere sectoren heen reiken, zal dit de kwaliteit van het onderzoek verbeteren.

Als derde beperking kunnen we naast de gebruikte modererende variabelen nog andere variabelen toetsen. We kunnen bijvoorbeeld het effect van familiebedrijven en familiale managementconstructies behandelen als een aparte categorie. Vaak wordt er binnen een familiebedrijf ook een Raad van Advies opgericht. Dit zou interessante bevindingen kunnen opleveren en kan als suggestie dienen voor toekomstige onderzoeken.

Literatuurlijst

Aguilera Ruth V. and Cuervo-Cazurra A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 415-443

Ahn, Jiraporn, Kim (2010), Multiple directorships and acquirer returns", *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2011-2026

Arosa B, Iturralde T and Maseda A (2013). "The Board Structure and Firm Performance in SMEs: Evidence from Spain", Vol. 19, No. 3, pp. 127-135.

Baysinger, R.D., Butler, H.N., 1985. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 101-124

Becht, R., Franks, J., & Wagner, H. F. (2021). Reputation and board composition: Evidence from European organizations. *Review of Financial Studies*, 34(12), 6528-6566.

Berg S V and Smith S K (1978), "CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual v. Unitary Board Leadership", *Directors and Boards*, Vol. 3, pp. 34-49.

Benson, Davidson, James & Wang (2022). Board busyness and corporate payout: are all directors the same? *Accounting & Finance*, forthcoming

Bhagat S and Black B (1999), "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance", *The Business Lawyer*, pp. 921-963.

Brambor, T., Clark, W. R., & Golder, M. (2006). Understanding Interaction Models: Improving Empirical Analyses. *Political Analysis*, 14(1), 63-82.

Brennan N (2006), "Boards of Directors and Firm Performance: Is There an Expectations Gap?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, No. 6, pp. 577-593.

Cadbury Code: The financial aspects of corporate governance. The committee on the financial aspects of corporate governance (1992)

Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making. *The Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.

Core, John, Robert Holthausen, and David Larcker, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.

- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Deakin, S., & Konzelmann, S. J. (2004). Learning from Enron. *Corporate Governance: An International Review* (Vol. 12, No. 2), 134-142.
- De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.
- Erhardt N L, Werbel J D and Shrader C B (2003), "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance", *Financial Review*, Vol. 38, No. 1, pp. 33-53.
- Eisenhardt, K.M., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), pp.57-74.
- Fama, E. F. (1980, April). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy* (Vol. 88, No. 2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 59, 1087-1111
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (April 2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance* Vol. LXI, NO.2, 689-724
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). cognition and corporate governance understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review* 24(3), 489-505.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2005). "Outside" directors in SME boards: a call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties & Composition* 1(1), 28-37
- Geletkanycz, M. A., & Boyd, B. K. (2011, April). CEO Outside directorships and firm performance: a reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, 335-352.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004, July). Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies*, 775-798
- Haxhi, I., & van Manen, J. 2010. Nationale cultuur en de wereldwijde verspreiding van corporate governance codes, *Goed Bestuur*, Issue 3: 2010.

Hendry, K. & Kiel, G.C., 2004. The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organisational control perspectives. *Corporate Governance*, 12(4), pp.500–520.

Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review* Vol. 28, No. 3, 383-396

Hofstede, G. (2009). Geert Hofstede cultural dimensions.

Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The Rand Journal of Economics*, 5889-606.

Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press

Iatridis, George and Kadorinis, George, (2009), Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms, *International Review of Financial Analysis*, 18, issue 4, p. 164-173

Ingram, P., & Simons, T. (1995). Institutional and resource dependence determinants of responsiveness to work-family issues. *Academy of Management Journal*, 38(5), 1466–1482

James R. Booth, Daniel N. Deli, Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs, *Journal of Financial Economics*, Volume 40, Issue 1, 1996

Judge, W. Q., & Pucik, V. (Eds.). (2010). *The Handbook of Board Nomination and Election*. Edward Elgar Publishing.

Solomon, J., & Solomon, A. (2017). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons.

Jiraporn, Kim & Davidson (2008). "Multiple directorships and corporate diversification", *Journal of empirical finance*, 15(3), 418-435.

Jiraporn, P., Young Sang, K., & Davidson, W. N. (2007, June 30). Multiple Directorships and Corporate Diversification.

Kaplan, S. N., & Reishus, D. (1990, October). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics* (Volume 27, Issue 2), 389-410.

Kanojia, Sunaina; Sharma, Jai Prakash; Jain, Shweta. IUP Journal of Corporate Governance. Jan2020, Vol. 19 Issue 1, p28-56. 29p. , Database: Business Source Complete

Keasey, K., & Wright, M. (Eds.). (2013). The Board of Directors and Corporate Governance. Routledge.

Kiel & Nicholson (2006), Multiple directorships and corporate performance in Australian Listed Companies, Corporate Governance an International Review, 14(6), 530-546

Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. The Journal of Law & Economics, 41(1), 275–304.

Laura Field, Michelle Lowry, Anahit Mkrtchyan, Are busy boards detrimental? Journal of Financial Economics, Volume 109, Issue 1, 2013, Pages 63-82,

Latif, B., Voordeckers, W., Lambrechts, F. & Hendriks W., (2020) "Multiple directorships in emerging countries: fiduciary duties at stake?", Business Ethics: A European Review, 29(3), 629-645

LeBlanc, R. (Ed.). (2016). The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not-for-Profit Board Members. John Wiley & Sons.

L'huillier, Barbara. (2014). What does "corporate governance" actually mean? Corporate Governance: International Journal of Business in Society.

Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2009). The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors. The Review of Financial Studies (22 (8)), 3287-3328

Mace, Myles, 1986, Directors: Myth and Reality (Harvard University Press, Boston, MA).

Machold, S., & Farquhar, S. (2013). Board Task Evolution: A Longitudinal Field Study in the UK. Corporate Governance: An International Review, 21(2), 147–164

Markarian, G., & Parbonetti, A. (2007). Firm Complexity and Board of Director Composition. Corporate Governance: An International Review (Volume 15, Issue 6), 1224-1243

McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. Department of Accounting and Finance working paper

Nadler, D. A. (2004). Building Better Boards.

O'Reilly, C. A., & Tushman, M. L. (2013). Organizational Ambidexterity: Past, Present, and Future. *Academy of Management Perspectives*, 27(4), 324–338.

Paine, Lynn S. Harvard Business Review Digital Articles. 10/6/2020, p2-11. 10p

Peng, M. W. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions. *Strategic Management Journal* 25, 453-47

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill Education.

Perry, T., & Peyer, U. (2005). Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *Journal of Finance*

Pfeffer, J. (1972) Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-228.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row

Pornsit Jiraporn, Manohar Singh, Chun I. Lee, Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships, *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, Issue 5, 2009

Pornsit Jiraporn, Wallace N. Davidson, Peter DaDalt, Yixi Ning, too busy to show up? An analysis of directors' absences, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 49, Issue 3, 2009

Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., Van Den Bosch, F. A. J., & Volberda, H. W. 2009. Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17: 292 – 306.

Sarkar, J., & Sarkar, S. (2005). Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India.

Sercu, P., Vander Bauwhede, H., & Willekens, M. (2002). Earnings quality in privately held firms: the roles of external audits, stakeholders, and governance mechanisms.

Shivdasani, A. (1993, January-July). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* (Volume 16, Issues 1-3), 167-198

Stephen Bear; Noushi Rahman and Corinne Post, (2010), The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation, *Journal of Business Ethics*, 97, (2), 207-221

Stiles, P. (2001) The Impact of the Board on Strategy: An Empirical Examination, *Journal of Management Studies*, 38, 627–650

Stock, H. J., & Watson, M. M. (2011). *Introduction to Econometrics*. Pearson Education Limited.

Tricker, B. (2018). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press.

Useem, M. (2006). How Well-Run Boards Make Decisions. *Harvard Business Review*

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.

Van Den Heuvel, J., Van Gils, A. and Voordeckers, W. (2006), Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance. *Corporate Governance: An International Review*, 14: 467-485

Vinh Nhat Lu, Carolin Plewa, Joanne Ho (2016): Managing governmental business relationships: The impact of organisational culture difference and compatibility, *Australasian Marketing Journal (AMJ)*, Volume 24, Issue 1, 2016, Pages 93-100

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

Yuqi Gu; Ling Zhang. *Journal of Business & Educational Leadership*. Fall22016, Vol. 6 Issue 1, p49-62. 14p. , Database: Business Source Complete

